

O malabarista chinês

O otimismo dos mercados apóia-se em 3 teses. Primeiro, a ação coordenada dos Bancos Centrais e Tesouros teria conseguido evitar a deterioração na margem das economias centrais. Em consequência, os indicadores que parecem traduzir a disposição de tomar risco (Itraxx, TED spread, VIX) estariam antecipando uma melhora da atividade econômica que passaria a surpreender positivamente. Esta tese aparece sob a forma de o “pior ficou para trás /podem ver-se os brotos verdes da primavera”. Segundo, a existência de um hiato de produto importante nas economias centrais permitiria políticas fiscal e monetária expansionistas por um largo período, facilitando uma desalavancagem ordenada. Este raciocínio argumenta que a expansão dos balanços dos bancos centrais e os déficits fiscais estão apenas compensando a retração do gasto privado, que responde a uma maior demanda por moeda por parte dos agentes privados e portanto não teria impacto inflacionário por um largo período. Aos detentores de ativos em moeda norte americana, sobretudo a China, restaria uma retórica de preocupação sem efeito prático, dada a impossibilidade de abandonar o padrão dólar. Terceiro, os países emergentes, liderados pela China, seriam capazes de compensar parcialmente o declínio dos gastos privados nas economias centrais. Este cenário de maior crescimento sustentaria os preços das commodities e simultaneamente criaria condições para a substituição do consumidor norte americano – visto como propulsor da prosperidade recente – pelos consumidores emergentes, China à frente.

Acreditamos que o atual nível de preços confere baixa margem de segurança para as teses otimistas.

As bolsas já incorporam uma melhora substancial da economia e dos resultados. Nas economias centrais, os múltiplos correntes excedem 16 x e os múltiplos projetados indicam crescimento relativamente robusto de resultados. É possível, mas o risco é muito assimétrico: o processo de desalavancagem ordenado foi capaz de evitar uma quebra generalizada do risco privado - sobretudo no setor financeiro – mas, ao mesmo tempo, elevou o risco soberano dos interventores. Em outros termos, a expansão monetária e fiscal que está na raiz da mitigação do risco privado fez crescer o risco público, sobretudo nas economias mais alavancadas e mais frágeis: déficit importante em conta corrente, relação crédito/PIB muito elevada, setor privado doméstico endividado em moeda estrangeira, sistemas bancários menos sólidos. Há candidatos óbvios: Europa Central, PIGS, países bálticos e candidatos menos óbvios: Áustria, México.

Ao mesmo tempo, a inclinação fortemente positiva da estrutura a termo da taxa de juros indica um evidente desconforto dos poupadores em estender crédito de prazo mais longo para qualquer país, mesmo os de melhor risco. É emblemático o comportamento da estrutura a termo nos Estados Unidos: o diferencial entre o 10 Y e o FED fund subiu de 180 bps para 350 bps em 6 meses.... e taxas de juros mais altas no médio prazo evidentemente implicam em múltiplos menores para os mercados.

Dois acontecimentos em maio expressam de maneira emblemática os novos tempos, que julgamos serão menos favoráveis ao capital.

No início do mês, a corte distrital de Manhattan aprovou o plano de reestruturação da Chrysler, que implicava em perdas para “first lien, secured creditors”. Inconformados, os credores apelaram à Suprema Corte, que devolveu o caso à instância inferior sem defender a senioridade dos apelantes. A mensagem não é imaterial. Parte do papel do dólar como reserva de valor decorre de uma convicção que as instituições norte americanas

são estáveis e garantem a execução dos contratos. A decisão da corte distrital manifestou natureza diversa: os *secured creditors* eram, de direito, os donos das fábricas, patentes, marca, máquinas e ferramentas e portanto não poderiam ter sido objeto do plano de reestruturação sem que antes lhes fosse dada prioridade. Da mesma forma, os direitos dos funcionários ou de seu plano de saúde constituem a fração mais júnior da estrutura de capital e portanto só poderiam ser atendidos depois dos *secured creditor*. Debalde.

Em meados do mês, os eleitores da Califórnia decidiram em plebiscito não aceitar novos aumentos de impostos. A Califórnia tem uma avaliação de crédito A – e uma situação fiscal muito difícil. É curioso observar que o mais rico estado dos EUA tem uma nota de crédito 6 degraus baixo do risco soberano, equivalente em terras tupiniquins ao estado de São Paulo ter uma avaliação de crédito B -, isto é, o *rating* da Bolívia enquanto o República ostentasse orgulhosa seu *investment grade*. Relevemos esta idiosincrasia. A pergunta que nos parece importante é se, confrontados com uma necessidade de aumentar impostos para honrar sua dívida pública, os eleitores norte americanos manifestarão a disposição de pagar (que é, afinal, o mais importante critério de crédito) que é o principal elemento que justifica o risco AAA dos Estados Unidos.

O mercado ignorou ambas as questões.

Em meio a este cenário menos otimista, mantivemos posições menores nos livros direcionais e de carregamento e posições táticas com viés negativo: cupom cambial tomado, bolsa vendida, real vendido, S&P vendido. Evidente que o otimismo dominante, que se manifestou em valorização de todas as classes de ativos, exceto o dólar e a nota do Tesouro de 10 anos, fez com que apresentássemos um retorno menor no mês.

Nos mercados de juro doméstico, mantivemos nossa posição direcional nas NTNs indexadas à inflação, que cremos vão fazer novos *lows* e uma posição de inclinação positiva na curva de juros.