

São Paulo, 3 de janeiro de 2019

## A HORA É AGORA

*“A hora é agora. Entra um grupo que acredita que o mecanismo de inclusão social são as economias de mercado.” – Paulo Guedes em discurso de posse*

Em 2018, o crescimento robusto da atividade e o estímulo fiscal nos EUA permitiram que investidores ignorassem as confusões políticas da administração Trump, a geopolítica e as preocupações sobre o crescimento na Europa e sobretudo na China. Os fatores positivos vigentes no ano passado não deverão se repetir em 2019 e as bolsas ao redor do mundo mais vulneráveis a riscos que incluem desaceleração dos grandes blocos econômicos, o contínuo aperto monetário dos principais bancos centrais, e o elevado endividamento das empresas nos EUA e na Europa.

No Brasil, investidores apostam nas promessas de reformas liberais do Presidente Bolsonaro. Caso se tornem realidade, podem acelerar o crescimento; o ambiente é favorável - inflação e juros baixos, e ociosidade elevada. Apesar do cenário externo desafiador, as expectativas positivas em relação à execução da agenda e o *valuation* ainda atraente podem atrair fluxo e levar a bolsa brasileira a ter um desempenho superior em relação ao resto do mundo.

Os mercados têm se tornado cada vez mais avessos ao risco. Por ora, o que mais tem preocupado é o encolhimento dos balanços dos principais bancos centrais que atinge todo o sistema financeiro. Enquanto o Fed reduziu suas posições de títulos do governo e elevou a taxa de juros quatro vezes no ano passado, o Banco Central Europeu encerrou seu programa de compra de títulos no final de 2018.

Entretanto, as perspectivas de que o ciclo econômico nos países desenvolvidos, especialmente nos EUA, está próximo do fim devem dominar as preocupações dos mercados em 2019. Embora a economia americana continue a crescer a um ritmo forte - o desemprego está perto da mínima em meio século, a confiança do consumidor permanece elevada, as empresas têm reportado lucros gigantescos e até mesmo os salários começaram a subir, em uma grande guinada de sentimento, os mercados passaram a apostar que o Fed manterá ou reduzirá a taxa de juros em 2019, um claro sinal de queda na confiança na economia americana.



Com isso, nos EUA, o nervosismo dos investidores em conceder crédito às empresas tem aumentado e elevado os *spreads* em relação aos títulos do governo. Embora o custo de tomar emprestado ainda seja muito baixo comparativamente ao padrão histórico, a preocupação é que as empresas americanas se tornaram muito endividadas – o tamanho do mercado total de *bonds* corporativos nos EUA cresceu de \$5,5 trilhões para \$9 trilhões em dez anos.

Adicionalmente, no mesmo período houve expansão explosiva das dívidas triplo B (uma classificação acima do grau de não investimento, i.e. de menor qualidade). Esses créditos cresceram de cerca de \$700 bilhões para aproximadamente \$2,5 trilhões, e sua participação no universo dos *bonds* com grau de investimento subiu de apenas um-terço para aproximadamente 50%. A questão é se, com a desaceleração econômica ou no evento de algum choque externo, quanto dessas emissões poderão se tornar *junk bonds*, cujo mercado de \$1,3 trilhão pode ser pequeno para absorver os papéis triplo B que venham a ter sua classificação rebaixada.

À medida que o ritmo de aperto quantitativo acelera e a atividade arrefece, ativos devem ser reprecificados. A dificuldade para os investidores, tanto de bolsa quanto de crédito, é tentar estimar qual o tamanho potencial do ajuste nos portfólios que foram montados de forma alavancada durante a era de dinheiro fácil.

No Brasil, o ano deverá ser dominado pelo cenário político. O discurso de posse e as primeiras medidas de Paulo Guedes, a confirmação da permanência do CEO da Eletrobras e o discurso de privatização da empresa agradaram o mercado financeiro. O risco de execução tem sido minimizado tanto com a manutenção quanto com a nomeação de técnicos e políticos experientes, e o apoio à Rodrigo Maia para a reeleição na presidência na Câmara aumentam as chances de maioria parlamentar para a aprovação da agenda reformista.

A concretização das promessas de reformas pode tornar o crescimento econômico forte e sustentável. As condições iniciais são positivas: os juros devem permanecer nos patamares atuais nos próximos trimestres, pois a inflação continuará baixa, e o desemprego e a ociosidade estão elevados. Ainda pode ser cedo para saber se o otimismo inicial se sustentará. Ficamos no aguardo da votação das primeiras medidas no Congresso Nacional, mas o Governo Bolsonaro começou bem.

