

Nossa convicção central para agosto estava ligada à valorização do dólar em relação às principais moedas. Em nossa análise, os Estados Unidos estavam na dianteira do processo de desalavancagem. Esta dianteira manifesta-se na taxa de juros real de curto prazo negativa, estrutura a termo da taxa de juros fortemente inclinada, reconhecimento mais adiantado de perdas nos ativos financeiros. Os mercados, de alguma maneira, reforçaram esta idéia em 15 de julho, quando o FED deu uma garantia explícita à dívida sênior da FNM e da FRE. Neste dia, em meio à extrema confusão e pessimismo generalizados, o dólar aguentou.

A potencial valorização do dólar poderia manifestar-se contra o Euro, onde a taxa de juros alta parece ignorar que a desalavancagem é inevitável, contra as moedas de taxas de juros baixas (CHF, JPY) e contra as moedas commodities .

O real é um caso particular, enfraquecido pela tendência das commodities e pela deterioração na margem do conta corrente mas fortalecido pelo diferencial de juros. Acreditamos, contudo, que a descontinuidade de preços – gaps, aumento de volatilidade, movimentos erráticos – que caracteriza o processo de desalavancagem tornará o diferencial de juros – parte do tema geral de “carry trade” – menos relevante na decisão dos arbitradores internacionais nos próximos 12 meses. Acreditamos que a dinâmica do BRL / dólar será mais impactada pela decisão dos agentes domésticos, pela escassez relativa de linhas externas e pelo comportamento do Banco Central.

Iniciamos agosto com a leitura que a taxa de juros doméstica deveria incorporar o esgotamento do tema inflacionário. Este ajuste deveria ser particularmente material para os prazos mais longos , para a inclinação da estrutura a termo e para os títulos indexados.

Nossa análise supõe que a desalavancagem terá impacto material na atividade econômica global. O Brasil sofrerá pela contração de crédito externo, declínio do comércio internacional, queda no preço e no quantum das commodities exportadas e aumento do preço do crédito. Neste cenário, parecia-nos que a taxa de juros doméstica poderia acomodar-se em um nível próximo de 14,5 % a.a., indicando uma taxa de juros real ex ante ao redor de 9 % a.a. e suficiente para manter a inflação próxima da meta em 2009.

O mercado de ações brasileiro enfrentará o duplo desafio.

Por um lado, há uma clara aversão à fração mais júnior na estrutura de capital dos bancos e empresas. Cremos que o ativo ações está sob grande pressão: se os recursos para sustentar o endividamento são escassos e estão recebendo remuneração próxima de 7% a.a , se a dívida subordinada paga 10% a.a., a taxa de retorno para atrair recursos para a parte “equity “ deveria ser no mínimo 12% a.a.. Contudo, a desalavancagem generalizada e o custo mais alto das dívidas sênior e subordinada tornarão muito difícil ter um ROE neste patamar. Ademais, se a desalavancagem prosseguir, os resultados das empresas , mesmo as não financeiras ,serão menores, realimentando múltiplos mais baixos.

De outro lado, a situação doméstica é agravada pelo custo de carregamento ainda mais alto, que imporia um ROE de 20% a.a. para tornar atrativo ter ações. Ao mesmo tempo, a atratividade relativa dos múltiplos

– sobretudo dos bancos e dos *consumer discretionary* – não incorporam esta diferença. Neste sentido, o capital estrangeiro pode sentir-se tentado a buscar oportunidades nas economias centrais antes de considerar “barata” a bolsa no Brasil.