

SUMÁRIO

MUNDO

Ainda dominado pelo assunto "Trade War"

MERCADO

Risk On, o retorno

BRASIL

Entrando efetivamente no período eleitoral

Negócio da China

"Eu li centenas de livros sobre a China ao longo das décadas. Eu conheço os chineses. Eu ganhei muito dinheiro com os chineses. Eu entendo a mentalidade Chinesa."
(Donald Trump, *A Arte da Negociação* – tradução nossa)

Nesse mês vamos dividir a carta em 2 temas relevantes atualmente: no primeiro vamos abordar o que vem acontecendo na China e, como não poderia faltar, vamos falar desse início do período eleitoral brasileiro.

O humor do mercado em relação à China varia de tempos em tempos. Nas fases positivas, é lembrada como um país de forte crescimento, motor do comércio global, com grande capacidade de investimento, ascendente na cadeia global de valor e que possui um projeto organizado para aumentar a sua projeção de poder externo (econômico, político e cultural), na Ásia e em todo o mundo; sendo o principal postulante a desafiar a posição hegemônica americana no século XXI.



Já nas fases negativas, a China é um país com crescimento desbalanceado e insustentável, viciado em crédito de qualidade duvidosa, com estatísticas forjadas, investimentos com retorno esperado positivo, manipulador de indicadores financeiros (especialmente taxas de câmbio e juros) e no qual os desequilíbrios financeiros ficam cada vez mais intensos e incontroláveis; sendo o principal postulante a epicentro da próxima grande crise econômica global.

Temos alertado há algum tempo que o cenário para a China tem ficado progressivamente mais confuso. Na seara externa, houve uma clara escalada do contencioso comercial entre China e Estados Unidos, com "imposição mútua" de alíquotas de importação sobre US\$ 50bi em produtos, recentemente acompanhada de ameaças de tributação adicional (de 10%, podendo ir a 25%) sobre US\$ 200bi de produtos chineses – o que seria acompanhado de nova retaliação.

Já na seara doméstica, os principais indicadores sinalizaram uma desaceleração do crescimento no primeiro semestre do ano, menos marcado no PIB e mais claro nos números de alta frequência.

Talvez ainda mais importante, observamos durante o primeiro semestre um importante ajuste negativo nos grandes indicadores de política econômica, destacando a relevante desaceleração das métricas mais amplas de crédito, em específico no *shadow banking*¹ e contínua diminuição do déficit fiscal.

Percebe-se, portanto, que as variáveis de política operaram durante a maior parte do primeiro semestre para reforçar a desaceleração do crescimento. Depois de certa flexibilização do ajuste estrutural durante 2017 (combinando o cenário externo mais inóspito após a ascensão de Trump, com a transição política no Partido Comunista e no Politburo² chinês), vimos um reforço da agenda reformista entre o último trimestre do ano passado e, pelo menos, o início do segundo trimestre desse ano.

Mas então algo mudou. Os ventos externos tornaram-se mais desafiadores com a expansão das frentes de batalha entre Estados Unidos e China – a questão comercial é somente a manifestação mais visível de uma contraposição de modelos de desenvolvimento. A oposição ao plano estratégico "China 2025" e ao "One Belt, One Road" fica cada vez mais evidente. Combinando ações efetivas (como restrições a empresas de tecnologia chinesas e programas de investimento americano no sudeste asiático), com demandas draconianas sob o signo da guerra comercial (supressão dos estímulos chineses à inovação e aos setores estratégicos) e apoio (já não tão velado) de outros países desenvolvidos.

¹**Shadow banking:** mecanismos de financiamento e concessão de crédito não bancários, exemplo: debentures, títulos privados etc.

² **Politburo Chinês:** é um grupo de 25 pessoas que supervisionam o Partido Comunista da China.



Nesse contexto, e observando a desaceleração do primeiro semestre, o humor do mercado em relação à China pendeu para o lado negativo. Com menos crescimento, ambiente global inóspito e indicadores estruturais ainda piorando, estaria pronta a receita para a inevitável, e tantas vezes antecipada, derrocada chinesa. O comportamento recente da moeda chinesa, com depreciação rápida de 7,5%, seria um “prenúncio do fim”.

Mudam os ventos, ajeitam-se as velas. Já no decorrer do primeiro semestre, mudanças foram implementadas para lidar com o cenário externo mais desafiador – nem sempre com a devida atenção por parte dos analistas. Na política fiscal, o ritmo de redução do déficit primário já foi muito menor do que o ocorrido na virada do ano.

Do lado creditício, o ajuste salutar do *shadow banking* levou a restrições ao crédito em determinados setores, precipitou a piora dos balanços de certas empresas (financeiras e não financeiras) e congelou os mercados secundários de dívida corporativa.

Mais ainda, o Banco Central Chinês recentemente injetou RMB 500bi na economia via linhas específicas de crédito e, em paralelo, aumentou os incentivos para a aquisição, pelo setor bancário, de dívidas corporativas mais arriscadas – movimentos voltados especificamente a reanimar os mercados secundários de debêntures no país.

Em paralelo, na política monetária, observamos um recuo das taxas de juros de mercado, fortemente amplificado após o último corte dos depósitos compulsórios. Mais importante do que isso é que houve uma clara evidência de mudança na função de reação da política monetária: os juros referenciais chineses não estão mais acompanhando elevações nas taxas básicas americanas, levando a uma relevante diminuição do diferencial de juros entre as duas economias.

Por fim, a depreciação da moeda foi interpretada por muitos como um processo estimulado pelo governo chinês, sendo uma forma simples de recobrar competitividade externa em um cenário internacional (muito) mais desafiador. Uma análise mais cuidadosa do mercado cambial chinês, no entanto, sugere exatamente o contrário; a derrocada da moeda nos últimos dois meses tem sido combatida, ou pelo menos disciplinada, através de intervenções diárias na cotação de abertura do renminbi local (CNY) e pela imposição de compulsório sobre operações de venda da moeda local.

Com um compêndio de medidas pró-crescimento e com um ajuste relativo da moeda (mesmo que não induzido pelo governo, ao menos em nossa opinião), uma interpretação superficial diria que novamente a China está sacrificando o ajuste do futuro em detrimento de um curto prazo menos desafiador. Uma recorrente volta ao passado sempre que a situação fica mais difícil, como ocorrido em 2008, 2013 e 2015.

Consideramos que essa leitura está equivocada. Pelo menos até o momento o tamanho das medidas implementadas não se aproxima, nem de perto, do ocorrido no último evento de estabilização cíclica (2015): não houve redução nas taxas referenciais de empréstimos, não há perspectiva de aceleração do crédito agregado, não há sinais de expansão do déficit fiscal no futuro e os cortes de compulsórios já implementados foram muito menores.

O que parece estar em curso é um ajuste fino das políticas restritivas, mais uma “moderação no freio” do que um “aperto no acelerador”. Mesmo tom que sai das mais recentes disposições do Conselho de Estado e do Politburo, nas quais se reconhece um cenário externo mais difícil e se advoga por ajustes nas políticas públicas, de forma a garantir maior estabilidade em meio à manutenção das diretrizes gerais de reforma.

Em conclusão, o debate relevante não é sobre a direção, mas sim sobre a intensidade do ajuste que será engendrado pelo Governo. Correções de rota ocorrerão constantemente, ao sabor dos acontecimentos e, humores domésticos e externos – saber ler esses sinais será crucial nos próximos meses.



Por aqui, passada a Copa do Mundo, entramos de vez no calendário eleitoral. Nas últimas semanas tivemos algumas boas notícias para o candidato Geraldo Alckmin, que é visto pelo mercado como a melhor opção dentre os principais concorrentes (a opção “menos pior” talvez seria mais adequado).

O candidato do PSDB conseguiu aglutinar o apoio do chamado Centrão, e com isso, vieram 2 importantes vitórias: impedir que o Centrão se aliasse a Ciro Gomes e a conquista de quase metade do tempo de televisão.

Tivemos também a escolha dos candidatos a vice-presidente, e aqui, novamente, a leitura é de que o “chuchu” saiu na frente. A escolha de Ana Amélia (senadora do Rio Grande do Sul pelo PP) tenta ajudar em algumas questões: retomar parte do voto da região Sul (em uma disputa direta com Álvaro Dias), aumentar o voto feminino (que tem sido maioria entre os indecisos e tem restrições com Jair Bolsonaro) e ajudar na imagem anticorrupção (Ana Amélia é uma defensora pública da Lava Jato).

O PT segue seu plano de iniciar o registro de Lula como candidato, para tentar o máximo de transferência possível de votos para seu vice e futuro provável candidato, o ex-prefeito de São Paulo, Fernando Haddad.

Ciro Gomes e Marina Silva parecem, novamente, aquela garrafa de refrigerante de 3 litros, que começa cheia e volumosa, mas costuma perder o gás antes de chegar ao final.

Por fim, e certamente não menos importante, temos o fenômeno do capitão-deputado, Jair Bolsonaro. O mito (sic) segue liderando as pesquisas (sem Lula) e também é quem tem mais votos na pesquisa espontânea (com Lula).

As últimas semanas do candidato do PSL foram bem movimentadas. As sabinas do Roda Viva e Globo News mostraram um despreparo grande dos jornalistas e uma clara rixa com o candidato, o que levou a temas que Bolsonaro está cansado de responder e que não adicionaram em nada no debate de programas para o futuro do país. E, nos raros momentos de perguntas relevantes, tivemos respostas igualmente rasas (pergunta lá no Posto Ipiranga).

Os próximos 60 dias, que marcarão a mais curta campanha eleitoral da história, teremos ainda muitas incertezas e uma disputa absolutamente aberta. As principais incógnitas que devem ajudar a solucionar a charada de quem será o próximo presidente são as seguintes:

- Qual a relevância e capacidade de transformação em votos que o tempo de TV proporcionará?
- Qual será o poder de transferência dos votos de Lula para o candidato do PT?
- Os números atuais de Bolsonaro são teto ou piso?

Em uma eleição tradicional, o atual arranjo de Geraldo Alckmin certamente o garantiria no segundo turno e, com alta probabilidade de receber a faixa em janeiro de 2019. E fica então a última pergunta:

Será essa eleição, uma eleição tradicional?

Quadro Resumo

Após 2 meses bem difíceis para os mercados, o mês de julho trouxe uma recuperação importante para os ativos de risco. O movimento positivo veio tanto dos mercados internacionais, como na leitura de uma probabilidade menor de termos um resultado muito negativo nas eleições.

No mercado local, destaque absoluto para a recuperação da bolsa, com alta de quase 9% do Ibovespa. Também tivemos boa performance dos ativos de renda fixa, com um fechamento das taxas de juros (índice de NTN-Bs rendeu mais de 4x o CDI), e o Real se valorizou em relação ao Dólar.

Lá fora, também tivemos retornos de destaque, tanto no mercado emergente, como nas bolsas dos países desenvolvidos. Os ativos que sofreram um pouco mais foram as *commodities* e a bolsa chinesa.

Devemos ter ainda um cenário de volatilidade até que tenhamos alguma definição eleitoral mais concreta. Tivemos uma pequena amostra dessa volatilidade nesses primeiros dias de agosto, em que o mercado sofreu uma espécie de “mini-infarto” com boatos sobre o possível envolvimento de Geraldo Alckmin em uma delação premiada.

Seguimos cautelosamente otimistas em nossas exposições, com alocações um pouco mais líquidas em renda variável, uma alocação diversificada em Multimercados, buscando um colchão um pouco maior em crédito e com proteções.

Estratégia em Destaque

Nesse mês não falaremos da estratégia em destaque, que voltará normalmente na próxima carta.

BRASIL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
CRÉDITO HIGH YIELD				●	
CRÉDITO HIGH GRADE				●	
RENDA FIXA PÓS		●			
RENDA FIXA PRÉ				●	
RENDA FIXA IPCA				●	
MULTIMERCADO				●	
AÇÕES				●	
MERCADO IMOBILIÁRIO				●	
GLOBAL	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
AÇÕES EUA			●		
AÇÕES EUROPA				●	
AÇÕES JAPÃO			●		
AÇÕES EMERGENTES			●		
CRÉDITO INVESTMENT GRADE		●			
CRÉDITO HIGH YIELD			●		
CRÉDITO EMERGENTES				●	
TÍTULOS SOBERANOS	●				
RENDA FIXA (LIVRE)			●		
COMMODITIES			●		
HEDGE FUNDS					●
REAL ESTATE			●		
MOEDAS	(-2)	(-1)	NEUTRO	(+1)	(+2)
USD (Dólar x Cesta)			●		
EUR (Euro x Dólar)			●		
JPY (Iene x Dólar)			●		
BRL (Real x Dólar)			●		
PROTEÇÃO	SEM	COM			
HEDGE		●			