

PRINCIPAL TÓPICO: MERCADO

COMENTÁRIOS DE MERCADO

Neste artigo, Ken Leech, CIO da Western Asset, atualiza seus pontos de vista sobre a recuperação econômica global, incluindo suas reflexões sobre crescimento, inflação e a necessidade de apoio contínuo da política monetária. Ele examina as mensagens mais recentes dos diretores do Fed, as quais reforçam a decisão de interromper o ciclo de aperto monetário. Ken também discute a importância das tensões comerciais em curso com a China, as expectativas de crescimento europeu à luz de um Brexit ainda não resolvido, além de como os desafios dos mercados emergentes enfrentados no final do ano passado podem reverter e representar uma oportunidade atraente de investimento.



Ken Leech,
Chief Investment Officer

PRINCIPAIS PONTOS

- O tema menos analisado e entendido continua a ser as taxas de inflação extraordinariamente moderadas em todo o mundo.
- Os diretores do Fed têm deixado claro que as condições devem mudar substancialmente antes que se recomece o ciclo de aperto monetário.
- Considerando a atual desaceleração global, tanto os EUA quanto a China têm fortes incentivos para chegar a um acordo sobre o comércio.
- Os desafios que atingiram os Mercados Emergentes no ano passado levaram os preços da dívida local desses países ao seu nível mais baixo nos últimos 18 anos.

COMENTÁRIO DE MERCADO

Por Ken Leech, Chief Investment Officer

Nossa visão é que deve haver continuidade da expansão global e dos EUA, embora em um ritmo mais lento. A manutenção dessa recuperação será o foco principal (até mesmo exclusivo) dos formuladores de política monetária no mundo desenvolvido. Avaliamos também que o tema menos analisado e entendido continua a ser as taxas de inflação extraordinariamente moderadas em todo o mundo. Nos EUA, o Federal Reserve (Fed) perdeu a meta de inflação e errou para cima suas previsões para cada um dos últimos sete anos e parece pronto para adicionar 2019 como seu oitavo ano. Nove anos de expansão e a inflação nos EUA ainda não atingiu a meta de 2% do Fed, apesar dos enormes estímulos monetário e fiscal. A taxa de inflação global, que flertou com zero em 2016, tem sido, mais uma vez, objeto de revisões para baixo após os níveis mais altos observados em 2017 e início de 2018. O núcleo da inflação abaixo da tendência permite que os bancos centrais pratiquem taxas de juros mais baixas. E, até que o crescimento melhore o suficiente para trazer essas taxas de inflação de volta à vida – ao invés das previsões do banco central de que elas podem voltar à vida –, os aumentos das taxas de juros estão fora da questão.

No atual ciclo de baixa expansão com alto nível de endividamento, há um esforço para que a política monetária permaneça acomodatória até que o crescimento se recupere e se apresente uma oportunidade para reiniciar a normalização das taxas de juros. Então, elevações incrementais muito modestas até podem ser feitas, mas sempre com vigilância constante para parar se o crescimento estagnar. Nos EUA, a janela de oportunidade para elevar as taxas parecia aberta, com a economia acelerando para um crescimento de mais de 3,5% (anualizado) nos dois trimestres do meio do ano passado. Elevar a taxa de juros básica três vezes pareceu não ser controverso. Mas, em dezembro de 2018, a economia dos EUA parecia estagnar rapidamente, enquanto o quadro global também parecia enfraquecer. Nesse ambiente, uma pausa do Fed seria o caminho natural. No entanto, tendo levado os mercados tão claramente a esperar uma elevação dos juros em dezembro, o Fed seguiu em frente, para logo em seguida fazer uma pausa, mudando para uma abordagem de “esperar para ver”. O Fed claramente achava que o nível da taxa básica estava no extremo mais baixo de um certo “intervalo normal”.

Não é absolutamente claro, no entanto, que a taxa atual esteja na parte inferior desse intervalo. Além da inflação abaixo da meta, o crescimento no 4T18 pode ter chegado perto de 1% e o 1T19 está começando lentamente. Talvez, como esperamos, essa pausa no crescimento seja temporária. Também é possível que a taxa básica já seja suficiente para desacelerar a economia.

A primazia do objetivo de estender a expansão econômica significa que se deve alcançar um alto grau de certeza sobre esta expansão antes que o aperto monetário possa recomeçar. Alguns membros do Fed parecem confiantes que tais condições podem voltar logo. Mas a liderança do Fed, que poderia ser apelidada de “santíssima trindade” – o presidente do Fed, o vice-presidente e presidente do Fed de Nova York – está mais cautelosa. Eles estão diligentemente levando os participantes do mercado a entender que as condições macroeconômicas devem mudar substancialmente para que as taxas de juros possam subir novamente. John Williams, presidente do Fed de Nova York, fez essa afirmação explicitamente esta semana: “... mas teria que haver uma perspectiva diferente para o crescimento ou a inflação” para retornar às elevações da taxa de juros. Isso ecoa os comentários do presidente do Fed, Jerome Powell, em sua conferência de imprensa em janeiro: “... eu gostaria de ver a necessidade de novos aumentos de taxa ...” A economia terá que acelerar por um longo período, trazendo consigo a inflação,

“No atual ciclo de baixa expansão com alto nível de endividamento, há um esforço para que a política monetária permaneça acomodatória até que o crescimento se recupere e se apresente uma oportunidade para reiniciar a normalização das taxas de juros.”

antes que o Fed aperte a política monetária novamente.

Globalmente, os formuladores de política monetária têm estado mais acomodáticos do que os Estados Unidos há já algum tempo, uma vez que o crescimento e a inflação permanecem abaixo dos níveis desejados. De fato, o medo aqui é que o crescimento continuará a se enfraquecer. Foi a fraqueza do crescimento global, em conjunto com o receio de um aperto monetário sustentado nos EUA e uma potencial guerra comercial, que fez com que os ativos de risco tivessem um desempenho tão ruim no ano passado.

A questão então é se o crescimento pode permanecer robusto. O crescimento europeu começou o ano de maneira muito lenta, após a redução da expansão no ano passado, vindo de um crescimento acima da tendência em 2017. O crescimento chinês continua empacado. O crescimento japonês diminuiu e os mercados emergentes ex-China (EM) estão tentando se livrar dos efeitos negativos da brutal combinação do ano passado, de um crescimento global revisado para baixo com a alta das taxas de juros dos EUA. A necessidade de monitorar as ameaças ao crescimento global é premente. No entanto, avaliamos que alguns dos fatores que levaram ao extremo pessimismo do ano passado estão desaparecendo.

Dois fatores negativos que podem estar perdendo importância giram em torno da China. No ano passado, a política econômica chinesa estava em um modo de desalavancagem, à medida que os encargos da dívida e o sistema bancário paralelo estavam sendo reduzidos. O reconhecimento tardio e a subestimação da severidade e provável longevidade das tensões comerciais e econômicas com os Estados Unidos levaram a um enfraquecimento adicional do crescimento. Por outro lado, a necessidade de reforçar o crescimento à medida que o desafio da concorrência com os EUA se tornou mais pronunciado levou a uma política mais abrangente de estímulos, o que incluiu o corte das taxas de juros e das exigências de reservas, além da redução das alíquotas de impostos e do aumento dos estímulos fiscais. Mais revelador ainda, as autoridades chinesas têm divulgado publicamente a necessidade de revigorar o setor privado, virtualmente revertendo o programa do ano passado que vinha pressionando devedores do setor privado. Essas políticas surtirão efeito com alguma defasagem e, portanto, os indicadores econômicos podem não reagir por algum tempo. Mas um certo período de estagnação é o nosso cenário básico para a China, com o crescimento no segundo semestre de 2019 sendo melhor do que no primeiro.

Juntamente com uma melhor perspectiva econômica, espera-se um enfraquecimento das tensões comerciais que foram tão prejudiciais ao crescimento global. A política de bater na China publicamente funcionou bem enquanto houve pouco custo real ou percebido. Mas com a redução do crescimento, tanto os EUA quanto a China têm fortes incentivos para chegar a um acordo e têm sinalizado nessa direção. Não esperamos que este acordo chegue remotamente perto de resolver todos os problemas, e avaliamos que a competição econômica seja um tema central daqui para frente. Mas esperamos uma atenuação das tensões, na medida em que as incertezas acumuladas no final do ano passado tendem a diminuir.

Esperamos um crescimento modesto e próximo da tendência de 1,25% -1,5% na Europa. No ano passado, a desaceleração do crescimento na Europa foi adicionalmente pressionada pela reticência italiana em acomodar as regras orçamentárias da União Europeia (UE), pela saga sem fim do Brexit e pela turbulência política na França. A questão é se o pior cenário em cada um desses países se materializará. A questão do Brexit permanece instável, mas nosso time continua a acreditar que um "Hard Brexit" será evitado (leia mais sobre este assunto no recente artigo de Gordon Brown, Brexit: Deal or No Deal? Or Something In Between?) Na Itália, apesar de sua economia manca, a disposição dos italianos em negociar com a UE mantém o Banco Central Europeu ao seu lado. E na França, o recente bom momento econômico pode reforçar a noção de que a política caótica é apenas o padrão normal. O ponto central aqui é que, dado o tamanho do pessimismo sobre o crescimento europeu, é que um número de 1% ou um pouco mais pode já ser o suficiente para que o crescimento seja percebido como melhor.

"Juntamente com uma melhor perspectiva econômica, espera-se um enfraquecimento das tensões comerciais que foram tão prejudiciais ao crescimento global"

“Acreditamos que a expectativa ou o medo de uma desaceleração ainda maior do crescimento global e da continuidade do aperto monetário por parte do Fed estão fora do lugar”

Os mercados emergentes sofreram com uma série de impactos no ano passado. Taxas de juros mais altas nos EUA e um dólar cada vez mais forte levaram a dificuldades de financiamento e liquidez. Ao mesmo tempo, o receio de um crescimento global mais lento, proveniente particularmente da China e da Europa, aumentaram os riscos. Os preços mais baixos das commodities foram mais um desafio. Uma ampla guerra comercial e a consequente reversão do comércio global representaram um potencial pesadelo. A soma dos prêmios de risco de todos esses desafios levou a um desempenho muito ruim dessa classe de ativos no ano passado. Isso também levou os preços da dívida local dos Mercados Emergentes ao seu ponto mais baixo em 18 anos, conforme pode ser visto no Gráfico 1. Muitos desses ventos contrários não só estão diminuindo, como estão até revertendo. O aperto monetário do Fed não está mais no radar. Um dólar cada vez mais forte parece improvável. O crescimento chinês pode estar virando. E uma abordagem muito mais sóbria na resolução dos conflitos no comércio global pode estar próxima.

Gráfico 1: J.P. Morgan GBI-EM Global Div Price Index



Fonte: Bloomberg, em 31 dezembro de 2018

Acreditamos que a expectativa ou o medo de uma desaceleração ainda maior do crescimento global e da continuidade do aperto monetário por parte do Fed estão fora de lugar. Uma diminuição significativa das tensões comerciais seria um desenvolvimento positivo adicional. No entanto, existem algumas fontes de preocupação. A taxa muito baixa da inflação global é uma luz amarela séria no que diz respeito às perspectivas de crescimento global. Mas a inflação mais baixa sugere fortemente que podemos nos apoiar em nossa expectativa de uma política monetária expansionista por parte dos Bancos Centrais.

“© Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada 2019. Este material é de propriedade da Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada (“Western Asset”), portanto, não poderá ser reproduzido ou utilizado sob qualquer forma sem a nossa expressa autorização.

Este material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

Para obter informações mais detalhadas sobre a Western Asset recomendamos a consulta ao site www.westernasset.com.br

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, cjt 152 - São Paulo – SP - 04543-011.”