

E a barata voou

Entre profissionais que tomam riscos nos mercados, a imagem de baratas voando ilustra uma situação de grande confusão. Por definição, bastante improvável. Mas, está acontecendo.

Em nossa opinião, exposta em cartas anteriores, o longo processo de desalavancagem que teve início em outubro de 2007 se manifestaria em sucessivas ondas de adequação dos preços – e dos volumes e da volatilidade – ao tema da sobrevivência. Em condições “normais” os mercados funcionam com uma hierarquia de preço, quantidade e caixa. Em tempos de sobrevivência, a hierarquia passa a ser caixa, quantidade e preço. A preservação do estoque de riqueza sob forma líquida tem preferência sobre a rentabilidade esperada, que dependem, por definição de fluxos futuros incertos.

Estas ondas seriam marcadas por uma descontinuidade na função de crédito – em preço e quantidade - na crescente dificuldade em carregar ativos, na liquidação forçada e na penalização das posições alavancadas de famílias, empresas, instituições financeiras e países.

Evidentemente, a questão crucial é estimar o patamar de preços (e secundariamente, volume e volatilidade) que indicaria que a primeira onda – a crise bancária - deixou de ser o tema dominante e a segunda onda de contração generalizada da atividade econômica ganhará protagonismo.

Em nosso cenário base, o patamar de preços que indicaria o “esgotamento” da crise bancária seria uma combinação de perdas acumuladas em torno de 10 % do PIB, uma estrutura a termo da taxa de juros fortemente inclinada, com juros reais negativos na parte curta, spreads de crédito elevados na dívida *senior* e pânico na dívida subordinada, resgates em fundos e venda forçada de ativos. Essa espiral levaria a uma intervenção em grande escala dos emprestadores de última instância e esta intervenção deveria indicar um patamar de preços “sustentável” para os passivos bancários, sob a forma de dívida ou de *equity*.

Acreditamos estar próximos desta mudança de tema: más notícias no setor financeiro terão impacto relativamente pequeno sobre o mercado, que irá progressivamente preocupar-se com uma forte deterioração na economia, com efeito deletério sobre os resultados das empresas.

Neste cenário, mantivemos nossa posição negativa para o mercado de ações. Acreditamos estar em um mercado baixista que deve durar pelo menos 2 anos. Por sua natureza, estes mercados são caracterizados por bruscos movimentos de correção, que estão associados normalmente a uma lógica que os preços caíram “muito”, que há barganhas, que os fundamentos são sólidos. Temos convicção que o mercado penalizará a confusão entre correção forte, mas temporária e uma reversão sustentada do movimento baixista, que a nosso juízo está distante.

Esta avaliação é ainda mais verdadeira para o mercado de ações no Brasil. A taxa de juros real para o ativo livre de risco estabilizou-se ao redor de 9%. As melhores empresas têm um custo de dívida pelo menos de 200 bps sobre o Tesouro Nacional. O custo de *equity* não pode ser menor que 700 bps sobre o ativo livre de risco. A estrutura de capital será por definição menos alavancada nos próximos anos. Ao mesmo tempo, os resultados das empresas serão impactados pela recessão global, sobretudo para as commodities, pela contração do crédito doméstico, pela redução de gastos de famílias e empresas.

Acreditamos que o movimento de fortalecimento do dólar terá fôlego importante nos próximos meses. Os EUA estão na frente no processo de desalavancagem. Ademais, as oportunidades nos ativos americanos – dívida hipotecária, dívida sênior de empresas com grande capacidade de pagamento, dívida subordinada de instituições financeiras apoiadas pelo FED, ações de empresas com balanços sólidos, com grande fluxo de caixa, pouco endividadas e com *dividend yield* superior ao *treasury* de 10 anos – devem absorver uma fração importante da poupança norte americana que buscou retornos mais elevados no mundo emergente nos últimos anos.

O real não escapará deste movimento geral, ainda que apresente um extraordinário diferencial de juros. Acreditamos que a taxa de câmbio vá situar-se em um patamar que mantivesse a conta corrente próximo do equilíbrio, em face do risco de uma retração importante da conta capital. Nosso modelo – que é uma aproximação da realidade – e nossa análise – que é antes instinto que teoria – sugerem uma taxa de câmbio mais perto de R\$ 2,50 que de R\$ 2,00.

A taxa de juros doméstica será dominada por um movimento de inclinação na estrutura a termo da taxa de juros. Em nossa opinião, o próximo movimento dos juros mais longos refletirá o desequilíbrio entre a demanda de dinheiro para financiar o crédito e que será declinante na margem mas ainda positiva por muitos meses e a oferta de dinheiro – que cremos ser basicamente de estrangeiros e de fundos locais – que deve estancar muito mais abruptamente. Nestes termos, esperamos que a dinâmica dos juros curtos reflita uma decisão do Banco Central de manter os juros reais ex ante ao redor de 5 % a.a. e uma ausência de doadores nos prazos mais longos, que empurrará os juros reais ex antes mais longos para um patamar mais próximos de 12 % a.a.