

Ainda que pareça uma platidade, os desdobramentos da crise bancária darão a direção das taxas de câmbio, do patamar de taxas de juros nominais e do valor das ações nos próximos meses.

A manifestação mais direta da crise é o intenso processo de desalavancagem – no estoque pela escassez de capital que leva à venda de portfólios já existentes e no fluxo pela menor capacidade de seguir financiando os novos tomadores – que deve estabelecer um novo patamar de preços.

Nossa convicção no início de junho era que a cotação do dólar - comparado às principais moedas - em 17 de março já incorporava a fragilidade do sistema financeiro americano e as baixas taxas de juros nominais e reais denominadas em dólar daí decorrentes. Neste sentido, acreditávamos que o dólar não perderia mais valor em relação às moedas não commodities e mais ainda em relação às demais moedas com reduzido, mesmo que positivo, diferencial de juros em relação aos títulos norte americanos. Nossa opinião foi reforçada pela nova deterioração da solvência do sistema financeiro americano ao longo de junho – notícia aparentemente baixista - sem que o dólar tivesse rompido o nível mínimo observado em março. O real é um caso particular, por ser ao mesmo tempo commodity e ter um exorbitante diferencial de taxa de juros. Na hipótese, provável a nosso juízo, de uma reversão da alta de commodities, o real forte dependerá da disposição dos investidores de financiarem um déficit crescente em conta corrente. Como também cremos em uma retração na margem do fluxo financeiro para o Brasil, nosso prognóstico de médio prazo é de uma desvalorização do real. Contudo, a dinâmica de curto prazo é bastante distinta pois a inflação em elevação estimula uma elevação da taxa de juros real e uma apreciação do real.

O balanço de riscos no mercado global de ações era – e segue sendo - mais negativo que positivo. Primeiro, uma desaceleração na margem da economia mundial não está expressa nos preços atuais, que ainda incorporam crescimento robusto no mundo emergente e desempenho razoável na OECD. Acreditamos em um cenário de compressão de margens, na esteira da segunda onda de desalavancagem. E, sem crescimento expressivo no horizonte, preços que pareciam algo caros há 12 meses, podem tornar-se muito caros, mesmo depois de terem caído 25 % em média desde o topo em 9 de outubro. Segundo, há um movimento generalizado de aumento de taxas de juros nominais no mundo, tornando mais caro carregar uma carteira de ações, devendo levar, em nossa opinião, a uma forte redução de múltiplos. Terceiro, e ainda que pareça abstrato e mais aplicável aos bancos, não devemos perder de perspectiva que a crise de crédito deveria exigir uma forte elevação do prêmio para carregar a parte mais júnior da estrutura de capital de qualquer empresa. Mais ainda, este ajuste deveria ser não linear, penalizando de maneira mais que proporcional a dívida subordinada e mais ainda as ações. Quarto, consideramos que as posições compradas estão mais relacionadas ao nível de preços – “caiu muito” - e nestes termos serão movimentos de curta duração. Não julgamos que o Brasil seja um caso particular. Ao contrário, parece-nos que o nível de preços das ações no Brasil deveria torná-lo mais vulnerável a um ajuste no prêmio de risco para carregar ações, reforçado pelo risco não desprezível de uma reversão nos preços das commodities. Margem de segurança baixa em um mundo que está sendo forçado a buscar segurança não parece ser uma situação confortável.

Nosso cenário básico para a taxa de juros no Brasil era de uma elevação da taxa SELIC para um patamar de inflação projetada de digamos 5 % a.a. mais uma taxa de juros real ao redor de 9 % a.a. Mais ainda, completado este movimento, a estrutura a termo deveria inverter-se para o período superior a 12 meses. Em resumo, acreditávamos que o BACEN deveria subir os juros básicos para um nível próximo de 14,5 % para manter a inflação futura ao redor de 5 % , mesmo que a inflação corrente estivesse rodando a 7 % e que

este movimento deveria ser feito ainda em 2008. Neste sentido, iniciamos junho com forte convicção que a taxa de juros nominal para 2011 e 2012 incorporava um prêmio de risco só explicável pela ausência de arbitradores. Este fenômeno poderia ser atribuído ao mesmo processo de desalavancagem, que reduziu os limites de riscos dos principais arbitradores do mercado – os bancos – e permite que preços extremos possam persistir por um tempo maior que o habitual.

O esgotamento da crise bancária nos Estados Unidos depende em nossa opinião do aparecimento de mãos fortes, isto é, alguém com capacidade de carregar ativos muito depreciados, pois produto de liquidação forçada por parte de mãos fracas. Estimamos que estas perdas deveriam somar ao redor de 7 % do PIB (US\$ 1 trilhão), que é o padrão de crises bancárias. A primeira sinalização foi a aquisição do Countrywide pelo BofA. Não foi suficiente. O segundo sinal foi a ajuda do FED para que o JPMChase adquirisse a Bear Sterns. Insuficiente. O terceiro sinal parece ser a garantia explícita do Tesouro dos EUA à dívida sênior da FNM e da FRE. Esta garantia deveria ser acompanhada de um apoio ao valor das hipotecas – por exemplo, uma agência do Tesouro nos moldes da RTC declarar que garante os primeiros US\$ 150 mil de qualquer casa familiar norte americana a 4 % a.a. Nesta situação, julgaríamos que um patamar de preços mais sólido teria sido alcançado. A partir daí, o ajuste – desalavancagem de ativos - deveria acelerar-se na Europa e no mundo emergente – incluindo commodities - em resposta a uma melhora substancial da conta corrente norteamericana. Neste movimento deveriam estar protegidos os créditos (seja em dívida ou em ações) de melhor qualidade e / ou os ativos com substancial desconto e bons fundamentos. No primeiro grupo, estão as corporações líderes no mundo (exceto setor financeiro e commodities), melhor se situadas na zona do dólar e com grande geração de caixa. No segundo grupo, estariam por exemplo a dívida subordinada da FNM e da FRE ou as NTN-Bs.