

São Paulo, 2 de outubro de 2018

ALEA JACT EST

A economia americana continua a exibir números robustos: taxa de emprego surpreendentemente forte, salários com crescimento em ritmo mais veloz desde o final da última recessão, melhores índices de ISM manufatura desde 2004 e a maior confiança do consumidor desde 2000, inflação em níveis saudáveis e lucros corporativos crescentes. As bolsas americanas continuam a se comportar como se tendências recentes se perpetuariam. Mas os atuais níveis de preços parecem esticados e alguns investidores têm se tornado mais preocupados com o fato de que os ganhos da bolsa se concentram em pouquíssimas empresas de tecnologia; outros, com o andamento das negociações e os riscos de uma guerra comercial.

Por outro lado, os mercados emergentes não têm entusiasmado investidores embora suas bolsas estejam mais baratas que as dos países desenvolvidos, especialmente se comparadas com as americanas. Mas, ativos emergentes, de forma generalizada, têm boas razões para estarem assim: (i) os múltiplos não estão historicamente tão baixos; (ii) commodities e o setor financeiro, que são negociados com desconto em relação à média, têm grande peso nas bolsas da região; (iii) o contexto global sempre foi um *driver* crítico para os ativos emergente. O *bull market* dos emergentes entre 2002 e 2008 coincidiu com a fraqueza do dólar. Após oito aumentos de juros e redução de \$300 bilhões no balanço do Fed, o dólar forte voltou e, conseqüentemente, a performance das bolsas da região tem sido ruim; (iv) o estímulo chinês perdeu força; e finalmente (v) países importantes do universo emergente tem suas próprias questões idiossincráticas e o Brasil não é exceção.

No Brasil, o mês passado começou com o imponderável – o atentado contra o líder das pesquisas eleitorais que, se não foi decisivo, causou significativo efeito sobre o cenário político. Bolsonaro, que muitos consideravam à época ter atingido o limite, cresceu e, com a campanha por votos úteis para evitar mais um governo de esquerda, o mercado especula sobre as chances de sua vitória no primeiro turno. Mas, por ora, tudo indica que haverá segundo turno e seu adversário será Haddad, que conforme esperado herdou grande parte dos votos de Lula e cresceu nas pesquisas. As simulações para o segundo turno se mostram bastante apertadas. Indefinição ainda é a palavra do momento.

Na reunião de setembro, conforme esperado, o FOMC elevou a taxa de juros de curto prazo pela terceira vez neste ano e sinalizou que continuará a seguir adiante com seu plano de apertar a política monetária. A mediana das estimativas para as taxas de juros divulgada pelos membros do Fed aponta



para mais uma elevação neste ano, seguida de três aumentos em 2019 e uma em 2020, em linha com as expectativas de mercado. Com a redução das incertezas sobre o ritmo do aperto monetário nos próximos meses, os mercados emergentes reagiram positivamente: moedas valorizaram e os riscos-país caíram. O Brasil também se beneficiou; o Real foi uma das moedas que mais se valorizaram entre as emergentes.

Os bancos centrais dos países emergentes começaram o primeiro ciclo de aperto monetário sustentável desde 2011, que pode ser “turbinado” pela depreciação de suas moedas. A Argentina tem sido um exemplo notável; a Turquia também. Além disso, neste ano; bancos centrais na Índia, Indonésia, Filipinas e República Checa também apertaram suas políticas monetárias em agosto. A tendência de aperto deverá somar à redução de liquidez que tem sido sentido no mundo emergente, pois a apreciação do dólar tem feito com que investidores resgatem recursos dos mercados emergentes e apliquem nos EUA.

O aperto monetário na região agora em curso tem menos haver com inflação e mais com o estresse do mercado em relação à retenção de capital estrangeiro. O dólar pode continuar forte além do final deste ano não apenas pelo aumento esperado em dezembro, mas pela aceleração do ritmo que o Fed tem reduzido o tamanho de seu balanço. Um dos maiores riscos para os emergentes é uma escalada na guerra comercial entre EUA e China, que avançou mais alguns passos nas últimas semanas.

Nas rodadas anteriores, a administração Trump havia focado em exportações de bens industriais, invisíveis para a maioria dos consumidores. Desta vez, os alvos principais foram componentes e produtos intermediários usados em uma série de indústrias, que também afetarão produtos finais. Quando esses últimos aumentos tiverem sido implementados, mais de 50% das exportações da China para os EUA e quase 85% das exportações dos EUA para a China, serão afetados. Em função desse desequilíbrio, a China não pode igualar as tarifas de Trump dólar por dólar. A China pode valer-se de alguns arsenais, e.g. assédio regulatório sobre as empresas americanas na China, recusa de conceder aprovações para fusões e aquisições que envolvam negócios americanos, mas é possível que não haja outra resposta possível da China a não ser a desvalorização do renminbi. Isso, pode remover a âncora das moedas emergentes e não tem sido precificada pelo mercado.

A decisão unânime do Copom de manter a taxa Selic a 6,5% veio em linha com as expectativas do mercado. O comitê se absteve novamente em fornecer quaisquer indicações para a próxima reunião, mas deixou a porta aberta para o início da normalização da política monetária caso se torne necessário. As expectativas inflacionárias se encontram em níveis apropriados (i.e. o risco deflacionário deixa de ameaçar a meta para baixo), uma eventual deterioração do cenário externo tende a pressionar os mercados emergentes e suas moedas, e permanecem as incertezas em relação



à aprovação das reformas estruturais. A próxima reunião do Copom começará dois dias após o segundo turno das eleições.

As últimas pesquisas mostram que, muito provavelmente, haverá segundo turno e que esse será disputado por Bolsonaro (PSL) e Haddad (PT). Investidores passaram a considerar a competitividade de cada candidato no segundo turno, onde aparecem tecnicamente empatados, e os níveis de rejeição. Parte da melhora nos mercados brasileiros se deve à percepção de que a mentalidade de Bolsonaro é liberal e ortodoxa em relação à economia, graças à escolha de Paulo Guedes para ser seu assessor econômico.

A agenda econômica do PT, por ora, aponta para a heterodoxia, o qual traz algum nervosismo aos mercados. É possível que Haddad venha com discurso pró mercado durante a campanha do segundo turno para acalmar os investidores, mas é possível que investidores não lhe deem o benefício da dúvida.

Quem quer que seja vitorioso, o será com alto índice de rejeição e (pelo menos inicialmente) sem maioria no Congresso. Será recomendável que o eleito anuncie ainda em novembro os principais nomes do futuro gabinete.

