

Um dos desdobramentos mais evidentes do processo de desalavancagem é a descontinuidade da função de crédito e o simultâneo aumento do diferencial entre o ativo livre de risco e os demais riscos.

No mundo, a descontinuidade se reflete na impossibilidade de financiar riscos mesmo a preço muito inferior, mesmo com liquidez abundante. Os diferenciais de crédito (TED spread; Libor OIS; iTRAXX ) ampliam-se mesmo com garantias de preço e prazo dos Bancos Centrais agindo de maneira coordenada.

Nossa leitura é que a mensagem do mercado é de sobrevivência. Em condições normais, os mercados funcionam com uma hierarquia de preço, quantidade, prazo e caixa. Preços mais altos atraem vendedores e maior quantidade ofertada e inversamente preços mais baixos atraem compradores dispostos a comprar mais. É muito pouco provável que o mercado não possa arbitrar-se por escassez de dinheiro ou de risco de contraparte.

Estamos vivendo no mundo esta situação rara. A hierarquia é caixa, prazo, quantidade e preço. O funcionamento dos mercados é muito distinto das condições de normalidade: preços atrativos não atraem arbitadores, a curva de juros inclina-se pela pouca disposição dos doadores de recursos de estenderem seus prazos, as quantidades doadas são muito menores que a demanda, a liquidação forçada de ativos empurra os preços para patamares não imaginados.

O Brasil parece ainda distante deste cenário. O argumento convencional é que a alavancagem brasileira – das famílias, empresas, bancos ou do governo – é relativamente baixa e portanto estamos muito menos sujeitos ao efeito de uma contração global de crédito.

Contudo, é nossa convicção que teremos uma movimento de desalavancagem , ainda que menos agudo que nas economias centrais. Primeiro, parece óbvio que haverá um choque de preços; depois, acreditamos que pode haver uma restrição de quantidade, depois uma preferência pelo curto prazo e pela liquidez e finalmente uma ampliação significativa do spread entre o risco soberano e o demais riscos.

O aumento no custo de captação das instituições financeiras, que produzirá um efeito cascata sobre o custo de captação das empresas e parece-nos indicar que a demanda por recursos é sólida e funciona como um piso para o preço do dinheiro. A oferta de dinheiro é menos óbvia: as linhas externas serão mais escassas, de menos prazo e mais caras; a deterioração da conta corrente levará a uma contração involuntária do crédito doméstico; os arbitadores estrangeiros de renda fixa terão que conviver com uma volatilidade da taxa de câmbio muito mais alta e com rentabilidade mais atraente no centro. De fato, não é evidente que comprar NTNs de 2 ou 3 anos em reais seja mais atrativo que comprar dívida de *rating* equivalente nos EUA ou Europa em moeda similar ao passivo do gestor de recursos.

Igualmente curioso é o dinheiro interbancário (nossa Libor) remunerar menos que o risco soberano. Se em condições normais é difícil entender este diferencial, em condições de descontinuidade da função de crédito é ainda mais estranho que o Tesouro Nacional tenha que pagar 25 bps a.a. acima do custo do dinheiro no interbancário para colocar sua dívida.

É neste cenário de extrema cautela que estamos realizando a gestão do Nansen: julgamos que o tema central é preservar o principal. As inúmeras oportunidades de arbitragem devem ser comparadas ao risco de descontinuidades de preços, muitas vezes em *gap*. Da mesma maneira, as tentativas de gerar retorno adicional por exposição ao mercado de ações, mesmo que em posições não direcionais, parece-nos não justificar os riscos.