

São Paulo, 2 de agosto de 2018

*Should I stay or should I go now?
Should I stay or should I go now?
If I go, there will be trouble
And if I stay it will be double
So come on and let me know¹*

As taxas dos títulos do tesouro dos EUA de prazos mais curtos têm subido e começam a chamar a atenção dos mercados, inclusive de alguns membros do Fed. A preocupação é uma eventual inversão da curva – quando as taxas dos títulos de curto prazo são maiores que os de longo prazo – historicamente um indicador confiável de que uma recessão está por vir.

A taxa da Treasury de 2 anos tem subido com a convicção dos investidores de que o Fed continuará a aumentar os juros, em linha com a robustez da economia americana. A taxa de 10 anos, no entanto, tem permanecido estável. Com isso, a curva tem se achatado rapidamente. Somente neste ano, a diferença entre os títulos de 10 e 2 anos encolheu para 32 bps, a menor desde setembro de 2017. A questão é se, preocupado com as chances de uma inversão da curva, o Fed cederá, ou se isso eventualmente provocará uma queda das bolsas.

Alguns analistas, no entanto, argumentam que o sinal da curva de juros tem sido distorcido pelos enormes programas de *quantitative easing* implementadas pelos bancos centrais após a crise financeira, e por mudanças regulatórias que têm pressionado investidores e instituições financeiras a comprar títulos do governo. Desta forma, a demanda por títulos mais longos e seguros tem se descolado dos fundamentos e das perspectivas econômicas de longo prazo. Entretanto, é prematuro considerar que uma curva invertida é um indicador sem importância. O formato da curva de juros continua importante à medida que é acompanhado por milhares de investidores bem informados ao redor do mundo. Se o Fed, assim como tem indicado, aumentar os juros mais duas vezes neste ano, a curva poderá se inverter. Por isso, investidores têm se perguntado se o Fed está prestes a cometer um erro ao apertar a política monetária de forma agressiva demais frente à uma economia americana que pode estar próxima ao pico e forças inflacionárias que continuam bastante comportadas.

¹ “Should I Stay or Should I Go” é uma canção da banda punk-rock The Clash, escrita em 1981 pelo vocalista líder Mick Jones. Abaixo cover de Ira! e Ultraje a Rigor, ao vivo no Rock in Rio III (2001)
<https://www.youtube.com/watch?v=lyET9jj3Op4>



Os EUA e a União Europeia (UE) declararam uma trégua na sua guerra comercial. Isso foi uma surpresa positiva e pode ser o primeiro grande sinal de que Trump está aberto a negociações para a abertura de mercado. O acordo inclui um trabalho conjunto para eliminar barreiras comerciais para vários bens industriais (exceto carros). A questão que ficou pendente foi a das tarifas americanas sobre aço e alumínio. Adicionalmente, os dois blocos devem cooperar com outros parceiros para reformar a Organização Mundial do Comércio e endereçar questões como roubo de propriedade intelectual, subsídios industriais e conduta de entidades estatais. Essas são áreas comuns de reclamações sobre a China de ambas as partes. A pressão dos EUA sobre a China deve agora ser apoiado pelos europeus e pelos empresários americanos.

Mas o que não está claro é por quanto tempo a trégua irá durar. Assim como fez com a China no início deste ano, Trump muda de ideia radicalmente sobre negociações comerciais com frequência e seus objetivos não são claros. Um possível objetivo é aumentar a base política antes das eleições intermediárias em novembro com um ataque sobre as práticas de todos os parceiros comerciais, especialmente a China, afinal a maioria dos americanos associam a ruína de sua indústria manufatureira a ninguém mais que não a China.

A temporada de resultados do 2T18 das empresas americanas tem sido extremamente positiva. Até esta data, com a combinação de resultados publicados e a serem divulgados, estima-se que os lucros das empresas que compõe o S&P 500 tenham crescido quase 23% no período em comparação a 2T17. Exclusive o setor de energia, que foi fortemente beneficiado por cortes fiscais, a expectativa de crescimento dos lucros é de pouco menos de 20%. Adicionalmente, dentre as empresas que publicaram os resultados até esta data, 82% superaram as expectativas dos analistas, significativamente maior que a média de longo prazo de 64%. Entretanto, isso se deve, pelo menos em parte, às dificuldades em estimar precisamente os efeitos positivos da mudança fiscal.

Embora esta seja a segunda temporada consecutiva de resultados bastante positivos, as bolsas americanas não têm subido. Em primeiro lugar, há evidências de que a nova política comercial dos EUA provocará os efeitos negativos sobre os lucros de determinados setores. Dentre os possíveis perdedores são produtores de bens duráveis e de bens de capital (e.g. carros, motocicletas, máquinas de lavar), por causados possíveis impactos das tarifas sobre aço e alumínio (Section 232) e componentes (Section 301).

Segundo, algumas empresas de tecnologia divulgaram resultados desapontadores e foram cautelosas nas perspectivas de crescimento. Algumas das chamadas ações FAANG, assim como outras empresas notáveis de tecnologia, e.g. Twitter, desabaram e chegaram a arrastar outras como Amazon e Alphabet que inicialmente haviam subido após a publicação de seus resultados.



E finalmente, isso confirma que as bolsas americanas já estavam precificadas à perfeição já há algum tempo, o que não é um bom sinal.

No final de julho a China anunciou um pacote de medidas para estimular o crescimento. Mais gastos fiscais, abundância de liquidez e, o mais importante, apoio para as necessidades de financiamento dos governos locais, notórios veículos financeiros fora do balanço. Destaque para a injeção de \$74 bilhões de liquidez no sistema financeiro pelo banco central chinês e, de acordo com a mídia local, incentivos para os bancos comprarem títulos corporativos de baixo grau de classificação e investimentos em Infraestrutura. O mercado também se animou com as medidas, especialmente a injeção recorde de liquidez no mercado, o que suscitou especulações de que o Banco Popular da China poderia relaxar a política monetária. A moeda chinesa voltou a cair em relação ao dólar enquanto as commodities subiram.

As medidas fiscais são evidências de que os formuladores de políticas chineses estão preocupados sobre os impactos negativos da guerra comercial sobre a atividade econômica. A economia da China cresceu ao menor ritmo desde o 2T16 e espera-se que a desaceleração continue no restante do ano. As chances, no entanto, são de que a nova rodada de estímulos tenha efeito limitado, pois a economia está melhor que em 2015 e o processo desalavancagem tem ganho momentum na política do governo Xi.

Os efeitos da greve dos caminhoneiros sobre a inflação foram temporários e, por ora, a depreciação cambial não tem causado efeitos secundários relevantes. Analistas estimam que a inflação ficará próxima à meta de 4,5% nos próximos meses. Desta forma, espera-se que o Copom mantenha a taxa Selic estável em 6,5% nos próximos meses.

A reunião entre o Presidente Trump e o Presidente da Comissão Europeia, que acalmou (por ora) investidores preocupados com uma eventual guerra comercial global, e o PIB americano do 2T18 menor que o esperado, que reduziu as chances de uma alta mais agressiva dos juros pelo Fed, favoreceram o fluxo estrangeiro para os mercados emergentes e o Real voltou a apreciar nas últimas semanas. Segundo o último relatório Focus, a estimativa para a taxa cambial para o final de 2018 e 2019 permaneceu inalterada a R\$3,70/US\$.

Os partidos que compõe o tão chamado Centrão (DEM, PP, PR SD e PRB) decidiram pela aliança com o PSDB. Isso fará com que a fatia do tempo da campanha de Alckmin na TV chegue a quase 50% do total, o que certamente impulsionará sua candidatura. O mercado se entusiasmou - juros e o dólar caíram e a bolsa subiu. Importante também, para o mercado, é que o evento foi negativo para Bolsonaro e especialmente para Ciro Gomes. Para Bolsonaro, o Centrão tornou evidente que, apesar



de sua liderança nas pesquisas, o risco de apoiá-lo é maior que o de apoiar Alckmin. E para Ciro restou apenas os partidos de esquerda para se aliar; ele fica, assim, sem um discurso de centro.

Entretanto, resta a dúvida se todo esse tempo de TV será suficiente para levar Alckmin ao segundo turno. O cenário base ainda é de uma disputa em aberto, fragmentada, com vários candidatos com baixo percentual de votos com chances de passar para o segundo turno. A possibilidade de que os efeitos das eleições sejam binários sobre o mercado permanecem altas.

O número de empresas que publicaram os lucros neste início da temporada do 2T18 ainda é pequeno, mas generalizadamente os resultados foram positivos, especialmente as empresas de commodities que se beneficiaram da depreciação cambial. Os grandes bancos privados e o setor varejo de alimentos apresentaram bons resultados. E, conforme esperado, a greve dos caminhoneiros e a falta de combustível afetaram as operações de locadoras e concessionárias rodoviárias.

