

São Paulo, 4 de setembro de 2019

À PROCURA DE ÁGUAS MAIS CALMAS

Os mercados se tornaram mais nervosos com os intermináveis conflitos comerciais entre EUA e China, a fraqueza da economia da zona do euro, especialmente da Alemanha, sua principal economia, um eventual Brexit desordenado e outras tensões geopolíticas, que incluem os protestos em Hong Kong, a crise econômica na Argentina e a revogação da Índia sobre o status especial da Caxemira. A forte queda das taxas dos títulos soberanos das principais economias e a inversão da curva dos Treasurys, historicamente considerada um bom indicador de recessão, fortaleceram o sentimento de que uma correção está por vir. As preocupações do mercado de *bonds*, evidentes na crescente aceitação de taxas de juros negativas – um território nunca antes navegado, devem concentrar as preocupações das principais autoridades monetárias: Serão capazes de impedir uma recessão global?

A vitória do peronista Alberto Fernández na eleição primária na Argentina causou um grande susto e afetou os ativos de risco no Brasil e em outros mercados emergentes, mas o contágio acabou perdendo força nos dias seguintes. Como um dos principais importadores de produtos manufaturados brasileiros, o eventual novo governo populista e os efeitos sobre a economia brasileira deverão ser motivos de discussões nos próximos meses.

Após aprovada na Câmara, com impacto fiscal esperado (~R\$900 bilhões em 10 anos), a Reforma da Previdência vai para o Senado com expectativa de aprovação até fim de setembro. Começam a surgir discussões sobre a Reforma Tributária, cuja tramitação deve ser mais complexa. Enquanto a proposta de imposto único da equipe econômica segue praticamente sem apoio, a do Congresso conta com o inédito suporte de todos os 27 governadores.

Ao longo de 2019, as taxas dos títulos soberanos das principais economias renovaram novas mínimas como consequência de prolongada guerra comercial entre EUA e China, crescimento global pífio, e inflação persistentemente baixa. Na maior parte do ano, a ideia que prevaleceu no mercado era de que o ambiente de taxas de juros cadentes daria mais sustentação aos ativos de riscos. Mas, mais recentemente, esse pensamento mudou. Investidores passaram a considerar que as chances de desaceleração global não



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

são tão pequenas como imaginavam. Embora muitos (ainda) acreditem que uma recessão mundial é um risco de cauda, mais e maior afrouxamento da política monetária pelos bancos centrais ao redor do mundo tornou evidente que alguns estão bastante preocupados. Transformar notícias econômicas ruins em notícias boas para os ativos de risco não tem funcionado mais como antes.

Enquanto o ambiente de juros ultrabaixos e/ou negativos não tem sido suficiente para reativar a economia global, suas consequências podem ser relevantes, pois afetam os poupadores e o sistema financeiro que depende do *spread* positivo entre os juros mais longos e os mais curtos para serem rentáveis.

As últimas decisões do BCB e do Fed também tiveram papel importante sobre o mundo de dívidas de taxas negativas, pois para manterem seus portfólios equilibrados em relação a seus respectivos *benchmarks*, gestores de renda fixa acabam por comprar mais *bonds* soberanos quando os *yields* caem. Isso aumenta a onda de títulos com taxas negativas e coloca pressão baixista sobre aqueles com taxas positivas, e.g. Austrália, Canadá e, especialmente, EUA.

Adicionalmente, para proteger seus investimentos contra o risco de uma economia fraca, que afeta os lucros e a geração de caixa das empresas – ações e créditos corporativos – investidores compram mais títulos do governo, o que também contribui para deprimir as taxas.

A mais recente queda nos *yields* começou com a última escalada das tarifas americanas (10% sobre \$300 bilhões de bens chineses restantes que não estavam penalizados) e a resposta da China ao deixar sua moeda desvalorizar em relação ao dólar, o que fez com que a administração Trump taxasse a China de manipulador cambial. Ao deixar o renminbi desvalorizar, a China abriu uma nova frente na guerra comercial, pois uma moeda mais barata ajuda a compensar os efeitos das tarifas. Com isso, não é surpresa que os *carry trades* se tornaram dolorosos e as moedas das nações emergentes, inclusive Brasil, África do Sul e México se desvalorizaram.

Um rali prolongado do dólar tem pressionado os lucros das empresas americanas, os preços das commodities e os ativos dos mercados emergentes. A moeda americana tem subido neste ano apesar dos conflitos comerciais com a China e da decisão do Fed em cortar a taxa de juros no mês passado. Um dos fatores determinantes para que o dólar permaneça forte é a resiliência da economia americana. Não há nada de excepcional com a atividade dos EUA, mas parece muito boa comparada a outras no mundo. A força da moeda americana tem consequências tanto dentro quanto fora dos EUA: é ruim para os exportadores americanos e tem levado investidores a se tornarem mais cautelosos



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

com mercados emergentes, pois torna mais desafiador servir a dívida denominada em dólar.

Nas últimas semanas, analistas cortaram as estimativas de lucro do 3T19, o que torna o quadro para os investidores mais negro. Segundo a FactSet, no melhor cenário, os lucros das empresas que compõe o S&P 500 devem crescer 1,5%, muito inferior ao crescimento de 6% projetado pelos analistas no início do ano. Pior, alguns analistas estimam que os resultados podem até cair em 2019, pois não há sinais de recuperação econômica no 2S19, o custo de mão de obra tem sido crescente e os efeitos do dólar forte sobre as exportações é negativo. Sem expansão dos lucros, as bolsas americanas podem se tornar mais vulneráveis à períodos de forte volatilidade provocada por atividade mais fraca e, sobretudo, pelas disputas comerciais entre EUA e China.

Eleitores argentinos mostraram suas dúvidas sobre as reformas do atual presidente. Mauricio Macri, surpreendentemente, ficou em segundo na eleição primária, bem atrás de seu adversário, o peronista Alberto Fernández. O peso argentino despencou e afetou ativos de risco no Brasil e nos demais mercados emergentes, mas investidores logo identificaram as diferenças e o contágio perdeu força nos dias seguintes. Discussões sobre um novo governo populista e os efeitos sobre a economia brasileira deverão ser assunto nos próximos meses, pois a Argentina é um dos maiores importadores de manufaturados brasileiros.

No Brasil, o PEC da Previdência foi aprovado na Câmara com impacto fiscal esperado (cerca de R\$900 bilhões em 10 anos) e foi encaminhado para o Senado, onde espera que seja votado até o final deste mês. Debates sobre a Reforma Tributária já começaram, mas o caminho para sua aprovação deve ser mais complexo que a da Previdência, mas a proposta do Congresso conta com o apoio inédito de todos os 27 governadores.

O governo chegou a anunciar uma lista de privatização com nove empresas, cuja estrela é a Eletrobras. Espera-se que o PL para sua privatização, que já tem o aval do Presidente da Câmara Rodrigo Maia, seja encaminhado ao Congresso até o final deste ano. A lista de empresas privatizáveis inclui os Correios, a Companhia Docas de São Paulo (Codesp) e a Companhia de Docas de Espírito Santo (Codesa).



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

O PIB do 2T19 foi de 0,4% e foi uma surpresa positiva em relação à expectativa de 0,2% e sugere que a trajetória da atividade será de recuperação lenta. Embora a diferença entre o real e o esperado seja desprezível, o dado foi comemorado, pois (i) houve recuperação do investimento pelo lado da demanda e da construção civil pelo lado da oferta, e (ii) evitou a recessão técnica, que seria mais um fator negativo à popularidade do governo e que também poderia criar pressões sobre a equipe econômica para seguir com as reformas.



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