

Há uma cena clássica em filmes de faroeste onde os pioneiros são atacados pelos índios. Em reação, fazem um círculo com as diligências para proteger mulheres e crianças. Ato contínuo, respondem com tiros certos de rifles Winchester aos comanches que atacam de peito aberto e machadinhas na mão. Às vezes, o John Wayne de turno lidera o grupo que rechaça a investida; em outras ocasiões, o toque de corneta da 7ª Cavalaria faz os índios baterem em retirada.

Em nossa analogia, a economia norte americana nos últimos 12 meses pode ser comparada a uma caravana de pioneiros sob ataque e que o mercado – John Wayne, neste caso – não foi capaz de resolver. Contudo, pode haver soado o tá tá tá tá do 7º regimento e é provável que os preços dos ativos em 15 de julho incorporem substancialmente o processo de desalavancagem – liderada pelas perdas dos setor financeiro - em curso há 12 meses. Uma nova onda vendedora, para testar os preços observados em 2002/03, requererá um aprofundamento da crise na economia real. De fato, a intervenção do Tesouro norte americano como prestador de última instância para o FNM e o FRE em 15 de julho pode ter marcado o terceiro ato de um movimento cuja primeira manifestação foi o corte de 75 bps entre reuniões do FOMC em 22 de janeiro e teve seu segundo momento na garantia ao passivo financeiro da Bear Sterns em 17 de março. Este movimento – e o ajuste de preços que o acompanhou – conferiu à economia americana uma liderança no ritmo de desalavancagem. Exatamente por isto, acreditamos que os preços norte americanos – das ações, da dívida e sobretudo do dólar - alcançado em julho podem ter atingido seu nível mínimo para os próximos meses. Nesta hipótese, observaremos uma alta nas cotações dos ativos norte americanos, liderados pelo dólar mais forte.

A valorização do dólar pode manifestar-se em três temas distintos. Primeiro moedas de países com taxas de juros próximas dos Estados Unidos (franco suíço, iene). Segundo, moedas de países com taxas de juros mais altas que nos Estados Unidos, mas atrasadas no processo de desalavancagem e que portanto terão que reduzir este diferencial para aliviar sua economia doméstica (Euro, libra, Escandinávia). Terceiro, moedas commodities que podem assistir a uma simultânea deterioração de sua conta corrente e uma contração do crédito doméstico que daí decorrerá, criando pressão sobre o sistema financeiro local (dólar australiano, canadense, kiwi, rand, peso chileno, por exemplo).

No caso brasileiro, o real estará entre as moedas que podem sofrer menos, em razão do diferencial de juros. Mas consideramos que posições compradas em real com passivo em dólar devem ser vistas como oportunidade tática.

Em julho podemos ter visto a transição do tema global dominante da inflação para a desaceleração da atividade econômica. É possível que as notícias e as informações correntes sigam indicando, por vários meses, preços em alta. Contudo, acreditamos que a reduzida possibilidade de indexação salarial evitará uma persistência da inflação. Ao contrário, vemos os preços da cesta de consumo enfrentando o mesmo fenômeno de desalavancagem que explicou a queda de preços dos demais ativos nos últimos 12 meses.

É neste contexto que observamos a inflexão da estrutura a termo da taxa de juros no Brasil. Julgamos cumpridos 2 dos 3 critérios que tínhamos considerado em abril: taxa de juros real ex ante ao redor de 9 % a.a. e curva de juros invertida. Falta, a nosso ver, um deslocamento adicional do vértice da estrutura a termo. Entre abril e julho deste ano, enquanto o Banco Central do Brasil elevava a SELIC, a taxa de juros máxima situava-se no 2º semestre de 2010, que não fazia muito sentido. Durante julho, a inclinação da curva deslocou este ponto máximo para julho de 2009, que ainda cremos passível de correção.

O mercado de ações no Brasil segue dominado por fatores baixistas ainda em curso: esgotamento da segunda fase do tema da convergência com o grau de investimento, elevado risco no ciclo de commodities, inconsistência entre múltiplos elevados e aumento do custo de oportunidade de carregar uma carteira de ações, deterioração na margem das condições de crédito e da atividade econômica doméstica e internacional. Ainda assim, uma possível reação dos preços nos mercados centrais, especialmente nos Estados Unidos, teria algum impacto positivo, mas não integral, na bolsa brasileira.

Em resumo, vemos um fluxo de recursos para os ativos norte-americanos nos próximos meses que deveria significar preços distintos para o mundo fora dos Estados Unidos: se a 7ª cavalaria avança, é possível que os índios tenham que adaptar-se a menos bonança.