

## Flash Note 08/06/2018

Alex Fusté  
@AlexFusteAlex  
[alex.fuste@andbank-lla.com](mailto:alex.fuste@andbank-lla.com)

### Rio, Eu Te Amo

Ao longo dos anos, aprendi que há três erros imperdoáveis que os mercados emergentes (suas autoridades) frequentemente cometem.

O mais sério tem a ver com um governo que luta contra o mercado. Um exemplo claro disso é o que vemos hoje na Turquia, com Erdogan culpando os mercados (também os investidores) pela terrível marcha da Lira e do resto dos ativos turcos. Nada mais construtivo lhe ocorreu do que organizar uma conferência de imprensa para o seu ministro da economia denunciar que, cito, "as agências de classificação de risco - que colocaram o país sob análise - agiram de má-fé e procuraram favorecer aqueles com posições especulativas na Turquia ". Sem comentários. A experiência me dita que não se deve se expor a um mercado cujo presidente sofre dos sintomas de um pregador. Mas vamos dar a ele o benefício da dúvida. Quem é o responsável do desastre que afeta os ativos turcos hoje? Uma política insana de um governo inconsistente, ou uma rede de conspirações internacionais para derrubar a dívida da Turquia? Quem sabe. Mas lembre-se do princípio de "A navalha de Occam". Quando duas teorias apontam para as mesmas consequências, a teoria mais simples é a mais provável de ser a correta.

O segundo erro imperdoável refere-se a uma oposição parlamentar irresponsável que gosta muito de jogar o jogo "quanto pior, melhor". Um exemplo disso vemos hoje na Argentina, com uma oposição à decisão que votou esmagadoramente para derrubar a lei de taxas de Macri, que encerrou um esquema de subsídios infinitos para o setor de energia. O Kirchnerismo e as demais formações peronistas procuraram trazer de volta os preços da energia e do gás aos níveis de 2015 (praticamente de graça) sem sequer propor uma fórmula de compensação que previne a deterioração irreparável das contas públicas. Como adolescentes, eles usaram para tudo o argumento "os fortes aumentos percentuais representados pelas tarifas", silenciando maliciosamente o fato matemático de que qualquer aumento, mesmo os próximos de zero, geralmente infere um aumento reveladoramente descomunal. É claro que eles queriam apenas aproveitar o período de turbulência causado pela recente corrida cambial para aumentar a intensidade de tais perturbações nos mercados, para assim desestabilizar o governo.

O terceiro erro, igualmente imperdoável, viria da ação de alguns agentes sociais, como sindicalistas ou sindicatos que, em uma ação que transcende todo raciocínio, decidem tomar como refém toda a economia de um país a fim de alcançar seus objetivos específicos, sem considerar o custo de suas ações. Um exemplo claro disso vimos recentemente no Brasil, onde o sindicato dos caminhoneiros paralisou literalmente o país por 11 dias. Como consequência, as exportações "apenas" caíram 36% neste mês. Você já pode imaginar a reação dos investidores para a mais do que provável ruptura de entrada de moeda e do nível de adequação das reservas. Está claro. A inquietude de alguns é a fúria de outros (aqueles que estão atacando o Real e o resto dos ativos brasileiros).

## Falando do Brasil. Aqui vai nossa visão global mais detalhada para esse mercado.

Antes de começar, você deve entender que esta não é a primeira vez que assistimos a um período de turbulência no Brasil. Isso, por si só, me ajuda a olhar para essa questão com uma certa calma. Mas eu concordo; a visão não pode ser baseada em uma lembrança. Minha confiança neste mercado é baseada em uma série de particularidades que atuam como arcos para estabilizar a situação. O que deve ajudar a impedir que o "barco" seja classificado como perigoso.

Como regra geral, as economias emergentes sofrem com sua vulnerabilidade a choques externos. Passo muito do meu tempo avaliando essa vulnerabilidade e devo dizer que o Brasil é o segundo mercado emergente menos vulnerável a um choque devido à alta do dólar ou do petróleo. O nível de adequação de suas reservas internacionais (ganho, não empréstimo) vai além de toda dúvida. Isto é apoiado pelos 382 bilhões de dólares disponíveis para o Banco Central, e que computam muito bem quando eu os relaciono com as necessidades líquidas de financiamento externo, ou importações para 12 meses, ou o saldo da conta corrente. Mais importante é a composição dessas reservas. Na maioria dos mercados emergentes, a entrada de reservas é produzida pelo fluxo financeiro que resulta no que chamo de reservas emprestadas (instáveis). No caso do Brasil, é exatamente o oposto. As reservas vêm pelo desempenho favorável da balança comercial (com números recordes no ano passado) e, principalmente, pela grande quantidade de fluxos de investimentos estrangeiros (muito estáveis).

Como se isso não bastasse, o Banco Central do Brasil é um dos poucos no mundo emergente que tem o privilégio de manter uma linha de swap com o Fed. Isto dá a possibilidade de obter dólares em termos preferenciais no caso de você precisar "defender" sua moeda (via venda de reservas, para comprar moeda local). Observe como o Fed não concedeu essa linha de swap para Sturzenegger. (Não, não é o primo do sul do Exterminator. Ele é o presidente do Banco Central da Argentina. Embora tenha conseguido fechar uma linha de swap de dólares com o Banco Central da China, claramente não é a mesma coisa, pelo menos em termos de limite).

Outro aspecto que me tranquiliza sobre o Brasil é a evolução da chamada caderneta de poupança. A captação líquida de recursos volta a ser favorável em maio, com as receitas excedendo os saques em dinheiro superior a 2.400 bilhões de reais; e consolidando uma série de muitos meses de crescimento da poupança. Muitos foram os meses em que a população recorreu às suas poupanças para poder consumir (num ambiente de redução de emprego e rendimento como o que vivia em 2015). Isso significa que hoje, no Brasil, a criação de trabalho continua crescendo. Fato importante.

A balança comercial no Brasil (estruturalmente excedente) permanece robusta nos níveis de 67 bilhões anuais. Ao contrário de outros países emergentes, o Brasil não precisa financiar um déficit comercial no exterior. Tendo menos necessidade de ir para o mercado internacional, isso dá ao país um certo grau de resistência a uma possível tensão nas condições de financiamento internacional. Esta situação favorável deve-se, em grande parte, a um setor agrícola muito dinâmico e competitivo. Uma circunstância que continuará a contribuir favoravelmente, de acordo com os números que estou vendo de investimentos no setor agrícola para a safra 2018-2019, que sugerem enormes entradas de moeda.

Continuamos. O Banco Central do Brasil parece não obedecer à pressão da queda do real brasileiro, porque ontem mesmo o BC anunciou que não pretende alterar sua política de juros para evitar novas quedas da moeda. Quer dizer. Não aumentará as taxas. Isto é importante porque o Banco Central, que tem implementado um corte recorde na taxa de juros (de 14,25% em julho de 2015 para 6,5% hoje) resultado de um controle efetivo da inflação, entende que o contexto é sustentável para que a economia continue desfrutando de condições monetárias favoráveis. Não há necessidade, então, de aumentar as taxas. A mensagem enviada pelo presidente do Banco Central (Ilan Goldfajn,

aliás, um dos melhores banqueiros centrais que já vi) é muito clara, e seria algo como: "Eu não me importo com uma depreciação da moeda por motivos de forças especulativas temporárias".

Em contrapartida negativa, é verdade que a atual situação política é preocupante. Vemos um governo Temer absolutamente decapitado, ineficaz e à mercê dos dirigentes sindicais e dos sindicatos. Admito que esta situação política, que coloca a economia em curso de deriva, pode durar mais alguns meses (até as eleições de outubro). Mas estamos convencidos de que estas eleições, dadas as circunstâncias que rodearam o PT de Lula, irá resultar em um governo de centro-direita de natureza pró-reforma (com uma possível coalizão PSDB e PMDB), que vai continuar as reformas importantes que foram realizadas no Brasil no último ano e meio (após a queda da Dilma). Só falta a Reforma da Previdência, a qual espero ser tratada no primeiro trimestre de 2019, no que pode ser um sinal definitivo para o mercado do compromisso deste país com sua sustentabilidade.

Então, minha visão estrutural para o Brasil é construtiva. Eu acho que essa turbulência passará e a situação retornará ao normal. Eu também acredito que as eleições de outubro podem significar uma mudança. Que podem vir mesmo antes. Não nego os problemas, erros ou riscos relacionados a esse mercado. Eles existem e, aparentemente, todos os conhecem, porque hoje só falamos das deficiências do Brasil. É por isso que, no meu caso, e seguindo a linha de filmes como "Paris, je t'aime" (2006) e "New York, I Love You" (2008), eu preferi intitular essa resenha com o lado mais benigno do mercado brasileiro, como fizeram em 2014 um grupo de diretores internacionais no filme "Rio, eu te amo".

Cordiais saudações,

*Alex Fusté*