

# CARTA DO ECONOMISTA

Avanços nas negociações comerciais dominam os mercados levando a nova onda de valorização dos ativos.

A nível de mercado externo, no mês de dezembro tivemos o anúncio dos governos de China-USA de que chegaram a um acordo comercial da fase I (acordo ainda não assinado), determinando a interrupção dos aumentos das tarifas entre os dois países. Também no front comercial, a eleição no Reino Unido (UK) deu clara vitória ao primeiro ministro (PM) Boris Johnson, determinando o fim das incertezas quanto a saída do UK da União Europeia (EU).

No mercado doméstico, não tivemos aprovação de novas reformas econômicas, mas os dados divulgados confirmaram a aceleração do crescimento econômico no segundo semestre de 2019. Primeiro, dados do PIB do terceiro trimestre, liberados pelo IBGE, mostram um aumento da taxa de crescimento brasileiro para 1.2%. Segundo, de acordo com o CAGED, a criação de emprego em novembro foi mais que o dobro (99.2 mil empregos) do esperado pelo mercado (47.7 mil). Além de ter sido o melhor mês de novembro desde 2010. Terceiro, o Banco Central do Brasil (BACEN) reduziu a SELIC meta para 4.5%. Finalmente, a agência Standard & Poor's colocou a nota de risco soberano do Brasil em perspectiva positiva.

Neste ambiente, tanto o mercado americano quanto o mercado brasileiro mantiveram a tendência de valorização, com os principais índices voltando a baterem novos recordes. No Brasil, com a melhora no ambiente doméstico, o risco país volta a cair forte, atingido o menor valor desde 2010. Com isto, o dólar e o retorno dos títulos públicos caem, revertendo parte das altas do mês anterior.

## > CENÁRIO INTERNACIONAL

Como falamos nas cartas anteriores, o cenário internacional ao longo de 2019 teve três fontes de incerteza:

(i) separação EU-UK; (ii) disputa comercial China-USA; (iii) queda do crescimento mundial.

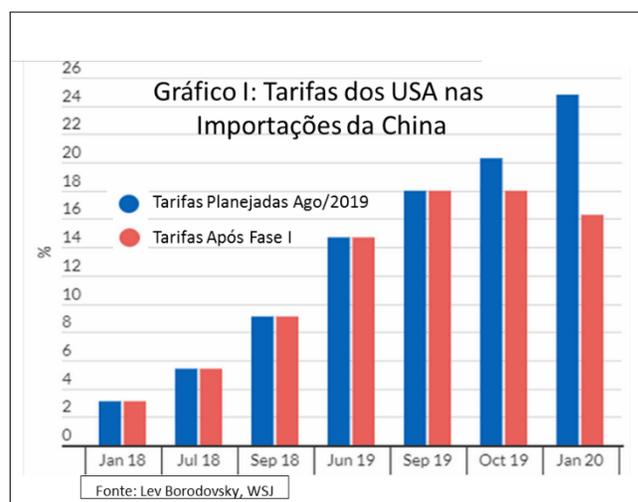
Começamos analisando as disputas comerciais, ou seja, itens (i) e (ii) acima, que tiveram grandes avanços ao longo do mês de dezembro.

Em relação a separação da EU-UK, a eleição parlamentar de 12/12 eliminou incertezas ao dar folgada maioria ao PM Boris Johnson, defensor da saída do UK da EU. Primeiro, com este novo parlamento, o PM garantiu a manutenção do deadline de 31/01/2020 para a separação EU-UK. Segundo, logo após a posse do novo parlamento, o acordo de separação negociado pelo PM com a EU foi aprovado, dando passo importante para ser adaptado as leis britânicas.

Embora, no curto prazo, a separação possa trazer alguma queda do crescimento destas duas regiões e, conseqüentemente, da economia mundial, essa separação abre uma oportunidade de comércio para a economia brasileira. Para tanto, o Brasil deve se antecipar e negociar um acordo de livre comércio com o UK.

Além disto, se o UK fizer acordos de comércio com parceiros com maior crescimento, o UK deve acelerar seu crescimento no longo prazo, o que também deve aumentar o crescimento mundial.

Em relação a disputa entre China e USA, também tivemos avanços ao longo de dezembro. Os governos dos dois países anunciaram que chegaram a acordo comercial para a fase I.



Embora este acordo ainda não tenha sido assinado, sendo os detalhes ainda desconhecidos, ele interrompeu a escalada da guerra tarifária entre os dois países, como podemos ver no Gráfico I.

Como a disputa tarifária USA-China e a incerteza quanto a separação EU-UK eram fatores que afetavam o crescimento para os próximos anos, estes avanços levaram a uma maior estabilidade e melhora das expectativas.



Como consequência, tivemos aumentos substanciais nos preços dos ativos ao redor do mundo.

Voltemos a nossa análise agora para o crescimento mundial. Começamos com os USA. Vários dados liberados ao longo do mês de dezembro indicam que a economia americana continua crescendo, embora a taxas menores que as do ano anterior (crescimento do PIB no terceiro trimestre após a última revisão foi de 2.1% e a criação de empregos veio bem acima do esperado).

Embora os dados de venda no varejo tenham vindo menores do que o esperado em dezembro, o crescimento dos salários (ver Gráfico II) e as expectativas dos

consumidores são um bom indicador de que o consumo das famílias deve continuar impulsionando o crescimento americano nos próximos trimestres (o Fed, banco central americano, inclusive manteve os juros básicos inalterado em seu último encontro de dez/2019).

A China, por sua vez, ainda traz dados de que seu crescimento esteja caindo. Como podemos ver no Gráfico III, tanto a lucratividade quanto os preços estão caindo na industria chinesa. Mas, estes dados indicam que, em vez de crescer 6%, a China deve crescer em torno de 5% a 5.5% nos próximos trimestres.

Além disto, devemos esperar que o fim da escalada na guerra tarifária entre China e USA terá impactos positivos sobre o crescimento chinês (e dos USA) nos próximos trimestres. Este efeito não deve vir da queda das tarifas, pois o acordo atual, aparentemente, não contempla esta redução. O efeito positivo sobre o crescimento deve advir da interrupção nos novos aumentos que estavam planejados, como vimos no Gráfico I.

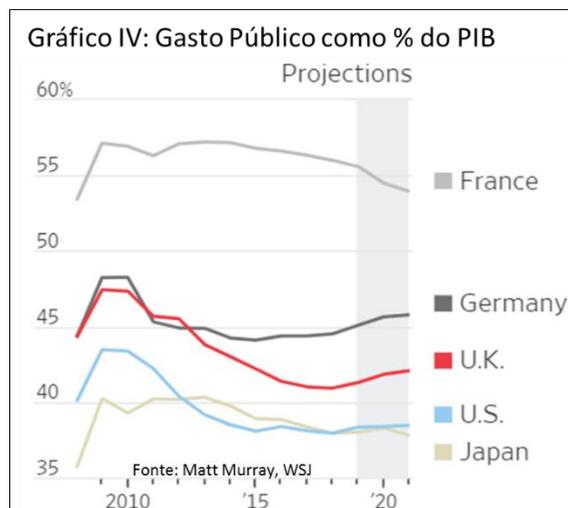


Voltemos nossa atenção para regiões como EU e UK, onde o crescimento está muito baixo ou mesmo negativo. Primeiro, UK e EU sofrem os efeitos da incerteza que as negociações sobre a separação EU-UK tem gerado. Os avanços recentes devem ter algum efeito positivo. Segundo, os índices de compra de novembro das duas maiores economias da EU indicam baixo crescimento (França) ou contração (Alemanhã).

Duas das principais políticas que poderiam ser usadas nestas regiões para incentivar o crescimento seriam a política monetária e fiscal.

Em cartas anteriores já analisamos os limites que a política monetária se defronta nestas regiões. Excesso de ativismo dos bancos centrais na última recessão levou ao acúmulo sem precedentes de ativos pelas autoridades monetárias. Além disto, juros baixos e/ou negativos impõem ainda maiores obstáculos ao uso deste instrumento.

Vale notar um efeito distributivo destas políticas monetárias. Estas regiões possuem elevado percentual de pessoas idosas e tem aumentado rapidamente. Esta população idosa não pode tomar risco. Particularmente, quando estas economias estão estagnadas, pois a possibilidade de valorização das empresas fica menor.

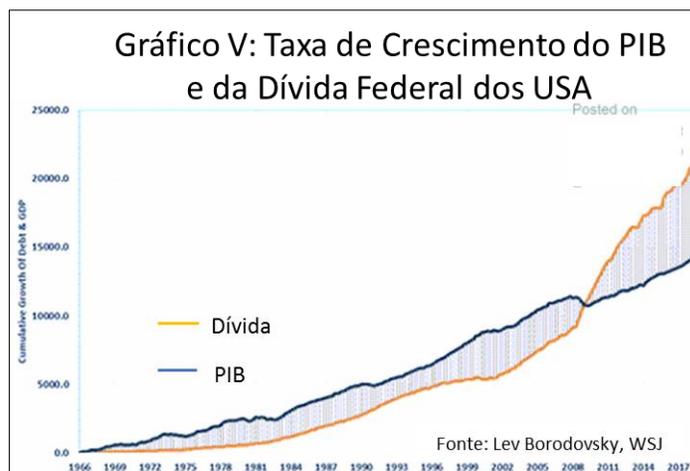


Com isto, os bancos centrais destas regiões continuam taxando seus idosos em prol de um crescimento que a política monetária não está atingindo. Em síntese, enquanto os bancos centrais tentam gerar crescimento, os mais velhos vão ficando mais pobres com os juros negativos.

Voltemos agora para a análise da política fiscal. Assim como no caso da política monetária, estes países têm abusado do uso da política fiscal desde a crise de 2008. Os governos destes países já têm elevados gastos e/ou rodam elevados déficits como percentual do PIB, como podemos ver nos Gráficos IV e V. Assim, também a política fiscal deve ter maior restrição para ser utilizada.

Para finalizar, no mês de dezembro a incerteza caiu com o avanço das negociações China-USA e as eleições no UK. Mais ainda, China e USA continuam crescendo com taxas menores e os avanços das negociações podem dar novo impulsionamento a este crescimento. Já EU e UK estão com taxas de crescimento próximas de zero. Mas, aqui também, o avanço das negociações podem impulsionar estas economias

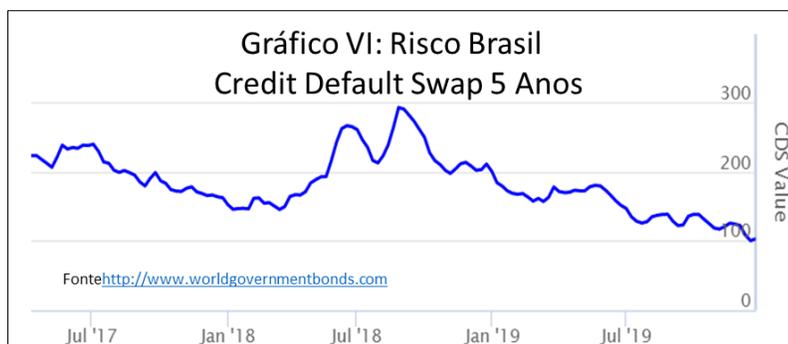
Claro que este cenário afeta diretamente o Brasil. Com a perspectiva de manutenção ou mesmo aumento do crescimento mundial, as exportações brasileiras tendem a aumentar tanto em volume quanto em preço. Além disto, em alguns anos, o UK oferece uma boa oportunidade como parceiro comercial, após a separação da EU.



## > CENÁRIO DOMÉSTICO

Começaremos olhando as expectativas dadas pelo Boletim Focus. Na última semana de dezembro, o Focus indicava expectativas de inflação de 4.04% (grande elevação desde novembro) e de crescimento de 1.17% em 2019 (também aumentou em relação a novembro). Além disto, há expectativa de manutenção no patamar atual da Selic de 4.5% durante 2020.

O cenário do mês de dezembro foi dominado pelos avanços nas negociações internacionais e pelos sinais de que a economia brasileira está aumentando o crescimento: (i) PIB do terceiro trimestre aumentou 1.2%, contra expectativas de aumento de 1%; (ii) O número de empregos criados em novembro foram de 99.2 mil contra expectativas de 47.3 mil; (iii) Aumento das vendas de varejo durante o natal em dezembro em 9.9% (crescimento que não se observava desde 2014).



Além disto, dois outros fatores contribuíram para melhorar as expectativas no mercado doméstico. A redução dos juros pelo BACEN em meados de dezembro e a elevação da perspectiva da dívida soberana brasileira pela Standard & Poor's.

Neste ambiente, o mercado acionário tem forte valorização, com os principais índices batendo novos recordes, e o dólar volta a cair (revertendo parte da valorização de

novembro). Finalmente, o risco Brasil atinge seu menor patamar nos últimos 3 anos, como podemos ver no Gráfico VI. Devemos notar que este nível de risco só foi atingindo em 2010, quando o Brasil ainda possuía grau de investimento.



A despeito do baixo risco Brasil e dos sinais das agências internacionais de “rating” de que as reformas têm levado o país a se distanciar de uma situação de insolvência, vamos fechar 2019 com elevada saída de recursos de estrangeiro da Bovespa, como podemos ver no Gráfico VII.

Aqui vale a pena uma observação. A despeito da saída de capital estrangeiro da B3 dos últimos anos, o estoque de capital

dos estrangeiros continua aumentando. Isto porque, a saída tem sido menor que os ganhos. Em outras palavras, os estrangeiros estão aumentando suas posições na B3, pois o que retiram é, apenas, parte dos ganhos.

Finalmente, em meados de dezembro, outro evento teve impacto limitado no mercado doméstico, devido ao ambiente externo bastante favorável. O ministro da economia anunciou que o governo está estudando a possibilidade de taxar as transações via meios digitais.

Já falamos aqui, em cartas anteriores, que o aumento de tributação reduz o retorno dos investimentos, reduzindo os incentivos dos investidores quando a economia mais precisa. Em particular, isto ocorre justamente quando novos impostos vão para uma máquina pública já cara e lenta.

Passemos agora a analisar as perspectivas para o próximo ano. Quanto ao mercado externo, temos as negociações comerciais que avançaram e devem culminar na assinatura de tratado (a não ser que o presidente americano arranje novas disputas comerciais). Esta forte incerteza deve trazer mais instabilidade.

Mas, o outro fator de instabilidade que existiu em 2019 ainda continua. Devemos lembrar que ainda temos os sinais de queda de atividade econômica na China, na EU (e, mesmo, nos USA). Em síntese, em 2020 a principal fonte de instabilidade tende a se deslocar das disputas comerciais (e separação EU-UK), para o crescimento mundial.

Em relação a economia doméstica, se o Brasil mantiver em andamento as reformas, melhorando o ambiente de negócios e os fundamentos macroeconômicos, devemos ter crescimento acima do que tivemos em 2019.

É claro que aumentar a carga tributária via criação de impostos (como a CPMF, transações digitais, e etc.) ou via tributação da renda do capital é um passo na direção contrária. Se ocorrer, deve reduzir nosso crescimento.

Antes de terminarmos esta seção, mais uma vez, vamos chamar a atenção para a política de juros do BACEN que levou a Selic a 4.5% em dezembro de 2019. A forte desvalorização do real em novembro mostra os efeitos gerados pela queda do diferencial dos juros Brasil-USA, num mundo com várias fontes de instabilidade.

A mudança do cenário externo em dezembro foi fundamental para conter o dólar. Mas os efeitos da desvalorização, elevando os preços das carnes e dos alimentos, terão impactos persistentes. A inflação, que algumas semanas atrás estava acumulada, em torno de 3%, deve acabar 2019 em torno de 4%.

É importante enfatizar que, além do nível, é também importante a estabilidade da taxa de juros para dar as empresas um ambiente para analisar os projetos de investimento. O risco que corremos é devido ao aumento da inflação, o BACEN voltar a elevar os juros no curto prazo.

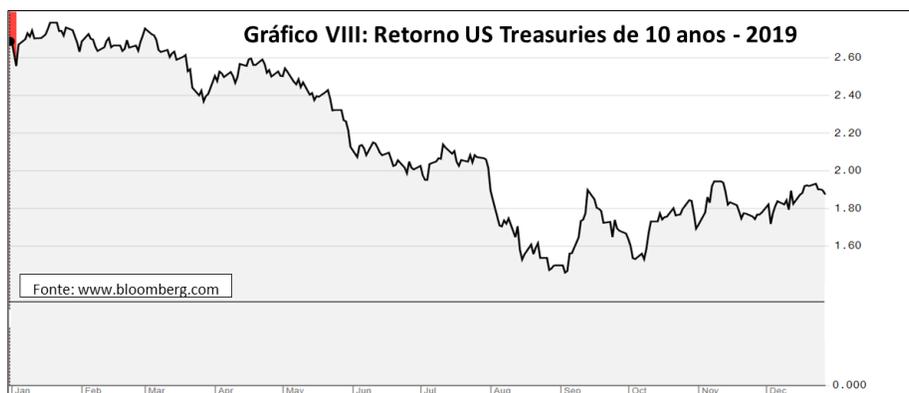
**> RENDA FIXA**

**ESTADOS UNIDOS**

O mês de dezembro foi marcado pelos avanços das negociações China-US. Como dito acima, os governos dos dois países anunciaram que chegaram a um acordo para o que estão chamando Fase I. Embora o acordo não tenha sido assinado ainda, ele determinou interrupção da escalada da guerra tarifária que estava planejada (ver Gráfico I).

Além disto, as eleições parlamentares no UK deu maioria parlamentar para Boris Johnson que pode finalmente finalizar a separação EU-UK. O Fed, como amplamente sinalizado e esperado pelo mercado, manteve os juros americanos inalterados tendo como meta o intervalo 1.5% a 1.75% a.a..

Com o cenário internacional estável, os retornos pagos pelos títulos americanos retomaram a tendência de aumento (ver Gráfico VIII). Tendência esta vem se mantendo nos últimos meses, à medida que foi sendo reduzida a instabilidade no mercado internacional, com os avanços nas negociações China-USA, eliminando a possibilidade de nova escalada de tarifas (Ver Gráfico VIII).



Como temos repetido nas cartas anteriores, tínhamos três fontes principais de incerteza no mercado internacional: (i) as tensões das disputas China-USA; (ii) a separação UK-EU; (iii) o aumento da probabilidade de queda do crescimento dos USA, da China e recessão nas economias europeias.

Em dezembro, as duas primeiras fontes reduziram a volatilidade nos mercados internacionais, gerando queda de demanda por proteção e, por conseguinte, queda de demanda dos títulos do tesouro americano. Enquanto persistir a situação atual com avanço das negociações e com a atual política monetária dos USA, devemos ter um período de aumento dos retornos dos títulos do governo americano.

Se retonar o cenário de incerteza, com reversão nas negociações comerciais (como já vimos acontecer várias vezes nos últimos meses), devemos esperar queda dos retornos dos títulos do tesouro americano e aumento ainda mais forte do dólar frente as moedas dos países emergentes (e da Zona do Euro).

Quanto ao crescimento, o terceiro foco de instabilidade citado acima, no momento, os indicadores são manutenção do crescimento dos USA num nível mais baixo que em 2018 e queda do crescimento da China. Mas, estas economias ainda estão longe de entrar numa recessão. Já na EU temos sinais claros de queda de atividades, com aumento da probabilidade de recessão.

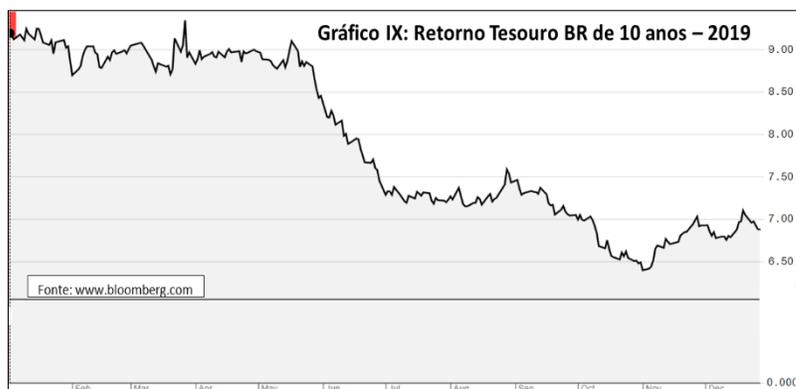
## BRASIL

Em dezembro, com as boas notícias no cenário externo e interno, o retorno dos títulos público interrompeu a elevação iniciada em novembro (ver carta do mês anterior).

Como podemos ver no Gráfico IX, embora não tenha voltado aos baixos patamares antes de novembro, o retorno estabilizou.

Note também que a redução da Selic em meados de dezembro não teve impactos na redução dos retornos dos títulos públicos.

Assim como no mês anterior, em dezembro, podemos citar novamente a declaração do ministro da economia como um fator para piorar o mercado doméstico. Novamente, o ministro vem a público para informar que o governo estuda a criação de um novo imposto, agora sobre transações digitais.



O comportamento dos retornos dos títulos públicos pode ser um bom indicador de que o ministro tem gerado incertezas, que têm se refletido num aumento dos retornos pagos pelos títulos públicos (consequentemente, também pelo setor privado).

Fica cada vez mais claro que o governo quer criar um imposto (aumentando a carga tributária?). Dos novos impostos, cuja criação foi levantada até agora pelo ministro da economia, todos devem aumentar o custo de transação e reduzir a lucratividade do setor privado.

Para uma economia que só agora começa a deixar para traz a estagnação/recessão dos últimos 5 anos, esta não é boa notícia. Neste caso do imposto anunciado em dezembro, isto aumentaria o custo de transação com tecnologias mais modernas, dificultando a adoção destas tecnologias no Brasil. Claro, impedindo um maior aumento da produtividade/lucratividade das empresas.

Mais ainda, a incerteza gerada pelo comportamento do ministro da economia, que cada dia levanta uma nova possibilidade de imposto, não deve ajudar a acelerar o crescimento ou a queda dos retornos pagos pelos títulos públicos e privados.

No momento que o investimento e os gastos das famílias são fundamentais para aumentar o crescimento, este comportamento do ministro tende a reduzi-los.

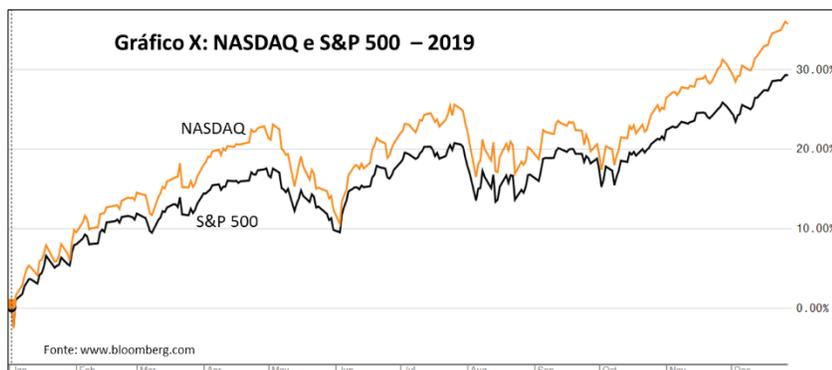
**> RENDA VARIÁVEL**

**ESTADOS UNIDOS**

Dezembro deu prosseguimento a tendência de valorização do mercado acionário iniciado ainda em outubro. De novo, os fatores que geraram esta valorização foi o andamento das negociações comerciais China-USA. Como já

falamos várias vezes, mesmo sem conhecer os detalhes das negociações, o anúncio do acordo tem sido suficiente para reduzir a volatilidade no mercado, trazendo maior valorização das empresas americanas (ver Gráfico X).

Além disto, os dados continuam indicando que a economia americana manteve o crescimento em 2019, reduzindo mais as chances de uma recessão em 2020.

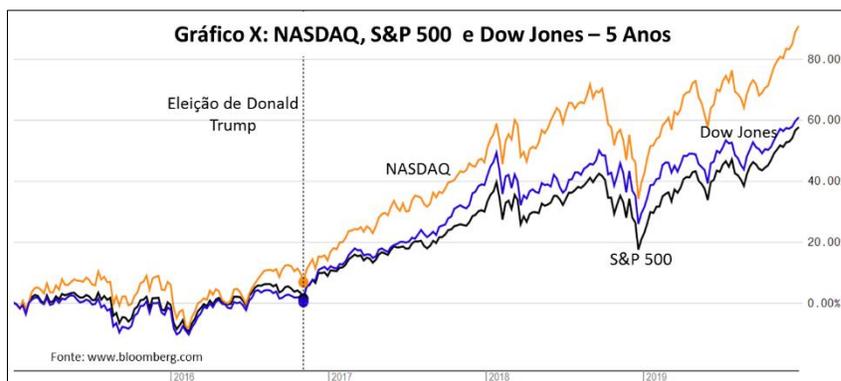


Com os avanços nas negociações comerciais e a estabilização do crescimento nos USA, a manutenção dos juros pelo Fed, amplamente sinalizada pela instituição e esperada pelo mercado, não teve impacto no mercado.

Voltemos nossa atenção para as perspectivas do mercado acionário para 2020. Embora venha batendo recordes sucessivos nos últimos anos (ver Gráfico X), o cenário atual, com a possibilidade de queda de crescimento da economia mundial e de esgotamento do atual ciclo de crescimento dos USA, sinaliza limites para a valorização do mercado americano.

O ritmo atual do crescimento da economia americana reduziu a probabilidade de recessão para 2020. Mas, os dados do crescimento dos USA dos próximos trimestres e o andamento das negociações comerciais americanas ao longo de 2020, vão nos dar melhores indicadores para sabermos para onde este longo ciclo de crescimento caminhará. A confirmação da queda do crescimento e o fim do ciclo de expansão atual nos USA deve ser acompanhado de maior volatilidade, queda da lucratividade e do valor das empresas, levando a desvalorização do mercado acionário americano.

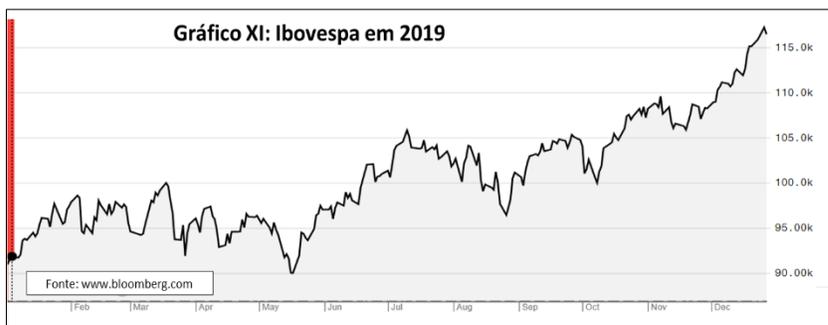
Nestes momentos de crescimento em queda e maior volatilidade, os investidores com menor apetite para o risco devem reduzir a parte de suas carteiras neste mercado. Os investidores com maior apetite para o risco podem encontrar boas opções para investimentos. Para tanto, é necessária uma estratégia ativa de compra e venda em curtos períodos.



**BRASIL**

Com o avanço das negociações China-USA, EU-UK e a confirmação do aumento do crescimento doméstico, o mês de dezembro vê a retomada da tendência de valorização das empresas brasileiras, levando o Ibovespa a bater novos recordes (ver no Gráfico XI).

Olhando para 2020, como já falamos em cartas anteriores, a despeito da forte valorização do mercado de ações em 2019, há ainda espaço para novos aumentos no valor de mercado das empresas. Para tanto, é necessário continuarmos avançando com as reformas, melhorando o ambiente de negócios e reduzindo o tamanho do pesado estado brasileiro, carregado pelo setor privado.



Como falamos acima, a informação do ministério da economia de que, agora, o governo planeja criar um imposto sobre transações por meio digital vai contra este objetivo.

Não sei o que vai ser definido como transação digital, mas imaginar os brasileiros voltando a andar com os bolsos cheio de dinheiro, não comprar via internet, parece um retrocesso e um grande redutor de produtividade. Já para as empresas, não há escapatória, tendo que arcar com mais um imposto em suas transações (pensem no mercado acionário).

A tentativa do governo em aumentar a tributação num momento onde a economia começa a se recuperar da recessão/estagnação dos últimos 5 anos pode retardar esta recuperação e interromper a valorização do mercado acionário brasileiro.

Vamos lembrar novamente que, criar imposto, aumentar alíquota, bitributar renda de capital são todas políticas que reduzem a lucratividade das empresas, logo reduzem o valor de mercado destas empresas, gerando queda no mercado acionário (como vimos em novembro).

## > DISCLAIMER

A Apex Partners não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro valor mobiliário. As informações contidas nesta apresentação têm caráter meramente informativo e não se constituem qualquer tipo de aconselhamento ou orientação de investimentos, oferta para aquisição de valores mobiliários e/ou promessa ou garantia de retorno ou de resultado financeiro, sendo de única e exclusiva responsabilidade do cliente a tomada de decisão a respeito da compra da participação societária objeto deste material. O conteúdo apresentado neste material, incluindo quaisquer anexos, é estritamente confidencial e não poderá ser distribuído, reproduzido, copiado ou transmitido a terceiros sem o consentimento prévio e por escrito da Apex Partners. A Apex Partners, seus administradores e agentes isentam-se de responsabilidade sobre quaisquer danos resultantes direta ou indiretamente da divulgação não consentida das informações contidas neste material, sujeitando-se a parte divulgadora ao pagamento da indenização a perdas e danos provocados pelo uso indevido. Qualquer utilização das informações contidas nessa apresentação deve estar em conformidade com as regras e procedimentos de Compliance da Apex Partners. Este material não é direcionado para objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicas de qualquer destinatário. Este material não tem a intenção de fornecer bases de avaliação para terceiros de quaisquer valores mobiliários e não deve ser considerado como recomendação para subscrição ou aquisição de títulos e valores mobiliários, possuindo natureza meramente informativa. Ao decidir se tornar cliente da Apex Partners, V.Sa. deverá realizar sua própria análise e avaliação dos riscos decorrentes dos investimentos. Este material contém informações prospectivas, as quais constituem apenas estimativas e não são garantia de futura performance e de resultados.

## > RESPONSÁVEL



**ARILTON TEIXEIRA**  
ECONOMISTA CHEFE

PhD em Economia pela University of Minnessota (EUA) e tem visitado o Federal Reserve Bank (FED) nos Estados Unidos desde 1999 como pesquisador visitante. Foi fundador, diretor e professor da Fucape Business School. Editor associado da Revista Brasileira de Economia, da Revista Brasileira de Finanças e do periódico Brazilian Business Review; possui mais de 90 trabalhos publicados. Lecionou em grandes institutos ligados à economia, foi professor visitante na University of Arkansas (EUA), e atualmente é professor adjunto do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais (IBMEC). Atua principalmente nas áreas de comércio e finanças internacionais, crescimento e desenvolvimento econômico e organização industrial. Graduado em Economia pela UFMG, mestre em Economia pela PUC-RIO e Doutor em Economia pela University of Minnessota (EUA).