

Na introdução do Opinião da semana, citamos que a Guerra Comercial entre China e EUA havia voltado a atemorizar o mercado. Entretanto, ao longo dos últimos dias a situação piorou com a tal “Guerra” sendo estendida ao México, mostrando que Donald Trump não parece disposta a recuar. O resultado foi que o “temor”, já passou a ser “preocupação” e, para que vire “pânico”, não parece faltar muito. Por conta desse recrudescimento do cenário externo, vamos usar o Opinião de hoje para debater como essa mudança de humor lá fora pode evoluir e como isso afetaria os ativos e a economia brasileira.

Se fossemos fazer essa análise há uma semana atrás, certamente erraríamos boa parte dos movimentos que ocorreram ao longo dos últimos dias. Na nossa cabeça ainda estava fresco o que havia acontecido no final do ano passado, quando as preocupações com a questão da Guerra Comercial também se intensificaram. Assim como agora, em dezembro a questão era de que uma escalada nessa briga entre os EUA e a China iria prejudicar o desempenho econômico de ambos os países e, conseqüentemente, o crescimento da economia mundial e o principal “drive” desse movimento era a inversão da curva dos títulos da dívida americana. No Opinião 604, de 14 de dezembro de 2018, chamamos a atenção para o porquê desse tipo de movimento no mercado de crédito soberano americano, causar calafrios aos mercados, especialmente às bolsas: *“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”*. Naquele momento, o FED indicava que os juros americanos deveriam fechar 2019 entre 3,00% e 3,25%, sinalizando 0,75 p.p. de alta com relação ao intervalo que

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

vigorava na época. Enquanto isso, o mercado precificava que os Fed Funds ficariam estáveis entre 2,25% e 2,50% durante todo o ano. O reflexo desse medo dos mercados com relação à economia americana foi a queda de 16% do S&P entre o início de dezembro e a véspera de Natal. Por aqui, a bolsa caiu mais de 5,0% e o Real perdeu mais de 2,0% do seu valor. Bem, após o presidente americano Donald Trump suspender as negociações com a China no dia 5 de maio, o mesmo spread entre os títulos de 2 anos e 10 anos do Tesouro americano, saíram de níveis próximos a 0,20 p.p. e voltaram para os 0,13 p.p., visto em dezembro do ano passado. Da mesma forma, o S&P passou boa parte de maio se comportando parcialmente como em dezembro, com queda de 7% ao longo do mês. Até os títulos de 10 anos do Tesouro americano, tiveram reduções nas suas taxas de forma semelhante com o que observamos lá atrás, passando de 3,00% para 2,55% em dezembro e de 2,54% para 2,07% no mês passado. Tudo isso em conjunto nos indicaria um aumento da aversão ao risco, o que deveria levar a uma perda de valor de ativos mais arriscados como o caso da moeda brasileira. Entretanto, ao contrário da intuição, o Real, após chegar à níveis de R\$/USD 4,10 ao longo do mês, fechou valendo R\$/USD 3,88. Mas o que aconteceu agora de diferente de dezembro de 2018? O chamado “FED Put”.

A “FED Put” nada mais é do que a expectativa de que o BC americano vá afrouxar a política monetária sempre que o mercado entra em pânico. Na prática, isso significa que, toda a vez que as bolsas americanas apresentam um desempenho muito ruim, aumentam as expectativas de que o FED adote uma postura mais dovish e, como resultado, os mercados acabam se recuperando. Isso aconteceu em dezembro. Como mostramos acima, enquanto o BC americano indicava que iria subir os juros em 0,75 p.p., o mercado precificava estabilidade. Entretanto, parece que, agora o movimento é mais agressivo. Enquanto o FED sinaliza manutenção das taxas no intervalo entre 2,25% e 2,50% em 2019 e uma alta de 0,25

p.p. em 2020, os mercados já estão precificando 0,75 p.p. de queda nesse ano e mais uma de 0,25 p.p. no ano que vem. Ou seja, em menos de 6 meses as projeções para o final de 2019 passaram de um intervalo entre 2,25% e 2,50% outro entre 1,50% e 1,75%. A “FED Put” já está precificada, mas o que o BC americano vai realmente fazer?

Parafraseando um dito popular, o FED está em “*uma sinuca de bico*”. Olhando para os dados correntes, ainda não se vê nenhuma indicação de que a economia americana estaria entrando em recessão, apesar do dado decepcionante de hoje de criação de vagas no mercado de trabalho. Parece mais que os EUA estão em uma desaceleração cíclica, o que significa que, após crescer acima do potencial durante algum tempo, é natural que o crescimento tenha algum tipo de arrefecimento. Segundo as projeções do FED, o PIB potencial americano é de 1,9%, ou seja, o nível de crescimento do 1º trimestre de 2019 de 3,1%, claramente está acima do “normal”. Caso não tivéssemos a perspectiva de um choque de demanda oriundo da Guerra Comercial, talvez o FED nem estivesse sob pressão para cair os juros. Entretanto, não há como desconsiderar o potencial disruptivo desse evento, fazendo com que a expectativa de uma nova rodada de corte pudesse ser considerada razoável. O problema é o tamanho da redução dos juros que o mercado está esperando. A chance do FED não “entregar” o que está precificado nas projeções é grande de não apenas pelo montante, mas também porque outro problema que tem afligido o BC americano... a alavancagem do mercado de crédito corporativo. Em todos os seus relatórios técnicos ele tem alertando para o fato de que essa alavancagem está em níveis superiores aos verificados antes da crise 2007 e, uma redução agressiva dos juros, só iria piorar essa situação. Portanto, o que ele deve fazer? Corroborar a redução esperada pelo mercado aumentando as chances de criação de uma nova bolha no mercado de crédito? Ou não dar o que os ativos precificam e ver uma correção expressiva dos preços?

A princípio, essa resposta começará a ser dada na reunião de 19 de junho. Os mercados estão flertando com um corte já nessa reunião (30% de probabilidade), mas acreditamos que o FOMC vai aproveitar a oportunidade para indicar o que pretende fazer e não para fazer, propriamente dito. Infelizmente, ele pode acabar no que se chama de “mata burro”, ou seja, como o mercado parece ter exagerado na necessidade de queda dos juros, o FED provavelmente vai indicar um movimento menor do que o precificado, gerando uma correção dos preços, mesmo fazendo o que o mercado “quer”. Mas, se lembrarmos da frase do antigo presidente do FED, Arthur Burns, *“o papel do BC é tirar a tigela do ponche de cena quando a festa começa a ficar animada”*. Se isso for verdade, o FOMC colocará ordem no mercado, mas, como no caso da festa, muita gente vai reclamar.

E o nosso BC no meio dessa confusão toda? Certamente que uma nova rodada mundial de redução dos juros aumenta a pressão para que o BCB faça o mesmo por aqui. Faria até sentido, ainda mais depois dos últimos resultados de crescimento e inflação. O problema é que, por aqui, temos um evento que pode ser o divisor de águas para economia brasileira, a Reforma da Previdência. Como já salientamos no Opinião da semana passada, esta, apesar de não ser a “bala de prata”, determinará qual o potencial de crescimento, qual a taxa de juros neutra de equilíbrio e todas as variáveis estruturais que interessam para a condução da política monetária. Grosso modo, podemos dizer que a Reforma da Previdência vai determinar se o Brasil poderá ter uma economia “normal” ou não e, conseqüentemente, se os nossos juros poderão ser “normais” ou não. Na conjuntura atual, existe espaço para queda, mas, segundo o próprio BCB, ele precisa de *“paciência e perseverança”* para não dar “um passo maior do que as pernas”.

| Projeção | | |
|------------------------------|-------------|-------------|
| | 2019 | 2020 |
| IPCA (%) | 4,0 | 4,3 |
| Câmbio (eop R\$/US\$) | 3,7 | 4,0 |
| Selic (eop %) | 6,5 | 7,5 |
| PIB (%) | 1,0 | 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.