

Nas nossas explicações a respeito da relativa resiliência dos ativos brasileiros, face à confusão política em que nos metemos, dois pilares são sempre citados: a equipe econômica e o cenário externo. No primeiro caso, a qualidade das pessoas e o compromisso das mesmas com uma boa gestão fiscal, dão a esperança de atravessar esses momentos turbulentos, mesmo na certeza de que as contas não fecham. Ou seja, não haveria nenhum tipo de experimentalismo, ao mesmo tempo em que, poderá ser tirado algum “coelho da cartola”, mesmo que a Reforma da Previdência naufrague (ou mesmo boie, a espera de reparos). Já na questão do cenário externo, o que vimos até agora foi que, o excesso de liquidez tem “empurrado” os investidores para ativos mais arriscados em geral e, para os brasileiros, em particular. O que nos leva a crer que, qualquer mudança nesse cenário de liquidez abundante, poderia reduzir, rapidamente, os graus de liberdade da economia brasileira. Portanto, como a questão da equipe econômica não apresenta nenhum risco no curto prazo e as últimas semanas têm sido profícuas na questão da liquidez, vamos usar o Opinião de hoje para discutir, exatamente, esse assunto, a luz das novidades mais recentes.

O ponto de partida dessa discussão, será definir o porquê das taxas de juros dos títulos soberanos dos países centrais, estarem em níveis mais baixos, mesmo com o FED aumentando os juros. O “normal”, nesse momento, seria a elevação das taxas longas das treasuries, que seriam acompanhadas pelos papéis dos demais países. Entretanto, não foi isso que aconteceu desde o início do processo de elevação dos juros nos EUA.

Na época da primeira alta, em dezembro de 2015, o título americano de 10 anos chegou a 2,35%, mas logo foi perdendo força e atingiu a mínima de 1,35% no meio de 2016, para subir a 2,60% às vésperas da 2ª alta em dezembro do mesmo ano. Entretanto, mesmo após mais duas altas em 2017, em março e junho, tinha voltado recentemente para 2,15%. Ou seja, após 4 altas dos juros pelo FED, as taxas de 10 anos estavam mais baixas do que antes do início das mesmas! Qual o motivo para isso?

Existem duas teorias principais. A primeira é a defendida pelo ex-secretário do Tesouro americano, Lawrence Summers, e é conhecida como “Estagnação Secular”. Nela, por diversas razões, mas, principalmente pela queda da produtividade da economia americana, as taxas longas não sobem porque os agentes econômicos têm consciência que a atual recuperação da economia é transitória e que, no longo prazo, a tendência do crescimento americano é ficar próximo da estabilidade. Com isso, a taxa de juros neutra de equilíbrio seria muito baixa, talvez até negativa, permitindo que os juros nos EUA ficassem próximos de zero por um longo período. A segunda teoria, que nos parece mais razoável, vai na linha de considerar esse movimento reflexo de uma questão de oferta e demanda. Como só saberemos se Larry Summers tem razão, ou não, após observarmos se, no futuro, efetivamente a economia americana vai estagnar, vamos nos deter em explicar porque consideramos a questão da oferta e demanda mais razoável.

Enquanto o FED subia os juros, os ativos detidos pelo BC americano no seu balanço eram mantidos estáveis em USD 4,5 trilhões (antes da crise de 2008, esse valor ficava abaixo do USD 1 trilhão. Entretanto, enquanto o FED mantinha o seu balanço estável, o Banco Central Europeu (BCE), aumentava o seu de níveis próximos a USD 3,0 trilhões para USD 5,0 trilhões. O que uma coisa tem a ver com a outra? Tudo. Apesar de ser menos “badalado”, o BCE tem o mesmo “poder de fogo” que o FED em termos de injetar liquidez no mercado. Além disso, uma questão importante nesse ponto é a relação umbilical entre os títulos americanos e alemães. O ponto aqui é que, ambos, são considerados ativos “sem risco”, diferindo apenas porque um é em Dólar e outro em Euro, ou seja, sendo bens substitutos, os seus preços não podem divergir muito durante muito tempo. Posto isso, vamos ver o que aconteceu nesse período de aumento do balanço do BCE com as taxas dos títulos alemães e os seus reflexos nas taxas americanas.

Em dezembro de 2015, a taxa alemã para 10 anos estava em 0,65% e chegou ao mínimo de -0,20%, no mesmo período em que os 10 anos americanos chegavam aos seus valores mais baixos como visto acima, estando em 0,25% a duas semanas atrás. Em termos de mudanças nas taxas, durante esse período, o BCE reduziu a taxa básica em março de 2016 e a sua taxa de refinanciamento tanto em dezembro de 2015, quanto em março de 2016. Ou seja, o que aconteceu de diferente entre o final de 2015 e o meio de 2016, que poderia ter feito as taxas dos dois lados do atlântico caírem tanto, foi o incremento de liquidez que o BCE fez no mercado mundial. Certamente que dados econômicos piores também influenciaram, uma vez que influenciam a percepção dos agentes sobre o futuro da política monetária, mas temos uma boa evidência aqui para continuar a contar a nossa história.

Para chegarmos onde queremos, vamos primeiro ver como tudo que dissemos até agora se encaixa com a questão da relação entre oferta e demanda. Para isso, primeiro temos que considerar que qualquer título é negociado por um preço e não por uma taxa. Na verdade, a taxa é definida pela diferença entre esse preço negociado e o valor que esse título terá no vencimento. Por exemplo, os títulos americanos valem USD 100 no seu vencimento, se ele está sendo negociado a USD 98 agora, se levarmos ele até o vencimento, vamos ganhar USD 2, ou seja, uma taxa implícita de 2,0%. Portanto, como acontece com qualquer bem, se existe um aumento de demanda no mercado de títulos, o preço destes vai subir e, como o preço final continua fixo em USD 100, significa que a taxa implícita agora seria menor. Voltando ao nosso exemplo, caso o preço suba para USD 99, agora a taxa seria 1,0% e não mais 2,0%.

No nosso caso, vamos considerar que, para um crescimento “normal” na oferta de títulos de baixo risco, como os alemães, agora, além da demanda normal do mercado, temos um novo personagem com bastante “bala na agulha”. Seguindo a nossa discussão do parágrafo

anterior, esse novo demandante no mercado tenderá a elevar o preço do título e, conseqüentemente, reduzir a taxa. Como o movimento dos títulos alemães e americanos não podem diferir sobremaneira, uma vez que são bens substitutos, a queda nas taxas dos títulos da Alemanha, acaba por servir como uma âncora para os títulos dos EUA.

Bem, para fechar a nossa história, temos que ver o que mudou ao longo das últimas semanas. Para começar vamos voltar um pouco no tempo, mais precisamente para maio de 2013. Foi nesse mês que, o então presidente do FED, Ben Bernanke, sinalizou que o programa de compra de ativos poderia começar a ser reduzido. Mesmo que o movimento efetivo só tenha começado no 2º semestre de 2014, em apenas 1 mês, as taxas dos títulos americanos de 10 anos subiram mais 1,00 p.p.. Ou seja, como já discutimos em Opiniões anteriores, no atual “estado das artes” da política monetária, as palavras têm mais força do que os atos. Voltando para os dias atuais, Mário Draghi, em evento do BCE em Portugal disse que as *“forças deflacionárias têm sido substituídas por forças reflacionárias”* e que, *“a queda recente da inflação se deveu a fatores transitórios”*. Ou seja, nada foi dito, diretamente, sobre a questão do programa de compra de ativos que ainda está em curso na Zona do Euro, entretanto, essas palavras foram a senha para que o mercado passasse a discutir o assunto. Como os EUA já estão na “boca” para começar a reduzir, efetivamente, o seu balanço, a discussão ganhou força e as taxas alemães de 10 anos quase dobraram em menos uma semana, passando de 0,24% para 0,47%, entre 2ª feira (26/06) e 6ª feira (30/06). Corroborando a ideia de uma correlação forte entre os ativos alemães e os americanos, as taxas de 10 anos americanos tiveram movimento semelhante, passando de 2,14% para 2,31% no mesmo período. O movimento acabou sendo consolidado pelas Atas das reuniões do FED e do BCE que foram divulgadas nessa semana. Enquanto a primeira mostrou que, apesar da total indefinição do timing do processo, a decisão de que o início do programa de redução de ativos em poder do BC americano se dará

até o final do ano parece consolidada, o BCE, reforçou a impressão que o mercado teve ao ouvir as palavras de Draghi, ao confirmar que o seu programa de compra de títulos foi realmente discutido na reunião. Com isso, mais uma vez, tivemos altas das taxas dos dois lados do Atlântico, com a dos títulos alemães de 10 anos chegando à 0,57%, nível que não era visto desde a virada de 2015 para 2016, e os americanos alcançando 2,39%.

A conclusão a que chegamos é que, a percepção de que a liquidez abundante nos mercados será eterna, começa a mudar. Obviamente que o movimento de correção dos ativos nunca é linear, como o próprio movimento de 2013 comprova, mas, podemos dizer que, o risco de que um dos pilares que vem sustentando o cenário favorável para os ativos brasileiros, piore nos próximos meses, aumentou consideravelmente. Ou seja, o quanto mais rápido resolvemos os nossos problemas, menor a chance de vermos uma rápida piora do cenário interno nos próximos meses, resultante de uma mudança dos ares externos.

“Azar não existe, Deus não joga dados”

Albert Einstein

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.