

**CENÁRIO  
EXTERNO DESAFIA  
EMERGENTES  
FRÁGEIS, COMO O  
BRASIL**

**COMENTÁRIO MACRO**  
MARÇO, 2021



As fortes revisões de crescimento global têm gerado preocupação quanto a estarmos frente a uma quebra estrutural no que toca a inflação. A princípio, este não parece ser a posição do Fed ou da maior parte dos analistas. Apesar disto, teremos, nos próximos meses, um aumento relevante da inflação em doze meses e, neste contexto, houve uma reprecificação importante dos títulos do Tesouro norte-americano, com elevação expressiva de taxas. Esse quadro não é favorável a países emergentes, sensíveis a juros mais elevados. E tais efeitos devem ser ainda mais importantes para o Brasil, que tem se mostrado inepto em lidar com a pandemia e com um viés claramente populista no campo fiscal, devendo levar a mais inflação, juros mais altos e menor crescimento.

## COMENTÁRIO MACRO

A alta de juros precoce realizada pelo Copom escancarou a fragilidade de fundamentos vivenciada pelo Brasil em contexto ainda muito incipiente de nossa recuperação econômica, assunto sobre o qual vimos falando em comentários recentes. Mas ela também expressa um cenário internacional mais desafiador do que o imaginado ao final de 2020, mesmo que no contexto de uma robusta aceleração da economia mundial. Esse é o tema que queremos abordar hoje.

As expectativas quanto ao crescimento global em 2021 têm se tornado mais positivas. Segundo o consenso da Bloomberg, a economia mundial cresceria 5,2% nas previsões feitas ao final do ano passado. A previsão hoje é significativamente maior, 5,6%. Mas o otimismo acabou sendo puxado sobretudo pelo desempenho bem mais positivo esperado para a economia norte-americana, cuja expectativa passou de 3,9% para 5,6%, em decorrência do gigantesco pacote fiscal aprovado rapidamente pelo Governo Biden, ao lado de progressos expressivos no processo de vacinação. Há previsões ainda mais otimistas, com algumas casas prevendo crescimento de até 8%, como é o caso da Goldman Sachs.

No mesmo período, a evolução desfavoreceu, em termos relativos, a Zona do Euro. Afetada pela necessidade de novas restrições à mobilidade e com um ritmo de vacinação ainda muito lento, a ZE viu sua expectativa de crescimento em 2021 evoluir desfavoravelmente, de 4,6% para 4,2%. Mantém-se uma expectativa robusta para a expansão do PIB chinês, de 8,2% ao final de 2020 para 8,5% agora. Mas é digno de nota que até a China tem apresentado alguns indicadores econômicos menos pujantes na margem, como em fevereiro.

A expansão impressionante prevista para os EUA levou a uma reprecificação dos ativos de renda fixa, dado o patamar anormalmente baixo dos juros no ano que passou, no contexto da fase inicial da pandemia e o choque econômico resultante. Assim, a taxa de juros do título do Tesouro americano de 10 anos saltou do patamar de 0,9% ao final de 2020 para quase o dobro desse valor, 1,7%. As expectativas são de alta ainda maior, podendo atingir 2,0 a 2,4% ainda esse ano.

A performance mais forte dos EUA mudou a percepção quanto ao apetite de risco, gerando um quadro de maior incerteza e redução nas recomendações de aquisição de ativos de países emergentes, em especial aqueles com fragilidades de fundamentos e evolução desfavorável da pandemia. No fim da fila estão aqueles que, como nós, enfrentam problemas inflacionários e terão de elevar suas taxas de juros mais rapidamente.

Nos EUA, o forte pacote de estímulo econômico pode ter exagerado na dose e passou a receber o “fogo amigo” do ex-secretário do Tesouro, Larry Summers. Mesmo sendo histórico defensor da expansão fiscal, sobretudo via gastos em infraestrutura, Summers descreveu a atual política econômica americana como “a menos responsável que tivemos nos últimos quarenta anos”, ao combinar um super pacote fiscal com uma política monetária fortemente estimulativa. O risco é um ressurgimento inflacionário, com o Fed tendo que apertar intensamente o “freio”, podendo resultar em estagflação.

Há, contudo, análises mais benignas quanto ao quadro inflacionário nos EUA, a começar pelo próprio Federal Reserve. Na semana que passou, o Chairman do Fed, Jerome Powell, foi vocal a respeito da mudança de dinâmica da inflação nas últimas décadas. A ligação entre desemprego e salários continuou a existir, segundo ele, mas a alta de salários perdeu correlação com a elevação de preços. Assim, embora o nível de desemprego tenda a atingir ou mesmo se situar abaixo do seu nível de equilíbrio (4%) ao longo de 2022, o Fed poderá iniciar a alta de juros bem depois, ao final de 2023 ou mesmo em 2024.

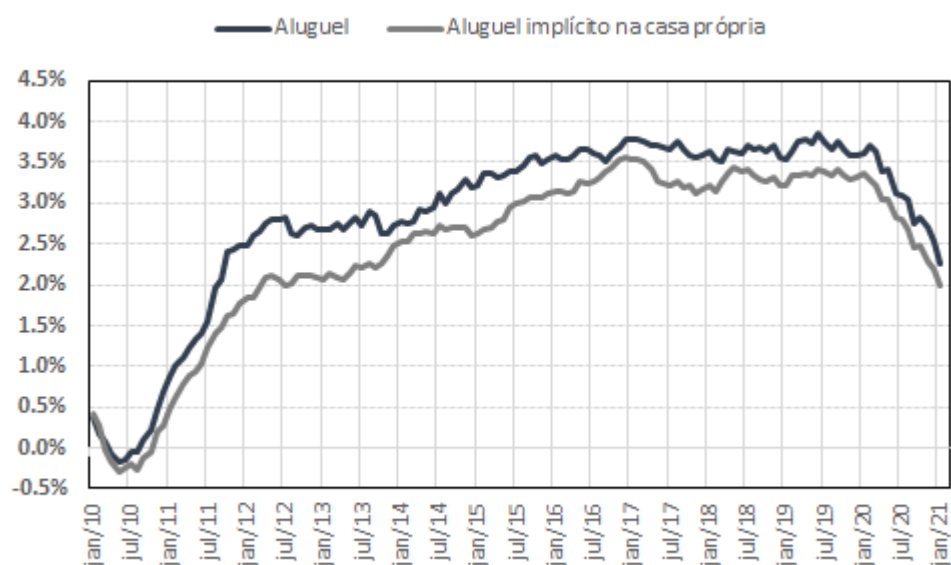
Em estudo recente, Michael Feroli, do JP Morgan (“US: The inflation outlook— thinking outside the triangle” de 12/03/21), corroborou essa visão benigna quanto ao quadro inflacionário. Em primeiro lugar, a curva de Philips tem se tornado mais horizontal (“flat”) desde os anos 80, pois embora haja transmissão do desemprego menor para salários, a alta desses não se transmite mais na mesma medida para a inflação, e sim para margens de lucro (corroborando, assim, a visão de Powell).

Feroli também não vê a presença de “speed effects”, ou seja, pressões inflacionárias ocorrendo ao longo do fechamento do hiato; mesmo que a rapidez da recuperação possa gerar gargalos de oferta, eles tendem a ser temporários. Feroli também não acredita em não-linearidades na curva de Philips, ou seja, que pudesse haver uma resposta abrupta e descontínua da inflação quando o desemprego ficar abaixo do nível neutro.

Ao lado da visão macro (“top down”), é possível uma visão da inflação mais desagregada (“bottom up”). Aqui o risco é que a inflação se eleve em decorrência da pressão altista dos preços de serviços que têm demanda deprimida (como viagens aéreas e turismo) na medida em que a economia se normalize. Mas para Feroli haverá alguma compensação baixista dos preços de alguns bens (como automóveis), que subiram muito no início da pandemia, os quais têm peso relativamente maior no índice.

E um fator decisivo, com bastante peso no núcleo do índice PCE (36,9%), será o comportamento dos aluguéis e serviços médicos. No caso dos primeiros, há uma tendência de queda a despeito da trajetória de alta nos preços de imóveis. Esse comportamento dissonante parece estar ligado ao crescimento da oferta de imóveis para aluguel em grandes centros urbanos (onde a inflação é medida) que tem sido acompanhada de redução da demanda em função do deslocamento de famílias, inclusive em decorrência da pandemia, em direção a subúrbios e demais regiões.

**Gráfico 1: Preços de aluguéis no PCE, 12m**



Fonte: Asa Investments

Os preços de serviços médicos, com peso de 19% no core PCE, têm mostrado dinâmica em boa parte determinada pelas políticas de saúde. Há expectativa de que possam se mover em direção mais benigna se o governo Biden reafirmar o Obamacare, que teve efeito desinflacionário sobre os serviços médicos quando houve sua implementação.

Uma maneira de analisar esta dinâmica desagregada é dividir os preços do núcleo do PCE, de acordo com metodologia do Fed de Nova York, em cíclicos e acíclicos. Os primeiros, sensíveis ao hiato do produto, envolvem sobretudo serviços, tendo caído pronunciadamente durante a pandemia, com a colaboração determinante dos aluguéis. Já os acíclicos envolvem predominantemente bens industriais e reagiram para cima em função de gargalos de oferta e a demanda a eles favorável na pandemia. Cabe esclarecer que os preços acíclicos têm maior correspondência, nos EUA, com os bens

comercializáveis; em contexto de economia aberta e globalizada, não mostram tração mesmo em momento de hiato do produto ou emprego mais fechado, como antes da pandemia.

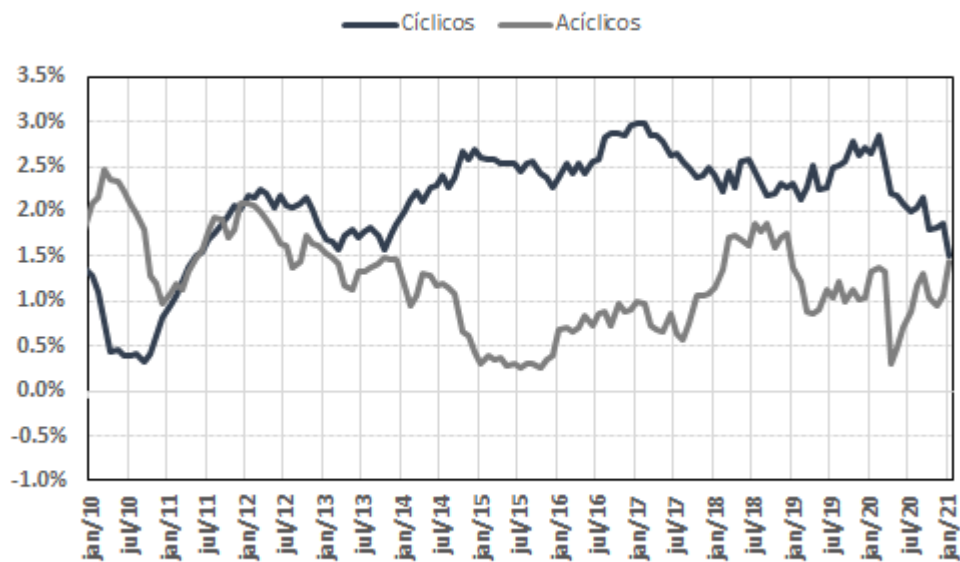
**Tabela 1: Quebra do Núcleo do PCE entre Cíclicos e Acíclicos**

Cíclicos	Acíclicos
Moradia	Bens duráveis
Recreação	Alimentação
Serviços de alimentação	Vestuário
Hospedagem	Combustíveis
Outros bens não duráveis	

Fonte: Asa Investments

Enquanto os preços cíclicos oscilavam em torno de média de 2,5% a.a. antes da pandemia, os acíclicos estavam mais próximos de 1%. Na pandemia, convergiram e na observação de janeiro estão praticamente iguais, em torno de 1,5% na métrica de 12 meses. Com a normalização da economia, os preços de serviços deverão evoluir na direção ascendente, mas com o contraponto dos aluguéis em moderação. No caso dos preços acíclicos, mais pressionados na pandemia, tenderiam a mostrarem algum arrefecimento com a normalização dos gargalos de oferta, sendo também crítico o que ocorrerá com os serviços médicos (confirmando ou não a trajetória mais benigna), que integram esse grupo.

**Gráfico 2: Itens Cíclicos e Acíclicos no Core PCE, 12m**



Fonte: Asa Investments

Estaríamos frente a uma quebra estrutural, com mudança para um regime de inflação mais alta de forma perene? Estaríamos em um processo de elevação da taxa de juros neutra? Essa não parece ser a posição do Fed ou da maior parte dos analistas, ou mesmo a visão de Summers, que tem centrado suas críticas no grau e forma do estímulo fiscal e não em alterações seculares na relação entre crescimento e inflação ou entre a oferta e demanda de poupança. A pandemia, aliás, poderá eventualmente agregar, de um lado, alguns elementos no sentido de elevar a poupança de modo estrutural, via aumento da desigualdade de renda e redução permanente da demanda por serviços presenciais (aumento do teletrabalho e comércio on-line, redução de turismo de negócios), embora, de outro, possa gerar algum ganho de produtividade (novos serviços digitais).

Nos próximos meses, contudo, teremos certamente um aumento relevante da inflação em doze meses nos EUA (e global) em função do efeito base. Ao mesmo tempo, há o temor de que o Fed possa iniciar discussões sobre a retirada de estímulos via redução de expansão de seu balanço. Há o temor de que possamos repetir os acontecimentos de 2013, quando Ben Bernanke anunciou o “tapering” do balanço do Fed, impactando muito significativamente os mercados (o título do Tesouro americano de 10 anos passou de 1,6% para 3,0%), incluindo bolsas e moedas emergentes.

A esse respeito, o UBS lançou relatório recente (“The Inflation Compendium (II): 15 Questions Your Portfolio Needs Answered”, 22/03/21) em que antevê efeitos menos dramáticos desse ajuste nos rendimentos dos títulos de renda fixa se comparado a 2013. Em primeiro lugar, é de se esperar que o aprendizado leve o Fed e demais bancos centrais a serem mais cautelosos com a retirada de estímulos, à luz da experiência passada, sendo flexíveis com a velocidade do movimento se necessário.

Mais fundamentalmente, ao analisar episódios nos últimos 25 anos em que os juros dos títulos públicos subiram, o estudo do UBS conclui que eles não afetam negativamente os ativos de risco (bolsas e spreads de crédito de maior risco) quando estão associados a períodos de crescimento econômico (4 episódios). Já quando associados a redução do crescimento (5 episódios), podem ter impactos negativos, como no caso mais recente em 2018.

Até aqui o Fed não acusou o golpe quanto ao possível impacto negativo da elevação dos juros das “treasuries”, o que não significa que não possa fazê-lo caso constate aperto das condições financeiras, que se encontram em terreno ainda bem estimulativo, em linha com o preconizado no estudo do UBS. Mas esse quadro não é favorável aos países emergentes, mostra o estudo, pois seus ativos têm se mostrado mais sensíveis ao aumento dos juros globais do que ao maior crescimento, com impacto líquido negativo. E entre aqueles afetados mais negativamente (surpresa!), Brasil e Turquia.

# CENÁRIO EXTERNO DESAFIA EMERGENTES FRÁGEIS, COMO O BRASIL



## COMENTÁRIO MACRO

Assim, mesmo que não cheguemos ao cenário mais negativo desenhado por Larry Summers, a combinação de juros mais elevados e dólar mais forte não é benigno aos emergentes em geral, menos ainda para aqueles pouco expostos à demanda externa e muito menos para aqueles que estão sendo ineptos em lidar com a pandemia e mostrando viés populista na condução da agenda fiscal, como o Brasil. Nesse contexto, os seguidos erros na condução da pandemia e o viés populista do governo cobrarão um preço ainda maior, combinando juros mais elevados, mais inflação e desemprego e menos crescimento econômico.





**Carlos Kawall**

Diretor

**Gustavo Ribeiro**

Economista-chefe

**Leonardo Costa**

Economista

**Gabriel Braga**

Estagiário

Acesse [asainvestments.com](https://asainvestments.com)