

Na semana passada fizemos uma análise do cenário externo chegando à conclusão de que, a perspectiva de uma desaceleração mais forte da economia internacionais, poderia ajudar o BCB a reduzir os juros. Entretanto, concluímos que ainda não haveria espaço para esse movimento, devido à incerteza gerada pelo impacto da Reforma da Previdência sobre a economia brasileira. O Opinião de hoje será dedicado a explicar o porquê de estarmos mudando a nossa projeção de manutenção dos juros até o final do ano, a partir da sequência de indicadores de nível de atividade que foram divulgados ao longo da semana, e na expectativa da reunião do COPOM que acontece na próxima 4ª feira (19/06).

Na semana que vem, além da supracitada reunião do COPOM, teremos, também, o encontro do BC americano para determinar os juros por lá. Assim como aqui, a pressão para que os o FED reduza os juros é bastante forte, com a curva de juros precificando quatro quedas de 0,25 p.p. até o final de 2020. Essa reunião é particularmente importante, porque, além de definir os juros, o FED vai divulgar as suas projeções para crescimento, inflação, desemprego e taxa de juros. O tal “gráfico das bolinhas”, onde cada membro do FOMC (o COPOM deles) coloca a sua projeção de juros para as próximas reuniões, será visto com lupa pelo mercado, podendo confirmar, ou não, as suas projeções. Apesar de acreditarmos que o tal gráfico vai indicar quedas nas próximas reuniões, a chance de que estas não sejam na magnitude precificada pelo mercado é bastante alta. Entretanto, no geral, a reunião deverá corroborar o cenário internacional que descrevemos na semana passada, ou seja, menos crescimento mundial por conta de Guerra Comercial e mais liquidez com mais uma rodada de afrouxamento monetário dos BCs ao redor do mundo.

Esse cenário teria dois impactos sobre a economia brasileira. O primeiro viria pelo lado do crescimento. Como salientado no Opinião 621, o setor externo teve no passado uma importante contribuição para o crescimento ou, pelo menos, para uma queda menor. Ou seja, quanto menor for a expectativa de crescimento da economia mundial, menor será o impacto positivo que esta terá na recuperação da economia brasileira. O segundo impacto viria

através do câmbio. Tudo mais constante (economistas adoram essa frase), uma redução dos juros por aqui levaria a uma depreciação do Real entretanto, como vimos acima, nem tudo ficará constante. Isso significa que, com a redução dos juros nos EUA e em vários outros países ao redor do mundo, uma queda nas taxas por aqui, apenas iria nos igualar ao movimento externo, tendo impacto neutro sobre o preço da moeda brasileira.

O cenário internacional mudou na direção de aumentar o espaço para uma redução dos juros por aqui. E as condições internas? A resposta é que esta foi na mesma direção. A semana foi pródiga na divulgação de números de atividade tendo, em sequência, a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) e o IBC-Br, todos de abril. Esses números eram importantes porque representavam o primeiro mês do segundo trimestre do ano. Portanto, após a queda de 0,2% no PIB do primeiro trimestre, seria importante começar bem os próximos três meses para melhorar as perspectivas de crescimento para o ano. Infelizmente não foi isso que aconteceu. Apesar da PMC ampliada, que é a que importa para o PIB, ficar estável com relação ao mês anterior e a PMS subir 0,3%, o IBC-Br que no fundo é a compilação de todos os indicadores de atividade do mês, apresentou queda de 0,47%. Obviamente que esse resultado não traz boas perspectivas para o crescimento no 2º trimestre. Caso os próximos dois meses (maio e junho) apresentem estabilidade com relação ao mês anterior, o “PIB do BCB” cairia 1,00% com relação ao trimestre anterior. Um número realmente desanimador, mas que tem que ser visto com ressalvas. A primeira é que não acreditamos que os próximos resultados venham próximos de zero ou mesmo negativos. O motivo é que a base de cálculo do índice é baixa, uma vez que os meses de maio e junho de 2018 foram fortemente afetados pela greve dos caminhoneiros¹. A segunda ressalva que

¹ Os modelos são feitos para calcular os resultados anuais, com os números mensais sendo obtidos a partir da dessazonalização destes;

podemos fazer é que, apesar de dar uma ideia do que poderá vir do PIB do IBGE, o “PIB do BCB” não costuma ser um indicador aderente a ele. No 1º trimestre, por exemplo, enquanto o IBC-Br indicava uma queda de 0,8% com relação ao 4º trimestre de 2018, o resultado oficial acabou mostrando um resultado negativo de 0,2%... ruim, mas nem tanto. Entretanto, mesmo com todas essas ressalvas, a hipótese de que o PIB em 2019 fique em 1,0% parece cada vez mais heroica. Portanto, assim como o cenário externo, os últimos números de atividade não trouxeram alento para acreditar em algum tipo de recuperação da economia brasileira no horizonte visível.

O cenário externo favorece, o nível de atividade interno pede, então porque o BCB não pode cair os juros já na próxima reunião? Porque, no meio desse pano de fundo, temos uma Reforma da Previdência que vai transformar totalmente o cenário, seja para o bem ou para o mal. Já falamos exaustivamente sobre a sua importância, não só para a questão da viabilidade futura da economia brasileira, quanto para a esperança em sua recuperação. Por tudo isso, tomar alguma medida de política monetária, que olha para horizontes longos, sem que se saiba que tipo de economia teremos no final do ano parece ser temerário. O próprio BCB deixou isso claro na Ata da última reunião ao escrever: *“Todos os membros do Comitê voltaram a enfatizar que a aprovação e implementação das reformas, notadamente as de natureza fiscal, e de ajustes na economia brasileira são fundamentais para a sustentabilidade do ambiente com inflação baixa e estável, para o funcionamento pleno da política monetária e para a redução da taxa de juros estrutural da economia, com amplos benefícios para a sociedade.”*. Portanto, a despeito do cenário ter se tornado mais favorável a um corte desde a última reunião, parece precipitado achar que já na reunião do COPOM de 4ª feira (19/06), possamos ter alguma redução dos juros. Entretanto, isso não significa que o BCB não possa dar alguma indicação de que o viés de baixa. Para isso, basta que no Comunicado da reunião, seja enfatizada a mudança no cenário

de crescimento mundial e o seu impacto sobre a economia brasileira com o “*grand finale*” vindo da mudança da parte em que diz “*O Comitê avalia que, embora o risco associado à ociosidade dos fatores de produção tenha se elevado na margem, o balanço de riscos para a inflação mostra-se simétrico.*” (grifo nosso), para algo que reforce a ideia de que os riscos agora são assimétricos na direção de menos inflação.

Indicado que o próximo passo dos juros é de queda, vamos para a pergunta seguinte, que seria quando se daria essa redução. Acima já descartamos a queda na reunião de 4ª feira (19/06), não só porque o principal dilema da economia brasileira, nesse momento, a Reforma da Previdência, não foi aprovada, mas também porque seria importante aproveitar o momento para mudar o discurso anterior que era de manutenção, antes de se iniciar um processo de redução. A partir daí, considerando que a Reforma será aprovada, teremos que perguntar em que etapa dessa aprovação o BCB irá considerar a “fatura resolvida”, podendo, então, dar início à redução dos juros. Alguns acham que a votação em 1º turno na Câmara já seria suficiente, outros, como nós, acreditam que ele deveria esperar até a aprovação final no Senado. Subjacente a essa resposta, temos que indagar também qual será o tramite de aprovação do Projeto. Juntando as duas coisas, quem acha que a votação em 1º turno na Câmara é suficiente e que esta se dará antes do recesso parlamentar de 17 de julho, aposta que a primeira queda será na reunião de julho (31/07). Quem considera que essa parte da tramitação só será concluída na volta do recesso, em agosto, mas também acha que isso é suficiente para o BCB, aposta em setembro (18/09). Por fim, temos o nosso grupo, que acredita que apenas após a aprovação completa da Reforma o BCB iniciaria o processo de corte. Por isso, estamos colocando a primeira redução para a reunião de outubro (30/10), com outras vindo na sequência, até o segundo encontro de 2020 (que ainda não tem data definida), sempre no nível de 0,25 p.p. por reunião.

Na nossa previsão de manutenção dos juros até o final do ano, estava subentendido que o cenário externo seria entre neutro e positivo para a economia brasileira. Entretanto, com o recrudescimento da Guerra Comercial entre China e EUA, a consequente reavaliação das projeções de crescimento mundial e a perspectiva de redução dos juros americanos, não só os ventos vindos de fora se tornaram contrários, como também o aumento da liquidez internacional, tornaram a redução dos juros aqui uma “opção de graça” para o BCB. Mas, se a direção do movimento parece bem consolidado no mercado, o momento em que ele se dará e a intensidade final ainda estão em aberto, dependendo do conservadorismo que se atribui ao BCB e a tramitação da Reforma da Previdência. Por isso as projeções para os juros ao final de 2019 oscilam entre 5,50% e 6,50%. Algumas dessas dúvidas poderão ser dirimidas no Comunicado da reunião de 4ª feira (19/06), outras ficarão para engordar os prêmios de risco no mercado.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	4,0	4,3
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,7	4,0
Selic (eop %)	6,5	7,5
PIB (%)	1,0	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.