

São Paulo, 4 de maio de 2018

*“I’m a bitch, I’m a bitch
Oh the bitch is back
Stone cold sober as a matter of fact”¹*

A volatilidade voltou.

O que pareceu ser um grande susto inflacionário no início do ano foi mais um *overshoot* técnico. Entretanto, o que ocorreu não deve ser visto como temporário e reversível, mas sim como uma transição para condições mais normais. Certamente há riscos de superaquecimento da economia dos EUA, os preços das commodities estão em alta e o mercado de emprego continua apertado. A (famosa) curva Philips, que traça a relação entre desemprego e aumento de salários, não está morta. Os bancos centrais têm retrocedido a política de dinheiro barato e, desta forma, os preços dos ativos estão sujeitos a sofrer correções.

Adicionalmente, Trump e o seu processo incerto de tomada de decisões têm desempenhado um papel importante sobre os mercados. Ele tem assumido cada vez mais o perfil da sua campanha: protecionismo, menos impostos e favores à indústria. Não se sabe se ele tem ideias boas que ainda não foram divulgadas, mas certamente os mercados acham que suas propostas sobre comércio global são terríveis.

Trump parece estar empenhado em começar uma guerra comercial que pode travar a economia global e, desta forma, é natural que os investidores fiquem assustados. Entretanto, até agora, o que ele fez pode ser considerado modesto e é possível que o que temos visto seja uma negociação tática e um movimento político que não necessariamente resulte em uma guerra comercial. E, como esperado, a resposta chinesa a esse movimento também tem sido comedida. Se assim seguir, os próximos passos serão acordos comerciais que parecerão vitórias para Trump, e as tensões tenderão a esfriar.

A questão para os mercados não é se a volatilidade persistirá, mas se ela será parte um ajuste de médio e longo prazos ou maior instabilidade financeira e econômica. O ambiente macro se tornou mais desafiador nos últimos meses. Lá fora, a contínua retirada dos estímulos dos bancos centrais, tensões comerciais e preocupações de que o crescimento da economia global já atingiu o pico, continuarão afetando o sentimento do investidor nos próximos meses. Aqui, a recuperação tem sido

¹ “The Bitch is Back” é uma canção de rock escrita por Elton John e Bernie Taupin. Foi lançada como single do álbum *Caribou* em 1974. A ideia de criar a canção não foi diretamente inspirada por John or Taupin, mas sim pela esposa de Taupin à época, Maxine Feibelman, que dizia “The bitch is back”, quando John estava de mal humor. Tina Turner & Elton John (live): <https://www.youtube.com/watch?v=0sqW6aTTO7Q>



mais lenta e volátil que o esperado, e ainda levará tempo para termos visibilidade sobre a corrida eleitoral. É importante manter um portfólio líquido (para ser flexível) e diversificado (para não ter riscos concentrados).

Nas semanas recentes, as preocupações com a inflação deram (temporariamente) lugar a outras questões. Em primeiro lugar, uma guerra comercial. Há o risco de que os EUA terminem o acordo comercial da Nafta e, mais importante, a “Section 301” sobre o tratamento dos direitos de propriedade intelectual da China (a “Section 301” permite aos EUA tomar ações contra práticas comerciais injusta praticadas por outros.)

Protecionismo pode ser ruim; aumenta a inflação. Quanto mais o mercado espera que Trump imponha tarifas, maiores as preocupações. Entretanto, no caso da tarifa sobre a importação de aço e alumínio, a medida não é tão restritiva e Trump logo depois retrocedeu a imposição sobre os principais parceiros comerciais. O cenário mais provável não é dramático; pode consistir de restrições moderadas dos EUA sobre as exportações e investimentos chineses e aumento na proteção das propriedades intelectuais americanas.

Segundo é o questionamento recente sobre os modelos de negócios das FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix e Google) - os recentes problemas com Facebook, a animosidade de Trump com a Amazon, e as crescentes dúvidas em relação ao modelo de negócio (queimador acelerado de caixa) da Tesla. O universo tecnológico tem enfrentado (pelo menos) certo ceticismo.

Terceiro é a preocupação de que o topo do ciclo de resultados das empresas nos EUA já foi alcançado. No mesmo dia que o *yield* da *Treasury* de 10 anos ultrapassou 3%, as atenções se voltaram para a conferência dos resultados do 1T18 da Caterpillar. Os executivos da empresa comentaram que esses resultados foram o “*high watermark for the year.*” A Caterpillar tem sido tratada como um termômetro, tanto para o setor industrial quanto para o mercado como um todo. A ação tem beta elevado; suas vendas dependem do ciclo das commodities, investimentos e construção.

Adicionalmente, o crescimento estimado do S&P500 de 20% neste ano e de mais 11% em 2019 incorporam o corte de impostos. O que acontecerá com os resultados após 2019 quando não houver mais os efeitos deste evento? O corte de impostos aumentará os investimentos e criará empregos, e estimular a atividade, ou as empresas retornarão dinheiro aos investidores?

Quarto, a sincronização da recuperação global parece não estar indo mais tão bem. Na China, ao olhar seu mercado de renda fixa, as taxas tanto de títulos de curto quanto de longo prazo têm caído, evidência de que aquele país pode estar em desaceleração. Há também novos sinais de fraqueza da economia europeia. A taxa de crescimento anualizada do PIB desacelerou para 1,7% no 1T18 de 2,7% no 4T17, e foi a mais fraca nos últimos 18 meses.



Quinto, a taxa da *Treasury* de 2 anos quase dobrou para 2,5% em seis meses e está no nível mais alto desde o colapso da Lehman Brothers. A escalada começou, não coincidentemente com o esforço de Trump para o corte de impostos no Congresso. O mercado acredita que esse fato revela que o Fed reconhece a robustez da economia americana e que a inflação já está próxima à meta – o núcleo está em alta e ultrapassa 2% - e, portanto, prosseguirá com o aumento das taxas de juros no curto prazo. Se esta taxa for o *benchmark* das bolsas, pode significar alguma turbulência nos mercados.

Em contrapartida, a taxa da *Treasury* de 10 anos, que é menos atrelada ao Fed Funds e mais às expectativas de inflação e crescimento no longo prazo, estava em ascensão no início deste ano, mas se estabilizou pouco abaixo dos 3%. Isso afeta a curva de juros. Atualmente, a diferença entre as taxas de 10 e de 2 anos é menor que 0,5 ponto percentual, a mais estreita deste antes da crise, e sugere crescimento pífio e inflação baixa no longo prazo.

Nos mercados nos quais investidores se protegem contra movimentos de juros no futuro está implícito que o Fed suspenderá as altas neste ano e cortará tão logo nos próximos três anos. Ou seja, o mercado de *bonds* considera que o FED subirá os juros mas se arrependerá depois.

No Brasil, conforme esperado, o Copom cortou a taxa Selic em 25bps em março para o nível mais baixa de 6,5%. Mas, para a próxima reunião, que será neste mês, surpreendentemente a mensagem das autoridades monetárias é de que poderá haver mais um corte moderado de 25bps, pois as expectativas inflacionárias continuam benignas. A inflação corrente e esperada permanece persistentemente abaixo das metas, em ambiente de lenta redução da capacidade ociosa. O Copom sinalizou que, a partir de junho, se a economia evoluir conforme o esperado, será apropriado interromper o ciclo de afrouxamento monetário.

A recuperação da atividade tem sido mais lenta e volátil que o esperado; vide, por exemplo, a fragilidade no consumo das famílias. A confiança, um dos melhores indicadores antecedentes ainda continua firme, mas poderá deteriorar ao longo do ano caso as eleições aumentem as incertezas em relação à realização das reformas.

A prisão de Lula, ao contrário do que se esperava, não aliviou as incertezas. Potenciais novas ações da Lava Jato e investigações da Polícia Federal poderão inviabilizar candidaturas. A classe política continua sobre pressão. Adicionalmente, Alckmin, que seria o grande favorecido pelo evento, custa a decolar. Parte pelo seu perfil, parte pela fraqueza do PSDB com os escândalos que envolvem Aécio Neves e Eduardo Azeredo, ambos ex-governadores de Minas Gerais, que minam tanto a sua base de seu apoio no segundo maior colégio eleitoral, quanto o discurso de combate à corrupção.

Além disso, há pelo menos duas indefinições importantes: (i) a candidatura de Joaquim Barbosa, que tende a trazer mais volatilidade ao mercado, e (ii) quem será o grande herdeiro dos votos de Lula.



Parte dos eleitores que estão frustrados com políticos, corrupção e impunidade, tem procurado *outsiders* com discurso minimamente decente e se entusiasmado com a perspectiva de que, exceto os candidatos da esquerda, qualquer outro será reformista dado as indicações de seus respectivos assessores econômicos pró-mercado. Sem dúvida, isso é positivo, mas não é possível ignorar a falta de experiência de alguns candidatos, a falta de clareza em determinados assuntos de outros, e especialmente o fato de que, no final do dia, o dono da caneta é o eleito, não seu Ministro da Fazenda.

Trump é o grande exemplo. Em 15 meses desde sua posse, não conta mais com dois de seus principais membros da equipe original: Gary Cohn, assessor econômico, que pediu demissão em função da adoção das tarifas comerciais, e Rex Tillerson, Secretário de Estado, que nunca pareceu realmente estar em sintonia com o presidente. Segue a lista completa (e longa) dos membros que não fazem mais parte da administração Trump:

<https://edition.cnn.com/interactive/2017/08/politics/trump-admin-departures-trnd/>

