

Carta de Julho de 2019

Marcelo Petersen Cypriano¹

Sumário Executivo

Os acontecimentos nos Estados Unidos seguiram dominantes. A última reunião de política monetária mostrou 8 entre 17 membros considerando o corte de 0,5 ponto no Fed Fund.

A União Europeia entra no mês de julho em plena troca de lideranças, como a nova presidente da Comissão Europeia escolhida recém escolhida e o anúncio de Christine Lagarde como nova presidente do ECB a partir 31 de outubro.

Os próximos passos da economia global passam necessariamente pela Ásia, onde os membros do comitê de política monetária do Bank of Japan decidiram manter o nível de estímulos. Bancos centrais expressam confiança no crescimento da região.

Os indicadores de atividade apontam para estabilidade, ou nova queda, do produto brasileiro no segundo trimestre em relação ao primeiro. Os indicadores fracos criaram o consenso sobre a conveniência de cortes adicionais da taxa Selic. As previsões de inflação seguem abaixo da meta, a confiança na aprovação da reforma da previdência aumentou e o recuo das taxas de juros no exterior permitem todos maiores estímulos monetários no Brasil.

A proposta de reforma da previdência negociada na Comissão Especial foi fundamental. O grau de diluição se mostrou palatável, ao mesmo tempo em que a perspectiva de ir ao plenário ainda em julho superou as expectativas.

O temor dos participantes do mercado é a desaceleração excessiva do crescimento em um ambiente de taxas de juros nominais negativas, ou muito próximas de zero, pois é difícil aumentar os estímulos.

As consequências da tarifa americana

Quase a metade dos membros do Federal Open Market Committee está próxima de reduzir as taxas de juros nos Estados Unidos.

O cenário só não melhorou mais por conta de uma série de incertezas.

Os indicadores têm oscilado entre períodos negativos e positivos, com a exceção do Brasil, onde se acumula mais indicadores negativos.

As atenções locais se voltam para as etapas finais da reforma da previdência, redução da taxa Selic e outros.

O cenário pós-tarifa americano sobre a China produziu novas e maiores consequências. A mais relevante foi a mudança de visão de quase metade dos membros do *Federal Open Market Committee*, agora muito próximos de reduzir as taxas de juros nos Estados Unidos.

A reação do preço dos ativos foi imediata e o cenário só não melhorou mais por conta de uma série de incertezas. Uma parte se relaciona ao temor que a desaceleração do crescimento se transforme numa recessão, a despeito de qualquer reação do *Committee*, enquanto outras incertezas vêm da tensão geopolítica no Oriente Médio e seus efeitos sobre o petróleo, *Brexit* e etc.

O recuo das taxas de juros de mercado no mundo todo amenizou o aperto das condições financeiras após o choque da tarifa, ao mesmo tempo em que as atenções se voltam agora para a evolução da comunicação da política monetária nos mais diversos países e para os indicadores de crescimento nos Estados Unidos e outras regiões.

Os indicadores têm oscilado entre períodos negativos e positivos desde o final do ano passado, com a exceção do Brasil, onde se acumula mais indicadores negativos desde o choque negativo da greve dos caminhoneiros em maio passado.

A interrupção da recuperação da forte recessão entre 2014 e 2016 resultou em mudança semelhante na comunicação da política monetária. As taxas de juros recuaram no Brasil, mesmo em meio a todo o ruído na economia e política, enquanto as atenções locais se voltam para as etapas finais da reforma da previdência na Câmara, redução da taxa Selic e outros aspectos em curso que começam a chamar a atenção.

Os Estados Unidos se adiantam

A reunião de política monetária mostrou 8 entre 17 membros considerando o corte de 0,5 ponto no *Fed Fund*.

A mudança refletiu a expectativa dos efeitos sobre o investimento e crescimento da tarifa de 25% sobre 8% das importações totais dos Estados Unidos.

A curva de juros ficou ainda mais invertida, sinal da possibilidade de recessão.

A volatilidade implícita das opções de compra e venda do índice futuro do S&P 500, medida pelo VIX, subiu e o preço do ouro registrou o maior preço desde 2013.

O discurso sobre tornar ainda mais negativa algumas taxas de juros e reforçar o programa de compra de títulos para estimular a Área do Euro foi outra surpresa

O discurso ficou descolado da melhora gradual do crescimento, o que despertou desconforto.

A União Europeia entra em plena troca de lideranças, com os anúncios das novas presidentes da Comissão Europeia e do ECB

Os acontecimentos nos Estados Unidos seguiram dominantes. A reunião de política monetária em 19 de junho, acompanhada da divulgação trimestral das projeções dos membros do *Committee*, mostrou 8 entre 17 membros considerando o corte de 0,5 ponto no *Fed Fund* como a melhor decisão para o cenário americano.

A mudança refletiu a expectativa dos efeitos da tarifa de 25% sobre 8% das importações totais sobre o investimento e crescimento dos Estados Unidos. A mudança de quase a metade do *Committee* surpreendeu, pois, nenhum membro considerava a redução de juros como adequada em março. A alteração na comunicação reduziu as taxas de juros no mundo inteiro e criou a expectativa de um corte iminente, possivelmente em 31 de julho ou na reunião seguinte.

A queda nas taxas de juros valorizou diversos ativos, mas um movimento mais longo enfrenta a incerteza sobre a velocidade da desaceleração do crescimento, o risco de recessão, a escalada das retaliações militares entre os Estados Unidos e o Irã, além de outros sinais de aversão ao risco.

A curva de juros ficou ainda mais invertida, sinal da possibilidade de recessão, o que causa desconforto nos participantes do mercado. A volatilidade implícita das opções de compra e venda do índice futuro do S&P 500, medida pelo VIX, subiu e o preço do ouro registrou o maior preço desde 2013, quando o então *Chairman* do *Federal Reserve*, Ben Bernanke, sinalizou que se aproximava o início da reversão dos estímulos extraordinários.

Os indicadores americanos a serem divulgados daqui em diante serão analisados nos detalhes, não só até a próxima reunião do *FOMC*, mas enquanto não ficar claro a próxima fase do ciclo americano.

A União Europeia com várias transições

O discurso do presidente do *European Central Bank*, Mario Draghi, sobre a conveniência de tornar ainda mais negativa algumas taxas básicas de juros e, talvez, reforçar o programa de compra de títulos para estimular a Área do Euro foi outra surpresa poucos dias antes da mudança na comunicação da política monetária nos Estados Unidos.

O discurso ficou descolado da melhora gradual do crescimento, o que despertou desconforto entre participantes do mercado que temem não enxergar algum problema, assim como entre outros membros do comitê do *ECB* que enxergam apenas a necessidade de seguir adiante com os já anunciados empréstimos do *ECB* para os bancos a partir de setembro (chamados de *TLTRO*).

A União Europeia entra no mês de julho em plena troca de lideranças, como a nova presidente da Comissão Europeia recém escolhida e o anúncio de Christine Lagarde como nova presidente do *ECB* a partir 31 de outubro. Lagarde dirige o Fundo Monetário Internacional desde 2011 e possui a maior rede de contatos entre os nomes previamente citados para o *ECB*. Lagarde é forte defensora da maior integração do mercado bancário e de capitais europeu.

A União Europeia aparece como ganhadora potencial com a guerra comercial entre os Estados Unidos e a China, mas sofre com a tensão no Oriente Médio, a dificuldade da Itália (3ª maior economia) crescer e enfrenta, ao final de outubro, a saída do Reino Unido, chamada agora de *no-deal Brexit* no lugar de *hard Brexit*.

O cenário europeu deve ficar claro somente ao final do ano.

A previsão de crescimento para 2019 se estabilizou em 1,2%, mas a previsão para 2020 pelo *ECB* foi reduzido de 1,6% para 1,4%. O cenário europeu deve ficar claro somente ao final do ano, quando as novas lideranças e os efeitos do *Brexit* estiverem devidamente avaliados.

A Ásia mantém o fôlego

O *Bank of Japan* julgou que o crescimento esperado não justificava mais estímulos.

Os próximos passos da economia global passam necessariamente pela Ásia, onde os membros do comitê de política monetária do *Bank of Japan* decidiram manter o nível de estímulos. Havia a expectativa que acompanhassem a Área do Euro e os Estados Unidos, mas julgaram que o crescimento esperado do Japão não justificava a sinalização de mais estímulos.

O *Reserve Bank of India* continuou a redução de juros, mas demonstrou confiança na aceleração do crescimento da China.

Por outro lado, o *Reserve Bank of India* continuou o movimento de redução de juros, mas demonstrou confiança, juntamente com o *Bank of Japan*, com os estímulos já em curso, o provável aumento da taxa de investimento na região e a aceleração do crescimento da China no segundo semestre.

A Reunião do G-20 evitou a extensão da tarifa de 25% ao restante das exportações chinesas aos Estados Unidos.

Os estímulos fiscais e monetários da China vem da segunda metade do ano passado, definidos em um dos auges da guerra comercial e queda na confiança e no ritmo de crescimento. Espera-se agora uma resposta positiva de sua demanda doméstica.

A Reunião do G-20 evitou a extensão da tarifa de 25% ao restante das exportações chinesas aos Estados Unidos, mas a mudança no cenário da Ásia segue sendo depurada, embora não seja um cenário de crise, exatamente onde se mais esperava o efeito negativo das tarifas.

O Brasil começa a ter um cenário

Os indicadores de atividade apontam para estabilidade, ou nova queda, do produto no segundo trimestre em relação ao primeiro.

Os indicadores de atividade apontam para estabilidade, ou nova queda, do produto no segundo trimestre em relação ao primeiro. O recuo, mesmo que modesto, caracterizaria uma recessão, curta e moderada, bem no início do novo governo.

As previsões de inflação seguem abaixo da meta, a confiança na aprovação da reforma da previdência aumentou e o recuo das taxas de juros no exterior favorecem maiores estímulos monetários.

Os indicadores fracos criaram o consenso sobre a conveniência de cortes adicionais da taxa Selic. As previsões de inflação seguem abaixo da meta, a confiança na aprovação da reforma da previdência aumentou e o recuo das taxas de juros no exterior favorecem maiores estímulos monetários. A redução do recolhimento compulsório vai neste sentido, mas, como compete com a redução de juros, deixou uma certa cautela no mercado de renda fixa quanto a magnitude da redução da Selic.

O cenário brasileiro começa a combinar uma reforma da previdência, taxas de juros possivelmente em torno de 5,5%-5,0% e uma série de medidas pontuais.

A proposta de reforma da previdência negociada e aprovada na Comissão Especial foi fundamental na valorização dos ativos e na queda do risco soberano. O grau de diluição se mostrou palatável, ao mesmo tempo em que a perspectiva de ir ao plenário ainda em julho superou as (baixas) expectativas. A exclusão dos estados e municípios do efeito imediato da reforma foi a maior decepção, mas não afeta a economia federal e pode ser contornada gradualmente.

Apesar de todas as consequências da estagnação ou queda do produto *per-capita* por um período tão prolongado, o cenário brasileiro começa a combinar uma reforma da previdência relativamente robusta, taxas de juros possivelmente em torno de 5,5%-5,0% e uma série de medidas pontuais, como a reestruturação da Petrobrás para recuperar a sua capacidade de investimento, concessões de alguns projetos de infraestrutura de pequeno e médio porte, tudo isso num ambiente de estabilidade de preços e meta de inflação de 3,5% em 2022.

A liberação da pauta da Câmara dos Deputados vai permitir a discussão de outros temas.

O Brasil aparece assim entre os emergentes com um conjunto de reformas relevantes.

A liberação da pauta da Câmara dos Deputados vai permitir a discussão de outros temas, como a proposta do próprio legislativo para a reforma tributária, a independência do Banco Central e outras pautas, sendo algumas independentes do Legislativo, como a redução das tarifas de importação para bens de capital.

O anúncio do acordo de livre comércio do Mercosul e a União Europeia complementa as perspectivas de médio e longo prazo, pois combina um certo contágio institucional positivo com a abertura comercial e acesso a mercados programada para a próxima década.

O Brasil aparece assim entre os emergentes com um conjunto de reformas relevantes, mas o que os participantes do mercado querem saber agora é como a relação entre o Executivo e o Legislativo vai funcionar quando as reformas consensuais estiverem endereçadas.

O retorno das taxas de juros negativas

O temor dos participantes do mercado é a desaceleração do crescimento em um ambiente de taxas de juros nominais negativas, ou muito próximas de zero, pois é difícil aumentar ainda mais os estímulos.

A despeito de tanta incerteza, o Brasil está construindo a sua recuperação. A defasagem entre estímulos monetários e a resposta da demanda deixa o início do ciclo, com mais certeza, a partir de meados de 2020.

O temor dos participantes do mercado é a desaceleração do crescimento em um ambiente de taxas de juros nominais negativas, ou muito próximas de zero, como acontece neste momento nos mercados europeu e japonês, pois é difícil aumentar ainda mais os estímulos. As taxas de juros também se aproximam de zero nos Estados Unidos, quando medidas em termos reais.

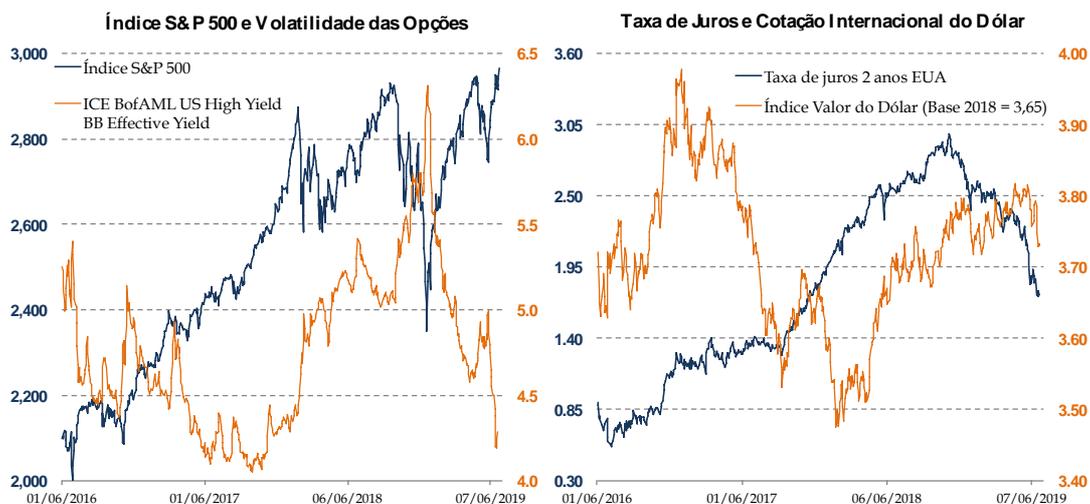
A busca de alternativas de investimento se torna muito mais difícil, especialmente pelo provável aumento da volatilidade que surge quando há riscos difíceis de se avaliar, como o desempenho do crescimento dos Estados Unidos após 120 meses de expansão, a qual vai se tornar a mais longa da história.

Outros riscos, mesmo que tenham decrescido, como a incerteza sobre novas tarifas na guerra comercial, saída do Reino Unido da União Europeia, o preço do petróleo com a tensão com o Irã no lado da alta, ou uma possível queda do governo da Venezuela no lado da baixa, tornam qualquer decisão difícil.

A despeito de tanta incerteza no mundo, o Brasil está construindo o ambiente para a sua recuperação. Há um conjunto de reformas bastante decente e a perspectiva de política monetária mais expansionista como apoio. A defasagem entre estímulos monetários e a resposta da demanda doméstica geralmente fica entre 6 meses e 1 ano, portanto, o cenário deve começar a incorporar o início do ciclo de expansão por volta do final do ano e, com mais certeza, a partir de meados de 2020.

Marcelo Petersen Cypriano, CGA Anbima, é assessor econômico da KPC Consultoria. Executivo do Mercado Financeiro, foi economista-chefe do Banco Original, co-gestor, consultor sobre economia e finanças, economista exclusivo da mesa de fundos multimercado do Itaú AM e economista-sênior do BankBoston.

Indicadores Econômicos e Financeiros



Nota: O Índice do Dólar é a média ponderada de seu valor em Euro, Iene, Libra Esterlina, Dólar Canadense, Franco Suíço e Coroa Sueca. É calculado pelo *Federal Reserve*

