

One Pager

Luís Fernando E. Lopes

Stress financeiro global: um novo capítulo

O humor dos mercados globais ao final de abril não era nada bom. A queda de preços de ativos frente à alta projetada dos juros foi acirrada pelos efeitos econômicos adversos da guerra na Ucrânia, pela piora das perspectivas de crescimento na Europa e por múltiplos problemas nas cadeias mundiais de suprimento decorrentes da severidade das medidas de combate à pandemia adotadas pelo governo chinês. Entretanto, há base racional para crer que um outro fator tem tido importante papel nessas perturbações financeiras.

No começo de março o banco central dos EUA realizou sua última operação de mercado aberto para compra de ativos, de fato encerrando o programa de afrouxamento quantitativo (QE) do COVID-19 iniciado há dois anos. Junto com a alta do juro básico, o sinal é de reversão da política monetária ultra expansionista adotada para conter e mitigar o choque deflacionário advindo da pandemia. Tecnicamente, este foi o QE 4 e seus antecessores foram o QE 3 (de setembro de 2012 a outubro de 2014), o QE 2 (novembro de 2010 até julho de 2011) e o QE 1 (novembro de 2008 a março de 2010). Neste ínterim ocorreu ainda um aperto quantitativo (QT), entre janeiro e dezembro de 2018. Porque as autoridades também anunciaram um QT 2, que deverá reduzir em até US\$95 bilhões por mês seu balanço de quase US\$ 9 trilhões (o ritmo seria gradualmente atingido em cerca de três meses, contados a partir de maio), é instrutivo investigar os possíveis efeitos das medidas sobre preços de ativos.

Enquanto os impactos de mudanças no juro primário têm atraído a atenção dos analistas, menos entendidas são as implicações de afrouxamento e aperto quantitativos. Provavelmente isto se deve ao fato de que se trata de experimentos novos e não convencionais, o que levanta vários problemas metodológicos e empíricos. Ao menos para a parte expansionista da experiência, o resultado esperado pelas autoridades é bem claro: vultosas compras de ativos deveriam elevar seus preços, debelar crises deflacionárias e estimular investimento, produção e emprego. Ainda não há consenso acerca dos resultados sobre a atividade econômica, mas os efeitos sobre preços de ativos foram altamente favoráveis.¹

Talvez mais instigantes sejam as consequências sobre preços de ativos globais de programas de afrouxamento e aperto quantitativos em uma economia específica. Ao se comparar mudanças no balanço do Federal Reserve com variações no índice (de bolsas de valores) MSCI mundial, encontra-se correlação extremamente elevada (Gráfico I), junto com evidência de retornos decrescentes. Na média, os quatro ciclos de QE nos EUA resultaram em crescimento de 57.1% no balanço do banco central, o que se compara à apreciação média de 28.4% no MSCI mundial nestes episódios. O único caso de QT até agora resultou nas seguintes taxas: -8.2% e -3.9%, respectivamente. Por conseguinte, mesmo levando em conta o tamanho proibitivamente pequeno da amostra, há base racional para crer que o stress financeiro das últimas semanas tem a ver com investidores ajustando seus portfólios para um novo cenário no qual, além de uma variedade de choques adversos, acabou a era de

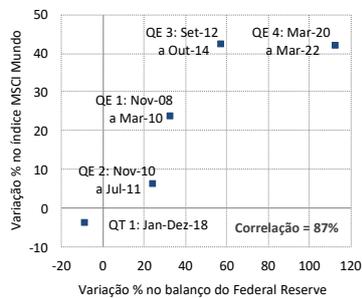
dinheiro ultra abundante na América e no qual o enjugamento de liquidez naquele país determinará revisão significativa de *valuations* em escala global.

Ocorre que o panorama no acumulado do ano sugere que uma forte diferenciação também está acontecendo nos mercados globais. De fato, os preços de commodities continuam subindo (Gráfico II), indicando que, ao invés de alterações nos experimentos monetários nos EUA, um desequilíbrio mais fundamental entre oferta e demanda está guiando estes valores. Destarte, o retorno de bolsas nas regiões que produtoras e exportadoras líquidas desses produtos primários tem superado largamente os do resto do mundo. Taxas de câmbio e renda fixa, aliás, mostram desempenho bem similar.

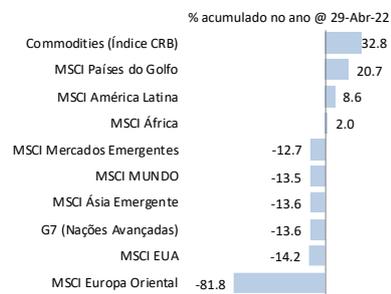
No que toca a commodities, parece haver duas histórias. A primeira delas é sobre disrupções de oferta (em especial de combustíveis fósseis, fertilizantes, trigo e centeio) mais que compensando a redução na demanda mundial por conta de desaceleração do crescimento. A mais interessante, porém, é a segunda, que tem a ver com tendências históricas de longo prazo (Gráfico III). Cabe admitir que não existe uma narrativa única para produtos primários depois do chamado choque Nixon em 1971, o qual acabou com a arquitetura financeira internacional erigida pelo acordo de Bretton Woods ao extinguir a conversibilidade do dólar nos EUA em ouro, dando então origem ao atual regime de taxas de câmbio flutuantes.

Em valores reais, os preços do ouro e de commodities com estruturas de mercado cartelizadas (petróleo, por exemplo) atingiram um mínimo no começo dos anos 1970 e desde o choque Nixon vêm subindo, embora com significativa volatilidade. Por outro lado, os preços de produtos primários mais ligados ao ciclo de negócios ou às necessidades básicas das populações não mostraram sinais críveis de recuperação até o princípio dos anos 2000 (no caso do trigo, por exemplo, a queda parece ter perdurado até 2016). Logo, o recente encarecimento pode resultar meramente do fato que estes bens estavam baratos demais em termos históricos, o que levou a subinvestimento e outros problemas que tipicamente são resolvidos ao se prover estímulos eficazes para aumentar a produção, extração e exploração. Isto posto, preços de mercados mais altos no médio prazo

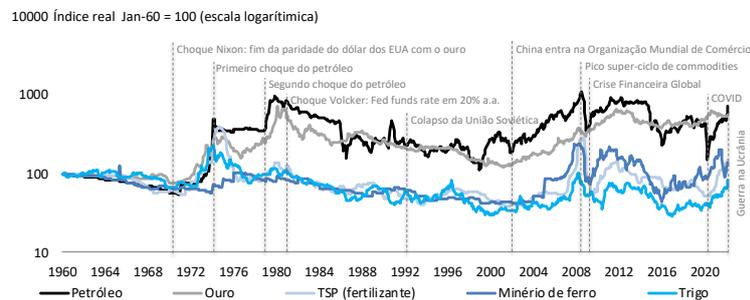
I. Relaxamento/aperto quantitativo nos EUA x MSCI Mundo



II. Desempenho comparado de mercados*



III. Preço internacional no longo prazo de commodities selecionadas



Obs (*): MSCI são índices de referência de ações calculados em dólares dos EUA (large & mid-caps neste exercício).

Fontes: The Federal Reserve System, FMI, Bloomberg, MSCI, Banco Mundial e Pátria Research.

provavelmente são parte da solução para equacionar o excesso de demanda, sendo também congruentes com as tendências históricas.²

Decerto países que são exportadores líquidos de commodities e cujos preços de ativos foram relativamente menos afetados pelos episódios de afrouxamento monetários nos EUA estão em situação mais confortável para navegar os revoltos mares do mercado. Por óbvio, as condições macroeconômicas básicas nestas geografias devem estar em ordem também. Considerando todos esses fatores, as principais economias latino-americanas devem continuar exibindo desempenho diferenciado frente a outras regiões.

¹ Ver, por exemplo, "The FED Ends the \$6 Trillion QE4: How the Markets May React", por Henning, J. D. em Seeking Alpha, 11-March-2022.

² Ver, por exemplo, "From boom to bust: a typology of real commodity prices in the long run", por Jacks, D. S. em Cliometrica, 2019, 13:201-220.

NOTA IMPORTANTE - Este relatório visa apenas informar e não constitui aconselhamento financeiro, jurídico, contábil, tributário ou recomendação de investimento, nem tampouco oferta de venda de instrumento financeiro ou de valores mobiliários. Embora tenham sido tomadas todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas não sejam falsas ou enganosas, o Pátria Investimentos não se responsabiliza pela exatidão, veracidade ou abrangência destas. As informações aqui exibidas são confidenciais e para uso exclusivo dos cotistas de fundos administrados pelo Pátria, não podendo ser divulgadas ou distribuídas, no todo ou em parte, para terceiros, salvo com o consentimento prévio e por escrito do Pátria. Projeções e/ou valores futuros de investimentos não realizados dependem de eventos futuros, que poderão divergir muito de premissas e condições aqui consideradas. Os investidores não devem se basear em informações aqui apresentadas sem buscar, para cada caso, aconselhamento profissional especializado e fundamentado para suas respectivas situações financeiras e seus objetivos de investimento.