

Idéias e dúvidas sobre 2009

Ainda que pareça provocativo, achamos que será mais difícil obter excesso de retorno nos mercados em 2009 em comparação com 2008.

Assistimos entre março e dezembro de 2008 a um profundo processo de desalavancagem. Em março, a necessidade de o FED apoiar o JPMorgan na aquisição da Bear Sterns e a corrida contra o dólar davam clara indicação da magnitude da crise bancária. Em novembro, julgamos que a intervenção do FED para salvar o Citigroup e a corrida para comprar notas de 10 anos do Tesouro norteamericano manifestavam um esgotamento da desalavancagem como tema dinâmico dos mercados. Neste sentido, mesmo que volátil e agudo, o mercado tinha uma lógica e uma direção mais claras.

Quando o comitê de investimentos se reuniu para discutir dezembro, parecia-nos que o impacto nos preços deste ciclo de desalavancagem estava próximo de se esgotar.

Em outros termos, ainda que a atividade econômica em suas múltiplas dimensões – produção, emprego, inflação - seguisse se contraindo e que os balanços de bancos e empresas mostrassem números desastrosos, acreditávamos que os preços já haviam incorporado substancialmente este sentimento. Acabamos 2008 com a hipótese de que havia se instalado certo equilíbrio – instável, mas operando em certo intervalo de preços – nos mercados. Uma nova onda pessimista requereria uma mudança na natureza da crise, na direção da dúvida sobre a capacidade de pagamento dos Tesouros das economias centrais. Ainda que este tema tenha se tornado possível – impensável em 2007 – parecia relativamente remoto.

Com esta análise, os livros direcionais e de carregamento tinham pouco a fazer nos mercados de bolsa e câmbio. No mercado de juros, ao contrário, acreditávamos que as taxas de juros nominal e real – sobretudo os títulos indexados à inflação – no Brasil iriam testar o patamar de preços de maio de 2007. A capacidade de pagamento do Tesouro Brasileiro é bastante boa em termos absolutos e especialmente se comparada às economias centrais.

Julgamos que o comportamento dos mercados para os próximos anos está centrado na tensão entre 3 movimentos contraditórios.

Primeiro, um mundo menos favorável ao capital. As eleições do Papa João Paulo II em 78, Thatcher em 79 e Reagan em 80 são simbólicas de um longo ciclo marcado pela contração da participação dos salários na renda nacional, redução de impostos, queda no preço das commodities, inflação sob controle, expansão da capacidade instalada, implantação das plataformas industriais de alcance global no Sudeste Asiático, tolerância com o endividamento e precificação leniente de riscos, elevação dos Bancos Centrais à condição de garantidores de um mundo estável e próspero, cuja “Greenspan put” é a manifestação mais aberta. No mercado de ações o ciclo positivo tem início em agosto de 1982, na renda fixa em dólar a partir de setembro de 1981, para os mercados emergentes a partir em meados dos anos 90. Predominou a idéia da convergência, da existência de

boa política econômica, da produtividade crescente pela incorporação de tecnologia, de uma expansão do padrão de consumo das classes médias para um contingente maior da população mundial.

Este ciclo parece ter se encerrado em março de 2000 para o mercado de ações e agosto de 2002 para os mercados de renda fixa. Os últimos anos revelam uma extensão “artificial”- do ponto de vista dos preços – do ciclo. Se correto este entendimento, haveria um efeito importante sobre ações como classe de ativo. Ações são a fração mais júnior da estrutura de capital. É possível que tenhamos ROEs substancialmente mais baixos, porque haverá mais impostos, a alavancagem será menor, o poder de preços das empresas será menor, será maior o custo para financiar o passivo sênior e subordinado das empresas. Neste mundo, a cascata de resultados que remunera o capital sob a forma de dividendos será substancialmente menor. Ademais, o envelhecimento da população nas economias centrais pode significar uma redução mais permanente da poupança financeira alocada à renda variável. É evidente que o ajuste de preços ocorrido desde outubro de 2007 diminuiu o risco de perdas substanciais no curto prazo, ao criar um mercado sobrevendido e uma crescente opinião pessimista sobre a atividade econômica e a projeção de resultados futuros. É provável, portanto, que tenhamos um mercado de ações marcado por correções altistas agudas. Ainda que pareça paradoxal, é possível que as posições compradas –especialmente em dias de péssimas notícias- apresentem resultado melhor, mesmo na fase terminal do “bear market”. Ademais, se levarmos em conta o risco de descontrole inflacionário, é possível que o patamar de preços observado em novembro de 2008 constitua um mínimo em termos nominais.

Segundo, uma dúvida sobre a capacidade de endividamento das economias centrais a taxas de juros nominais e reais muito baixas. A opinião convencional responde à inquietude com o incremento exponencial do endividamento público nas economias centrais com dois argumentos: a) os poupadores realocaram fortemente seus portfólios para a dívida pública por considerarem que a preservação de capital tem precedência sobre a rentabilidade; b) o desastroso cenário econômico diminuirá a demanda das famílias e do capital de forma significativa e não permitirá aumentos de preços por um longo período. Nossa leitura da situação é materialmente diferente. O patamar de rentabilidade da dívida pública pode ser explicado por uma decisão de carregamento de preços relativos por parte dos bancos. Com o custo do dinheiro de curto prazo próximo de zero e forte indicação dos Bancos Centrais que seguirá neste patamar por um bom tempo, os balanços dos bancos seguem uma regra simples para recompor um capital próprio muito debilitado: carregam títulos de 10 anos financiados no curto prazo. Historicamente ao redor de 130 bps, este spread alcançou 250 bps, o que alimenta grande pressão compradora nos títulos de 10 anos. De outro lado, consideramos que a eventual aceleração da inflação virá de um deslocamento do estoque da poupança financeira em direção a ativos reais (efeito – riqueza) e não por pressão de demanda via efeito renda. É nossa impressão que este movimento, se e quando ocorrer, será iniciativa da riqueza líquida americana e não dos credores estrangeiros do tesouro norteamericano. É curioso observar que as analogias frequentemente feitas à crise de 29 implicam a idéia que a principal ameaça é uma espiral deflacionária, que deveria ser evitada a qualquer custo. Argumenta-se que a experiência acadêmica do presidente do FED, especialista na depressão de 29 e estudioso da crise japonesa - expresso em seu famoso discurso em novembro de 2002 (ironicamente denominado “Making sure it does not happen here”) que jogaria dinheiro de helicóptero para evitar a deflação - e sua defesa do “inflation targeting”

são uma garantia de inflação mínima. Nosso temor é de outra natureza. É provável que o FED, tal qual o exército francês, esteja construindo uma linha Maginot para lutar a guerra de trincheiras. O principal risco – e extremamente assimétrico – é uma blitzkrieg de preços, destruindo em termos reais os ativos dos poupadores em moeda supostamente forte. Em outros termos, é como se o cabo de guerra entre o estoque de riqueza acumulado e o fluxo a ser pago pelas gerações futuras tornasse a inflação novamente funcional do ponto de vista estritamente financeiro. Ainda que este cenário não se concretize, é necessário tê-lo em conta e estar preparado para reagir a ele, em razão da enorme assimetria.

Terceiro, uma mudança na margem da fronteira de acumulação para as economias emergentes. A tese do descolamento foi claramente derrotada pelos fatos em 2008, pela boa razão que a desalavancagem tem impacto generalizado. Contudo, esgotado o processo de desalavancagem, é nossa opinião que os ativos (títulos, moedas, commodities e mesmo ações) emergentes terão clara dianteira nos próximos anos. Paradoxalmente, seria uma melhora relativa na crise, na divergência, na interrupção da globalização, no anticonsenso de Washington, no diferencial de crescimento, na versão moderna do “beggar thy neighbour”. Consideramos que o Brasil é especialmente beneficiado: produtor competitivo de commodities, crédito soberano entre os melhores do mundo, desvalorização nominal da taxa de câmbio não compensada por inflação, demanda reprimida em infraestrutura.

A questão crucial é que o patamar de preços na bolsa brasileira e na taxa de câmbio não parecem especialmente atrativos do ponto de vista da assimetria risco retorno. Ao contrário, acreditamos que a taxa de juros real e a parte mais curta da curva de juros nominal estão em claro desequilíbrio com o esgotamento da desalavancagem e oferecem boa oportunidade em 2009.