

São Paulo, 6 de janeiro de 2020

## **QUE 2020 NOS SEJA LEVE, APESAR DAS INCERTEZAS**

Instabilidades políticas e incertezas sobre a atividade econômica, tanto lá fora quanto no Brasil, dominaram as preocupações dos investidores na maior parte de 2019, e levou muitos a adotarem estratégias cautelosas nas alocações de ativos. Essa decisão se provou cara, pois renda fixa, bolsas e investimentos alternativos subiram praticamente no mundo todo.

Muito da retórica dos políticos se provaram mais ameaças que ações. Adicionalmente, os preços de muitas classes de ativos começaram o ano baixos após a forte correção dos mercados no final de 2018. Entretanto, foi a política monetária ao redor do mundo, com mais de 15 bancos centrais cortando juros, o fator mais importante que determinou o bom retorno dos ativos.

Quais são as questões para 2020? Algumas são as mesmas de 2019:

- As tensões políticas e comerciais continuarão a atrapalhar o cenário global?
- Onde as nações desenvolvidas estão no ciclo econômico e no ciclo monetário?
- No Brasil, haverá mais reformas? O programa de privatização e concessões irá andar? A atividade poderá surpreender para cima?
- O capital externo virá e a bolsa brasileira continuará a se descolar?

## **POLÍTICA E COMÉRCIO**

Logo no início do ano, Trump anunciou que assinará o recém negociado “*phase-one*” do acordo comercial com a China no próximo dia 15, o que formalizará a trégua nas disputas comerciais entre os dois países. O governo americano concordou em cancelar tarifas sobre produtos chineses que entrariam em vigor em 15 de dezembro e cortar pela metade as tarifas que haviam entrado em vigor em 1º/09/19.

Em contrapartida, a China se comprometeria (sim, verbo no modo condicional, pois as autoridades chinesas ainda não confirmaram) em aumentar as compras de produtos agrícolas dos EUA para o mínimo de \$40 bilhões (o dobro do pico atingido antes do início da guerra comercial) e a importação de produtos e serviços americanos para \$200



rua hungria 664  
tel +5511 3010.3234 cep 01455-904  
são paulo sp brasil  
[www.garininvestimentos.com.br](http://www.garininvestimentos.com.br)

bilhões nos próximos dois anos (um salto de crescimento que não chega próximo ao alcançado desde que o país entrou na Organização Mundial do Comércio), e liberalizar de alguma forma sua economia.

O “*phase-one*” pode ser considerado um obstáculo muito baixo para o sucesso do acordo; não há nada que não tenha sido discutido nos últimos dois anos. O acordo ainda continua importante exatamente pelo que não inclui: as promessas chinesas de respeitar os direitos de propriedade intelectual, os subsídios do governo da China às suas indústrias, em especial as entidades estatais. Isso torna evidente a imprevisibilidade do processo de negociação que tem mexido com os negócios e mercados globais. Qualquer descumprimento dos compromissos chineses pode rapidamente se tornar em gatilho para que os EUA, segundo Robert Lighthizer, Representante do Comércio, tomar uma “reação adequada”.

A evolução das disputas comerciais, financeiras e tecnológicas com a China deve definir as estratégias políticas dos candidatos para as eleições presidenciais nos EUA. Pode-se esperar alguma tensão nos mercados se o candidato do Partido Democrata for um político mais inclinado à esquerda. Entretanto, a não ser que os republicanos percam a maioria no Senado, os nervos dos investidores deverão se manter contidos. A batalha decisiva novamente deverá acontecer nos pequenos estados que deram a vitória ao Trump nas eleições passadas.

Na quinta-feira p.p. Trump ordenou um ataque aéreo no Irã, que matou o líder militar e político daquele país. As ameaças entre Washington e Teerã continuaram nos últimos dias e têm aumentado as tensões geopolíticas no Oriente Médio. Analistas acreditam que a probabilidade de que o confronto se torne uma guerra é pequena e que seria necessária uma ruptura significativa na oferta para que o preço do petróleo ultrapasse significativamente o nível atual de \$70 (Brent). Entretanto, a decisão deixou a situação na região mais volátil e perigosa.

No Reino Unido, conquista do Partido Conservador (364 de 650 assentos) na Câmara dos Comuns nas recentes eleições gerais foi uma surpresa positiva. A vitória dos apoiadores do Brexit não elimina todas as incertezas, mas consolida a via para que o parlamento britânico inicie a separação da União Europeia de forma ordenada. Além disso, as eleições retiraram de cena o “risco Corbyn”, que era uma preocupação dos investidores.

Na zona do euro, as incertezas políticas persistem. Na Alemanha, há riscos de colapso da grande coalizão em torno de Angela Merkel, e na Itália, após ter tentado antecipar

as eleições em agosto passado e se vir fora do governo, Salvio Matteo, eurocético e líder da Liga Norte, partido político de extrema-direita, está novamente em alta nas pesquisas.

Na América Latina, 2019 foi marcado por crises políticas. Crescimento anêmico, desigualdades sociais e a percepção que os governantes não estão preocupados em atender as demandas da maioria da população atingiram nações amigáveis aos mercados. Em outubro, investidores foram particularmente surpreendidos com os protestos no Chile. Se antes, crises em países como a Turquia e a Argentina ficavam contidos, as manifestações no Chile se espalharam para outros países, inclusive a Colômbia, outra economia considerada como saudável, e foram responsáveis pela desvalorização das moedas da região, inclusive do Real.

Na Argentina, importante parceira comercial, a lua de mel entre os investidores e o novo presidente peronista tem mantido a Peso argentino estável, mas pode ser breve. O governo populista de Alberto Fernández traz incertezas nos próximos anos e potencial contágio do Real.

No Brasil, as incertezas políticas não resultaram em demonstrações nas ruas; ficaram contidas aos debates inflamados nas mídias sociais. As trapalhadas de Bolsonaro & filhos têm dado muita lenha para a fogueira. A grande realização do primeiro ano do governo Bolsonaro, com atuação fundamental do Presidente da Câmara Rodrigo Maia, foi a aprovação da Reforma da Previdência. As demais reformas - Tributária e Administrativa e das PECs (Emergencial e Pacto Federativo) - ficaram para este ano e devem ser fatiadas para facilitar a aprovação. Entretanto, devido à amplitude e complexidade dos temas, o ambiente de incertezas políticas e ano de eleições municipais, a aprovação das mesmas em 2020 não deve ser considerada como cenário base.

## ECONOMIA

Nos EUA, o cenário base para sua economia permanece positivo - crescimento lento, mas estável, com mercado de trabalho mais robusto e algum carrego favorável do afrouxamento monetário de 2019.

A economia da zona do euro mostra sinais de alguma recuperação, mas analistas estimam que em função da instabilidade política, continuidade das tensões comerciais e a ruptura da indústria automobilística, a região desacelerará pelo terceiro ano consecutivo em 2020 e continuará a flertar com a estagnação. A taxa de crescimento da



região é determinada pela baixa produtividade e demografia desfavorável. Desta forma, ciclos de retração podem facilmente se tornar em estagnação e a política monetária não pode fazer muito mais. Mas, a despeito da fraqueza da economia, analistas não esperam que o BCE afrouxe mais ainda a política monetária e que os países com melhores condições financeiras, e.g. Alemanha e Holanda, não devem ceder às pressões de estímulo fiscal.

Na China, a produção industrial e as vendas no varejo vieram fortes no final do ano passado, mas setores importantes da economia, especialmente as indústrias automobilística e de eletrônicos, já vinham em recuperação importante ao longo de 2019. Adicionalmente, em outras partes da economia chinesa, a situação parece bem menos rósea. Em paralelo ao mercado de imóveis residenciais, o crescimento dos lucros do setor imobiliário está desacelerando rapidamente. Isso, por sua vez, tem colocado pressão sobre as empresas estatais, que se concentram em setores dependentes da construção, e.g. siderurgia. São justamente nesses setores onde o peso da dívida é mais pesado.

As autoridades chinesas começaram o ano com afrouxamento monetário, ao reduzir a taxa dos depósitos compulsórios em 50 pontos base, o que libera \$115 bilhões no sistema financeiro. O banco central chinês manda uma clara mensagem de que a orientação da política monetária não será de aperto neste ano.

No Brasil, o ritmo da atividade no ano passado foi bastante similar ao de 2018. A recuperação foi muito menor e mais lenta do que se imaginava. A notícia positiva foi que a recessão técnica não aconteceu; a negativa é que a lentidão fez com que a equipe econômica fizesse uso de alguns incentivos para acelerar o crescimento no curto prazo, e.g. as desonerações do Plano Verde Amarelo e o uso da Caixa para tentar forçar a queda dos juros.

A análise do PIB do 3T19 revela que o setor que mais cresceu foi o agropecuário, graças ao aumento da demanda externa, principalmente da China, mas o peso da agropecuária no PIB total é de apenas 5%. O setor de serviços foi o segundo que mais cresceu (1,0% no período), porém como é bastante heterogêneo, sua análise merece cuidados.

A indústria foi o setor que teve o pior desempenho. A desaceleração da indústria de transformação, em particular, é alarmante, pois é a que está mais relacionada à dinâmica interna da economia. A não recuperação da indústria de transformação pode se tornar um alerta sobre a solidez da retomada da atividade. O que mais cresceu na indústria, foi o setor de construção civil, que revela recuperações e desacelerações da



atividade e tem impacto sobre o emprego, mas tem a taxa de juros como fator determinante para sua performance. Desta forma, a questão é: o quanto desse desempenho está relacionado à queda dos juros e a ação dos bancos públicos?

A ociosidade na indústria ainda é bastante elevada. A demanda, ainda fraca, não justifica expansão da produção nem investimentos, e a incerteza da trajetória fiscal de longo prazo, que depende da aprovação de outras reformas, não restaurou completamente a confiança dos empresários. Adicionalmente, a retomada do emprego formal deve continuar lenta, o que deve impedir recuperação mais robusta do consumo e mantém baixo o crescimento da atividade. Finalmente, o crescimento do crédito em 2020 não receberá o mesmo incentivo do ano passado, pois o ciclo da queda da Selic chegou ao fim. Enquanto a maioria dos analistas estima crescimento superior a 2,0% para 2020, esses fatores e questões não fazem com que essas expectativas sejam uma aposta certa.

Em 2019 a inflação deve ter ficado dentro do intervalo da meta e abaixo do centro da meta, mas a meta é alta. A inflação de novembro pode se repetir em dezembro e acender a luz amarela no BC. O câmbio deve ser o fator determinante para a inflação e os juros em 2020.

A redução da taxa de juros pelo BC reduziu o diferencial de juros, i.e. diminuiu o prêmio de comprar títulos no Brasil. Isso fez com que houvesse saída de fluxo externo do país; menos dólares, mais câmbio desvalorizado - o que Paulo Guedes falou de um novo regime de juros baixos e câmbio alto.

O ajuste fiscal de longo prazo ganhou um grande reforço com a aprovação da Reforma da Previdência. O Plano Mais Brasil traz outros reforços para a política fiscal, via controle da folha de pagamento da União e dos estados. As medidas são antipáticas, mas necessárias.

No início de 2019, o governo prometeu uma agenda agressiva de concessões e privatizações que traria R\$1 trilhão, mas não andou. De qualquer forma, o mercado se deu por satisfeito com as vendas de participações em empresas do BNDES e continua em lua de mel com Salim Mattar. A conferir o que virá.

#### PARA PENSAR

O ritmo acelerado que os principais bancos centrais afrouxaram a política monetária desde a crise financeira de 2008 foi o fator que mais moveu os mercados para cima em 2019. As autoridades monetárias amassaram as taxas dos títulos soberanos e foram



bem-sucedidas em estender o ciclo econômico. Isso deu suporte aos *valuations* crescentes das bolsas.

Entretanto, em ambiente onde (i) as incertezas políticas e econômicas criam um desafio para um ambiente de crescimento global sincronizado, (ii) a inflação e taxas de juros são persistentemente baixas, e (iii) os múltiplos estão esticados, investidores precisam ser realistas: o retorno de longo prazo dos investimentos tende a ser baixo, a não ser que os preços dos ativos sejam reprecificados via (i) nova rodada de afrouxamento monetário ou (ii) redução do prêmio de risco.

O papel desempenhado pelos grandes bancos centrais não pode ser superestimado. Eles já fizeram praticamente tudo o que podiam fazer. Desta forma, o retorno esperado dos ativos aumentará somente se houver uma queda na percepção de risco. Entretanto, o prêmio de risco de muitas classes de ativos já parece (bastante) baixo.

Adicionalmente, um fator interessante é a divergência entre as principais classes de ativos. Os mercados de commodities parecem não concordar com as bolsas, que estão confiantes na retomada cíclica nos próximos meses e continuam a bater recordes ao redor do mundo. O mercado de commodities segue sofrendo com atividade fraca e, apesar da redução da taxa de juros pelo Fed, o dólar ainda segue forte justamente em função das incertezas que levam o fluxo para ativos seguros. As nações desenvolvidas determinam a demanda por commodities e, portanto, seus preços, que por sua vez define o desempenho dos emergentes, exportadoras dessas mercadorias.

Contraditório foi também o comportamento das bolsas e os mercados de títulos soberanos em novembro passado. As ações subiram após relatos de que a *“phase-one”* do acordo poderia ser assinada até meados de dezembro, mas por que os *bonds* também subiram? Em um ambiente de apetite de risco crescente, se esperaria que o fluxo de fundos iria de títulos soberanos para ações, mas não para ambos os mercados simultaneamente. Supõe-se que dívida soberana seja um porto seguro para o qual investidores correm em tempos de incertezas e não quando estão confiantes sobre o futuro. Então qual dos dois mercados está certo? O histórico dos investidores de *bonds* é melhor.

Divergências entre as classes de ativos são frequentes, especialmente se a bolsa é uma delas, pois analistas e investidores de ações geralmente têm uma visão (muito) mais otimista sobre o futuro. Mas, em linha com o desempenho das commodities, a recente queda das taxas dos títulos soberanos das nações desenvolvidas também sugere que tendências seculares de crescimento fraco e baixa inflação vieram para ficar.



Adicionalmente, estímulos fiscais enfrentam barreiras nesses países, o que limita as chances de uma recuperação da atividade mais robusta.

Investidores precisam escolher em quais sinais de mercados devem acreditar, pois bolsas em alta podem refletir tanto expectativas de retomada econômica, quanto o aumento de *valuation* graças ao ambiente de juros baixos e estímulos de bancos centrais. A verdade fundamental sobre como os mercados de investimento funcionam não mudou. A decisão de investimento depende de fluxo de caixa futuro, taxa de juros e prêmio de risco. Não devemos perder a disciplina especialmente em períodos de incertezas.



rua hungria 664  
tel +5511 3010.3234 cep 01455-904  
são paulo sp brasil  
[www.garininvestimentos.com.br](http://www.garininvestimentos.com.br)