

Cenário Econômico: *Feedback negativo*

Junho 2017

Economia Internacional

O bom crescimento da economia mundial, amplamente discutido nos últimos relatórios mensais, começa a se traduzir em uma mudança na postura dos principais bancos centrais. Acompanhamos recentemente uma mudança de *wording* tanto do *Fed* quanto dos bancos centrais europeu e inglês. O relatório anual do BIS ¹ - *o banco central dos bancos centrais* segundo o jargão jornalístico - alimentou as especulações de um movimento coordenado ao discutir a necessidade de redução das políticas monetárias de exceção. O bom comportamento da inflação poderia sugerir que as preocupações recaem sobre as condições financeiras excessivamente frouxas, a possibilidade de tomada de risco desmesurada e os conhecidos *malinvestments* - investimentos mal alocados em consequência de custos de crédito artificialmente baixos e, portanto, insustentáveis.

Estamos em alguma bolha agora? Com o perdão da ironia, os analistas “encontraram” 10 das últimas 2 bolhas! O que importa dizer é que os bancos centrais - em especial o *Fed* - parecem aproveitar uma janela de oportunidade, o que alguns têm chamado de *aperto oportunista* das condições monetárias. O bom comportamento das condições financeiras nos EUA vão nesse sentido. Olhando apenas para o hiato do produto e do emprego, há motivos para alguma redução da liquidez; o comportamento da inflação e dos salários mantém o ajuste em ritmo gradual. Se for assim, os efeitos dessa tendência mais longa de normalização da política monetária são gerenciáveis.

Para economias emergentes como a nossa importará a velocidade dos movimentos. São desdobramentos que trabalham pela desvalorização das suas moedas se o ajustamento surpreender e pressionar a percepção de risco. Normalizar muito devagar aumentaria a preocupação de que os BCs estão atrás da curva, o que culminaria em um ajuste mais rápido e disruptivo em um segundo momento. Já normalizar muito rapidamente aumentaria o risco de sabotar a recuperação da atividade e do emprego. Sendo assim, importará o comportamento da inflação ao longo do processo, variável capaz de ditar o ritmo e manter o *aperto* no modo *oportunista*.

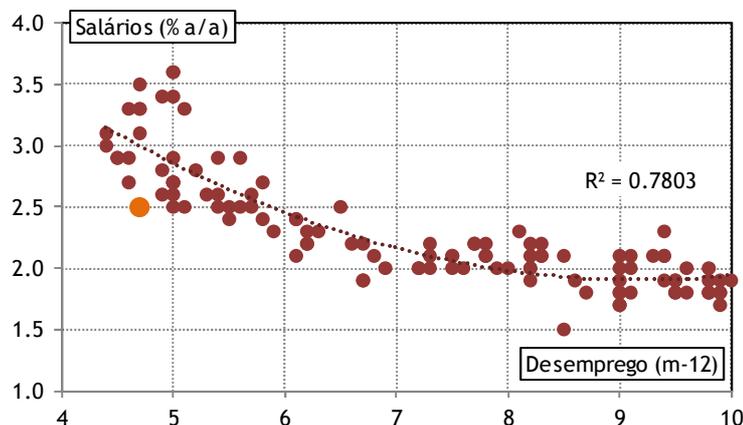
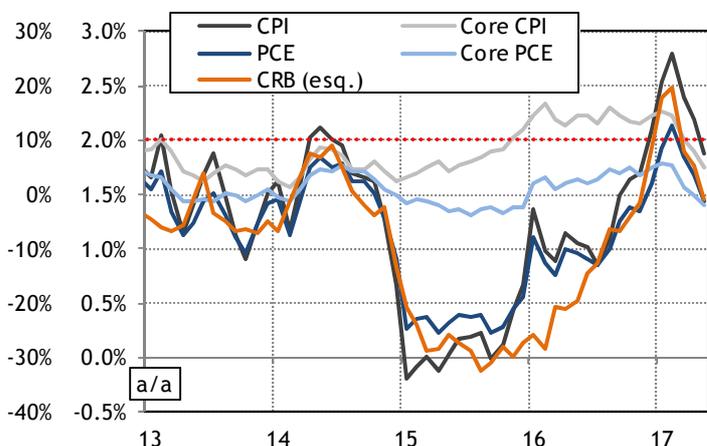
Nesse sentido, vale perceber que o rendimento nominal das *Treasuries* de 10 anos - que saiu do intervalo de 2,40% - 2,60% observado após a eleição de Trump para menos de 2,20% recentemente - já está próximo de 2,40% novamente. Além disso, vale entender que boa parte desses movimentos recentes se deu na inflação implícita e não nos rendimentos reais. Hoje a implícita está ao redor de 1,75% e, portanto, bem abaixo da meta do *Fed*. Dois pontos técnicos importantes: (i) o objetivo de inflação do *Fed* recai sobre o *PCE* (índice “oficial” para simplificar), enquanto que as implícitas têm ligação com o *CPI*; (ii) historicamente, uma taxa de 2,0% (meta) do *PCE* é consistente com um *CPI* ao redor de 2,4%. Ou seja, estamos falando de 65 pontos base abaixo da meta *de facto*, um cenário bem tranquilo. Além disso, chama atenção o desempenho recente desses índices de inflação (abaixo). O comportamento das commodities (linha laranja) sugere manutenção desse bom comportamento.

Um ponto de preocupação que alguns apontam se daria na pressão do baixo desemprego sobre os salários nos EUA. De fato, vemos uma tendência constante de aceleração dos rendimentos desde 2015. Contudo, o gráfico abaixo mostra que a relação desemprego-salário se enfraqueceu recentemente. Comparamos o desemprego de um ano atrás e o crescimento anual dos salários. O ponto em laranja aponta a relação hoje, a maior diferença negativa para a curva estimada desde 2008. De fato, segundo a relação abaixo, o crescimento anual dos

¹ https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2017e_ec.pdf

salários em maio/17 estaria em 3,0% (versus 2,5% observados) considerando o desemprego de 4,7% de maio/16.

Em suma, a saída desse estado de alta liquidez mundial continuará por anos, mas ainda não desperta preocupações além das já conhecidas. Essa *sintonia fina* dos bancos centrais é mais um capítulo do “equilíbrio instável” que discutimos no relatório de maio: uma regularização monetária gradativa permitiria uma saída ordenada de eventuais *malinvestments*.



Fonte: Bloomberg; elaboração: PINE Macro & Commodities Research

Cenário Doméstico

Nossa árvore de probabilidades para discutir a crise política mostrou-se bastante eficaz. Das 5 possibilidades discutidas mês passados restaram 4: a saída de Temer (1) via impeachment no Congresso ou (2) via renúncia; a sua permanência com (3) maioria qualificada no Congresso ou (4) sem 3/5 dos congressistas para aprovar emendas constitucionais. A *via TSE* de fato não se concretizou.

Nós mantemos como preponderante o cenário em que Temer fica até o fim do mandato - sem maioria constitucional - apesar do noticiário recente com especulações sobre eventual presidência do deputado federal Rodrigo Maia. Sabemos que esses números são dinâmicos, mas a base do atual governo parece maior que 1/3, suficiente para evitar um *impeachment*. Se Temer quiser, como ainda parece ser o caso, há condições para ficar. De qualquer forma, já havíamos afirmado previamente que a eleição indireta na direção de alguém da atual base era uma das *válvulas de escape*² da crise e, assim, uma das razões para a piora dos preços financeiros ser limitada desde o evento JBS. A classe política poderia optar por mudança para nada mudar, com o *upside* de se desvincular de alguém com alta rejeição: a visão sobre as reformas parece a mesma, restando entender o tamanho da base deste novo governo.



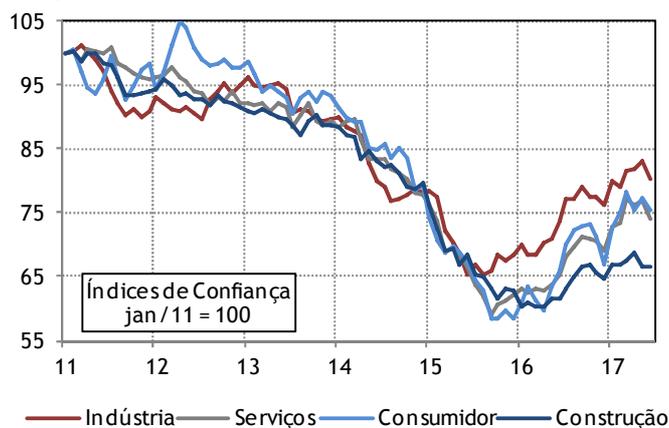
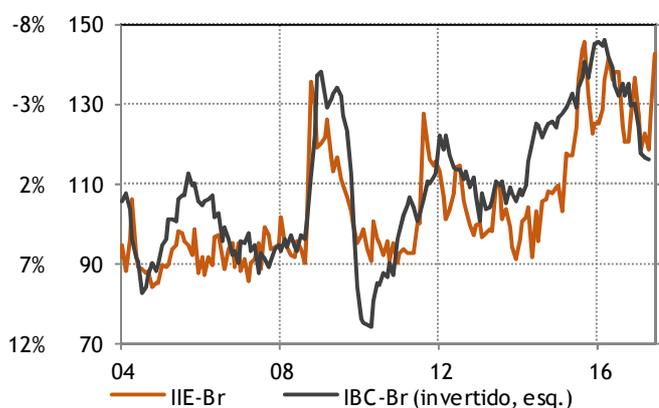
Elaboração: PINE Macro & Commodities Research

Ao reponderamos por probabilidades *ad hoc* que atribuímos aos cenários acima e os respectivos níveis de risco país, ainda chegamos a uma taxa de câmbio entre R\$ 3,35 e 3,40/US\$. As atuações do banco central e a manutenção do cenário externo ainda positivo

² <https://www.pine.com/Download.aspx?Arquivo=9+CLuGROQuFD28OnoVZqGg==>

têm ajudado a mantê-lo abaixo disso. As demais *válvulas de escape* seguem em funcionamento.

Os primeiros sinais vindos dos índices de confiança da FGV e das projeções dos demais analistas contidas no Boletim Focus vão ao encontro da nossa visão de maio de que “a menor incerteza é que vivemos mais um choque negativo para a *atividade*”. Na ocasião, discutimos preliminarmente a possibilidade do PIB permanecer estável este ano *versus* a visão oficial de crescimento ao redor de 0,5%. Desde então as condições financeiras melhoraram e o 2T17 não está tão ruim. Contudo, a perspectiva para o 2S17 e 2018 pioraram. Vimos recuo de 3,0% na confiança da indústria, 3,3% em serviços e 2,3% entre os consumidores. Apenas a construção civil manteve-se no campo positivo. No mesmo sentido, o Indicador de Incerteza da Economia da FGV³ voltou a testar patamares máximos. Os poucos dados conhecidos e indicadores antecedentes da atividade nos sugerem um crescimento real do PIB de 0,3% este ano e, ao menos pelo carrego estatístico, crescimento de 1,8% para 2018.



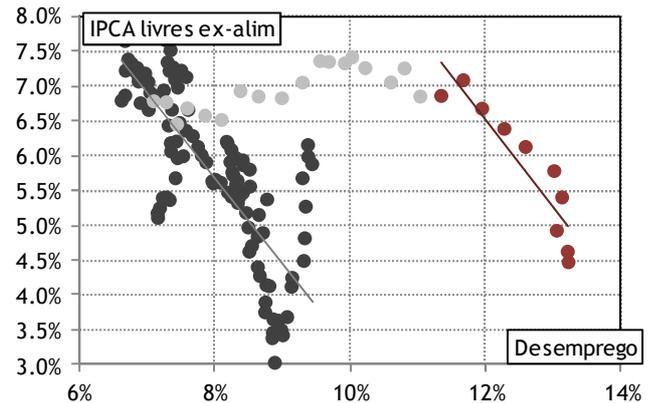
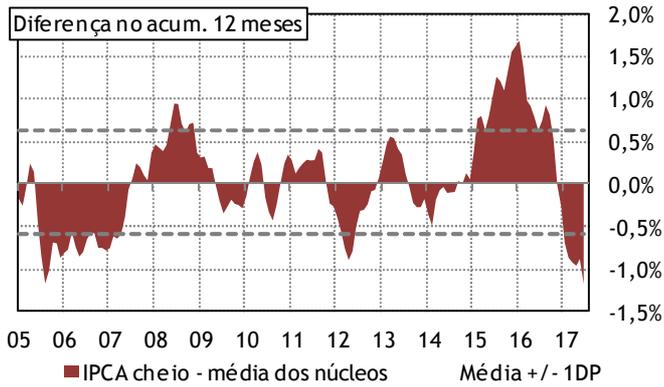
Fontes: FGV e BCB; elaboração: PINE Macro & Commodities Research

Se o hiato de 2017 e 2018 for de fato menor, em um ambiente sem uma reavaliação relevante do câmbio, então a **inflação** deve seguir surpreendendo positivamente (em termos de menor inflação). No curto prazo, vale destacar que a inflação no atacado acelera no campo negativo. Os preços agropecuários no IGP-DI, por exemplo, já atingem queda de 17% no acumulado em 12 meses até junho. Nesse contexto, o IPCA fechou em 3,0% na mesma comparação, exatamente no piso da meta de inflação.

Vemos motivos tanto conjunturais quanto estruturais - ou mais duradouros - para tanto. O comportamento dos núcleos (que procuram captar a tendência dos preços, desconsiderando distúrbios temporários) *versus* o IPCA cheio sugere um acúmulo de choques positivos. Do lado estrutural temos a fraqueza da atividade e, não apenas a postura, mas a credibilidade da equipe econômica.

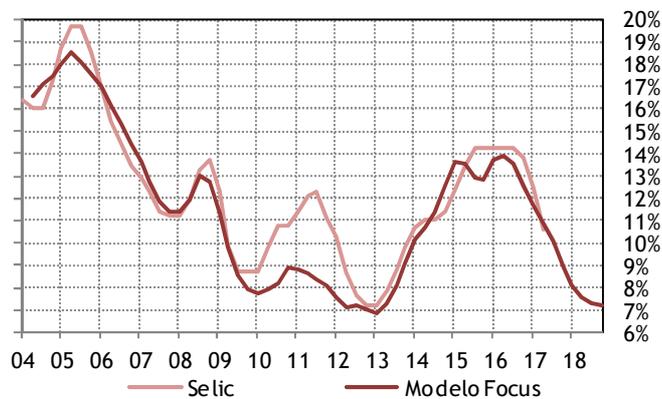
O segundo gráfico abaixo expõe isso. Os pontos escuros apontam a relação entre desemprego e IPCA (excluídos os preços controlados e alimentos, menos suscetíveis ao ciclo econômico) no período Lula e Dilma 1; em cinza claro a mesma relação no Dilma 2 e, em vermelho, a relação no período Temer. Como vemos, o período Dilma 2 foi completamente contraintuitivo. Resta a pergunta: por que a partir da sua saída o desemprego “colou” no IPCA novamente? Nossa hipótese é a tal credibilidade, algo não tangível, mas que, nesse caso, constringe os formadores de preços a continuar a elevá-los. Se assim for, a nossa estimativa de redução muito lenta do desemprego impõem uma âncora a quase 60% do IPCA (preços livres excluídos alimentos). É em cima disso que temos IPCA em 3,3% em 2017 e abaixo da meta também em 2018, ambas com riscos de baixa.

³ <http://bit.ly/IIE-Brjun17>



Fontes: IBGE e BCB; elaboração: PINE Macro & Commodities Research

Esse ambiente benigno de inflação corrente, ancoragem das expectativas - incluindo a redução crível da meta para 2019 e 2020 - e o comportamento recente do câmbio, a despeito do imbróglio político, são consistentes com a manutenção do ritmo de corte da Selic em 100 pontos base na reunião de julho. As indefinições no campo fiscal seriam o principal argumento pela redução do compasso de corte dos juros; no nosso entendimento, no entanto, o peso do ciclo econômico se sobrepõe a esse risco. Considerando o cenário de atividade, câmbio e inflação, nós revisamos a Selic de final de ciclo para 7,50% (8,50% anteriormente). Ponderando a confiabilidade da equipe econômica e a ancoragem das expectativas, a resposta do lado monetário ao novo choque político é o principal *feedback negativo*⁴ que o sistema econômico doméstico ainda tem disponível.



Fontes: IBGE e BCB; elaboração: PINE Macro & Commodities Research

Marco Caruso
Economista

⁴ https://en.wikipedia.org/wiki/Negative_feedback

Brasil: Principais Indicadores Econômicos - Banco Pine							
INDICADORES ECONOMICOS	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
Crescimento do PIB Real (%)	1.9%	3.0%	0.5%	-3.8%	-3.6%	0.3%	1.8%
R\$/US\$ (final de período)	2.08	2.35	2.65	3.87	3.35	3.35	3.60
R\$/US\$ (média)	1.95	2.16	2.35	3.34	3.48	3.28	3.48
IPCA	5.8%	5.9%	6.4%	10.7%	6.3%	3.3%	4.2%
IGP-M	7.8%	5.5%	3.5%	10.5%	7.2%	-1.1%	5.5%
Selic (fim de período)	7.25%	10.00%	11.75%	14.25%	13.75%	7.50%	7.50%
Selic (média)	8.46%	8.44%	11.02%	13.58%	14.15%	9.92%	7.50%
Saldo comercial (US\$bn)	19.4	2.6	-3.9	19.7	47.7	55.0	45.0
Conta corrente (US\$bn) ¹	-78.4	-83.0	-103.6	-58.9	-23.5	-30.0	-35.0
Conta corrente (% do PIB) ¹	-3.5%	-3.8%	-4.8%	-3.3%	-1.3%	-1.5%	-1.7%
Investimento direto no país (US\$bn) ¹	87	69	97	75	79	80.0	80.0
Superávit primário (% do PIB)	2.2%	1.7%	-0.6%	-1.9%	-2.5%	-2.3%	-1.9%
Dívida bruta/PIB	54.8%	53.3%	58.9%	66.4%	69.5%	74.2%	75.8%

Disclaimers

Informações relevantes

1. Estes comentários e recomendações foram elaborados pelo Banco Pine S.A. (“Banco Pine”) Estes comentários e recomendações possuem caráter informativo, têm como único propósito fornecer informações e não constituem, nem devem ser interpretados como oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócios específica, qualquer que seja a jurisdição. As informações contidas nestes comentários e recomendações são consideradas confiáveis na data da divulgação destes comentários e recomendações e foram obtidas a partir de qualquer das seguintes fontes: (i) fontes indicadas ao lado da informação; (ii) preço de cotação no principal mercado regulado do valor mobiliário em questão; (iii) fontes públicas confiáveis; (iv) base de dados do Banco Pine. O Banco Pine não declara ou garante, de forma expressa ou implícita, a integridade, confiabilidade ou exatidão de tais informações. Estes comentários e recomendações não são declarações completas ou resumos dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos aqui abordados. As opiniões, estimativas e projeções expressas nestes comentários e recomendações refletem o atual julgamento do analista de investimento responsável pelo conteúdo destes comentários e recomendações na data de sua divulgação e estão, portanto, sujeitas a alterações sem aviso prévio. Da mesma forma, as cotações e disponibilidades dos instrumentos financeiros são meramente indicativas e sujeitas a alterações sem aviso prévio. O Banco Pine não está obrigado a atualizar, modificar ou corrigir estes comentários e recomendações, nem informar o leitor sobre tais alterações.

2. Os analistas de investimento responsáveis pela elaboração destes comentários e recomendações certificam que as opiniões expressas nestes comentários e recomendações refletem de forma precisa e exclusiva suas visões e opiniões pessoais a respeito de toda e qualquer empresa analisada ou seus valores mobiliários e foram produzidas de forma independente e autônoma. Uma vez que as opiniões pessoais dos analistas de investimento podem ser divergentes entre si, o Banco Pine pode ter publicado ou vir a publicar outros comentários e recomendações que não apresentem uniformidade e/ou apresentem diferentes conclusões em relação às informações fornecidas nestes comentários e recomendações. Os analistas de investimento declaram que não mantêm qualquer vínculo com qualquer indivíduo que mantenha relações comerciais de qualquer natureza com as empresas analisadas nestes comentários e recomendações e que não recebe qualquer remuneração por serviços prestados, nem mantêm relações comerciais com empresas ou pessoa natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos, que represente os interesses das empresas analisadas nestes comentários

e recomendações. O analista de investimento, seu cônjuge ou companheiro não detém, direta ou indiretamente, posições em valores mobiliários emitidos pelas empresas analisadas nestes comentários e recomendações em sua carteira de investimentos pessoal, não têm interesse financeiro e não estão pessoalmente envolvidos na aquisição, alienação ou intermediação de tais valores no mercado. O analista de investimento, seu cônjuge ou companheiro não atua como administrador, diretor ou membro do conselho consultivo das empresas analisadas nestes comentários e recomendações.

3. A remuneração do analista de investimento é determinada pelos diretores do Banco Pine. Como todos os funcionários do Banco Pine e suas empresas afiliadas, a remuneração dos analistas de investimento é influenciada pelo resultado geral desta(s) companhia(s). Sendo assim, a remuneração do analista de investimento pode ser considerada indiretamente relacionada a estes comentários e recomendações, entretanto o analista de investimento responsável pelo conteúdo destes comentários e recomendações garante que nenhuma parcela de sua remuneração esteve, está ou estará, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas nestes comentários e recomendações ou ligada a precificação de quaisquer dos valores mobiliários discutidos nestes comentários e recomendações.

4. O Banco Pine, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum podem possuir participação acionária, direta ou indireta, igual ou superior a 5% (cinco por cento) do capital social das empresas analisadas nestes comentários e recomendações, e podem estar envolvidas na aquisição, alienação ou intermediação de tais valores no mercado. O Banco Pine, suas controladas, seus controladores ou sociedades sob controle comum declaram que recebem, ou pretendem receber, remuneração por serviços prestados para as empresas analisadas nestes comentários e recomendações ou para pessoas a ela ligadas.

5. Os instrumentos financeiros discutidos nestes comentários e recomendações podem não ser adequados para todos os investidores. Estes comentários e recomendações não levam em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento baseada nas informações contidas nestes comentários e recomendações. Caso um instrumento financeiro seja expresso em uma moeda que não a do investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode impactar adversamente o preço, valor ou rentabilidade do instrumento financeiro e o leitor destes comentários e recomendações assume quaisquer riscos de câmbio. A rentabilidade de instrumentos financeiros pode apresentar variações e seu preço ou valor pode, direta ou indiretamente, aumentar ou diminuir. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros, e nenhuma declaração ou garantia, de forma expressa ou implícita, é feita nestes comentários e recomendações em relação a desempenhos futuros. O Grupo Pine se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização destes comentários e recomendações ou de seu conteúdo.

6. Estes comentários e recomendações não podem ser reproduzidos ou redistribuídos para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito do Banco Pine. Informações adicionais sobre os instrumentos financeiros discutidos nestes comentários e recomendações estão disponíveis sob consulta.

Certificação de analistas

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório de análise são certificados de acordo com a regulamentação brasileira.