

São Paulo, 4 de junho de 2018

*“Pressure pushing down on me  
Pressing down on you no man ask for  
Under pressure  
That burns a building down  
Splits a family in two  
Puts people on streets”*

Os cenários internacional e doméstico se tornaram mais voláteis e incertos nas últimas semanas. As condições financeiras ficaram mais apertadas e os ativos de risco estão sobre maior pressão. Após muitos anos de dinheiro fácil, e agora com *valuations* altos, investir voltou a ser uma atividade complexa e desafiadora.

O custo real do dinheiro no longo prazo é o melhor sinal de aperto nas condições financeiras. Em meados de maio, a taxa real de 10 anos chegou a bater 0,92%, mas a taxa real voltou para o patamar anterior de pouco abaixo de 0,8% graças a queda de 20 bps - a maior em um ano - da taxa da Treasury de 10 anos. Esta redução se torna interessante à medida em que dados recentes de inflação e emprego nos EUA teriam provocado aumento nas expectativas de maiores taxas nominais e reais.

Parte desse alívio na taxa da Treasury de longo prazo foi a mudança de sinal do Fed. Seus membros passaram a demonstrar cautela em aumentar muito mais os juros. Além disso, a última ata do Fomc revela que o Fed considera a meta de inflação de 2,0% como “simétrico”, i.e. 2,2% e tolerável tanto quanto 1,8%. Desta forma, as autoridades monetárias americanas estão preparadas para deixar a inflação correr um pouco para não afetar negativamente o mercado de emprego nos EUA.

Entretanto, parte desse mesmo alívio se deve ao aumento da aversão ao risco. O programa nuclear da Coreia do Norte, ameaças de guerra comercial global, o *imbroglio* político na Itália são situações que fazem investidores procurarem a segurança das Treasurys.

O tema zona do euro está de volta. Muitos poderiam ter imaginado a política da zona do euro voltaria a se tornar confusa, mas não a ponto de provocar volatilidade e desordem nos mercados. A Itália forçou investidores a uma reavaliação rápida e dolorosa. Os juros italianos quase dobraram e chegou a afetar a dívida de outros países periféricos na região, enquanto investidores chegaram a contemplar a possibilidade da turbulência política da Itália escalar para outra crise da zona do euro.

Essas incertezas também provocaram a valorização do dólar e dificulta consideravelmente a vida de quem tem empréstimos externos. Isso conseqüentemente levou a uma fraqueza nas nações



emergentes que, após um período que pareciam ter se juntado à recuperação econômica global, ultimamente já vinham causando algum desapontamento.

Investidores podem estar subestimando deterioração dos emergentes. Esses sempre seguem o ciclo do dólar. Durante o Taper Tantrum de 2013, com a subida dos juros nos EUA e fortalecimento do dólar, os mercados emergentes ficaram sobre significativa pressão.

Os *drivers* são os de sempre: dívida externa elevada, déficits na conta corrente, *gaps* no orçamentos, inflação, dólar mais caro e taxas crescentes das Treasurys. Tudo isso se traduz em condições de liquidez mais apertada para essa classe de ativos e risco de crise caso não consigam pagar suas dívidas em moeda estrangeira. Mas, as perspectivas de longo prazo variam entre os países.

No primeiro grupo há os países com fundamentos sólidos como a Colômbia. No segundo, com condições econômicas e financeiras moderadas, que dependem da agilidade de suas autoridades responderem à deterioração externa em seus próprios ambientes, e.g. Brasil e África do Sul,. E há no terceiro, economias que sofrem de grandes deslocamentos, como Argentina e Turquia. Mas esses dois países são bastante diferentes em função daqueles que comandam seus países.

O cenário doméstico se deteriorou nas últimas semanas. A fragilidade da recuperação da atividade se tornou mais evidente. Vários indicadores revelam que o crescimento perdeu tração. A industrial caiu em abril com fraqueza generalizada, e a deterioração dos índices de confiança se acentuou nos últimos meses. Adicionalmente, os ganhos no mercado de emprego desapontaram: entre fevereiro e abril, a taxa de desocupação caiu apenas em função de menos pessoas na força de trabalho, e a ocupação subiu pelo aumento da ocupação própria e informal, enquanto a ocupação com carteira assinada continuou em queda.

O Banco Central frustrou os mercados, que esperavam um corte final na taxa de juros na última reunião do Copom. A decisão de manter a taxa Selic inalterada foi acertada pois as perspectivas pioraram generalizadamente em todos os mercados nas últimas semanas.

Não bastasse as incertezas internacionais, a recente saída de Pedro Parente da Petrobras colocou mais pressão sobre o Real. A alavancagem financeira aumenta e as importações se tornam mais caras, o que afeta a atividade no curto prazo e reduz o poder de fogo do Banco Central para estimular o crescimento. E se há algumas semanas, ao olhar a situação externa, a política monetária e as incertezas em relação às eleições e, portanto, a aprovação das reformas, já sugeriam que não haveria espaço para melhora na atividade, a recente greve (locaute) dos caminhoneiros acabou de vez com qualquer esperança.



A bolsa sofreu bastante. Primeiro, com cenário externo mais difícil e consequente depreciação cambial. Segundo, com a greve dos caminhoneiros que tornou clara a vulnerabilidade do governo Temer. A concessão de desconto no preço do diesel foi interpretada pelos investidores como interferência do governo sobre a Petrobras, cujas ações foram bastante castigadas, assim como as de outras estatais, e.g. Eletrobrás e Banco do Brasil, em função de percepção de maior risco político.

A partir de agora, investidores dedicarão maior atenção às eleições presidenciais. O cenário, com vários candidatos e expectativa de grande pulverização de votos, se tornou mais incerto para os candidatos que defendem uma agenda ampla de reformas estruturais à medida que o quadro político se tornou conturbado e as perspectivas econômicas e sociais se deterioraram, especialmente após a greve dos caminhoneiros.

