

E agora?

A forte onda de desalavancagem que ocorre há 12 meses produziu um mundo marcado por 6 características centrais: a) intervenção sem limite, de preços, quantidades e instrumentos dos Tesouros e dos Bancos Centrais; b) taxa de juros real muito baixa, mesmo nos prazos mais longos, para o risco público; c) descontinuidade da função de crédito, com taxas de juros reais muito elevadas para o risco corporativo; d) convicção crescente que a atividade econômica vai desacelerar-se de maneira global e sincronizada – o que não acontecia desde 1982 - com forte impacto sobre o nível de emprego, consumo e preços de consumo corrente e dos ativos. Em consequência, os resultados das empresas vão declinar materialmente; e) perda de liderança do setor financeiro, protagonista evidente da expansão econômica de baixa regulação e simultânea “Greenspan put”; f) interrupção no tema geral da convergência que esteve na origem do otimismo global desde o início dos anos 90.

Temos um sentimento ambíguo em relação às consequências deste cenário.

Por um lado, por julgar que uma nova onda de destruição de riqueza deve requerer fundamentos novos e não um aprofundamento dos fatos já conhecidos, muitos dos quais já incorporados ao sentimento negativo e aos preços de muitos ativos.

De outro lado, o patamar de preços de muitos ativos reflete uma intervenção maciça dos bancos centrais nos mercados e portanto representa um “equilíbrio” muito frágil.

De um lado, há uma interrupção importante do fluxo centro periferia que se manifesta na desvalorização das moedas da periferia, mesmo na presença de reservas cambiais e com déficits em conta corrente inferiores ao padrão clássico das crises cambiais de outros tempos.

De outro lado, a capacidade de pagamento da periferia, sobretudo em moeda local, é muito superior à das economias centrais.

Este paradoxo – fluxo financeiro fluindo para emissores públicos piores pagando juros reais muito baixos e saindo de emissores privados e públicos com melhor capacidade de pagamento, mesmo com taxa de juros real atrativa – é expressão de uma preferência por liquidez que parece ter subordinado a reserva de valor.

No caso brasileiro, julgamos que os preços da Bolsa e da taxa de câmbio estão em equilíbrio instável, mas relativo equilíbrio.

Como já mencionamos, não acreditamos que o valor das ações esteja barato, sobretudo no Brasil. Em um patamar de preços próximo de 40 mil pontos, o IBOVSPA incorpora múltiplos ao redor de 10 vezes, que deve ser comparado ao custo de oportunidade na dívida pública de 10 vezes e neste sentido, há pouca remuneração para o risco incorrido. A título de comparação, nos EUA, o S&P perto de 900 pontos incorpora um múltiplo de 18 vezes. Embora não seja barato, o custo de oportunidade da dívida pública americana tem um múltiplo de 40 vezes e neste sentido parece mais ajustado que no Brasil.

Do mesmo modo, cremos que uma taxa de câmbio próxima de R\$ 2,50 reflete adequadamente um mundo em desalavancagem e sem fluidez de capital. É uma taxa de câmbio para um déficit em conta corrente modesto e para uma conta capital pouco abundante.

Seguimos acreditando que as taxas de juros doméstica, nominal ou indexada estão fora de equilíbrio. Seu patamar atual, muito alto, só se justifica pela ausência de arbitradores. De fato, é provável que as perdas observadas nas posições proprietárias de Tesourarias e fundos de investimento, locais e estrangeiros, tenham diminuído em muito a capacidade destes agentes em arbitrar a estrutura a termo da taxa de juros.

Não tem sentido taxas de juros reais ex- ante entre 9% e 10% a.a. como vimos em novembro. Ainda que o Banco Central do Brasil posicione-se como o mais ortodoxo – ancorado na tese que há persistência inflacionária no Brasil – acreditamos que o mercado, quando recuperar seus limites de risco, antecipará uma queda importante da taxa de juros para 2009. É uma tendência global, da qual o Brasil não escapará.