

BCs devem ajudar, mas dificilmente resolverão

Sumário Executivo

- Após as indicações dadas há pelo menos dois meses pelo *Federal Reserve (Fed)* e pelo Banco Central Europeu (BCE) no sentido de que começariam em breve um movimento de afrouxamento monetário, um amplo conjunto de autoridades monetárias mundo afora – nosso Copom incluído – seguiu tal direção, dando início a um dos mais relevantes movimentos do gênero desde a crise financeira global do final da década passada.
- Razões para tanto não faltam. O processo de desaceleração da economia global iniciado nos primeiros meses de 2018, liderado pelo setor industrial, mas não restrito a ele, tem ganhado força mais recentemente, frustrando as expectativas de grande parte de analistas e autoridades, de que esse processo pudesse ser revertido nos primeiros meses de 2019.
- A situação é mais crítica tanto na Europa como numa ampla gama de países asiáticos, onde a indústria tem um peso relativo maior em suas economias, assim como são mercados mais expostos ao comércio exterior, e por isso mesmo, mais afetados pelas tensões comerciais entre EUA e China.
- Já os EUA, apesar de serem uma economia relativamente mais fechada do ponto de vista do comércio exterior que aquelas da Ásia e Europa e de ainda mostrarem dados que sugerem um certo vigor (especialmente no que tange ao consumo doméstico), dificilmente conseguirão ficar imunes à desaceleração do restante do planeta, sobretudo porque os efeitos expansionistas das medidas fiscais adotadas nos dois anos anteriores vão, naturalmente, se esgotando.
- Daí porque o *Fed* reduziu a taxa básica de juros ao final de julho, numa tentativa de mitigar esses impactos vindos do exterior sobre a economia local. Contudo, seu compromisso com outros cortes à frente soou menos forte do que esperavam os mercados globais. Ainda assim, é muito provável que o BCE e o Banco do Japão, entre outros, também adotem medidas estimulativas em suas próximas reuniões de política monetária.
- Embora significativo e necessário, é temerário apostar que a partir desse movimento simultâneo de várias autoridades monetárias o ritmo de expansão da economia global volte a se acelerar de forma relevante e rápida. A razão para tal cautela é que muito da perda de vigor do crescimento global registrada no último ano e meio deriva das enormes incertezas geradas pela disputa comercial e tecnológica entre EUA e China, que parece longe de ser resolvida.
- Uma nova escalada de medidas de ambas as partes reforça a validade dessa hipótese. De um lado, os EUA anunciaram a imposição de sobretaxas de 10% sobre os US\$ 300 bilhões de importações provenientes da China que até então passavam incólumes. Como resposta, a China permitiu uma desvalorização mais acentuada de sua moeda.
- Assim, juros menores em escala global podem até dar margem a uma nova rodada de valorização dos preços dos principais ativos financeiros no futuro próximo, mas seus efeitos sobre a economia real devem ser bem mais modestos.
- Guardadas as devidas proporções, o mesmo deve valer para o caso brasileiro. Embora (i) a manutenção de um elevado grau de ociosidade dos principais fatores de produção, (ii) o avanço da agenda de reformas estruturais (em particular da Reforma da Previdência e (iii) o movimento global de queda dos juros abram espaço para o Copom levar a taxa Selic até o nível de 5,5% (ou ligeiramente abaixo desse patamar) em curto espaço de tempo, eventuais apostas em uma rápida reação da atividade local a essa nova rodada de estímulo monetário devem ser moderadas.
- Primeiro, porque a própria fraqueza global limita o potencial de expansão doméstica, sobretudo no tocante à atividade industrial. Vale sempre lembrar que a crise argentina acentua esse impacto negativo da indústria global, à medida em que o país vizinho tem peso relevante nas nossas exportações de manufaturados.
- Segundo, porque diante da enorme ociosidade e da crise fiscal nas três esferas de governo, a retomada do investimento seguirá bastante lenta. Privatizações e concessões de serviços públicos devem ajudar a estimular a elevação da taxa de investimento como proporção do PIB, mas dificilmente contribuirão de forma significativa no curto prazo.

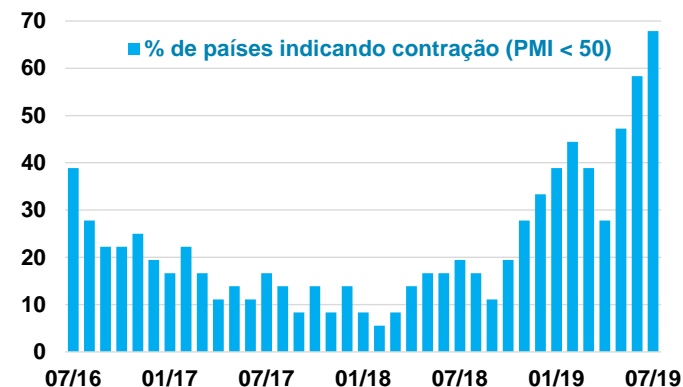
- Resta então a expectativa de melhora do consumo. Aqui, também, entretanto, há empecilhos a uma expansão acelerada, devido ao ritmo modesto de crescimento da renda real. Por outro lado, a gradual melhora da confiança do consumidor e juros menores devem incentivar uma busca maior por crédito, o que juntamente com a liberação de recursos do FGTS ao longo dos próximos meses podem finalmente quebrar essa estagnação da demanda doméstica por bens e serviços.
- Em resumo, a disseminada flexibilização monetária por parte de diversos bancos centrais ao redor do mundo pode promover alguma melhora na economia global no médio prazo, o que juntamente com fatores locais, finalmente deve permitir que em 2020 se rompa o teto de 1% de crescimento anual do PIB local a que estamos presos já há vários anos. Entretanto, essa melhora esperada, aqui e no exterior, deve ser modesta e gradual, ao menos enquanto a enorme nuvem de incerteza gerada pelas tensões envolvendo as duas maiores potências globais pairar sobre nós.

Cenário Internacional

Até há poucos meses atrás, era considerável o número de analistas e agentes de mercado que apostava na reversão do processo de desaceleração econômica global que se iniciara no começo de 2018. A iminência de um acordo entre EUA e China e a manutenção da robustez do mercado de trabalho e, conseqüentemente do consumo das famílias, eram as principais razões que alimentavam tal otimismo.

Entretanto, a suspensão das negociações entre as duas maiores potências econômicas no início de maio e a contínua perda de ritmo da economia mundial, sobretudo no segmento industrial, levaram a uma reavaliação desse cenário mais benigno, movimento que incluiu os principais bancos centrais do planeta, liderados pelo *Federal Reserve (Fed)* dos EUA.

Gráfico 1: Desaceleração da atividade industrial global

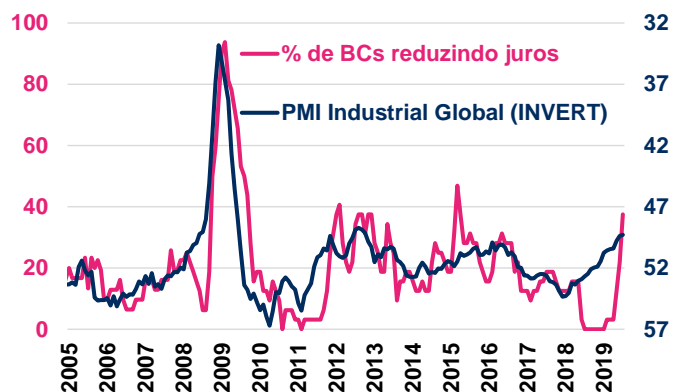


Fonte: Bloomberg. Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Assim, ao longo dos dois últimos meses, as sinalizações dadas por diversas autoridades monetárias mundo afora no sentido de que começariam em breve um movimento de afrouxamento monetário se avolumaram – nosso Copom incluído, até que nas últimas semanas, deu-se início a um dos mais relevantes movimentos do gênero desde a crise financeira global do final da década passada.

Como se pode ver no gráfico a seguir, a partir de uma amostra de 32 bancos centrais de países (que respondem por cerca de 83% do PIB mundial), aproximadamente 40% deles reduziram suas taxas básicas de juros no passado recente e outros mais provavelmente ainda virão num futuro próximo, como por exemplo já indicaram o Banco do Japão e o Banco Central Europeu. Vale dizer que esse nosso indicador considera apenas o instrumento da taxa de juros. Se incluíssemos outras ferramentas utilizadas pelos BCs (redução de depósitos compulsórios, compra de ativos etc.), os valores seriam ainda maiores.

Gráfico 2: Atividade industrial global e postura dos bancos centrais



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Podemos perceber a partir da relação entre o desempenho do setor industrial global e a postura dos bancos centrais apresentada no referido gráfico, que a despeito dos sinais inequívocos (e eloquentes) de enfraquecimento da atividade, até muito recentemente os BCs representados em nossa amostra pareciam atribuir à desaceleração uma circunstância meramente passageira, não demandando, portanto, qualquer reação.

Tudo indica, pois, que eles apostaram – assim como muitos analistas e investidores, num acordo iminente entre EUA e China que, uma vez sancionado, permitiria a retomada do crescimento global. Esse, porém, talvez não seja o único erro cometido por esse conjunto de autoridades monetárias globais.

Parte da desaceleração global se deve exatamente ao aperto monetário empreendido por várias delas entre o final de 2016 e boa parte de 2017, e que se manifestou

sobre a atividade, com as devidas e esperadas defasagens, exatamente a partir do início de 2018. Ao mencionar esse importante fator, não se pretende diminuir o papel das tensões envolvendo EUA e China para a atual situação econômica global. Pelo contrário. A questão é que, sobre esse fator, as ações dos bancos centrais têm ou terão influência limitada.

Uma evidência desse argumento é que a desaceleração é mais acentuada exatamente na Europa e numa ampla gama de países asiáticos, onde a indústria tem um peso relevante em suas estruturas econômicas, assim como são mercados mais expostos ao comércio exterior, e por isso mesmo, relativamente mais afetados pelas tensões comerciais entre EUA e China.

Já os Estados Unidos, apesar de serem uma economia relativamente mais fechada do ponto de vista do comércio exterior que aquelas da Ásia e da Europa e de estarem mostrando dados que ainda sugerem um certo vigor (especialmente no que tange ao consumo doméstico), dificilmente conseguirão ficar imunes à desaceleração do restante do planeta, sobretudo porque os efeitos expansionistas das medidas fiscais adotadas nos dois anos anteriores vão, naturalmente, se esgotando.

Daí porque o *Fed* reduziu a taxa básica de juros ao final de julho. Apesar de ainda mostrar taxas de expansão superiores àquela que se estima como sendo o seu potencial, a ação do BC norte-americano tenta, de forma preventiva, mitigar os impactos da desaceleração global sobre a economia local. É verdade que seu compromisso com outros cortes à frente soou menos forte do que esperavam os mercados globais. O BCE e o Banco do Japão também mostraram uma certa hesitação em suas mais recentes reuniões de política monetária.

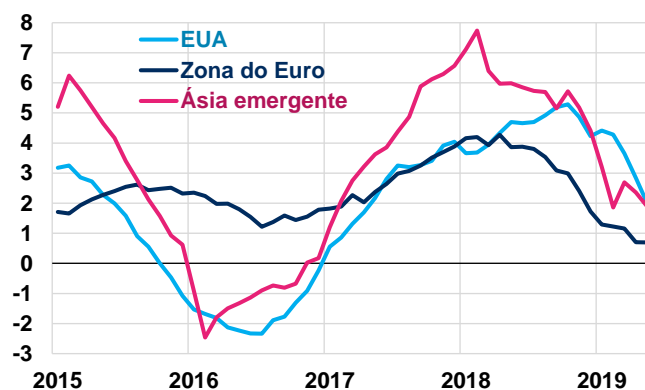
Contrariamente ao *Fed*, porém, que não pareceu convencido da necessidade de um ciclo mais forte de afrouxamento monetário, estes outros importantes BCs padecem talvez da falta de “munição”, uma vez que já praticam taxas de juros negativas.

O recente anúncio feito pelo presidente Trump, da imposição, a partir do início de setembro próximo, de sobretaxas de 10% sobre os US\$ 300 bilhões de importações provenientes da China que até então estavam incólumes, bem como a resposta chinesa, desvalorizando mais fortemente sua moeda e interrompendo as compras de produtos agrícolas dos EUA podem ser o estímulo final para convencer esses e outras autoridades monetárias a empreender um movimento maior e mais rápido de afrouxamento das condições monetárias.

Contudo, como essa disputa entre as duas potências econômicas vai além de aspectos meramente comerciais e envolve sobretudo questões tecnológicas que podem

definir a hegemonia econômica (e militar) ao longo das próximas décadas, um desfecho rápido parece cada vez mais improvável, especialmente porque a distância entre as posições defendidas por cada uma das duas partes ainda parece muito grande (e só aumentou nos primeiros dias de agosto).

Gráfico 3: Volume de exportações (var. % em 12 meses)



Fonte: CPB.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Diante dessa perspectiva, o grau de incerteza que paira sobre a economia global deve seguir bastante elevada, impactando negativamente decisões de investimento em cadeias de produção de vários segmentos industriais, e que são de grande importância para as economias da Ásia e da Europa em particular.

Assim, juros menores em escala global podem até dar margem a uma nova rodada de valorização dos preços dos principais ativos financeiros no futuro próximo, mas seus efeitos sobre a economia real devem ser bem mais modestos.

Cenário Doméstico

Domesticamente, (i) a manutenção de um elevado grau de ociosidade dos principais fatores de produção, (ii) o avanço da agenda de reformas estruturais (em particular da Reforma da Previdência e (iii) o movimento global de queda dos juros abram espaço para o Copom levar a taxa Selic até o nível de 5,5% (ou ligeiramente abaixo desse patamar) em curto espaço de tempo.

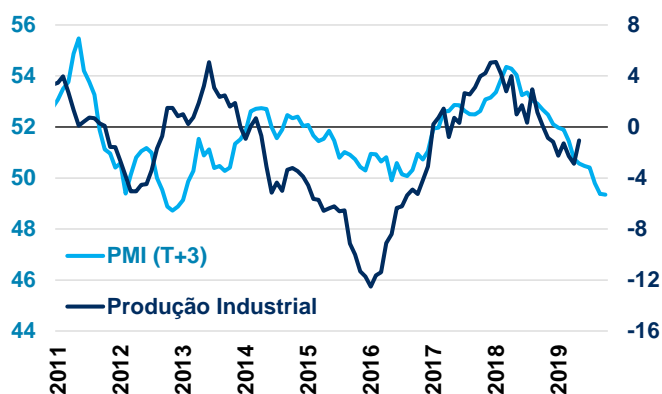
Em sua mais recente reunião, ao final de julho, o BC brasileiro reduziu a taxa básica de juros em 0,5 ponto percentual (levando a Selic para 6,0%) e deixou claro que ao menos um novo corte, de igual magnitude, deve ocorrer na reunião agendada para meados de setembro. Cortes adicionais a partir daí dependerão, sobretudo, do ritmo da atividade local e do comportamento dos juros no exterior e, em particular, nos EUA.

Guardadas as devidas proporções e respeitando-se as circunstâncias específicas da nossa economia, o alerta quanto ao impacto, potencialmente modesto de juros

globais menores sobre a atividade mundial deve valer também para o caso brasileiro.

Uma primeira razão para essa cautela está associada exatamente à própria fraqueza global, que limita o potencial de expansão doméstica, sobretudo no tocante à atividade industrial. Ainda que sejamos uma economia relativamente fechada (medida pela proporção das exportações e importações no PIB), não estamos imunes ao desempenho global. Nesse sentido, aliás, vale sempre reforçar que a crise argentina acentua esse impacto negativo da indústria global, na medida em que o país vizinho tem peso relevante nas nossas exportações de manufaturados, respondendo por aproximadamente 15% do total.

Gráfico 4: Indústria - PMI global (índice de difusão) e produção brasileira (var. % em 12 meses)



Fontes: Bloomberg, IBGE. Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Uma segunda razão é que, em função da enorme ociosidade verificada no parque industrial e da severa crise fiscal vivida pelas três esferas de governo, a retomada do investimento, tanto por parte do setor privado como, sobretudo, do setor público seguirá bastante lenta. Privatizações e concessões de serviços públicos podem e devem ajudar a estimular a elevação da taxa de investimento como proporção do PIB, mas não se espera que tais processos se materializem, ao menos em escala relevante, no futuro próximo. No cenário mais favorável, essa contribuição se manifestaria somente a partir de meados de 2020.

Resta então a expectativa de melhora do consumo. Aqui também, entretanto, há empecilhos a uma expansão acelerada, sobretudo em função do ritmo modesto de crescimento da renda real, limitado pelo enorme contingente de desempregados que mantém os salários em patamares baixos.

Há, porém, fatores que podem ajudar num desempenho melhor do consumo já no curto prazo. Além do próprio declínio das taxas de juros, que tende a incentivar uma maior procura por crédito, a liberação de recursos do FGTS ao longo dos próximos meses também pode servir

de impulso para melhorar a confiança dos consumidores e, com isso, quebrar a virtual estagnação da demanda doméstica por bens e serviços.

Em resumo, a disseminada flexibilização monetária por parte de diversos bancos centrais ao redor do mundo deve promover no médio prazo alguma melhora na economia global, o que juntamente com fatores locais (redução da incerteza com o avanço das reformas, juros menores etc.), finalmente pode permitir que em 2020 se rompa o teto de 1% de crescimento anual do PIB local a que estamos presos já há vários anos. Entretanto, essa melhora esperada, aqui e no exterior, deve ser modesta e gradual, ao menos enquanto a enorme nuvem de incerteza gerada pelas tensões envolvendo as duas maiores potências globais seguir pairando sobre nós.

Quadro de projeções

		2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB	var. acum. %	-3.5	1.1	1.1	0.8	2.3
IPCA	var. acum. %	6.3	3.0	3.7	3.7	3.9
Câmbio	R\$/US\$, dez	3.26	3.31	3.88	3.90	4.00
Selic	%, dez	13.75	7.00	6.50	5.50	6.00

(p): projeções

José Pena

Economista-Chefe

jose.pena@portoseguro.com.br

Bruno Campos

Economista

bruno.campos@portoseguro.com.br

Porto Seguro Investimentos

Alameda Ribeiro da Silva, 275 - 1º andar - São Paulo - SP
01217-011

Central de Atendimento: (11) 3366-3370

SAC: 0800-727-2763

SAC para deficientes auditivos: 0800-727-8736

Ouvidoria: 0800-727-1184

porto.investimentos@portoseguro.com.br

www.portoseguro.com.br/investimentos

Considerações Legais: A Porto Seguro Investimentos é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.