

Mágicos e alquimistas

Das muitas funções que têm um mercado concorrencial, uma das mais relevantes é prover liquidez, que deveria representar um equilíbrio dinâmico entre oferta e demanda a um dado patamar de preços.

A dinâmica dos preços em outubro mostrou vendedores muito agressivos, em liquidação forçada. Intrigante e ilustrativa, contudo, é ausência dos compradores. O custo de oportunidade nas economias centrais é o mais baixo em 50 anos, a poupança líquida é astronômica e as oportunidades em crédito sênior parecem muito atrativas. E, ainda assim, não aparecem os compradores. Ou melhor, os compradores que apareceram neste período foram duramente castigados e duraram pouco. Este comportamento valeu para todas as classes de ativos e para todos os compradores, mesmo que muito sólidos.

Há inúmeros casos que ilustram o tema: aquisição do Countrywide pelo BofA; aquisição do Bear Stearns pelo JPMorgan com apoio do FED; subscrição para aumento de capital nos principais bancos do mundo por fundos soberanos que perderam valor em poucos meses; nacionalização do NorthernRock que não foi capaz de restabelecer a confiança no sistema bancário inglês; garantia explícita sobre os depósitos da FNM e da FRE em julho que não impediu que a sua sobrevivência fosse posta em dúvida; seguidas declarações de chairmen de bancos que não precisavam mais capital, desmentidas em curtíssimo espaço de tempo; dívida corporativa AAA pagando spread de 270 bps sobre o Tesouro americano.

Em resumo, mãos privadas ou quase públicas – caso das GSEs – mostraram-se, seguida e repetidamente, fracas. Entre outras características, as crises são um processo de transferência de ativos de mãos fracas para mãos fortes. Muito do nosso pessimismo ao longo de 2008 decorreu da percepção que as mãos supostamente fortes nunca eram suficientemente fortes.

Neste cenário, os “únicos” compradores que aguentaram – porque têm passivo supostamente ilimitado e não realizam mark-to-market de sua posição são os Tesouros e os Bancos Centrais.

Neste sentido, acreditávamos que a transferência definitiva dos ativos para mãos fortes de última instância poderia indicar o esgotamento da primeira fase da desalavancagem. Em outubro, tornou-se claro que os Tesouros assumiriam de maneira escancarada os passivos financeiros de bancos e corporações, em contrapartida de uma expansão descomunal da dívida pública.

Este movimento pode indicar que a agressividade dos vendedores irá diminuir: a liquidação forçada não será mais realizada a preço de mercado – isto é, o preço necessário para atrair comprador – mas a um preço mais elevado, artificial, determinado pelos Bancos Centrais.

Não decorre daí uma recuperação sustentada de preços para um patamar supostamente mais “racional”.

Mantemos nosso ceticismo. O otimismo com a ação “coordenada” dos Tesouros e Bancos Centrais e os Tesouros para restaurar a “confiança” equivale a impressionar-se com o mágico que tira coelhos da cartola ou acreditar na existência de alquimistas que podem transformar, se tiverem tempo, chumbo em ouro.

A capacidade de pagamento das famílias americanas não vai melhorar sem um profundo ajuste no gasto corrente; de fato, haverá pouco incentivo a cortar consumo se a taxa de juros real for muito baixa; menos ainda se o desemprego chegar a 10% da força de trabalho. O excesso de alavancagem de famílias e empresas na Europa ou mesmo de casas na Espanha ou na Inglaterra não vai desaparecer porque o ECB reconheceu com atraso que a inflação era um tema antigo. O ajuste na balança comercial americana vai impactar as economias superavitárias, sobretudo da Ásia e por decorrência os produtores de commodities mesmo que o FED compre US\$500 bilhões de *commercial paper*. O custo da dívida das empresas não voltará ao patamar de 2007 por que este spread só existiu pela abundância de dinheiro e da alavancagem que está na origem da crise atual. Os resultados das empresas serão menores e ao mesmo tempo o custo de capital para descontar os fluxos de caixa futuros será substancialmente maior. O ROE dos bancos não voltará a 20% a.a. pelo simples motivo que este retorno requer uma combinação – que se demonstrou irrealista e perigosa - de alavancagem, passivo abundante e barato, marcação à mercado leniente, critérios de crédito pouco prudentes e clientes irresponsáveis.

Agora, a dinâmica da crise seguirá seu curso: a crise financeira tornou-se bancária e se manifestará na chamada economia “real”.

E esta dinâmica será marcada por um mercado onde a incerteza reflete-se em uma volatilidade 3 vezes superior ao padrão vigente na fase expansiva do ciclo, onde os preços são descontínuos e os fluxos se movem da periferia para o centro. Viveremos uma dinâmica de pouca arbitragem de taxa de juros, de múltiplos baixos nas economias centrais colocando em dúvida a atratividade da periferia, da valorização de um fluxo de caixa previsível em detrimento da promessa de fluxo de caixa de um extraordinário plano de negócios. É uma fase que castiga o “buy and hold”, porque o passivo é incerto e caro e a preferência por liquidez é elevada. Penaliza os BRICs, símbolo da convergência em fase de euforia e de enganoso *decoupling* em fase de desalento.

A altíssima volatilidade nos principais mercados em outubro produziu um ambiente de grande assimetria risco/retorno para as posições de arbitragem e carregamento. Em nossa opinião, o declínio sustentado da volatilidade requer o esgotamento da liquidação forçada e um patamar de preços consistente com uma alavancagem muito menor. Esta situação levou-nos a privilegiar posições de trading de curtíssimo prazo - normalmente com tendência pessimista – sobretudo nos mercados de bolsa e câmbio.

Creemos que o Brasil é um “crédito” sólido, ainda que com preços não necessariamente atrativos.

Acreditamos que o patamar de preços – bolsa, juros prefixados, taxa de câmbio – vigente nos últimos anos estivesse simplesmente errado, por que produto de combinação de fatores não razoável: commodities em forte alta, fluxos financeiros abundantes, alocação em renda variável inconsistente com a demografia dos

poupadores das economias centrais, longo período de fraqueza do dólar, taxas de juros nas economias centrais muito baixas, apropriação exagerada dos salários pelo capital nas economias centrais e incorporação rápida de trabalhadores nas plataformas asiáticas de produção em escala global.

O Brasil é um dos poucos emissores no mundo que está retirando dívida. A taxa de juros real ex ante é exorbitante e não corresponde à boa capacidade de pagamento do Tesouro brasileiro. A estrutura a termo da taxa de juros reflete antes a dificuldade de arbitragem na ausência de doadores de longo prazo, sobretudo estrangeiros. Este desbalanceamento pode perdurar por algum tempo, mas não deve obscurecer o fundamento que viveremos nos próximos anos uma taxa de juros real mais baixa.

Em nossa opinião, a desvalorização do real era parte de um movimento geral de fortalecimento do dólar: liquidação forçada de operações alavancadas com passivo em dólar, retorno de dinheiro para reforçar capital nos Estados Unidos, dianteira norte americana no processo de desalavancagem e atratividade relativa dos ativos norteamericanos.

Nossa leitura é que o equilíbrio dinâmico da taxa de câmbio deveria contemplar duas condições. De um lado, assegurar que a necessidade de financiamento da conta capital fosse prudencialmente muito baixa, em um entorno de dificuldade. De outro, encontrar um patamar de câmbio que atraísse vendedores voluntários para o lado do Banco Central. Nosso modelo de balanço de pagamento e nossa intuição indicam que uma taxa de câmbio ao redor de R\$2,60 cumpriria ambas as tarefas. Ademais, parece-nos prudente buscar este patamar confortável ainda em 2008, contribuindo para um cenário de virtual estabilidade da taxa de câmbio em 2009.

Julgamos que o mercado de ações em geral no Brasil não está absurdamente barato. Vemos 2009 com uma atividade econômica substancialmente menor, margens sob pressão, preços de commodities mais baixos, dívida cara e mais escassa, menos alavancagem, custo de *equity* muito mais alto. Em um patamar de preços ao redor de 40 mil pontos, nossa projeção de resultados mostra um múltiplo próximo de 10 x, o que não é exatamente barato.

Em resumo, é curioso observar que as “boas” notícias nos últimos meses estiveram sempre relacionadas à ação dos Tesouros e Bancos Centrais. É provável que se registre um “êxito” de curto prazo: exaure-se a agressividade dos vendedores pois os preços não podem cair até o patamar onde encontrariam compradores “genuínos”. No médio prazo, contudo, veremos se a expansão dos balanços dos Bancos Centrais pode comprar prosperidade. É menos óbvio.