

## Carta de Agosto de 2019

Marcelo Petersen Cypriano<sup>1</sup>

### Sumário Executivo

*A guerra comercial EUA x China chegou ao ápice de suas consequências: o Federal Reserve decidiu reduzir a sua taxa básica de juros. A comunicação, que tentou mostrar consistência com informações contemporâneas conhecidas, surpreendeu ao tratar a redução como um ajuste fino e não como o primeiro de uma sequência.*

*O novo governo do Reino Unido mudou os termos do jogo, ao indicar que caminha para o no-deal Brexit, ao mesmo tempo em que acena com uma transição. Também ficou claro que a União Europeia tem muito a perder com este caminho de Brexit e se encontra menos preparada para as suas consequências.*

*A atenção está nos indicadores da China e Índia, pois ambos esperam aumento do investimento doméstico. O desempenho da China nos próximos meses também vai influenciar a sua resposta às novas tarifas estabelecidas pelos EUA.*

*Em meio ao baixo crescimento global e há a expectativa que a economia brasileira deixe para trás a curta recessão do primeiro semestre.*

*Os acordos comerciais e a abertura para importações são elementos chaves para o retorno e a valorização dos ativos brasileiros, pois a literatura sobre acelerações sustentadas do crescimento apontam o acesso a importações como o elemento importante.*

### A nova rodada de estímulos monetários

*O mais surpreendente foi o anúncio de tarifas adicionais sobre as exportações chinesas no dia seguinte ao corte de juros.*

*Outros bancos centrais devem acompanhar o Federal Reserve.*

*Surgiram outros destaques, como a etapa final da saída do Reino Unido da União Europeia.*

A guerra comercial entre os Estados Unidos e a China chegou ao ápice de suas consequências: o *Federal Reserve* decidiu reduzir a sua taxa básica de juros para compensar a desaceleração do crescimento. O mais surpreendente foi o anúncio de tarifas adicionais sobre as exportações chinesas no dia seguinte ao corte de juros.

Outros bancos centrais tendem a acompanhar o *Federal Reserve* na estratégia de redução de juros. E há outros destaques na economia global, como a nova direção para o Brexit e a resposta da União Europeia, tanto a Brexit, como à desaceleração das principais economias do velho continente. Os ciclos de crescimento dos países da Ásia, em especial o da China, da Índia, da Coreia e do Japão, encontram-se todos em momentos importantes.

A América Latina apresenta países em momentos econômicos distintos. O Brasil possui indicações de uma curta recessão no primeiro semestre, enquanto corta juros e monitora se o pior momento econômico já passou. A vizinha Argentina também reduz juros, vagarosamente e espera chegar na sua eleição geral, em outubro, com a queda na confiança e a contração econômica superadas. O México, por outro lado, desacelera juntamente com os Estados Unidos e tem queda na confiança na nova administração.

### As diferenças no Hemisfério Norte

*A comunicação pretendia retirar parte das expectativas de corte, pois os indicadores continuam a mostrar desempenhos firmes.*

A comunicação do corte de juros nos Estados Unidos surpreendeu ao tratar o corte de 0,25 pontos como um ajuste fino e não como o primeiro de uma sequência de novas reduções. Quase a metade dos membros do Comitê de Política Monetária julgou adequado, em junho, reduzir o juro em 0,5 ponto este ano e outro 0,25 ponto no ano que vem.

A comunicação tentou mostrar consistência com as informações contemporâneas conhecidas e reduzir as expectativas de corte, pois os indicadores e o crescimento do PIB americano continuam a mostrar desempenhos firmes. Afinal, a incerteza da guerra comercial afetou

mais o investimento das empresas. Mas, no geral, o crescimento americano continuou alinhado ao potencial.

*O dólar se fortaleceu pela comunicação, mas o euro e a libra sentiram a prévia fraca do crescimento da Área do Euro e a postura incisiva do novo governo do Reino Unido.*

O comunicado do FED fortaleceu o Dólar e provocou o realinhamento de preços de outras moedas. O iene e o franco suíço se sustentaram, mas o Euro e a Libra se desvalorizaram também por tonta da prévia fraca do crescimento da área do Euro e da postura do novo governo do Reino Unido.

*O Japão sinalizou aceitar taxas de juros ainda mais negativas, caso determinadas pelo mercado. O Bank of Japan segue confiante na expansão gradual.*

Com relação ao Brexit, o novo governo do Reino Unido mudou os termos do jogo e passou a se preparar para o *no-deal*, ao mesmo tempo em que acena com uma transição de dois anos; mas sem as condições para evitar uma fronteira física entre as duas Irlandas.

*Os indicadores de junho na China apontaram um possível piso.*

Ficou claro que a União Europeia também perde com o Brexit e se encontra menos preparada para uma separação brusca. O que pode levar a um acordo mais favorável com Reino Unido, com um prazo mais dilatado de transição, de forma a suavizar o processo de saída.

*A reação às novas tarifas está sendo a desvalorização do renminbi e o aumento da percepção de*

Do outro lado do hemisfério norte, o Japão sinalizou aceitar taxas de juros ainda mais negativas, caso se faça necessário para manter o ritmo de crescimento da economia. Apesar disso, o *Bank of Japan* segue confiante na expansão gradual, apesar da volatilidade de seu crescimento, da desaceleração global e da séria disputa comercial com a Coréia do Sul.

Por fim, toda a atenção está nos indicadores da China e Índia, pois ambos esperam aumento do investimento doméstico. Os indicadores de junho na China foram positivos e mitigaram o impacto negativo do baixo crescimento no segundo trimestre, pois apontaram um possível piso.

O desempenho da China nos próximos meses vai influenciar a sua resposta às novas tarifas impostas pelo EUA, cujo efeito imediato foi a desvalorização do Renminbi (permitida pelo governo chinês), o aumento da percepção de risco, a queda das bolsas, a alta de títulos soberanos e de ativos como o ouro.

## O novo cenário do Brasil

*A recessão não é oficial, mas dificilmente o PIB não recuou novamente. Os dados mensais sugerem um piso em abril.*

Em meio ao baixo crescimento global e à possibilidade de recuperação no restante do ano, há a expectativa que o Brasil deixe para trás a curta recessão do primeiro semestre. A recessão não é oficial. Mas, possivelmente, o PIB recuou novamente no segundo trimestre, o que deve levar ao uso da definição.

*O período muito longo de crise e o acúmulo de problemas deixaram o país fora do radar.*

O período muito longo de crise, o baixo crescimento e o acúmulo de crises políticas deixaram o país fora do radar do mercado. O ruído político e a polarização da sociedade dificultam a leitura ponderada do cenário. Mas uma questão concreta e muito positiva foi a aprovação da reforma da previdência por 74% a 26% dos votos. O Senado deve aprovar e promulgar a reforma por volta de setembro.

*Menos visível é a orientação da economia para o mercado. Espera-se uma abertura para importação de equipamentos com alto conteúdo tecnológico.*

Os estados e municípios devem ficar fora da reforma da previdência aprovada no congresso e deverão negociar em separado com os seus legislativos. Mas o incentivo para as reformas nos níveis estaduais e municipais está no plano de ajuda do experiente secretário do Tesouro Nacional, que condicionou o suporte financeiro do governo federal a várias medidas, entre as quais reformas e privatizações.

Outro passo menos visível é a busca de orientação da economia para o mercado. As medidas chamadas de *liberdade econômica* tem sido recorrentes e espera-se, para breve, uma inédita abertura para importação de máquinas e equipamentos com alto conteúdo

tecnológico, sem restrições quanto à existência de similar no mercado local.

*O acordo de livre comércio com a União europeia representa uma abertura irreversível.*

A ratificação do acordo de livre comércio com a União europeia representa uma abertura irreversível. Existe ainda o processo de entrada na OCDE, o qual representa um amadurecimento institucional e melhores práticas em várias políticas públicas.

*O melhor funcionamento dos mercados também envolve a desmontagem de monopólios.*

O melhor funcionamento dos mercados também envolve a desmontagem de monopólios, entre eles a redução das margens elevadas na distribuição estatal de gás natural.

*O avanço da estrutura de incentivos para o ajuste fiscal e o aumento da produtividade a longo prazo reduziu o risco macroeconômico da economia brasileira.*

O saque recorrente do saldo no FGTS e a possibilidade de extinção de várias taxas e regulamentações também demonstram o alinhamento com a agenda liberal.

Também está em curso uma redução contínua de custos para o aumento do investimento, que se encontra baixo demais e muito próximo de cobrir apenas a depreciação do combalido estoque de capital do país. A renovação, expansão e aumento do conteúdo tecnológico do estoque de capital disponível levará ao aumento da eficiência, da produtividade e lucros.

*A expectativa de inflação também acompanhou a redução para 3,50% da meta de inflação para 2022, ao mesmo tempo que deixou o Banco Central confortável para reduzir a taxa Selic.*

O ciclo de reformas inicia outro capítulo este semestre, novamente liderado pela Câmara dos Deputados. Existem hoje cinco propostas de reforma tributária e a Câmara decidiu avançar com a melhor delas, que substitui o ICMS, Cofins, IPI e ISS por um imposto sobre bens e serviços (IBS). O melhor cenário é a combinação do IBS na Câmara com a proposta do governo de substituir o imposto de renda sobre o lucro das empresas pela tributação dos dividendos.

A perspectiva de avanço da estrutura de incentivos para o ajuste fiscal e do aumento da produtividade a longo prazo reduziram o risco macroeconômico da economia brasileira. A redução do risco se materializou nas medidas tradicionais, como o CDS de 5 anos, a curva de juros de longo prazo e os prêmios de risco de crédito.

A expectativa de inflação de longo prazo também acompanhou a redução para 3,50% da meta de inflação para 2022, ao mesmo tempo que deixou o Banco Central confortável para reduzir a taxa SELIC para 6,0%. A comunicação da decisão mostrou espaço para reduções adicionais da SELIC até o patamar de 5,25%, até o final do ano. Caso se assuma a apreciação do real ao longo de 2020 (algo provável em virtude dos estímulos monetários nos Estados Unidos, Europa e Japão), há uma grande chance de a SELIC chegar a 5,0%.

## Questões novas e antigas

*Os números brasileiros em junho e julho foram fracos, porém, com alguns índices deixando o ponto mínimo da crise para trás.*

Os números brasileiros em junho e julho foram novamente fracos e decepcionantes, o que mostra uma recuperação ainda hesitante. Existe um equilíbrio ainda instável, mas positivo, com estoques baixos e alguns índices deixando o ponto mínimo da crise para trás, como o é o caso do preço dos imóveis e dos volumes de concessão de crédito.

*Os acordos comerciais e a abertura para importações são elementos chaves para o retorno e a valorização dos ativos no Brasil.*

Ao nosso lado, a Argentina se estabiliza, embora sujeita a estresses pré-eleição. Na Ásia, não há confirmação ainda, mas há a possibilidade de aumento na atividade, apesar da nova tarifa americana. O preço do petróleo possui perspectiva de queda, o que ajuda o crescimento global. Outros emergentes, como a Rússia, Turquia e México, estão sob sanções ou com perda de confiança em suas administrações.

Os acordos comerciais e a abertura para importações são elementos chaves para o retorno e a valorização dos ativos no Brasil. E cabe

*O ambiente institucional é propício, há também amplo estímulo monetário e o que falta é a resposta ao ambiente de negócios mais favorável.*

*O quadro global não está nada simples e não é surpresa o ressurgimento de estratégias semelhantes ao vigente nos primeiros anos após a Grande Crise Financeira de 2008, como bancos centrais acrescentando ouro às suas reservas*

lembrar que a literatura sobre acelerações sustentadas do crescimento apontam o acesso a importações como o elemento fundamental. O ambiente institucional é propício, existe uma série de leilões para a oferta de infraestrutura e empresas privadas e públicas reestruturaram ativos, passivos e até mesmo o controle acionário. Há também amplo estímulo monetário no mundo e no Brasil. O que falta é a resposta – geralmente defasada – ao ambiente de negócios mais favorável.

O quadro global não está nada simples. Combina a redução do crescimento, tarifas de importação entre as duas maiores economias do mundo e a acentuação de taxas de juros negativas. Algumas questões geopolíticas, como o *Brexit* mais agressivo e disputas comerciais, seguem como fatores de instabilidade adicional.

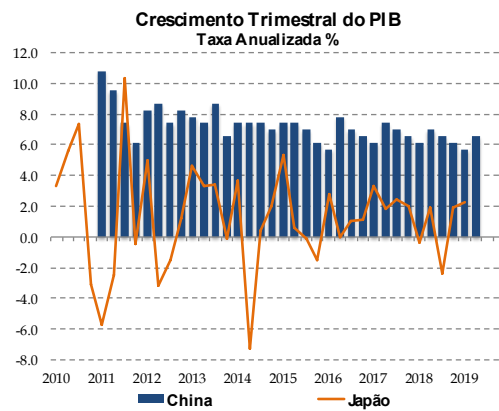
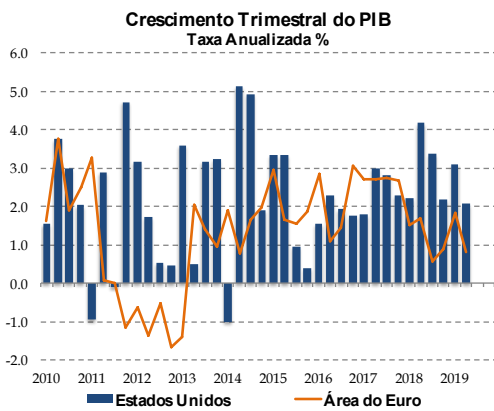
Não é surpresa o ressurgimento de estratégias semelhantes às vigentes nos primeiros anos após a Grande Crise Financeira de 2008, como bancos centrais acrescentando ouro às suas reservas e a busca por ativos reais. A economia global não parece caminhar para uma crise maior, pois Estados Unidos, Europa e Japão mostram condições de estender o longo ciclo de crescimento, iniciado 10 anos atrás.

Ao mesmo tempo, há também perspectivas de que as economias emergentes da Ásia continuem a investir, acumular capital e crescer de forma robusta. O excesso de capital está aí e precisa de projetos de investimento, o que interfere no seu uso para a elevação do investimento é a percepção de risco.

Existem questões novas e complexas, como a inflação persistentemente muito baixa e juros negativos. Mas existem as questões de sempre, como a resposta do crescimento à nova rodada de estímulos monetários iniciada pelos Estados Unidos e acompanhada pelo Brasil.

**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**



Crescimento sobre o trimestre anterior a taxa anualizada

