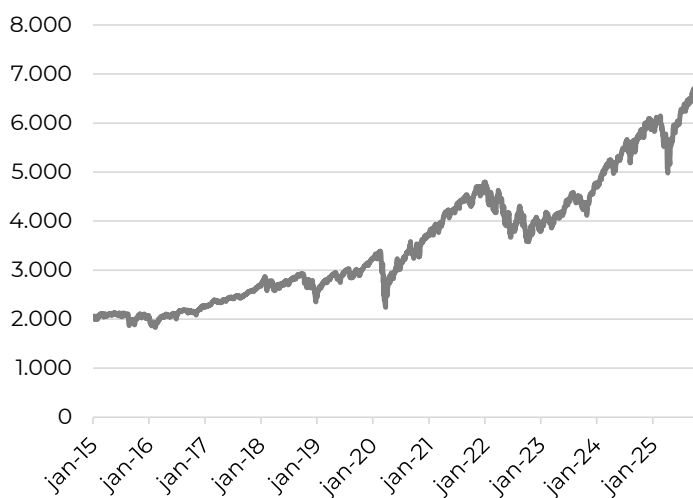


**Estados Unidos: Precificando Perfeição****O Excepcionalismo Americano**

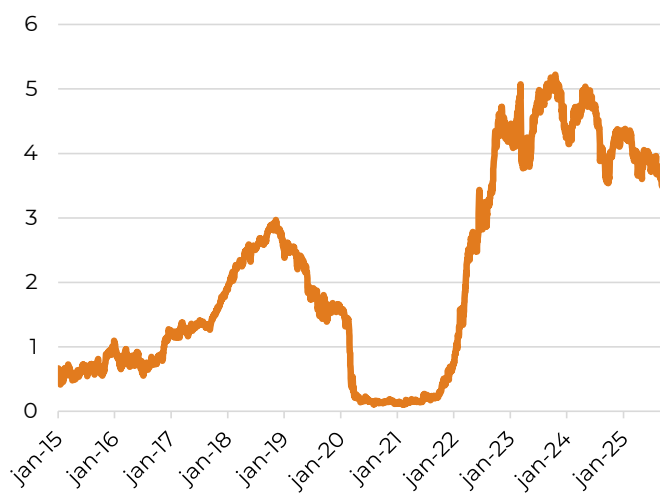
O termo “excepcionalismo americano” tem como base a ideia de que os Estados Unidos ocupam uma posição especial entre todas as nações do mundo. O conceito já permeava o imaginário dos fundadores da república e de pensadores como Alexis de Toqueville (1805-1859), que via uma sociedade, na época, única em função da combinação de igualdade social com espírito religioso e ausência de aristocracia herdada. Do ponto de vista econômico, a expressão tem sido usada para caracterizar um país que consegue manter taxas de crescimento acelerado para padrões de economias desenvolvidas e com substanciais ganhos de produtividade associados à inovação e tecnologia. Ainda do ponto de vista macro, a singularidade pode ser explicitada pela coexistência de grandes desequilíbrios fiscais e externos com câmbio forte e inflação baixa. Em alguma medida, a performance recente dos mercados acionário (Gráfico 1) e de renda fixa (Gráfico 2) refletem a perspectiva de que o país seguirá crescendo a taxas robustas e com juros baixos nos próximos anos. Mas é preciso ficar atento aos riscos de ajustes de curto prazo que podem surpreender até mesmo aqueles que acreditam na infalibilidade do modelo americano.

**Gráfico 1: Mercado Acionário
Estados Unidos -Índice S&P 500
(pontos)**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 2: Rendimento do Título do
Tesouro – Estados Unidos – 2 anos
(% ao ano)**



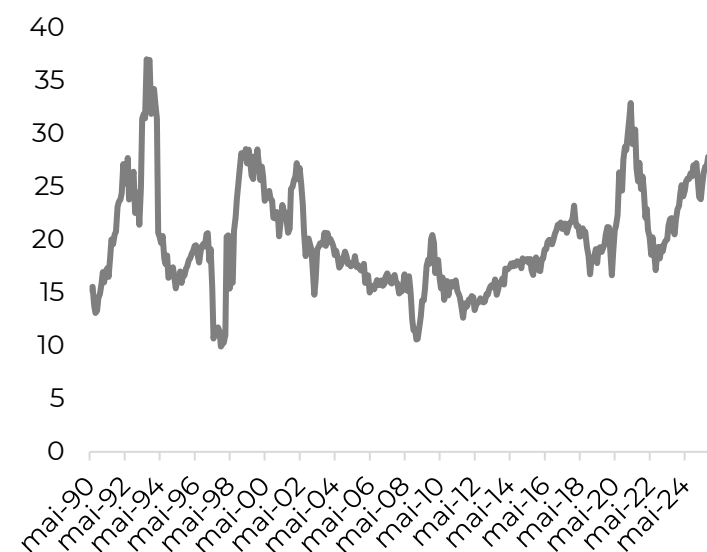
Fonte: Bloomberg

Precificando a Perfeição

Um caminho para se ter uma ideia a respeito do grau de sobrevalorização dos preços no mercado de ações consiste em observar a relação preço / lucro. O gráfico 3, a seguir mostra a média ponderada dessa medida para as 500 empresas que compõe o índice S&P, nos Estados Unidos. O nível atual, ao redor de 28, pode ser interpretado ou como um sinal de que o mercado está demasiadamente caro ou está refletindo a perspectiva de que os lucros vão crescer fortemente no futuro (que traria o índice de volta à média sem a necessidade de correção de preços). De fato, sabemos que uma parcela relevante da valorização que temos observado nos últimos anos se deve às inovações relacionadas à inteligência artificial. O gráfico 4, na próxima página, mostra o desempenho do NASDAQ, composto por nomes de tecnologia, vis a vis o S&P, que é constituído pelas empresas listadas de maior valor de mercado, independentemente do setor.

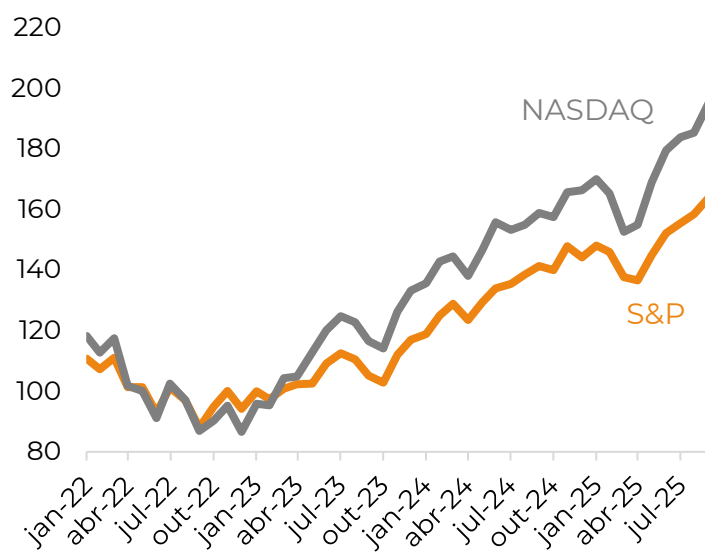
O que normalmente caracteriza um período de expansão da produtividade com base em inovação tecnológica é justamente a profusão de novas companhias que não apresentam resultados imediatos, mas que podem gerar lucros exorbitantes após a maturação. De qualquer forma, o que os gráficos parecem mostrar é que os valores atribuídos às empresas atualmente refletem expectativas de que: 1) o sucesso da tecnologia emergente ocorrerá inequivocamente, 2) sem que eventuais empresas que normalmente ficam pelo caminho no processo de destruição criativa gerem grandes impactos na valoração agregada, 3) com ganhos de produtividade proporcionando elevação de lucros em outros setores, que se aproveitarão dos benefícios da inovação e 4) que economia norte-americana que seguirá crescendo a taxas substanciais, ainda que menos robustas (a projeção média do mercado para a variação do PIB está ao redor de 1,8% tanto para 2025 quanto para 2026, vindo de 3% em 2023 e 2024).

Gráfico 3: Relação Preço / Lucro do S&P



Fonte: Bloomberg

Gráfico 4: NASDAQ e S&P (2022=100)



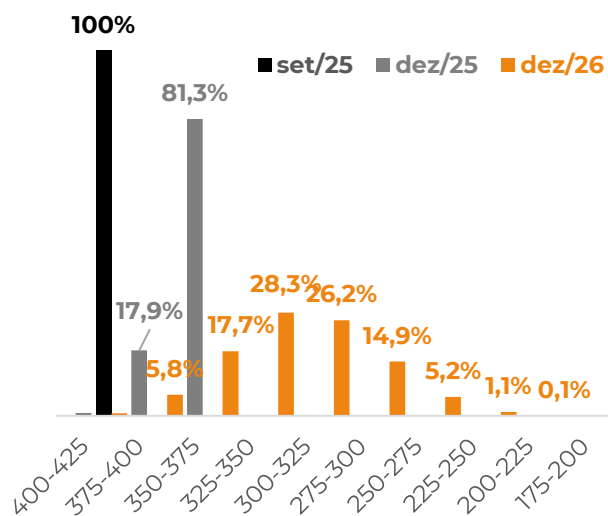
Fonte: Bloomberg

Inflação e Juros

O que nos leva a inflação e juros. A teoria econômica sugere que uma economia operando a pleno emprego, com perspectiva de crescimento robusto, tenderia a produzir pressões inflacionárias. Ainda mais em uma conjuntura de aumento de tarifas de importação, redução da oferta de mão de obra imigrante, com um câmbio consideravelmente mais fraco do que era no início do ano e déficit público mais elevado. Mas não é bem isso o que esperam os mercados e a autoridade monetária. A perspectiva é que a economia vai esfriar na medida certa para produzir alguma folga no mercado de trabalho, retomando o potencial logo em seguida e que as tarifas e a taxa de câmbio produzirão aumento de preços irrelevantes e de impacto apenas transitório sobre a inflação.

O gráfico 5 a seguir mostra as probabilidades para a meta dos Fed Funds, embutidas nos preços dos contratos futuros de juros praticados na bolsa de Chicago. No dia 07 de outubro os preços indicavam cerca de 80% de chance de a taxa básica encerrar o ano em 3,25% a.a., o que significam dois cortes de 25 bps. no último trimestre. Para o final de 2026, a média das expectativas situa-se entre 2,75% e 3,25% ao ano. O gráfico 6 mostra que as expectativas de inflação se mantêm razoavelmente ancoradas ao redor de 2,3% por ano nos próximos 5 e 10 anos.

Gráfico 5: Probabilidades Associadas às taxas dos Fed Funds implícitas nos contratos futuros (% ao ano)



Fonte: <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

Gráfico 6: Expectativa de Inflação Implícita no Mercado Pré x Pós (% ao ano)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis

Conclusão

Há tempos a economia norte-americana desfruta de invejável posição relativa, principalmente quando comparada aos países que já saíram da armadilha da renda média: crescimento elevado, moeda valorizada, inflação moderada e baixo desemprego (curioso notar como o bom desempenho ilustrado pelas variáveis macroeconômicas não parece se traduzir em percepção de bem-estar para a população). Em grande medida essa excepcionalidade tem como base alguns fundamentos que são bastante sólidos. É certo, no entanto, que o país está experimentando mudanças importantes do ponto de vista econômico, com destaque para elevação de tarifas, aumento do déficit fiscal, redução da oferta de mão de obra e desvalorização cambial. O maior desafio para os próximos dois anos nem parece ser o de evitar uma recessão ou lutar contra um processo inflacionário preocupante. O mais difícil parece ser superar alguns desequilíbrios e ao mesmo tempo corresponder razoavelmente às infladas expectativas do mercado financeiro.

PEZCO ECONOMICS Economia & Mercados

Contato: economics@pezco.com.br

+55 (11) 3582 5509

Rua Bela Cintra, 1200, 1º andar, Consolação, São Paulo, SP

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda ("Pezco Economics"), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de "projeção" ou "previsão" estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.