

Foi uma semana de emoções fortes nos mercados. O Dólar rompeu a barreira psicológica dos R\$ 3,50 por aqui e as taxas dos títulos públicos americanos de 10 anos a dos 3,00% lá fora. Como salientado no Opinião da semana passada, os dois movimentos estão intimamente relacionados, de modo que não devemos ficar surpresos que ambos tenham ocorrido simultaneamente. Portanto, quanto a esse assunto, mantemos as nossas conclusões da semana passada de que, se quisermos saber para onde vai o Dólar/Real, temos que responder primeiro para onde vão os juros nos EUA. Entretanto, apesar da excitação que esse tema sugere, vamos usar o Opinião de hoje para levantar uma questão menos imediata, mas que também pode trazer consequências importantes para os mercados nos próximos meses: a desaceleração da economia europeia.

A grande surpresa da virada do ano foi o desempenho da atividade na Zona do Euro (ZE). Não há muito tempo atrás, a percepção de que o impacto da crise pudesse deprimir o crescimento do bloco de forma permanente, colocando em risco a própria existência do Euro, parecia disseminada. No início do ano passado, as cotações da moeda única europeia “rodavam” ao redor de USD 1,05 e, a grande expectativa, era de que pudéssemos ver a paridade entre o Euro e o Dólar em algum momento de 2017. O principal motivo seria o diferencial de crescimento dos dois lados do atlântico. Segundo as projeções do FMI ao final de 2016, para os anos de 2017 e 2018, o diferencial de crescimento entre a economia americana e a europeia seria de 0,7 p.p. (2,3% e 1,6%, respectivamente) no primeiro caso e de 0,9 p.p. (2,5% e 1,6%, respectivamente) no último. Essa diferença de ritmo teria impacto direto nas decisões dos BCs nos EUA e na ZE afetando, conseqüentemente, o comportamento da relação entre as moedas. Entretanto, ao longo dos últimos meses tudo mudou. Ao invés do 1,6% projetado pelo Fundo ao final de 2016, a ZE cresceu 2,3% em 2017, o mesmo nível alcançado pela economia americana. Ou seja, enquanto o crescimento dos EUA veio em linha com as projeções, o da Europa acabou ficando 0,7 p.p. acima do esperado. Um ponto importante a ser salientado nesse resultado foi que, pela primeira vez desde da crise de 2008, todos os

países do bloco cresceram, até mesmo a Grécia (1,4%), mostrando que este não foi concentrado na Alemanha, por exemplo, como aconteceu em 2012 quando a ZE como um todo apresentava contração de 0,6%, enquanto os teutos registravam o maior crescimento da região, 0,9%. Isso tira do caminho explicações simplistas para esse movimento, como de que ele viria da recuperação das exportações alemãs devido à desvalorização do Euro. Apesar de isso ter uma parcela de “culpa” no resultado, certamente não foi o principal motivo e nem o componente comum ao longo da região. Portanto, se a demanda externa não parece ser a fonte de crescimento, o consumo interno ganha relevo e, conseqüentemente, o impacto da política monetária expansionista.

Considerando que a economia europeia estava crescendo no mesmo nível da americana, que seu produto potencial certamente é menor do que o dos EUA e que este crescimento foi surpreendente, fazia sentido que o mercado começasse a rever suas projeções para a inflação e, conseqüentemente, para a retirada dos estímulos pelo Banco Central Europeu (BCE). Como resultado desta revisão contínua do cenário de recuperação, o Euro saiu do patamar de USD 1,05 no início de 2017 para USD 1,20 ao final do ano, uma valorização de mais de 14%.

Os dados da virada do ano reforçaram esse entusiasmo com a economia europeia. O resultado do PMI<sup>1</sup> de dezembro da ZE, divulgado no início de 2018, chegou a 58,1 pontos na sua leitura geral, com a parte da indústria alcançando 60,6 pontos. Na “regra de bolo” da interpretação desse índice, se números acima de 50 pontos indicam aceleração, resultados acima de 60 mostram superaquecimento. A consequência dessa nova surpresa foi mais uma puxada da moeda europeia que valorizou-se mais 4,2% em apenas 1 mês, chegando a USD 1,25 no início de fevereiro. Entretanto, como “tudo que é sólido se desmancha no ar”, a partir

---

<sup>1</sup> Purchasing Managers Index;

de fevereiro, os dados gerais da ZE começaram a decepcionar, com o mesmo PMI supracitado atingindo 56,0 pontos em abril, uma queda de 7,6% em apenas 4 meses. A título de comparação, demorou 9 meses para que o PMI da indústria saísse desse nível e chegasse aquele verificado na virada de 2017 para 2018. O nível de 56,0 pontos ainda se situa confortavelmente acima dos 50 pontos, que determinam se a economia está crescendo ou não, mas uma queda tão forte em tão pouco tempo, certamente levará, nos próximos meses, a ajustes na expectativa de crescimento para a ZE de níveis entre 2,0% e 2,5% para algo entre 1,5% e 2,0%. Mas qual a consequência disso?

Assim como a surpresa para cima ao longo de 2017, suscitou a expectativa de que o BCE teria quer ser mais conservador na condução da política monetária, o inverso também será verdadeiro. Ou seja, é provável que a política de compra de ativos que poderia acabar em setembro desse ano poderá ser estendida até, pelo menos, o final do ano. Como espera-se que a elevação dos juros ocorra 6 meses após o fim do término do programa, esta passaria do final do 1º trimestre para o meio de 2019.

Nessa semana tivemos a reunião mensal do BCE e apesar do seu presidente, Mário Draghi, não dar nenhuma indicação desta possibilidade, algumas dicas puderam ser captadas nas entrelinhas. A primeira delas e, talvez, a mais emblemática, foi que, em uma reunião para decidir sobre política monetária, Draghi afirmou que não foi discutida a “política monetária”. O assunto mais importante foi a perda de fôlego da economia. Dentro disso, ele listou algumas causas possíveis para esse “fenômeno”, como o clima, as greves em alguns países ou uma acomodação da demanda, o que considerou o mais preocupante. Outra “dica” importante, talvez não voluntária, foi que, ao falar sobre a sustentabilidade do crescimento, salientou a sincronização da desaceleração entre todas as unidades da ZE. O que para o

presidente do BCE demonstra que todos estão no mesmo momento do ciclo, para nós indica que os dois primeiros motivos listados por ele, como possíveis causas da fraqueza na recuperação, dificilmente seriam suficientes, sobrando, então, a questão da demanda.

Portanto, podemos agora fechar o ciclo. Ao contrário do ano passado, os dados de atividade estão surpreendendo para baixo, o que, ao invés de trazer revisões das projeções de crescimento para cima, levará a mudanças para baixo, o que, na cabeça do mercado, significa que, em havendo surpresas com relação à condução da política monetária na ZE, estas serão mais expansionista e não menos, como precificada anteriormente. Só isso já seria o suficiente para prever uma perda de fôlego do Euro com relação ao Dólar, mas temos também o momento dos EUA, onde a política monetária tende a ser mais apertada do que a esperada, como vimos na semana passada.

A conclusão final é que o Euro estaria mais para voltar aos níveis de USD 1,15, vistos em meados do ano passado, do que dos USD 1,25 do início do ano. A velocidade desse ajuste dependerá dos resultados mais fracos de atividade na ZE e/ou de números mais fortes de inflação nos EUA. Com relação a isso, a semana que vem será repleta de emoções. Na 2ª feira teremos a divulgação do PCE<sup>2</sup>, o índice de inflação preferido do FED, na 4ª feira a reunião do FOMC<sup>3</sup> e, na 6ª feira, os dados de emprego e desemprego. Com relação ao primeiro, acreditamos que o mercado já ajustou as projeções para um cenário mais inflacionário, de modo que, a surpresa, se houver, deverá ser para menos inflação e não para mais. No encontro do BC americano, não deveremos ter nenhuma surpresa com relação à elevação das taxas e, como não teremos entrevista do seu presidente, Jerome Powell, a atenção ficará por

---

<sup>2</sup> Personal Consumption Expenditure;

<sup>3</sup> Federal Open Market Committee;

conta do que o comunicado pós-reunião dirá sobre a recente elevação dos preços das commodities. Por fim, mais uma vez, o foco do mercado na divulgação de 6ª feira ficará no desempenho dos salários e não na criação de vagas e/ou na taxa de desemprego.

<b>Projeção</b>		
	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>IPCA (%)</b>	3,5	4,1
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	3,5	3,6
<b>Selic (eop %)</b>	6,25	7,5
<b>PIB (%)</b>	2,8	2,5

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.