

Com a chegada do final do ano, é hora de montar o nosso cenário para 2019. Entretanto, como viemos frisando nos últimos textos, um dos maiores desafios para a economia brasileira no próximo ano vem de fora. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para discutir o que podemos esperar do cenário externo, pano de fundo para a composição das nossas projeções internas.

O mantra dos economistas nesse final de ano é que o cenário externo em 2019 será mais desafiador para a economia brasileira. O próprio BCB faz coro a essa ideia ao afirmar, no Comunicado da reunião dessa semana do COPOM, que: *“O cenário externo permanece desafiador para economias emergentes. Os principais riscos estão associados ao aumento da aversão ao risco nos mercados internacionais, à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas e a incertezas referentes ao comércio global”*. Como também identificamos esses fatores como os maiores riscos para a economia brasileira no ano que vem, vamos usar esses pontos como base para a nossa análise.

A aversão ao risco é sempre o principal fator de pressão sobre os países emergentes, uma vez que, tudo mais constante, esse movimento torna os investidores mais conservadores com os seus portfólios, direcionando o seu capital para as economias centrais, como os EUA, em detrimento dos países periféricos, como o Brasil. Em 2018 já tivemos um aumento da aversão ao risco com relação ao ano anterior, como podemos notar com a elevação de um dos principais índices que mede esse tipo de movimento, o VIX, que passou de 11,05 pontos, em média, em 2017, para 16,60 pontos, em média, em 2018, uma alta de 50,25%. Não por coincidência, foi um ano de forte pressão sobre o risco e as moedas dos países emergentes. Pegando o índice que mede o comportamento das últimas, podemos ver que ao longo desse ano este perdeu 10,2% do seu valor, enquanto que o risco Brasil, medido pelo CDS de 5 anos, subiu 30%. Ou seja, se efetivamente tivermos um aumento da aversão ao risco em 2019, como teme o BCB, o espaço de manobra do novo Governo será menor e, conseqüentemente, a solução dos problemas fiscais mais urgentes. Mas, quais poderiam ser as causas desse

aumento da tensão nos mercados internacionais? Os dois maiores já foram identificados pelo BCB, a “*normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas*” e as “*incertezas referentes ao comércio global*”. A esses, poderíamos acrescentar os fatores aleatórios.

Acreditamos que, ao citar “*normalização das taxas*”, o BCB estava pensando, preponderantemente, nos EUA e na possibilidade do FED ter que subir os juros mais do que o esperado, devido a um crescimento mais robusto da economia americana, o que pressionaria a inflação. Entretanto, nas últimas semanas o cenário mudou um pouco e, os perigos vindos da política monetária americana, mudaram de direção. Um dos motivos para isso foi o comportamento da curva de juros dos títulos do Tesouro americano, mais especificamente a diferença (spread) entre os prazos de 2 anos e de 10 anos. Tradicionalmente, a inversão da curva tem sido um bom indicador antecedente de períodos recessivos. Atualmente, esse spread se encontra em 0,13 p.p., contra 0,55 p.p. do início do ano se aproximando, perigosamente do terreno negativo (o spread entre os prazos de 2 e 5 anos já estão negativos). As últimas vezes em que isso aconteceu foram em 1989, 2000 e 2006, que resultaram nas recessões de 1990, 2001 e 2007¹. Ou seja, ao que parece, os mercados têm um bom motivo para deixar “as barbas de molho”.

Bem, se com a perspectiva de crescimento maior da economia americana e, conseqüentemente, uma perspectiva de altas maiores de juros, tivemos uma pressão sobre os mercados emergentes, por assimetria, se a projeção agora é de que os EUA possam entrar em recessão, deveríamos ter uma descompressão sobre estes. Infelizmente não é assim que a banda toca. A lógica é que, se a “coisa” está ruim para a maior economia do mundo, imagina para o resto. Ou seja, se sofremos na ida, vamos sofrer também na volta, de modo que, mesmo

¹ Como determinado pelo National Bureau of Economic Research (NBER);

que as preocupações do BCB com a “normalização das taxas de juros” sejam na direção de uma subida das taxas de juros nos EUA maior do que a esperada, ela vale também no sentido oposto no que se refere à pressão sobre os ativos brasileiros.

Se o FED pode ser “culpado” por esse novo cenário por, talvez, algum erro de cálculo na elevação das taxas de juros básicas da economia, certamente ele não estará sozinho nesse posto. A Guerra Comercial entre os EUA e a China tem o seu papel nesse cenário e, certamente, é o maior risco para o cenário externo em 2019. Poucas coisas tem uma unanimidade tão grande na teoria econômica, quanto o fato de que o protecionismo comercial só gera mais inflação e menos crescimento. Ou seja, se tem algo que não se tem dúvida quanto ao resultado final, é que a atual Guerra Comercial vai gerar uma desaceleração do comércio internacional e, conseqüentemente, sobre o PIB mundial. Entretanto, se o sentido do movimento já está dado, o seu tamanho e quem será mais afetado, pode fazer uma grande diferença, principalmente para países emergentes como o Brasil. No primeiro caso, a questão americana sobressai e nos leva à discussão anterior dos juros nos EUA. Já no último, o foco move-se para a Zona do Euro e para a China, os dois maiores compradores de commodities no mundo e com economias muito dependentes do comércio exterior. Não por coincidência, são os seus dados econômicos que mais tem surpreendido para baixo, uma má notícia adicional para um país exportador de commodities como o Brasil.

Esses riscos para o cenário externo já estão identificados, bastando monitora-los para saber se os impactos serão maiores ou menores do que os esperados. Entretanto, sempre temos a possibilidade do “Sobrenatural de Almeida” aparecer, o que podemos chamar de fatores aleatórios.

Por definição, o que é aleatório é imprevisível, mas, apesar disso, podemos mapear onde estariam os maiores riscos desses fatores aparecerem. O primeiro da lista é, sem dúvida, o Brexit. Apesar de ser um evento que vai impactar de forma mais direta a economia do Reino Unido, no caso de um rompimento sem acordo, podemos ter impactos financeiros e econômicos imprevisíveis. Devemos lembrar que Londres é o principal centro financeiro europeu, onde boa parte das operações financeiras feitas no continente são operacionalizadas. Portanto, apesar de todas as contingências que estão sendo feitas pelas instituições financeiras para que a transição seja suave, um Brexit sem regras definidas aumenta as chances de algo sair de controle. Da mesma forma, por fazer parte da União Europeia até agora, podemos inferir que o principal parceiro comercial do Reino Unido seja a Europa continental e que a última também dependa razoavelmente da primeira. Ou seja, uma ruptura abrupta das transações comerciais entre eles e/ou uma desaceleração muito forte da economia britânica, certamente terá impactos indelévels sobre os europeus, reforçando os efeitos da Guerra Comercial supracitados.

As perspectivas para esse evento, a princípio, não parecem favoráveis. A primeira ministra Theresa May está enfraquecida após a vitória, não muito contundente, na votação da moção de desconfiança dentro do seu partido, tornando mais difícil que o acordo que ela fechou com a União Europeia seja aprovado. Por outro lado, essa disse que não vai mudar uma linha do que foi negociado até agora. O resultado é que May tem até o dia 21 de janeiro para reverter o quadro, sob pena de no dia 29 de março, data limite para o Reino Unido permanecer na União Europeia, tenhamos um Brexit sem acordo, pior cenário possível e sem Theresa May como primeira ministra britânica. Entretanto, para não dizer que não podemos ter uma surpresa positiva, se os britânicos quiserem fazer desse limão uma limonada, vão

aproveitar esse impasse para fazer um novo plebiscito que, provavelmente, acabaria com essa história de Brexit.

Ainda na Europa, mas agora na parte da Zona do Euro, o que não falta é problema. Citando apenas os mais óbvios de serem acompanhados, temos a Itália, 3ª maior economia do Bloco, que não cresce, tem um grave problema fiscal e um governo de coalização que só tem dois pontos em comum nas suas agendas: serem contra a imigração e à Zona do Euro. A questão recente do orçamento italiano deve ser o apenas a primeira de uma série de rugas entre Roma e Bruxelas. Na França, 2ª maior economia do Bloco, apesar do governo não ser eurocético como o italiano, a pressão popular, caracterizada nas manifestações dos “coletes amarelos” nas últimas semanas, pode colocar Paris também em rota de colisão com Bruxelas na questão fiscal. Subindo mais um degrau, a Alemanha, maior economia do Bloco, não tem os problemas da Itália e da França, mas o ciclo de Angela Merkel, um dos principais pilares políticos da Zona do Euro, como líder dos teutônicos, está chegando ao fim após 13 anos. Ela ainda deve ficar no comando do país até 2021, mas a transição já começou a ser feita, com a escolha de Annegret Kramp-Karrenbuer para a presidência do seu partido, o CDU. Dessa forma, apesar de Annegret ser considerada uma discípula de Merkel, uma mudança de ciclo político é sempre mais complicada. Principalmente quando vem em conjunto com o fim do período de um dos pilares econômicos da Zona do Euro, o do presidente do Banco Central Europeu (BCE), Mario Draghi, que terá o seu mandato encerrado em 31 de outubro de 2019. Portanto, se aleatoriedade não nos deixa prever que esses eventos desencadearão problemas futuros, certamente são pontos a serem monitorados ao longo de 2019.

A conclusão sobre o cenário externo é que, com boa vontade, podemos considera-lo neutro para o Brasil. Ou seja, na melhor das hipóteses ele não vai atrapalhar a nossa busca para

resolver os problemas fiscais que impedem a retomada consistente do crescimento. Essa percepção só torna mais urgente a aprovação de uma Reforma da Previdência digna desse nome, sem a qual, como veremos no Opinião da semana que vem, “o Brasil não vai perder a oportunidade de perder outra oportunidade”, como diria o avô do nosso futuro presidente do BCB.

Projeção		
	2018	2019
IPCA (%)	3,7	4,1
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,8	4,0
Selic (eop %)	6,5	7,5
PIB (%)	1,3	2,5

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.