

## Carta de Maio de 2019

Marcelo Petersen Cypriano<sup>1</sup>

### Sumário Executivo

*As últimas semanas trouxeram maior confiança para o cenário em que a economia global desacelera, mas segue num ritmo decente em que nenhuma economia relevante entra em crise, ou recessão. Surgiu de repente, porém, a incerteza sobre o acordo comercial Estados Unidos-China, mas seus efeitos dependem da evolução dos acontecimentos.*

*Os indicadores mostraram a sustentação do momento forte do mercado de trabalho americano, mas o ponto culminante foi a divulgação da prévia do crescimento do PIB no trimestre a uma taxa anualizada de 3,2%. A expansão atingiu praticamente o dobro do esperado e o desemprego nos Estados Unidos atingiu um mínimo histórico em abril.*

*A Europa segue no centro das atenções, mas, pelo menos, ganhou o tempo extra de seis meses para acertar uma saída do Reino Unido. O aumento do PIB da Área do Euro também fez parte das informações que deram maior confiança na estabilização do crescimento.*

*O crescimento do PIB da China no primeiro trimestre também superou as expectativas. A economia da Índia é outra que apresenta uma aceleração modesta, mas acelera a partir do ritmo mais forte de expansão entre as economias relevantes. Um potencial recuo de Donald Trump se tornou um aspecto importante para a confirmação do cenário de crescimento.*

*O cenário brasileiro destoou deste ganho de confiança com a economia global. A explicação é o efeito defasado dos vários choques entre abril e outubro de 2018. A capacidade de reação da demanda doméstica vai ser importante, pois a inflação prevista segue abaixo da meta e a grande questão se tornou a necessidade ou não de mais estímulos.*

### Confiança maior no crescimento

*A economia global desacelera, mas sem crise.*

*Houve novas previsões, indicadores e resultados de empresas.*

*O FMI reduziu o previsto, chamou de “momento delicado”, mas reiterou o crescimento.*

*Ressurgiu a incerteza comercial.*

As últimas semanas trouxeram maior confiança para o cenário em que a economia global desacelera, mas segue num ritmo decente em que nenhuma economia relevante entra em crise, ou recessão.

Houve uma combinação de novas previsões de organismos oficiais, indicadores econômicos positivos, divulgações de resultados de empresas com operação global, além do próprio movimento dos preços do mercado financeiro indicar um cenário mais favorável.

Quanto a novas previsões, o encontro semestral do Fundo Monetário Internacional reduziu o crescimento previsto em relação a previsão de outubro passado, chamou seu cenário de “momento delicado”, mas reiterou um ritmo de crescimento ainda firme e alinhado com outras fontes de previsões macroeconômicas regionais e globais.

Ressurgiu de repente, porém, a incerteza sobre o acordo comercial Estados Unidos-China, mas a definição da agenda de abril trouxe maior segurança, até o momento, para o cenário de crescimento.

### Estados Unidos surpreendente

Os indicadores mostraram a sustentação do momento forte do mercado de trabalho americano, mas o ponto culminante foi a divulgação da prévia do crescimento do PIB no trimestre a uma taxa anualizada de 3,2%. A expansão atingiu praticamente o dobro do esperado.

*O ponto culminante foi a prévia do PIB de 3,2%.*

*Houve mais exportações, contribuição pontual da política fiscal e estoques.*

*Mesmo com o desconto integral destes elementos, houve um crescimento robusto.*

*A comunicação da política monetária usou adjetivos mais fortes para o crescimento e definiu a inflação abaixo da meta como “temporária”.*

*A surpresa foi a incerteza comercial. É a terceira vez que Trump ameaça elevar para 25% as tarifas.*

Houve alguns fatores fora do padrão dentro do crescimento forte. Um deles foi a normalização de exportações represadas desde o ano passado, outro foi uma contribuição pontual da política fiscal e houve, por fim, uma expansão do produto para acumular estoques.

Mesmo assim, o desconto integral destes elementos ainda deixou um ritmo de expansão acima de 2,5%, sem dúvida um crescimento robusto. A temporada de resultados das empresas americanas também trouxe uma proporção elevada de surpresas positivas. Vendas e lucros superaram as expectativas, o que ocorre somente em um ambiente de crescimento econômico nos Estados Unidos e no mundo.

O mercado de renda fixa começou a reverter a inclinação negativa da curva de juros sempre associada a recessões alguns trimestres a frente. O desemprego atingiu um mínimo histórico em abril e a comunicação da política monetária usou adjetivos mais fortes para descrever o crescimento, além de definir como “temporária” a inflação abaixo da meta. A curva de juros entrou em maio mais inclinada positivamente.

A surpresa foi o ressurgimento da incerteza sobre o acordo comercial entre os Estados Unidos e a China. É a terceira vez que o presidente D. Trump ameaça elevar para 25% as tarifas de 10% vigentes desde setembro passado sobre US\$ 200 bilhões de exportações chinesas (em US\$ 540 bilhões) para os Estados Unidos. A diferença agora é a pressão negociadora por meio do prazo exíguo para a entrada em vigor.

## **A Europa com notícias boas e ruins**

*A Europa segue no centro das atenções, mas, ganhou tempo para acertar a saída do Reino Unido.*

*O foco continua a ser a Alemanha, França e Itália. As economias saudáveis somam menos da metade do produto da união monetária.*

*O aumento do PIB da Área do Euro também fez parte das informações que deram maior confiança na estabilização do crescimento.*

*Em maio, acontece nova rodada de previsões de crescimento da Comissão Europeia e junho é o momento crítico para o BCE.*

A Europa segue no centro das atenções, mas, pelo menos, ganhou o tempo extra de seis meses para acertar uma saída do Reino Unido que ofereça menos estresse econômico e financeiro.

O foco continua a ser a capacidade da Alemanha e outras economias-chave da Área do Euro – França e Itália – voltarem a crescer. A economia de porte com melhor desempenho, a Espanha, reelegeu seu governo, enquanto Holanda, Bélgica e Irlanda e várias outras bem menores tem registrado crescimento. O problema é que as economias saudáveis somam menos da metade do produto da união monetária.

O aumento PIB da Área do Euro também fez parte das informações que deram maior confiança na estabilização do crescimento. O avanço de 0,36% (1,44% anualizado) superou as previsões da Comissão Europeia (0,3%) e do Banco Central Europeu (0,2%). A surpresa pode parecer pequena, mas, uma vez mantida a trajetória de expansão trimestral, o crescimento previsto para o ano fica maior. Os detalhes por países ainda são poucos, mas a França cresceu dentro do previsto, a Espanha superou as expectativas e até mesmo a Itália registrou crescimento.

Por essa razão, o adiamento para 31 de outubro da saída do Reino Unido pode permitir que os estímulos monetários do Banco Central Europeu impulsionem a metade da Área do Euro que precisa ganhar dinamismo. Em setembro acontece a primeira rodada de empréstimos diretos do BCE para os bancos, enquanto, antes disto, acontece em maio nova rodada de previsões de crescimento da Comissão Europeia.

Da mesma forma, junho aparece como o momento crítico para o BCE decidir se mais ações de estímulo são necessárias, ou não. Um cenário de crescimento melhor e ações de política monetária similares ao já anunciado podem ser favoráveis ao valor do euro no mundo.

*A saída do Reino Unido vai ocorrer em um momento mais firme, porém, coincide com a saída de Draghi.*

A saída do Reino Unido pode ocorrer em um momento de crescimento europeu mais firme, porém, coincide agora com a saída de Mário Draghi da presidência do BCE, provavelmente substituído pelo atual presidente do *Banque de France* François Villeroy de Galhau.

## A Ásia continua líder

*O PIB da China também superou as expectativas e o consenso continua pela resposta adequada aos estímulos.*

Enquanto a Europa segue o centro das atenções por possíveis problemas (e agora soluções), a Ásia segue como o centro das possíveis soluções, apesar da surpresa com as negociações comerciais.

*A posição da China é mais frágil, pois vende 4,5 vezes mais do que compra e sofre a alegação de copiar patentes e realizar cyberattacks.*

Primeiramente, o crescimento do PIB da China no primeiro trimestre também superou as expectativas, embora por menos do que os Estados Unidos. Segundo, o consenso continua pela resposta adequada da demanda doméstica na segunda metade do ano aos estímulos monetários e fiscais, agora a partir de um patamar maior de produto.

*A economia da Índia é outra que apresenta aceleração. O Reserve Bank of India pôde reduzir recentemente a taxa de juros.*

Apesar do crescimento favorável, a posição da China na negociação com os Estados Unidos é mais frágil diante da ameaça de aumento de tarifas, pois vende 4,5 vezes mais do que compra na relação comercial. Sofre também com a alegação de copiar patentes americanas e realizar *cyberattacks*. O presidente americano recuou nas duas últimas alegações, mas o prazo exíguo para este aumento de tarifas dificulta uma avaliação.

*Japão e Coréia, estão ambos em momentos ruins de seus ciclos.*

A economia da Índia é outra que apresenta uma aceleração modesta, mas acelera a partir do ritmo mais forte de expansão entre as economias relevantes. O *Reserve Bank of India* pôde

reduzir recentemente a taxa de juros com base no recuo da inflação, o que permite esperar novo aumento da taxa de investimento nos próximos trimestres e uma contribuição positiva para o crescimento da Ásia e do mundo.

Os países de renda *per-capita* elevada na região, Japão e Coréia, estão ambos em momentos ruins de seus ciclos (o PIB da Coréia caiu no primeiro trimestre), mas, por outro lado, ambos possuem fortes estímulos monetários para compensar a queda nas exportações.

## O Brasil ainda complicado

*O cenário brasileiro destoou deste ganho de confiança com a economia global.*

O cenário brasileiro destoou deste ganho de confiança com a economia global. Números fracos apontam para estabilidade ou possível queda do PIB no primeiro trimestre, após a expansão fraca do quarto trimestre.

*A explicação para a atividade fraca é o efeito defasado dos vários choques de 2018.*

A explicação mais coerente para a atividade fraca em um ambiente de aumento da confiança é o efeito defasado dos vários choques entre abril e outubro de 2018. Os choques interferiram nas vendas e no financiamento de empresas em uma situação financeira ainda frágil herdada da recessão 2014-2016. A queda das exportações industriais para a

*O tempo na Comissão Especial, e o quanto a reforma pode ser diluída, podem ter algum efeito sobre a confiança, prêmios de risco e crescimento.*

Argentina em crise também contribuiu para a atividade mais fraca desde o final do ano passado.

O ruído político foi posterior ao enfraquecimento da atividade. A dificuldade de avaliação do tempo necessário para as 40 sessões previstas na Comissão Especial da reforma (são sete semanas até o recesso em julho, sendo uma com feriado), e o quanto a reforma pode ser diluída, podem ter algum efeito sobre a confiança, prêmios de risco e crescimento, mas a interferência vai se desenvolver ao longo dos próximos trimestres.

*A capacidade de reação da demanda doméstica vai ser importante, pois a inflação prevista segue abaixo da meta.*

*As medidas de núcleo da inflação seguem estáveis e muito abaixo da meta, enquanto a expectativa de inflação para os próximos 12 meses recuou.*

O cenário de baixo crescimento deu mais relevância para a mensagem dos membros do Comitê de Política Monetária brasileiro sobre a necessidade de observação da economia livre dos choques do ano passado. A capacidade de reação da demanda doméstica vai ser importante na comunicação das reuniões em maio, julho e setembro, pois a inflação prevista segue abaixo da meta e a grande questão se tornou a necessidade ou não de mais estímulos.

Os meses de março e abril apresentaram uma surpresa inflacionária, reflexo da alta do petróleo, combustíveis e alimentação *in-natura*, mas as medidas de núcleo da inflação seguem estáveis e muito abaixo da meta, enquanto a expectativa de inflação para os próximos 12 meses recuou significativamente nas últimas semanas, a despeito da desvalorização recente da taxa de câmbio. Portanto, o mercado de renda fixa vai olhar atentamente a mensagem do Comitê de Política Monetária em maio.

## O momento delicado da economia global

*O cenário envolve uma combinação rara de economias que desaceleraram, mas que possuem expectativa de acelerar novamente.*

*A recuperação global deve se assentar na aceleração da Ásia, mas também precisa do crescimento da Área do Euro. O ritmo firme americano parece mantido.*

*O Brasil precisa mostrar vigor, a Argentina possui a difícil tarefa de quebrar o círculo vicioso. A Venezuela, depende de uma complexa troca de governo.*

*A melhor distribuição do crescimento global pode ser a senha para uma trajetória de desvalorização gradual do dólar, o que é favorável para economias emergentes.*

O cenário para o segundo semestre e o ano de 2020 envolve uma combinação rara de economias importantes que desaceleraram de forma sincronizada, a maioria desde meados do ano passado, mas que possuem expectativa de acelerar novamente, daí a denominação de “momento delicado” da economia global pelo FMI.

A recuperação do crescimento global deve se assentar na aceleração da Ásia emergente, em cujo centro estão a China e a Índia. Um potencial recuo de Donald Trump se tornou, assim, um aspecto importante para a confirmação do cenário de maior confiança no crescimento.

De qualquer forma, a plena recuperação também precisa do crescimento da Área do Euro, mas, neste caso, dependente do ganho de momento em economias maduras como a Alemanha, França, Itália e Espanha. A Alemanha precisa dar sequência para as surpresas positivas da Itália e Espanha para que a confiança no crescimento global se reforce.

O ritmo firme do crescimento americano parece mantido, sem a perda de vigor, cujo receio afetou os mercados em geral, entre os meses finais de 2018 e o final do ano. O receio se estendeu no mercado de renda fixa ao longo primeiros meses de 2019 até poucas semanas atrás.

A melhora da atividade na América Latina está na dependência de três das quatro maiores economias. O Brasil precisa mostrar vigor nos próximos meses, enquanto a Argentina possui a difícil tarefa de quebrar o círculo vicioso em que a incerteza com a eleição presidencial de outubro eleva o prêmio de risco, desvaloriza o câmbio, derruba a atividade e gera ainda mais incerteza com o resultado eleitoral.

A terceira grande economia, a Venezuela, depende de uma complexa troca de governo após queda do PIB estimada entre 50% e 60% (desemprego de 45%). Não se sabe como e quando pode acontecer a transição, mas, após queda tão expressiva, um crescimento apoiado pelos Estados Unidos e Brasil pode atingir dois dígitos por algum tempo.

A melhor distribuição do crescimento global nesta passagem do primeiro para o segundo semestre pode ser a senha para uma trajetória de desvalorização gradual do dólar diante do euro, renminbi e outras moedas, inclusive emergentes em geral. O ambiente de crescimento global, juros ainda baixos no mundo e dólar com tendência de desvalorização é muito favorável para economias emergentes.

*O ganho de confiança foi um fato em abril. A surpresa foi o movimento para conseguir mais concessões da China.*

*As questões para a política monetária nos Estados Unidos ainda exigem algum tempo.*

*A definição da inflação baixa como “transitória” pode sofrer grandes mudanças.*

*Restou a necessidade de confirmação das ameaças de protecionismo que tanto interferiram na confiança empresarial ano passado.*

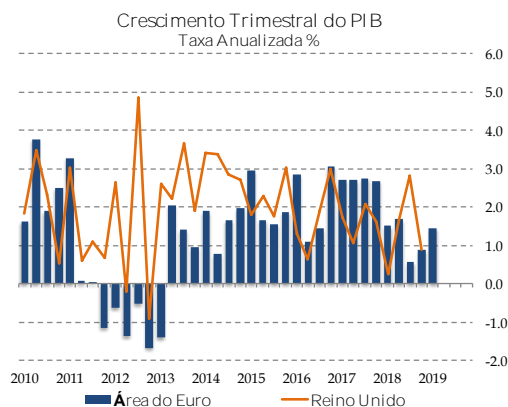
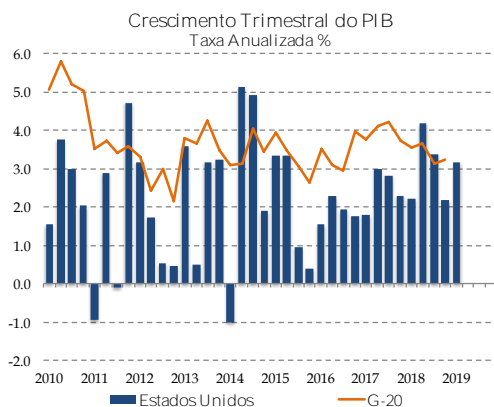
O ganho de confiança em um cenário global mais positivo foi um fato importante em abril. A surpresa na passagem para maio foi o movimento do presidente americano para conseguir concessões da China. Até o momento, o que se sabe é que a delegação chinesa vai aos Estados Unidos esta semana, antes, portanto, da entrada em vigor da elevação de tarifas. Um novo adiamento é possível, assim como aconteceu em janeiro e março, mas essa possibilidade é somente uma conjectura. É possível que as concessões necessárias envolvam a China se comprometer com propriedade intelectual, controle de *cyberattacks* e outros aspectos complexos para se definir o *enforcement* do acordo.

As questões relevantes para a política monetária nos Estados Unidos ainda exigem algum tempo para serem definidas, assim como as suas eventuais consequências para o valor do dólar. A definição da inflação baixa como “transitória” pode sofrer grandes mudanças, pois 2019 é o décimo ano entre os últimos doze anos em que a inflação fica abaixo da meta.

O cenário global apresenta uma combinação melhor de crescimento no segundo semestre, mas restou, neste momento, a necessidade de confirmação ou não das ameaças de protecionismo americano, incerteza que tanto interferiu na confiança empresarial ano passado, ao ponto de prejudicar o crescimento coordenado entre os países mais importantes e criar este momento delicado da economia global. O mês de maio ganhou uma agenda tão importante como a de abril.

**Marcelo Petersen Cypriano** 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: Crescimento em relação ao trimestre anterior, em taxa anualizada. Crescimento do G-20 estimado pela OCDE Stats data

