

As últimas semanas têm sido marcadas por um aumento da volatilidade nos mercados internacionais e, o mais interessante de tudo, gerados por eventos independentes uns dos outros. Ou não? A partir dessa questão, vamos usar o Opinião dessa semana para analisar o que está acontecendo lá fora, além de entender o que a Ata do COPOM e o Relatório de Inflação (RI) de março têm a nos dizer sobre isso e sobre os próximos passos da política monetária por aqui.

Mais uma vez a história se repetiu, com os mercados internacionais tendo uma performance positiva no início da semana, para depois cair, seguindo um processo de aversão ao risco, com perdas generalizadas nas bolsas e com aumento dos índices de volatilidade. Para pontuar o que estamos querendo dizer, podemos identificar três episódios marcantes deste tipo de movimento nos últimos dois meses. O primeiro foi no início de fevereiro, o segundo na virada entre fevereiro e março e último nos últimos dias. Todos esses eventos tiveram em comum o aumento da aversão ao risco, mas divergiram com relação à sua motivação.

No primeiro caso tivemos uma questão eminentemente econômica, relacionada diretamente à condução da política monetária americana, com a preocupação de um surto inflacionário nos EUA, gerado por um número de crescimento dos salários acima do esperado. Para lembrar, os dados do mercado de trabalho americano já vinham, há muito, surpreendendo, tanto com relação à criação de vagas acima do esperado, quanto pela queda da taxa de desemprego para níveis claramente abaixo da taxa natural estimada pelo Federal Reserve. Entretanto, isso não vinha aparecendo na taxa de crescimento anual dos salários, que se mantinha constante ao redor de 2,5% desde o início de 2017. Considerando que, sem esse tipo de pressão, dificilmente veríamos um processo inflacionário mais condizente com uma economia crescendo acima do potencial, os mercados continuavam a operar com um apetite ao risco elevado. Prova disso é que, o VIX, índice de volatilidade do S&P 500, “rodava” entre 10,0 pontos e 13,0 pontos na 2ª quinzena de janeiro, próxima do mínimo histórico de 9,14 pontos, alcançado em novembro de 2017. Daí veio susto com o resultado do relatório de

emprego/desemprego americano de janeiro, divulgado no início de fevereiro. O crescimento anual dos salários alcançou 2,9%, nível que não era atingido desde setembro de 2009 e que surpreendeu fortemente o mercado, que esperava que o índice passasse de 2,5% para 2,6%. Ato contínuo, começamos a ver dirigentes do FED se referindo às pressões inflacionárias vindas do mercado de trabalho e os mercados começando a precificar as três altas previstas pelo BC americano, além de especular sobre a necessidade de uma quarta. O susto foi suficiente para fazer o VIX sair da sua calma e subir para 37,32 pontos, uma alta de 177%(!) em apenas 2 dias! O reflexo disso pode ser visto no S&P 500 que caiu quase 5,5% no mesmo período. Obviamente que não passamos incólumes por esse movimento, com o Real perdendo 3,50%, saindo de níveis abaixo de R\$ 3,20 para outros próximos à R\$ 3,30.

Bem, depois os mercados se recuperaram, os números de inflação continuaram a vir tranquilos, e os mercados voltaram a operar de olho na combinação, liquidez abundante, juros baixos e crescimento sem inflação. Até que o presidente dos EUA deu vazão aos seus instintos protecionistas. Na virada de fevereiro para março, Donald Trump anunciou a intenção de aumentar a alíquota de importação do aço para 25% e a de alumínio para 10%. Apesar destes não serem produtos especialmente sensíveis para os EUA e serem mercados em que o excesso de oferta já faz com que sejam problemáticos há algum tempo, a surpresa com a medida e, a sensação de que essa seria a primeira de muitas outras, levando o mundo à uma guerra comercial protecionista, assustou novamente os mercados. O “nosso” VIX, que havia se estabilizado ao redor de 15,0 pontos após o susto do início de fevereiro, voltou a subir, nada comparado com episódio anterior, mas, ao chegar aos 22,5 pontos em apenas dois dias, mostrou uma variação de 50%, o que não pode ser desprezado como movimento. Ato contínuo, o S&P recuou 3,7% e o Real perdeu pouco mais de 1,00% do seu valor.

Mais uma vez os mercados se acostumaram com ideia das tarifas, observaram que os mercados de aço e alumínio não eram tão importantes assim e que poderiam haver exceções, que tornariam a medida mais amena. Até que tivemos uma série de notícias negativas, algumas ainda ligadas ao assunto “protecionismo americano” e outras novas, como a questão das empresas de tecnologia. No primeiro caso, se na rodada inicial de restrições comerciais, os EUA tinham “pegado leve” com a China, no segundo anúncio, o alvo direto foi o Império do Centro. Ainda não estão claras quais as medidas que serão tomadas, mas, durante o anúncio falou-se de cifras ao redor de USD 50 bilhões de impacto sobre o comércio bilateral EUA/China. Certamente mais tensão virá por aí, principalmente, quando de posse das medidas efetivas, a China se posicionar para retaliar os EUA. Entretanto, isso será um capítulo dessa história que ainda será escrito. Por enquanto, para o que nos interessa, vale o dito popular “depois da queda vem o coice”, e este veio com o escândalo da Cambridge Analytica.

A empresa utiliza-se de ferramentas de Big Data para oferecer consultoria e assessoria política, sendo denunciada por ter usado dados coletados ilegalmente de usuários do Facebook para manipular eleições. Isso, teoricamente, seria um problema apenas para a empresa, se, na esteira desse processo, a forma como a empresa de Mark Zuckerberg protegia os dados dos seus usuários ficasse em xeque. Isso gerou uma corrida contra as ações das empresas de tecnologia em geral, apesar de atingir o Facebook de forma mais intensa. Voltando as nossas comparações, o VIX, que tinha retornado para os níveis de 15 pontos em meados do mês, subiu para os 25 pontos após a combinação dos eventos supracitados, com o S&P registrando queda de 6,0%. Por aqui, o Real perdeu 1,5% durante o mesmo período.

O preâmbulo acima mostrou que nos últimos dois meses aumentaram os eventos de stress nos mercados internacionais e, o mais interessante, por motivos díspares. Desde questões relacionadas à política monetária nos EUA, passando pelo medo de uma guerra comercial e chegando a uma questão relacionada a um setor específico da economia, todos tiveram o condão de trazer ao mercado níveis de volatilidades que não eram vistos há anos¹. Como não acreditamos em coincidências, parece que, apesar dos eventos não parecerem ter relação direta entre eles, os seus impactos sobre os mercados devem ter uma raiz comum.

Na nossa concepção, essa raiz comum tem a ver com a sensação de que os mercados estão “esticados” demais. Ou seja, após vários anos de liquidez abundante, juros irrisórios e níveis baixos de volatilidade, a probabilidade de os ativos estarem descolados dos fundamentos aumentou exponencialmente. O resultado é que, se os mercados ainda tentam surfar os bons momentos, sempre com medo de operar contra a tendência, parecem cada vez mais preparados para pular do barco ao menor sinal de tempestade. A conclusão é que os movimentos vistos nos últimos dois meses deverão ser mais regra do que exceção daqui para frente. Para o Brasil, isso não parece ser uma boa notícia. Estamos entrando em um período especialmente turbulento por conta de uma eleição presidencial, altamente pulverizada, completamente incerta e com um potencial imenso de gerar um resultado adverso para o mercado, apesar da “fé” deste de que, no fim, tudo vai dar certo.

Interessante que tanto na Ata da última reunião do COPOM, quanto no RI de março, divulgados nessa semana, esses riscos foram novamente levantados, mas de modo diferente do que nos documentos anteriores do BCB. Na Ata da reunião de fevereiro, havia o seguinte parágrafo escrito com relação ao setor externo e os seus riscos: “O cenário externo tem se

¹ Níveis ao redor de 37 pontos no VIX não eram vistos desde agosto de 2015;

*mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica cresce globalmente. Isso tem contribuído até o momento para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes, **apesar da volatilidade recente das condições financeiras nas economias avançadas.***" (grifo nosso). O mesmo parágrafo foi incluído no documento dessa semana sem, entretanto, a parte em negrito, no qual ele chamava a atenção para o aumento da volatilidade externa. Apesar disso, a questão de uma possível guerra comercial foi reconhecida pelo BCB ao escrever que: *"Houve o reconhecimento de que aumentaram os riscos associados à continuidade da expansão do comércio internacional, devido a medidas protecionistas, com possíveis impactos sobre o crescimento global e a volatilidade das condições financeiras."* Ou seja, apesar de não colocar o aumento da volatilidade como um fato, chamou a atenção para a possibilidade do desenrolar da questão comercial gerar esse resultado. Como a essa incerteza com relação ao cenário externo, somam-se àquelas ligadas às eleições por aqui, o BCB reforçou o principal recado sobre o futuro da política monetária: o processo de queda dos juros deve ser interrompido na reunião de julho.

No Opinião da semana passada, chamamos a atenção para a indicação de que o BCB está inclinado a reduzir, novamente, os juros em 0,25 p.p. na próxima reunião (16/05) e parar o afrouxamento monetário na reunião de junho (20/06). Inclusive havíamos salientado que nos parecia mais certa a parada na última do que a redução na primeira, uma vez que poderíamos ter uma mudança de cenário de curto prazo, impedindo a nova queda, mas, em junho, o BCB indicava que já estaria olhando para 2019, ou seja, menos suscetível às mudanças no cenário corrente. Isso foi corroborado não só nos documentos divulgados ao longo da semana, mas, principalmente, pela entrevista de Ilan Goldfajn, posterior à divulgação. Nela, o presidente do BCB salientou que, na reunião de junho, já estará olhando para o cenário de 2019 e que, por isso, acha prudente que o COPOM pare para avaliar os próximos passos. A ênfase que

ele deu a esse momento como uma parada no movimento e, não como o final do mesmo, é muito importante, uma vez que, se fecha a porta para uma nova queda em junho, deixa aberta a possibilidade para que a próxima movimentação do BCB não seja, necessariamente, um aumento dos juros. Entretanto, observando os resultados dos modelos divulgados no RI, particularmente aquele que usa as variáveis do Focus, mas mantém os juros estáveis em 6,50% a.a., vemos que, se as inflações de 2018 e 2019 se mantêm abaixo da meta, o mesmo não se pode dizer da de 2020, que chega a 4,4%. Isso significa que, salvo um cenário mais benigno, principalmente no que se refere ao câmbio, o BCB teria que elevar os juros ao final de 2019 para que a meta de 2020 (pré-definida em 4,00%) seja alcançada.

A conclusão é que a volatilidade no mercado internacional deverá ser mais regra do que exceção daqui para frente. Apesar de sabermos que os “fios desencapados” sempre estiveram por aí, quanto mais se estica o cenário benigno, mais ressabiados os investidores ficam com a possibilidade de uma reversão abrupta desse movimento. Isso deve manter a pressão sobre os ativos brasileiros que, senão impedirá a queda dos juros na reunião de maio, deve reforçar a expectativa de parada em junho. A ênfase dada por Ilan com respeito a necessidade de “parar para ver”, reforça a ideia de que a manutenção dos juros em 6,25% a.a. na reunião posterior a maio, poderia não ser a última do ciclo atual. De qualquer maneira, acreditamos que, se for o caso, uma nova queda só deverá ocorrer depois da definição das eleições de outubro, uma vez que, só após esse evento poderemos saber sobre qual terreno estaremos pisando em 2019.

Projeção		
	2018	2019
IPCA (%)	3.8	4.1
Câmbio (eop R\$/US\$)	3.5	3.6
Selic (eop %)	6.25	7.5
PIB (%)	2.8	2.5

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. ("Banco") aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.