

As medidas são extraordinárias
Os resultados, nem tanto



Porto Seguro
Investimentos
Relatório Econômico
Mensal - Ago/2020



**PORTO
SEGURO**

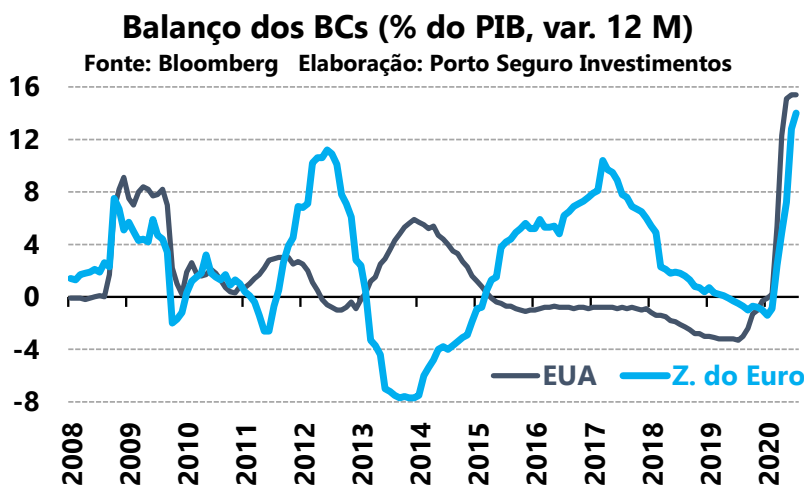


A resposta das autoridades fiscais e monetárias ao redor do mundo à crise econômica gerada pela pandemia de Covid-19 não tem precedentes na história moderna. Ainda assim, o grau de incerteza que cerca a retomada da atividade segue elevado, especialmente diante do temor de que novas ondas de contágio ressurgam em regiões que pareciam já ter deixado o pior para trás, notadamente os EUA e a Europa. Por outro lado, o desempenho dos ativos financeiros globais sugere que a crise já foi debelada ou se está muito próximo disso. Embora essa dicotomia reflita em parte uma diferente velocidade de resposta da economia real e dos mercados financeiros aos estímulos dos últimos meses, o mais provável é que essa divergência continue bastante grande em favor destes últimos, enquanto que os resultados da produção e do emprego devem seguir muito aquém do desejável no curto e médio prazos.

- Ao final de julho, foram divulgados os números do PIB do segundo trimestre de EUA e Europa. A queda em relação ao trimestre anterior, depois de feitos os devidos ajustes sazonais, atingiu 9,5% e 12,1%, respectivamente. Por larga margem, esses foram os piores resultados trimestrais para essas economias nos últimos 75 anos. Essa afirmação, aliás, poderá ser aplicada na maior parte dos países, inclusive o Brasil, sobre o qual trataremos especificamente mais adiante nesta edição.
- Em resposta a esse enorme choque gerado pela pandemia de Covid-19, governos de todo o mundo, em maior ou menor grau, injetaram recursos de origem fiscal em escala inédita na história econômica moderna. Basta dizer que os Estados Unidos entram neste mês de agosto discutindo seu quinto pacote de estímulo fiscal desde o início da pandemia.
- Embora menor em tamanho absoluto, mas talvez mais importante do ponto de vista simbólico, destaque-se o pacote fiscal de € 750 bilhões aprovado pelos governos da Zona do Euro no mês passado (julho). Este pode ser considerado o mais importante movimento de consolidação do bloco desde o lançamento da moeda única quase 20 anos atrás, à medida em que cria um orçamento solidário pan-europeu, isto é, recursos fiscais de um Estado membro serão aplicados em outro país do bloco sem que se exijam contrapartidas financeiras para tanto.
- Se a resposta fiscal à crise global não tem precedentes, a ação dos bancos centrais dos vários continentes tem sido ainda mais extraordinária. O conjunto de medidas inclui não apenas cortes significativos das taxas de juros, mas também a compra de ativos públicos e privados (títulos de dívida e ações) em escala oceânica.



- Uma indicação da magnitude desse movimento engendrado pelos bancos centrais mundo afora pode ser dada pela evolução dos balanços do *Federal Reserve* (Fed), o BC americano, e do Banco Central Europeu (BCE), duas das três maiores economias do planeta.



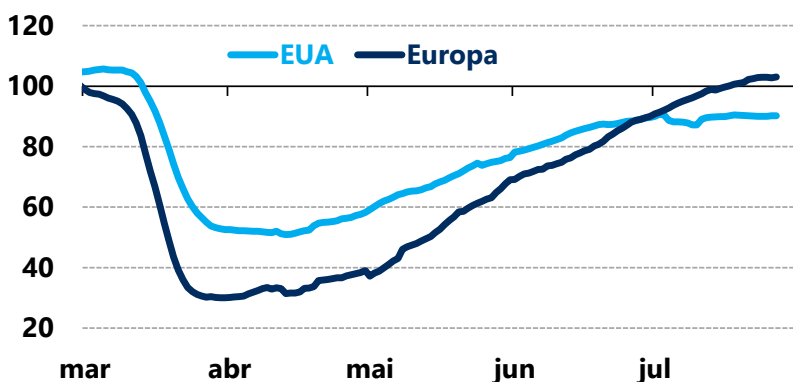
- A expansão dos ativos desses dois BCs no intervalo de um ano terminado em julho equivale a 15,4% do PIB norte-americano e de 14% do PIB da Zona do Euro. Apenas como comparação, em resposta à chamada Crise Financeira Global do final da década passada, a maior expansão registrada no intervalo de doze meses dos balanços desses dois BCs equivaliu a 9pp do PIB dos EUA no caso do *Fed* e a 7,5pp do PIB europeu no caso de BCE.
- Embora já bastante vigoroso, sobretudo considerando-se o curto espaço de tempo em que foi produzido, não há razão para acreditar que esse movimento já tenha se esgotado. Muito pelo contrário, tanto o *Fed* como o BCE têm dado indicações que estão dispostos a fazer mais e pelo tempo que for necessário, como forma de continuar estimulando a retomada de suas respectivas economias. E apesar de indicadores mais contemporâneos sugerirem que o pior já ficou para trás, há razões para acreditar em novas rodadas de estímulo monetário e fiscal num futuro não muito distante.
- Quando comparados com os níveis de março e abril, os meses mais recentes mostram inequívoca recuperação da atividade nos diversos continentes. Embora parte dessa melhora se explique por uma base bastante fraca de comparação, é inegável que essa imensa massa de estímulos ajudou a evitar um desfecho ainda pior, tanto no que diz respeito à liquidez e solvência das empresas como da preservação de muitos postos de trabalho.



- Entretanto, o crescimento do número de infectados com a Covid-19 em estados populosos (e bastante relevantes também do ponto de vista econômico) dos EUA, bem como em alguns países europeus – notadamente Espanha e França –, tem levado a uma reversão parcial das medidas de liberação da mobilidade adotadas nos últimos meses nessas localidades e que estimulavam a retomada da atividade econômica.
- Embora no caso dos países europeus os números mais recentes não se comparem com os piores momentos registrados entre março e abril, eles são suficientes para reduzir a velocidade da retomada, assim como no caso dos EUA, que viveu nas últimas semanas seu pior momento até aqui em termos de infectados e mortos.
- Os reflexos econômicos desses números da pandemia ao longo de julho podem ser vistos nos indicadores diários de mobilidade, largamente utilizados por governos e BCs ao redor do mundo, como termômetro da atividade. Tanto na Europa como principalmente nos EUA, observa-se uma clara desaceleração no ritmo de recuperação que começou entre o final de abril e o começo de maio. Os indicadores semanais do mercado de trabalho norte-americano são outra evidência de que a recuperação tem perdido fôlego neste passado mais recente.

Índices de mobilidade (jan=100)

Fontes: Google, Apple. Elab.: Porto Seguro Investimentos.



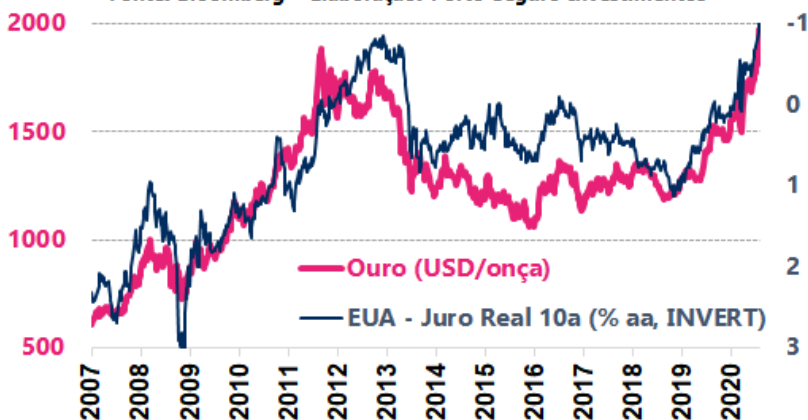
- Se a atividade econômica não tem mostrado o mesmo dinamismo de um ou dois meses atrás, o mesmo não pode ser dito dos ativos financeiros, que ao longo de julho exibiram, em geral, outro desempenho bastante expressivo, com destaque para as bolsas de valores e várias *commodities*, em particular os metais preciosos (ouro e prata).



- Dois dos principais objetivos dos BCs neste momento de forte contração da atividade são o aumento da liquidez e a queda das taxas de juros. Conforme já mencionamos anteriormente, nos últimos meses observou-se uma significativa expansão monetária, demonstrada pela evolução dos balanços de alguns dos principais BCs do mundo. Grande parte desses recursos é utilizada para adquirir títulos públicos (e em vários países, também privados) de médio e longo prazo. Essa demanda dos BCs, por sua vez, tem reduzido bastante a taxa de juros paga por esses títulos.
- Tomemos como exemplo os juros dos títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA. Ao final de julho, a taxa nominal alcançou 0,53% ao ano, a menor desde que esses títulos foram emitidos com tal prazo, numa história de quase 60 anos. Quando se considera a expectativa atual de inflação média para o mesmo período, um investidor deve esperar um retorno real de -1% em cada ano até o vencimento do título, outra mínima histórica.
- Naturalmente, juros baixos favorecem empresas e famílias que precisam se socorrer de empréstimos para atravessar esta profunda crise. Mas o elevado grau de incerteza quanto ao futuro não apenas limita a oferta de crédito pelo sistema bancário como também desestimula uma maior demanda de recursos por parte das empresas (investimento) e das famílias (itens de maior valor, como imóveis e veículos), a despeito do custo do dinheiro em patamar extremamente baixo.
- Por outro lado, juros baixos estimulam investidores a buscar alternativas que ofereçam retornos maiores, mesmo que em troca de riscos também mais elevados. E esse quadro explica em muito o desempenho recente dos ativos financeiros.

Ouro & Taxa real de juros/EUA

Fonte: Bloomberg Elaboração: Porto Seguro Investimentos





- Se a manutenção do atual quadro de enorme liquidez e de juros historicamente baixos em escala global é uma condição necessária para o processo de retomada da atividade nos próximos meses, ela está longe de ser suficiente, ao menos enquanto perdurarem os temores de novas ondas de contágio da Covid-19, que mantêm empresas e famílias em posturas cautelosas, limitando uma expansão mais vigorosa do investimento fixo e do consumo.
- Já os ativos financeiros encontram nesse ambiente condições bastante favoráveis para seu desempenho/valorização, mas é sempre bom ter em mente que tais ativos não são isentos de riscos, e eles não se restringem apenas à Covid-19.
- As eleições presidenciais nos EUA, a expressiva deterioração das finanças públicas em todo o mundo, as crescentes tensões sociais – agravadas pela crise – e a disputa EUA-China são apenas alguns deles, podendo impor, de forma abrupta e inesperada, pesadas perdas, mesmo que temporárias, a esses ativos.

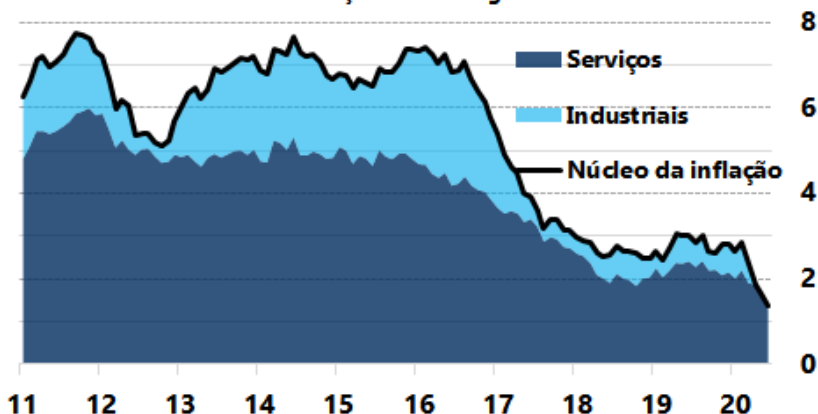
Revisando o PIB de 2020 (desta vez, para melhor...)

- Revisamos nossa projeção para o PIB de 2020 de -7,5% para -6,5%. Com a maior parte dos indicadores econômicos do segundo trimestre já divulgados, a contração da atividade econômica no período se mostrou menos severa do que esperávamos. O amplo apoio da política econômica, seja fiscal ou monetária/creditícia, se mostrou capaz de preservar pelo menos parte do consumo das famílias e viabilizar uma sobrevivência às empresas. Entretanto, o espaço para manutenção dessas políticas é exíguo, e uma solução para a crise sanitária ainda parece distante. Ademais, o persistente quadro de imensa incerteza, que prejudica decisões de consumo e investimento, torna desafiadora qualquer recuperação.
- Sem pressões da atividade econômica, o cenário para inflação é muito benigno. O componente de serviços é ilustrativo, porque tipicamente responde com mais intensidade ao ciclo econômico. Sua contribuição era elevada até 2015, e mudou de patamar depois de incorporados os efeitos da última recessão. Agora que a atividade econômica passa por tamanha adversidade, dificilmente observaremos pressões de demanda na inflação.
- É verdade que uma depreciação cambial mais pronunciada, sobretudo num cenário em que diminuí o compromisso com a agenda fiscal, pode ser repassada para alguns preços. Porém, mesmo num cenário desses, observamos que a ociosidade da economia é grande o bastante para conter o avanço do nível geral de preços. Isso se traduz por exemplo nas expectativas de inflação, abaixo da meta do BC para os anos de 2020 e 2021.



IPCA - Componentes (% , 12 meses)

Fonte: IBGE Elaboração: Porto Seguro Investimentos



- Sob esse quadro, e tanto quanto a agenda de reformas permitir, o Banco Central tem amplo espaço para preservar a política monetária em terreno expansionista por muito tempo, promovendo a reversão do atual ciclo monetário apenas no início de 2022.

		2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
PIB	var. acum. %	1,3	1,3	1,1	-6,5	3,0
IPCA	var. acum. %	3,0	3,7	4,3	1,5	2,6
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,31	3,88	4,02	5,25	5,35
Selic	%, dez	7,00	6,50	4,50	2,00	2,00

(p): projeções