

São Paulo, 1º de julho de 2019

A ERA DO POWELL 'PUT'

Desde maio, a narrativa de recuperação do crescimento global e expectativas de que Trump conseguiria um bom acordo comercial com a China haviam perdido força. Mas a mudança no apetite do Fed em relação a cortes de juros provocou queda forte e abrupta das taxas dos *bonds*, e permitiu que as bolsas subissem, em especial as americanas. A alta do S&P 500 foi de quase 7% em junho e 17% no semestre, a melhor performance para o mês desde 1995 e para o semestre desde 1997.

Investidores acreditam que o ciclo da taxa de juros nos EUA virou, o que é surpreendente, dado que, até maio, os mercados futuros precificavam que a probabilidade de corte de juros neste ano era de apenas 1 para 3. Em um período recente, difícil lembrar de uma mudança de sentimento tão drástica sem uma recessão tangível ou crise financeira. Entramos na era do Powell 'put'.

No Brasil, a economia caminha para a recessão, mas o Banco Central permanece cauteloso e manteve a taxa Selic em 6,5%. As autoridades monetárias têm sugerido que a queda da taxa de juros depende da aprovação da PEC da Previdência. Na reunião de julho será possível ter maior visibilidade da aprovação da reforma.

A expectativa crescente da aprovação da Reforma da Previdência impulsionou o Ibovespa para 100 mil pontos. Ganhos adicionais podem ser esperados quando se tornar realidade, mas investidores consideram os próximos passos em relação à recuperação da atividade para levar a bolsa brasileira para um patamar mais alto. Incertezas em relação ao crescimento econômico se revelam através do desempenho das ações defensivas, e.g. energia elétrica e saneamento, que generalizadamente tem sido superior às ações de crescimento.

No último final de semana, na reunião do G20, EUA e China acordaram em reiniciar as negociações comerciais e aliviaram uma das maiores preocupações dos investidores. Entretanto, além da retomada das conversas, pouco coisa parece ter mudado. Não há (ainda) uma agenda concreta para solução dos conflitos, e enquanto as tarifas existentes sobre os bens chineses estão mantidas, a China não parece disposta a mudar seu modelo econômico de subsidiar indústrias e empresas estatais. Alguns analistas consideram até que, o cessar-fogo tende a diminuir as chances de um acordo, pois parece evidente que ambas as partes estão confortáveis com a situação. Sem uma solução fácil e rápida à vista, investidores devem continuar atentos à atividade global e o próximo movimento do Fed.



rua hungria 664
tel +5511 3010.3234 cep 01455-904
são paulo sp brasil
www.garininvestimentos.com.br

Desde abril, a queda das taxas dos *bonds* tem sido forte, rápida e global. No Japão e em muitos países da Europa os *yields* se tornaram negativos, o que significa que investidores estão basicamente pagando pelo privilégio de emprestar dinheiro para esses países. Mesmo nos EUA, o *yield* das *Treasurys* de 10 anos recentemente chegou a cair abaixo de 2,0%, o que não parece tão dramático, pois continua positivo em termos nominais. Entretanto, quando ajustado pela inflação, equivale a uma taxa quase negativa. Isso é surpreendente se considerarmos que a economia americana cresceu à taxa de 3,1% no 1T19.

O montante de dívida com taxas negativas cresceu para \$12,5 trilhões e quebrou o recorde alcançado em 2016. Supreendentemente, há muito pouca discussão sobre essa situação pelos seguintes motivos: primeiro, *bond yields* cadentes e inversão da curva de juros são historicamente bons indicadores antecedentes de recessão. Segundo, parece haver uma mudança na psicologia do investidor. Quando taxas negativas surgiram no passado, investidores assumiram que o padrão refletia eventos peculiares, e.g. a Crise da Ásia de 1997 e a Crise Financeira Global de 2008.

Atualmente, dificilmente pode se atribuir um evento específico às taxas negativas. Ao invés disso, analistas têm apontado questões estruturais de longo prazo para justificar taxas negativas – demografia, estagnação secular, e a postura dos principais bancos centrais em estimular a economia via queda da taxa de juros. E quanto mais investidores tendem a assumir que esse padrão veio para ficar, mais sentem um decrescente senso de urgência sobre a necessidade de se protegerem contra repentinos aumentos de juros que podem ocorrer em função de choques econômicos e/ou políticos não previstos.

O corte de taxas de juros pelos bancos centrais aumentaria as expectativas de inflação de longo prazo. Entretanto, nas principais nações, as expectativas de inflação são cadentes, e deixam evidente como os mercados de *bonds* desafiam grandes bancos centrais sobre a eficácia de seus instrumentos. O esforço do Fed em normalizar a política, acompanhada do fortalecimento do dólar, rapidamente causou efeitos negativos sobre a economia global. Isso reforça a vulnerabilidade do sistema financeiro global marcado por altos níveis de dívida mesmo a um modesto aumento nos custos de financiamento e/ou dólar mais forte. Essa fragilidade poderia ser quebrada com crescimento mais forte e inflação ascendente que aliviariam o peso da dívida, mas essa combinação permanece (bastante) incerta.

A economia brasileira caminha para a recessão e parece não haver sinais de recuperação. O último Relatório Trimestral de Inflação confirmou a recente Ata do Copom – “interrupção do processo de recuperação da economia” e “retomada desse processo adiante, de maneira gradual”. A estimativa de crescimento foi reduzida de 2,0% para 0,8%.

Apesar da fraqueza da economia, o Copom continuou cauteloso e manteve a taxa Selic em 6,5%, mas os juros futuros abriram em queda após a última reunião, pois o

comunicado abriu espaço para queda da taxa em julho ou mais tardar em setembro. O peso atribuído pelas autoridades monetárias ao risco com as reformas se tornou maior, e tem sugerido que a queda da taxa de juros depende da aprovação da PEC da Previdência. Na reunião de julho será possível ter maior visibilidade da aprovação da reforma.

A Reforma da Previdência caminha para uma economia maior que a inicialmente esperada pelo mercado. Segundo pesquisa realizada pela Bloomberg com instituições locais e estrangeiras, a mediana das expectativas subiu de R\$680 bilhões em maio para R\$738 bilhões em junho. O relatório discutido na Comissão Especial deverá ser votado nos próximos dias e ir ao plenário ainda antes do recesso do meio do ano.

Com expectativas mais favoráveis sobre a aprovação da PEC da Previdência, investidores passarão a voltar cada vez mais suas atenções para a agenda que permitirá a retomada da atividade - e.g. Reforma Tributária, programas de privatizações e concessões, medidas para destravar a infraestrutura - e o cenário político para a aprovação/implementação dessas medidas. Por ora, a cautela em relação à falta de perspectiva de recuperação no curto e médio prazo tem levado as ações defensivas a desempenhar melhor que as histórias de crescimento.



rua hungria 664
tel +5511 3010.3234 cep 01455-904
são paulo sp brasil
www.garininvestimentos.com.br