

São Paulo, 2 de agosto de 2019

É A ECONOMIA, ESTÚPIDO

Em julho não foi diferente. O humor dos investidores foi determinado pelo principal banco central do mundo. A decisão do Fed cortou a taxa de juros em 25 pontos-base, em linha com as expectativas, e encerrou a redução de seu balanço com dois meses de antecedência, o que foi uma surpresa. Entretanto, muitos superestimaram a agressividade do Fed. A comunicação veio mais *hawkish* que o esperado, e o mercado respondeu de acordo, negativamente.

No dia seguinte à reunião do FOMC, Trump anunciou nova tarifa de 10% sobre \$300 bilhões de produtos chineses a partir do início de setembro. Enquanto a pressão sobre a China aumenta, o efeito colateral do aumento das tensões comerciais sobre a economia poderá ter como consequências mais redução dos juros por parte do Fed e dólar mais fraco. O que se seguiu foi mais achatamento da curva, queda das bolsas e do dólar.

No Brasil, o Ibovespa chegou à máxima de 107 mil pontos com a aprovação da PEC da Previdência em primeiro turno na Câmara, mas a animação durou pouco. Primeiro veio o reconhecimento de que a Reforma da Previdência, embora imprescindível, não é suficiente para destravar o crescimento da economia. E, a agenda de retomada, que ficou para após a aprovação em segundo turno da Reforma da Previdência terá efeito apenas no longo prazo.

Analistas têm defendido estímulos – redução dos juros, medidas no crédito – para a recuperação da atividade e do emprego no curto prazo. Embora a recepção ao anúncio do Programa Saque Certo sobre a liberação de recursos do FGTS e PIS/Pasep tenha sido morna, o abandono de cautela por parte do Copom, que sinalizou que inicia um novo ciclo de corte de juros, chegou a ser bastante comemorado pelo mercado local até que o Trump veio para virar o bom humor.

A economia americana desacelerou no 2T19 para 2,1% de 3,1% no 1T19, mas veio acima das expectativas e mostrou que continua resiliente. Como previsto por alguns analistas, os dados de crescimento deram suporte ao parecer do Fed de que o último corte da taxa de juros não deu início de um ciclo normal de afrouxamento monetário, mas se constitui apenas de um seguro contra os riscos globais. As disputas comerciais com a China e o Brexit parecem ser os desafios de curto prazo da atividade global.

Com a decisão do FOMC, os mercados passaram a esperar menos cortes no curto prazo e mais cortes no longo prazo. Investidores derrubaram as taxas de 10 anos e puxaram as de dois anos. As taxas mais longas, consideradas como indicador de expectativas de



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

crescimento não é confortante para o mercado. A frustração com o Fed pode começar a reverter uma importante fonte de suporte para ativos de risco. Um dólar mais forte e *yields* de Treasurys mais sensíveis às políticas, como as taxas de dois anos, podem apertar as condições financeiras.

Mas o que se seguiu à decisão menos *dovish* que o esperado foi o anúncio de uma nova taxa de importação de 10% sobre \$300 bilhões de bens chineses a vigorar a partir do início de setembro. Parece que Trump quer aumentar a pressão sobre a China com a intenção de que os efeitos colaterais sobre a economia compelirão o Fed a considerar mais estímulos e cause uma fraqueza no dólar. A curva de juros achatou mais e o mercado passou a precificar probabilidade de um segundo corte de juros em setembro acima de 90%.

Com vários países no modo de desaceleração-afrouxamento monetário-desvalorização cambial, os EUA, com sua economia resiliente e *bonds* com retornos positivos, parece ter se tornado o *high yield* global. Atualmente, cerca de um terço do mercado global de títulos governamentais e um quarto do mercado global agregado de *bonds* têm taxas negativas. Como consequência, o fluxo externo no mercado de títulos americanos tem sido forte e um dos motivos pelo qual a taxa de 10 anos caiu do pico de 3,25% em novembro passado para abaixo de 1,90%.

Investidores têm procurado um porto seguro que tenha retorno positivo, o que tem fortalecido o dólar nos últimos meses. A saúde econômica de outras regiões é mais precária. Mesmo antes da decisão do FOMC, as conversas entre Washington e Xangai haviam se encerrado abruptamente e dados econômicos da China revelam contínua desaceleração. Enquanto isso, na zona do euro, a atividade se expandiu apenas 0,2% entre o primeiro e o segundo trimestre enquanto a inflação anual em julho caiu para a mínima de 17 meses.

Uma nova onda de fortalecimento do dólar, pode causar alguma ansiedade e começar a testar o forte apetite por risco que havia sido visto, especialmente em mercados emergentes. As moedas emergentes, inclusive o Real, que até recentemente eram favoritas para *carry trade*, têm perdido gás enquanto o dólar sobe.

O recesso parlamentar terminou, mas congressistas devem voltar à atividade somente na próxima semana. A votação em plenário do segundo turno na Câmara deve se iniciar no dia 6. Se aprovada, seguirá para a Comissão de Constituição de Justiça do Senado. O processo de aprovação no Senado tende a ser mais rápida que na Câmara. A expectativa do Governo é que a votação seja concluída entre 40 e 60 dias. Resta a dúvida se a inclusão de estados e municípios faça com que o PEC retorne à Câmara.

Aprovada a Reforma da Previdência, o mercado deve voltar as atenções para a agenda de longo prazo, que inclui Reforma Tributária, privatizações, revisão do pacto federativo, reforma do Estado, ações para desburocratização, governo digital abertura da economia e revisão de marcos regulatórios. O *timing* e a complexidade, sobretudo da Reforma



Tributária, somados à relação (tumultuada) entre o Executivo e o Legislativo devem voltar a causar volatilidade nos mercados.

Com a aprovação do texto base da Reforma da Previdência em primeiro turno na Câmara, inflação baixa e cenário externo mais benigno, o Copom abandonou a cautela, convergiu para as maiores expectativas de mercado e cortou a taxa Selic em 50 pontos-base para 6,00% e sinalizou que está inclinado a injetar mais estímulos na economia. O mercado espera por novo corte na reunião de setembro.



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