

Carta de Setembro de 2019

Marcelo Petersen Cypriano¹

Sumário Executivo

O ano de 2019 já ficou marcado pela disputa entre as duas maiores economias do mundo. A elevada turbulência no preço das ações, títulos e taxa de câmbio se deu em meio a manutenção de indicadores econômicos americanos ainda firmes.

A situação se contrasta com o ambiente europeu, onde os indicadores alemães recuaram de forma acentuada. A perspectiva de recessão pode levar a uma mudança relevante na postura fiscal da Alemanha.

O crescimento na Ásia, liderado pela China, decepcionou na virada para o terceiro trimestre. O PBoC tem se mostrado cuidadoso para evitar uma desvalorização excessiva da moeda chinesa.

Agosto registrou reduções generalizadas de taxas de juros na Ásia, Oceania, Leste da Europa e até América Latina, sendo algumas inesperadas. A economia brasileira acumulou mais indicadores que sustentam o início de um ciclo de expansão em maio último, em especial a divulgação do PIB.

O estresse financeiro aumentou novamente o montante trilionário de títulos com retorno negativo até o vencimento. Trata-se de uma situação muito complexa e, entre os eventos que podem mudar essa situação, existe uma lista de possibilidades.

O ano da disputa comercial

O que se vê é a redução do investimento, preocupação com o crescimento e cortes de juros preventivos na maioria dos países.

O ano de 2019 já ficou marcado pela disputa comercial entre as duas maiores economias do mundo. As consequências ainda estão em processo, mas o que se vê é a redução do investimento, preocupação com o crescimento e cortes de juros preventivos na maioria dos países.

A reação negativa do preço dos ativos derivou de dois aspectos. O primeiro refletiu a surpresa de um presidente dos Estados Unidos se dizer arrependido de não ter aplicado tarifas mais altas, além de dizer que as empresas americanas devem procurar alternativas à China. Um tom belicoso demais.

O Brasil teve o preço de seus ativos severamente afetado pela primeira vez. O choque na Argentina contribuiu para o maior contágio

O segundo foi a sequência de indicadores fracos de crescimento na Alemanha e China, duas grandes economias e as maiores exportadoras.

O Brasil teve o preço de seus ativos severamente afetado pela primeira vez, desde o início da escalada comercial em maio. O avanço sequenciado de reformas, anúncios de privatizações e a posição favorável da economia no ciclo de crescimento (inicia expansão após uma recessão) não foram capazes de isolar o Brasil do ambiente externo. O choque adicional de mais uma crise de dívida na vizinha Argentina contribuiu para o maior contágio.

Os incríveis números americanos

Os Estados Unidos passam por uma desaceleração na produção industrial, sincronizada com o mundo. Porém, a desaceleração se dá em meio a indicadores sólidos, até o momento.

Um recuo no belicismo comercial pode levar à taxas mais elevadas em toda curva de juros.

A elevada turbulência no preço das ações, títulos e taxa de câmbio nos Estados Unidos e no mundo se deu em meio a manutenção de indicadores econômicos americano ainda firmes.

Os Estados Unidos passam por uma desaceleração na produção industrial, sincronizada com o mundo, pois as cadeias de fornecedores da indústria estão no centro dos efeitos das tarifas. Porém, a desaceleração se dá em meio a indicadores de consumo, rendimento e emprego bastante sólidos, até o momento. A própria comunicação do *Federal Reserve* procura enfatizar a pouca necessidade de cortes mais expressivos dos juros.

A comunicação se esforça para evitar que o mercado desfaça, de forma súbita, a redução de taxas por toda a curva de juros americana. Apesar do esforço, formou-se um ambiente no qual uma sequência de indicadores positivos, ou um recuo no belicismo comercial com a China, podem levar à descompressão do estresse financeiro e à taxas mais elevadas em toda curva de juros.

As incríveis incertezas europeias

A perspectiva de recessão num momento delicado para a Europa pode levar a mudança na postura fiscal da Alemanha.

A sinalização do European Central Bank continua a ser pelo uso de todos os instrumentos de estímulo

O novo governo do Reino Unido reafirmou a disposição de sair da União Europeia, com ou sem acordo. A estratégia de pressão flexibilizou as lideranças no continente.

A situação se contrasta com o ambiente europeu. Os indicadores alemães recuaram de forma acentuada na principal economia da Área do Euro.

A perspectiva de recessão num momento delicado para a Europa pode levar a mudança mais relevante na postura fiscal da Alemanha, desde as crises fiscal na Grécia, Espanha, Portugal, Itália e Irlanda. Sinaliza-se, pela primeira vez, a elevação do investimento público na Alemanha a ser financiado pela emissão de títulos, os quais registram taxas negativas em todos os prazos.

A importância da mudança fiscal vai além do tamanho do estímulo, algo como 1,5% do PIB alemão e nada estelar, mas pode permitir outros países com títulos com taxas negativas acompanharem o estímulo. A Itália, que mesmo endividada registra taxas negativas na seção mais curta de sua curva de juros, pressiona para expandir seus gastos.

A sinalização do *European Central Bank* continua a ser pelo uso de todos os instrumentos de estímulo, desde taxas de juros mais negativas sobre as reservas bancárias (hoje em -0,40% a.a.), incluindo a expansão já programada de seu balanço em setembro assim direcionando à expansão do crédito bancário (TLTRO), ou também por mais uma rodada de compra de títulos dos governos da Área do Euro, caso necessário.

Em meio aos dilemas pela queda do produto na Alemanha, o novo governo do Reino Unido reafirmou a disposição de sair da União Europeia, com ou sem acordo, o que gerou disputa no próprio Parlamento. A estratégia de pressão flexibilizou as lideranças no continente, mas, o processo decisório europeu é complexo, exige grandes consensos e, por isso, as próximas 8 semanas serão intensas.

A grande pressão sobre a Ásia

A mudança nas referências para as taxas de empréstimos e a sinalização de um ciclo de reduções na taxa de juros mostrou que a China sentiu a sequência de choques.

O PBoC tem se mostrado cuidadoso para evitar uma desvalorização excessiva.

O crescimento de algumas regiões sofre o contágio direto da disputa, mas existe também o contágio indireto pela queda do preço de várias commodities.

O crescimento na Ásia, liderado pela China, decepcionou na virada para o terceiro trimestre. O grau de resposta da política econômica costuma ser interpretado como medida da confiança das autoridades chinesas, portanto, a mudança nas referências do *Popular Bank of China* para as taxas de empréstimos e a sinalização de um ciclo de reduções na taxa de juros mostrou que a China realmente sentiu a sequência de choques.

O PBoC tem se mostrado cuidadoso para evitar uma desvalorização excessiva da moeda, pois a desvalorização de 2015 trouxe instabilidade e muitas empresas são endividadas em dólar. Existe também o objetivo de longo prazo de estabelecer o *renminbi* como uma moeda-reserva de uso internacional. Por essas razões, a definição diária do ponto central da taxa de câmbio, a partir do qual é permitido uma flutuação moderada, surpreendeu algumas vezes ao fortalecer a moeda chinesa em meio a turbulência.

A demora para uma resposta contundente pelo PBoC contrastou com os demais bancos centrais da Ásia, Oceania, Leste da Europa e até da América Latina. Agosto registrou reduções generalizadas de taxas de juros, algumas inesperadas. Apesar dos estímulos espalhados por todas as regiões, a escalada comercial deixou a Ásia – e a economia global – sob o estado de atenção enquanto se avalia o tamanho da desaceleração.

O crescimento de algumas regiões sofre o contágio direto da disputa comercial em função da queda nas exportações, mas existe também o contágio indireto pela queda do preço de várias *commodities*. Algumas quedas de preço, como a do petróleo, possuem elementos do aumento da oferta e podem ser benéficas para a extensão do ciclo de crescimento nos Estados Unidos ao reduzir o custo da energia. A queda de outras *commodities*, por sua vez, reflete em parte o estresse financeiro nos mercados de ações, títulos e moedas.

O início de ciclo no Brasil

A economia brasileira acumulou mais indicadores que sustentam o início de um ciclo de expansão em maio último, em especial a divulgação do PIB.

A inflação corrente também chamou a atenção pelo nível muito baixo. A famosa inércia da inflação brasileira passou a jogar a favor.

A magnitude da desvalorização do real saiu do padrão dos demais ativos e provavelmente refletiu a desvalorização de dois dos maiores parceiros comerciais – Argentina e China.

O cenário para a continuidade da redução da Selic passou pela desvalorização relativamente intacto, mas o mercado de renda fixa ainda sustenta um prêmio.

A economia brasileira acumulou mais indicadores que sustentam o início de um ciclo de expansão em maio último, em especial a divulgação do PIB que destoou das estimativas mensais que apontavam retração no trimestre. Houve surpresas, como o crescimento do investimento em máquinas e equipamentos e o crescimento do investimento na construção.

O PIB se expandiu pelo crescimento (inesperado) do investimento e pela expansão gradual do consumo, O resultado poderia ter sido melhor caso os estoques não tivessem se reduzido, o gasto público recuado e o setor externo afetado, tanto pela queda nas exportações, como pelo aumento nas importações.

A inflação corrente também chamou a atenção pelo nível muito baixo. A famosa inércia da inflação brasileira inverteu o seu papel e passou a jogar a favor. As expectativas de inflação, mesmo abaixo da meta para 2019 e 2020, recuaram ainda mais, a despeito da forte desvalorização da taxa de câmbio em agosto.

A magnitude da desvalorização do real saiu do padrão dos demais ativos e provavelmente refletiu a desvalorização nos dois dos maiores parceiros comerciais – Argentina e China, assim como a queda no preço das *commodities*, juros locais mais baixos e a mudança na sistemática de intervenção do Banco Central no mercado de câmbio.

O cenário para a continuidade da redução da Selic passou pela desvalorização relativamente intacto, mas o mercado de renda fixa ainda sustenta um prêmio sobre a possibilidade de uma taxa Selic de 5,0% ao longo de todo 2020, como já registrado no sistema de coleta de expectativas dos economistas (Relatório Focus).

O ciclo de reformas fiscais saiu temporariamente de cena em razão de seus prazos de tramitação, mas retorna em setembro. Porém, aconteceram flexibilizações adicionais no ambiente de negócios e houve o anúncio da intenção de privatizar várias empresas, entre elas a Eletrobrás e os Correios. Há também vários leilões de concessões agendados para o segundo semestre, entre eles um grande leilão para a exploração de petróleo em novembro.

Os lados negativo e positivo do cenário

O estresse financeiro com a desaceleração da Alemanha e China aumentou novamente o montante trilionário de títulos públicos com retorno negativo até o vencimento.

Entre os eventos que podem mudar essa situação, existe uma lista de possibilidades.

O presidente D. Trump pode anunciar algum acordo com a China.

A China pode reduzir suas taxas de juros.

A Alemanha pode anunciar estímulos fiscais que impressionem.

O Reino Unido sair da UE sem grande estresse.

Em todas essas possibilidades é necessário que os indicadores americanos se mantenham sustentados.

O caso do Brasil: o que importa é a recuperação do crescimento.

O estresse financeiro com a desaceleração da Alemanha e China aumentou novamente o montante trilionário de títulos públicos (e agora US\$ 1 trilhão de títulos corporativos) com ágio no preço, ao ponto de apresentar retorno negativo até o vencimento. A proporção é impressionante, com metade dos títulos públicos na Área do Euro com juros negativos e montantes ainda mais expressivos na Suíça e Japão.

Trata-se de uma situação muito complexa e, entre os eventos que podem mudar essa situação, existe uma lista de possibilidades.

Primeiro, o presidente D. Trump pode anunciar algum acordo com a China, pois as principais cartas estão na sua mão. Ainda ligado aos Estados Unidos, os indicadores podem seguir firmes, ficando mais ainda difícil de avaliar as consequências, pois o *Federal Reserve* precisaria menos da redução de juros, e assim D. Trump estaria menos dependente de algum acordo.

Segundo a China pode reduzir suas taxas de juros (e provavelmente o fará), mas é necessário também que os indicadores chineses respondam, o que demanda tempo para refletirem o resultado a qualquer estímulo.

Terceiro, a Alemanha pode anunciar estímulos fiscais que impressionem o mercado, ao mesmo tempo em que outras medidas monetárias já programadas registrem sucesso (como os TLTRO em setembro). O impacto cresceria se a Comissão Europeia viesse a aconselhar outros países com finanças sólidas a acompanharem o estímulo fiscal alemão.

Quarto, os líderes europeus podem ceder à pressão de Boris Johnson e o Reino Unido sair da União Europeia sem grande estresse. Neste caso também é preciso que os indicadores do Reino Unido e da Área do Euro se sustentem em patamares razoáveis.

Em todas essas possibilidades é sempre necessário que os indicadores americanos se mantenham sustentados. Divulgações semanais, como os pedidos de seguro-desemprego, estão estáveis em níveis baixos há meses e precisam permanecer assim para que a confiança se restabeleça e o estresse financeiro diminua. Os indicadores mensais do mercado de trabalho americano também precisam se manter firmes.

O caso do Brasil vai na mesma direção: o que importa agora é a manutenção de indicadores que confirmem a recuperação e apontem algum ganho de momento do crescimento, pois isso vai ficar muito acima de qualquer ruído político. O desempenho dos ativos no Brasil deve refletir primordialmente a evolução do ciclo local e da política monetária, com uma influência combinada da confiança no ciclo da economia global. A extensão deste ciclo global já maduro de expansão, a juros negativos, é positivo para o Brasil que está bem no princípio do ciclo de crescimento.

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



