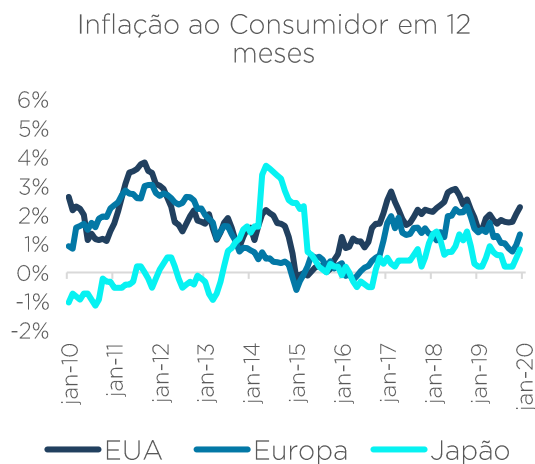


Uma década de liquidez abundante

A década de 2010 marcou um período ímpar na história econômica global. O mundo acabava de sair da crise de 2008, na qual os Bancos Centrais implementaram grandes programas de afrouxamento monetário, levando as taxas de juros para abaixo de zero pela primeira vez na história, além de injetarem bilhões de dólares no sistema via programas de *Quantitative Easing*.

As economias do mundo desenvolvido tiveram crescimento consistente na década. De 2010 a 2019, os EUA cresceram 2,25% ao ano, enquanto Europa e no Japão cresceram 1,37% e 0,86% ao ano, respectivamente. Era de se esperar que o crescimento econômico somado a uma expansão dos balanços dos BCs, eventualmente traria pressões inflacionárias, mas a história foi bem diferente. A inflação média nos EUA foi de 1,77% ao ano no período, enquanto na Europa e Japão as pressões inflacionárias foram ainda menores. Durante toda a década a inflação acumulada em 12 meses poucas vezes ultrapassou 3% nessas regiões.

Neste período, boa parte do trabalho das autoridades monetárias foi o oposto da razão histórica pela qual elas foram criadas: as políticas monetárias expansionistas tiveram como principal objetivo alimentar e sustentar a inflação acima de 2%.



Essa dinâmica trouxe a sensação de que a inflação, um efeito econômico historicamente incômodo, estivesse finalmente dominada pelas ações dos BCs.

No entanto, acreditamos que o êxito do controle inflacionário se deu muito mais aos fatores demográficos e tecnológicos, bem como à hiper otimização das cadeias de produção, com a China sendo um grande exportador de deflação para o mundo, do que de efetivamente um trabalho ativo e estratégico dos banqueiros centrais.

Fonte: FED St. Louis. Elaboração: Oby Capital

Nova década: virada do ciclo monetário

Com o advento da pandemia do Covid no final de 2019, as restrições de movimentações e a consequente quebra das cadeias globais de suprimento, a inflação voltou ao radar dos agentes econômicos. No início de 2022, o conflito entre Rússia e Ucrânia, duas nações de grande importância para o comércio global de commodities, deixou a situação ainda mais complexa.

Petróleo e seus derivados, gás natural, trigo e milho foram algumas das commodities cujo suprimento foi ameaçado e as cotações dispararam.

Os EUA convivem atualmente com a maior inflação em 40 anos conjuntamente com um nível de desemprego no menor patamar desde o início do século.

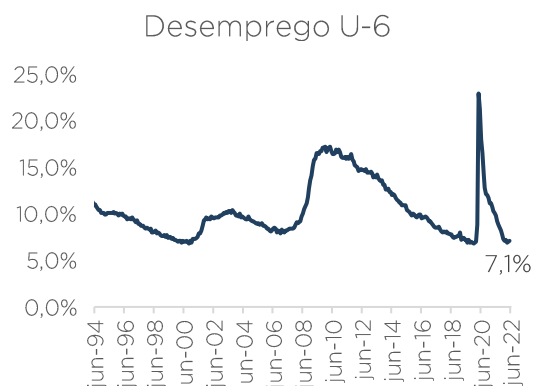
Recessão como remédio amargo

Indicadores sugerem que o EUA já está em recessão técnica dada a queda de 1,6% no PIB do primeiro trimestre e a estimativa de uma nova retração ao redor de 1% para o 2º tri (Fed Atlanta). Porém, essa retração está sendo puxada por exportações líquidas (exportações menos importações) e gastos do governo, aparentemente por um efeito do pós-pandemia e não por uma diminuição de consumo ou investimentos privados. Ademais, os dados de atividade não mostram sinais de arrefecimento tanto da produção industrial quanto das vendas no atacado, que permanecem nas máximas históricas.

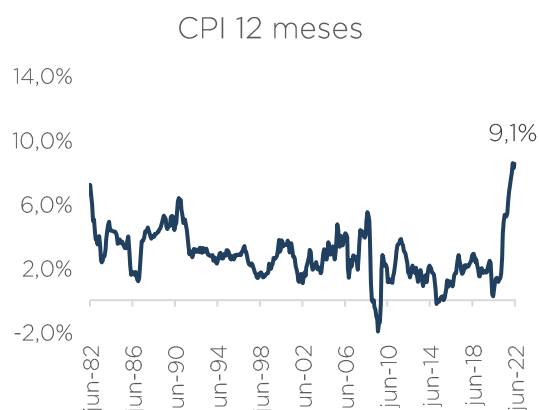
O BC americano tem sido ativo no aumento de juros, mas ainda com um discurso cauteloso por parte de Jerome Powell. A taxa básica foi apertada em 175 bps e a expectativa é que ela vá para algo entre 3,5-4,0%, o maior nível dos últimos 15 anos.

O resultado deve ser o aumento do desemprego e o esvaecimento das chamadas empresas “zumbis”, aquelas com baixa ou nenhuma rentabilidade e que só sobreviveram até hoje em função da abundância de crédito a juros historicamente baixos.

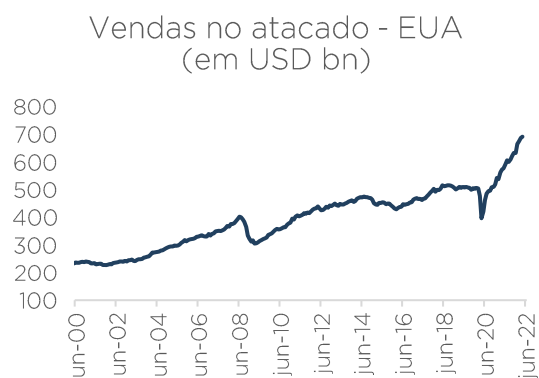
Nos EUA, as recessões mais danosas e com efeitos mais longínquos geralmente são originadas por eventos inesperados e que causaram um choque significativo de oferta e/ou demanda, também conhecidos como “Black Swans”. Esse foi o caso das recessões causadas pela crise financeira global e pela Covid-19.



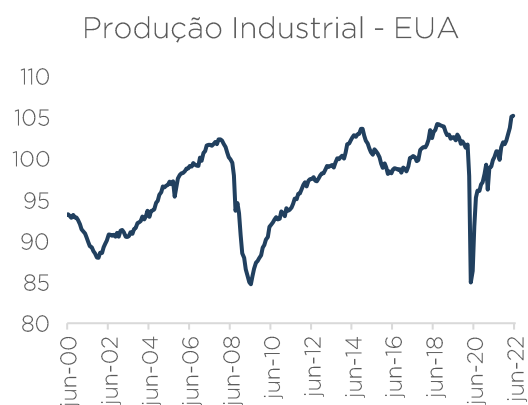
Fonte: FED St. Louis. Elaboração: Oby Capital



Fonte: FED St. Louis. Elaboração: Oby Capital



Fonte: FED St. Louis. Elaboração: Oby Capital



Fonte: FED St. Louis. Elaboração: Oby Capital

Ano	Contração de PIB	Inflação
1929 - 1933	-32,6%	0,0%
1937 - 1938	-13,2%	3,6%
1945	-17,0%	2,3%
1948 - 1949	-1,7%	6,5%
1953 - 1954	-2,5%	1,1%
1957 - 1958	-3,6%	3,3%
1960 - 1961	-1,3%	1,7%
1970	-1,1%	5,7%
1973 - 1975	-3,1%	7,4%
1980	-2,2%	13,9%
1981 - 1982	-2,6%	9,7%
1990 - 1991	-1,4%	4,7%
2008 - 2009	-4,0%	3,9%
2020	-10,1%	2,5%

Fonte: FED St. Louis Elaboração: Oby Capital

As recessões mais leves geralmente têm origem em cenários de pressão inflacionária e consequente aumento de juros, como observado no início das décadas de 80 e 90, fruto de choques de oferta do petróleo, que pressionaram a inflação e forçaram um aperto monetário.

Com isso, a maior economia do mundo precisa hoje do remédio amargo de uma recessão, porém no cenário atual acreditamos e esperamos que ela seja leve porém lenta.

O mercado de ações tem respondido de forma mais aguda. A volatilidade do S&P 500 subiu e o índice fechou o primeiro semestre de 2022 em queda de -21%.

Europa como risco de cauda

A situação na Europa é um fator de risco para a economia global. Os efeitos da guerra entre Ucrânia e Rússia estão se refletindo na economia e podem tornar a dinâmica de crescimento europeia, que já não era forte desde a década passada, ainda pior.

O continente tem uma alta dependência energética da Rússia, que tem feito cortes no suprimento de petróleo e gás natural. Com isso, o preço dessas commodities disparou, fazendo com que a inflação ao produtor fosse altamente afetada, chegando a 16% nos últimos 12 meses. Em um cenário de racionamento de energia, aumentam as chances de termos a temida combinação de recessão com inflação, o que seria um dos piores cenários para o BCE, dado que as ferramentas de política monetária perdem efetividade em ambientes de estagflação.

Junto a isso o Euro atingiu o menor nível em 20 anos, passando a negociar ao par com o dólar. O *spread* entre os juros na Itália e na Alemanha voltou para patamar acima de 200bps. Como há uma união monetária, os países têm poder de ação de política monetária reduzido, já que o BCE é quem concentra essa responsabilidade em relação ao Euro.

São poucas as alternativas de curto prazo, dada a alta dependência da energia vinda da Rússia e as limitações da política monetária. O indicador de risco sistêmico na Europa subiu para níveis acima de 2016 quando o Reino Unido convocou um referendo para sair do bloco. Persistindo o cenário atual, possivelmente as autoridades europeias não terão alternativa a não ser uma negociação com os russos, por mais custoso que seja esse processo.

China como principal beneficiado

A China é um dos poucos países no mundo que não convive com uma pressão inflacionária e tem se beneficiado importando produtos russos sancionados pelas potências do Ocidente. Os dados de junho marcaram uma inflação ao consumidor de 2,5% nos últimos 12 meses, nível com o qual o PBOC está confortável. A autoridade monetária tem comunicado que vai utilizar ferramentas para auxiliar o crescimento, como a diminuição do custo de financiamento e medidas direcionadas aos setores mais afetados pela Covid-19.

A segunda maior economia do mundo apresentou crescimento de 1,3% no primeiro trimestre de 2022, em um período amplamente afetado pela política Covid-Zero, que colocou diversas restrições de movimentações no país. O BC chinês também afirmou que tem mantido a liquidez em níveis razoáveis, o que é extremamente importante como uma medida para garantir que uma crise no sistema financeiro não se instaure.

Nos preocupa sinais negativos vindos do setor imobiliário chinês, considerado um dos mais importantes na economia pelo seu alto nível de alavancagem e conseqüentemente alto risco sistêmico. Existem relatos de atraso nos pagamentos de hipotecas por clientes que alegam que as obras estão paradas e as entregas estão em atraso. **Um aumento na inadimplência nesse setor apresenta um risco importante para a economia chinesa e deve ser monitorado de perto.** No entanto, até o momento, a situação parece controlada e os impactos localizados.

Brasil: populismo em dobro

O Brasil surpreendentemente apareceu como um vencedor de curto prazo. A infortuna situação do conflito na Europa fez com que os preços das commodities disparassem, o que foi um grande agregador ao PIB no 1º trimestre do ano, quando o produto cresceu 1%.

Aliada a isso, a arrecadação surpreendeu positivamente, o que melhorou o resultado fiscal. Com as revisões do crescimento para cima e um cenário de arrecadação mais benéfico, o governo se viu com mais espaço para medidas expansionistas.

Foi aprovado o projeto de lei que limita o ICMS e isenta alguns impostos federais da base de cálculo dos preços de combustíveis, na busca por reduzir o preço na bomba. **A redução veio acompanhada de aumentos no Auxílio Brasil e no vale gás, benefício aos caminhoneiros e taxistas, além do piso salarial da enfermagem.**

O mercado tem sinalizado que, caso o governo siga nessa linha, terá de pagar um juro mais alto para rolar sua dívida, além de conviver com uma moeda mais desvalorizada. No curto prazo a inflação ao consumidor deve arrefecer devido ao corte dos impostos nos combustíveis. Porém, além do alto custo fiscal dessas medidas, temos também uma deterioração da credibilidade de longo prazo.

A facilidade na aprovação dessas medidas escancara a fragilidade do teto de gastos, e abre precedentes para novas medidas parecidas no futuro. Sem uma âncora fiscal, estaremos correndo o risco de políticas de gastos excessivos, sem o devido controle das contas públicas.

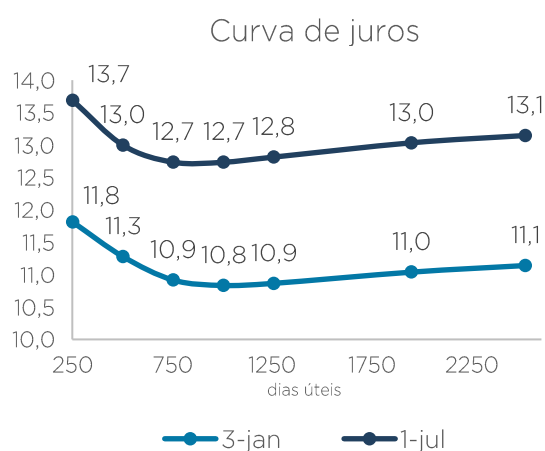
Soma-se a isso a predisposição declarada dos candidatos que lideram as pesquisas de rever a política do teto de gastos caso sejam eleitos. Uma situação que, historicamente, afasta o interesse de investidores estrangeiros.

Flertando com o vizinho

Enquanto isso, o Banco Central do Brasil continua com a difícil missão de trazer a inflação para a meta, e já levou a Selic de 2% para os atuais 13,25%, com alta chance de realizar mais aumentos nas próximas reuniões.

O problema é que, sem a proteção do teto de gastos, o ajuste monetário corre o risco de perder efetividade, em um cenário de dominância fiscal. Reflexo disso é que mesmo com os juros já em território contracionista, o mercado vem demandando cada vez mais prêmio para financiar a dívida brasileira.

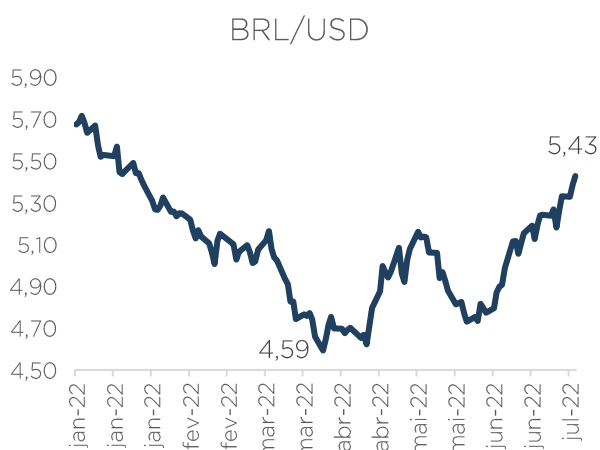
Desde o início do ano, a curva de juros se moveu quase que verticalmente, demandando em média, 200bps adicionais pelo risco soberano brasileiro. Outra medida que ilustra o aumento do risco país é o CDS de 5 anos, que aumentou mais de 100bps desde a mínima do ano e está no maior patamar desde a fase mais aguda da pandemia, sendo negociado a 330 pontos.



Fonte: ANBIMA. Elaboração: Oby Capital

O câmbio também tem refletido essa situação. Após iniciar o ano como a moeda que mais valorizou no mundo, o real perdeu bastante força nos últimos dois meses, quando se intensificaram as atitudes populistas do governo.

A Selic subiu 400bps em 2022, mas ainda assim não foi capaz de segurar a cotação do dólar abaixo do patamar de R\$ 5,00 por muito tempo.



Fonte: Bloomberg. Elaboração: Oby Capital

A falta de responsabilidade fiscal e a perda de credibilidade nas políticas econômicas levaram nossos vizinhos argentinos a conviver com inflação acima de 60% nos últimos 12 meses, juros básicos de 52% e câmbio continuamente desvalorizado.

A autoridade monetária Argentina perdeu a capacidade de influenciar as expectativas de inflação devido ao descontrole fiscal, dificultando a saída da crise. O país foi socorrido pelo FMI em 2018, e se viu obrigado a renegociar sua dívida novamente esse ano, acompanhado de um pacote de restrições.

Não acreditamos que será esse o caminho tomado pela economia brasileira, dada a boa situação das contas públicas. No entanto sempre devemos lembrar que medidas populistas que continuamente deteriorem a situação fiscal pode colocar toda a economia em risco, como podemos observar em nossa vizinhança.

Contagem regressiva

A partir de agora, o mercado irá trabalhar com um olho na eleição. O primeiro turno ocorrerá em menos de 80 dias e até o momento a disputa se concentra entre Jair Bolsonaro e Lula.

Independentemente de quem sair vencedor da eleição, a herança será um quadro complexo, onde a responsabilidade fiscal e o pragmatismo econômico serão fundamentais para a estabilidade da economia e a retomada da credibilidade. Abordaremos este tema na nossa próxima carta.

Agradecemos pela confiança,

Equipe Oby Capital