

No passado, usamos algumas vezes a expressão, “*contra fluxo não há argumentos*”. Pois bem, ela se encaixa perfeitamente no momento atual, não só no que se refere aos preços dos ativos, mas também, a própria condução de política monetária por parte dos BCs. Como em um círculo virtuoso, ou vicioso, dependendo do ponto de vista, o discurso dovish de um BC acaba influenciando o discurso dos demais, inclusive o nosso. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para discutir esse movimento mundial coordenado, usando o BC americano como parâmetro internacional, e como isso influenciou a decisão do COPOM dessa semana.

O mercado precificava que o FED poderia cortar os juros em 0,75 p.p. ao longo desse ano e mais 0,25 p.p. em 2020. O nosso medo, antes da reunião do FOMC, era do BC americano frustrar essas expectativas, indicando que iria cair os juros, mas não nessa intensidade. Será que o FOMC iria passar de um cenário de manutenção para outro de queda tão forte? Um exemplo dessa chance era o tal “gráfico das bolinhas”, onde todos os dirigentes do FED, os que votam e os que não votam no FOMC, colocam as suas projeções para a FED funds ao final de cada ano. Para que a mediana das projeções indicasse alguma queda para 2019, seria necessário que 9 dirigentes mudassem a sua posição de manutenção para queda, o que dificilmente ocorreria, e que, no fim, acabou não ocorrendo. Entretanto, se não tivemos 9, tivemos 8 dirigentes indo para queda sendo que, destes, 7 mudaram para redução de 0,50 p.p. e 1 para de 0,25 p.p.. Ou seja, se a mediana não pode ser considerada dovish, porque continuou indicando manutenção dos juros, ao contrário do que projetava o mercado, a sua composição pode.

Antes de entrar no discurso em si, outra projeção que indica um viés de queda para os juros é o de inflação. Ao contrário da última reunião, em março, onde o FED projetava que o núcleo do PCE¹ ficaria estabilizado em 2,0%, meta do BC americano, até 2021, as novas projeções

¹ Personal Consumption Expenditure, o índice de inflação que o FED acompanha;

indicaram que está variável ficará abaixo dos 2,0%, tanto em 2019, quanto em 2020 (1,8% e 1,9%, respectivamente). Abrindo espaço para a queda dos juros.

Na parte do discurso, ocorreram as mudanças já esperadas, com a utilização da frase “*The Committee will closely monitor the implications of incoming information for the economic outlook and will act as appropriate to sustain the expansion*”² (grifo nosso). A parte em negrito é importante porque, na linguagem do BC americano, isso significa que ele está preparado para iniciar um ciclo de mudança dos juros. Portanto, só essa parte do Comunicado já seria suficiente para o FED indicar que vai cair os juros em algum momento no futuro, mas a pergunta sobre “quando”, continuaria em aberto. Bem, sobre a resposta a essa pergunta a não ter tanta certeza. Se, por um lado, a utilização dessa expressão parece ser condição necessária, não é suficiente para que o corte venha na próxima reunião, por outro, o mercado já considera isso como dado. Segundo as projeções implícitas na curva de juros dos títulos do Tesouro americano, calculadas pela Bloomberg, a chance de que os cortes comecem em julho, já está em 100%, sendo 76% de probabilidade ele seja de 0,25 p.p. e 24% de 0,50 p.p.. Para se ter uma ideia do impacto que a reunião do FOMC dessa semana teve sobre as expectativas do mercado, no dia anterior ao da reunião, o mesmo cálculo atribuía uma probabilidade de 82,3% de corte.

Parece certo que o BC americano vai cortar os juros e que o primeiro movimento se dará em julho, ficando a dúvida apenas para o tamanho do mesmo. A nosso ver esse é o problema, o mercado está com uma expectativa sobre o afrouxamento monetário dos EUA muito otimista, aumentando as chances de algum tipo de frustração. Mas de onde esta poderia vir?

² “O Comitê irá observar atentamente as implicações das novas informações sobre o cenário econômico e irá agir de forma apropriada para sustentar a expansão.” (em tradução livre);

No final do mês teremos o encontro entre o presidente americano, Donald Trump, e o chinês, Xi Jinping, onde será discutida a Guerra Comercial entre os dois países. Será que um acordo entre Trump e Xi, reduzindo as perspectivas de que os problemas entre a China e os EUA deprimam a economia mundial, não alteraria o balanço de riscos do BC americano? Associado a isso, será que uma sequência de resultados mais fortes da economia americana não poderia adiar o início da redução dos juros?

Perguntas difíceis de responder. Como também é difícil sair do ciclo virtuoso, ou vicioso dependendo do ponto de vista, gerado pelos principais BCs ao redor do mundo. O discurso dovish do FED foi apenas o ápice de uma onda que inclui o Banco Central Europeu (BCE) e Banco Central do Japão (BoJ). No dia anterior à reunião do FOMC, o presidente do BCE, Mário Draghi, havia dito que *“os cortes de juros continuam fazendo parte das ferramentas do BCE”*, já o presidente do BoJ, Haruhiko Kuroda, disse que *“não hesitará em afrouxar mais a política se for necessário”*. Ou seja, como não manter um discurso dovish se os seus principais pares estão indo por esse caminho? Apesar de nenhum banqueiro central admitir que está de olho nos movimentos da sua moeda, em um cenário de desaceleração econômica, certamente a perda de participação no comércio internacional, reflexo da apreciação cambial que viria na esteira de um discurso mais conservador, não pode deixar de entrar na conta. Portanto, apesar da possibilidade de reviravoltas no meio do caminho, parece que estamos de volta ao cenário de liquidez mundial abundante, favorecendo os ativos mais arriscados, como o caso dos brasileiros. Mas em que isso afeta a decisão do nosso BC?

Para iniciar a resposta a essa pergunta, vamos voltar ao que dissemos sobre essa questão da liquidez no Opinião da semana passada: *“(...) com a perspectiva de redução dos juros americanos, não só os ventos vindos de fora se tornaram favoráveis, como também o aumento da liquidez internacional, tornou a redução dos juros aqui uma “opção de graça” para o BCB”*. Isso significa que,

se o mercado internacional será mais complacente com o Brasil por conta do aumento da liquidez, o BCB também tem espaço para ser mais complacente com o cenário interno do que anteriormente. Isso faz com que ele possa cortar os juros antes e mais forte do que anteriormente precificado. Dentro dessa nova dinâmica, podemos ter uma mudança também no que se refere à questão da Reforma da Previdência.

Na reunião do COPOM dessa semana o BCB manteve os juros em 6,5% como esperado. Também como esperado, ele adotou um discurso mais dovish, indicando que o próximo movimento dos juros será de queda. Entretanto, algumas coisas surpreenderam. A primeira delas refere-se exatamente ao que o BCB indica como o maior risco para a economia brasileira: *“O Comitê ressalta que, em seu cenário básico para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado. Por outro lado, (ii) uma eventual frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. O risco (ii) se intensifica no caso de (iii) deterioração do cenário externo para economias emergentes. O Comitê avalia que o balanço de riscos para a inflação evoluiu de maneira favorável, mas entende que, neste momento, o risco (ii) é preponderante.”*. A parte esperada desse pedaço do Comunicado, e que indicaria o viés de baixa para os juros, veio da retirada da frase *“o balanço de riscos para a inflação mostrou-se simétrico”* e a sua substituição por *“o balanço de riscos para a inflação evoluiu de maneira favorável”*. Entretanto, o que surpreendeu foi que, ao invés de dar ênfase ao risco (i), associado ao nível de atividade, o que seria mais dovish, preferiu salientar o risco (ii), associado à Reforma da Previdência. Talvez o motivo tenha sido mostrar que, a despeito da fraqueza do nível de atividade, a questão da aprovação da Reforma ainda é o sinal esperado para começar o processo de redução dos juros. Ou seja, tirar do radar a perspectiva de que, o início do

afrouxamento monetário poderia se dar, independentemente do que ocorresse no Congresso. Entretanto, apesar de reforçar a associação entre queda dos juros com a Reforma da Previdência, quando vemos isso associado com a visão que o BCB externou a respeito do cenário externo, podemos considerar que talvez ele possa ser mais complacente com o que ele considera “*avanços concretos*” na agenda de reformas. Ao contrário do que esperávamos, ele considerou que os últimos movimentos externos foram benignos para a economia brasileira: “*O cenário externo mostra-se menos adverso, em decorrência das mudanças nas perspectivas para a política monetária nas principais economias*”. Isso mostra que, talvez, o BCB também coadune com a ideia da “opção de graça” ou que também poderíamos chamar de uma “janela de oportunidade”, na qual ele possa começar a cair os juros antes que a Reforma seja totalmente aprovada no Congresso. Com isso, a aprovação em 1º turno na Câmara, o que já é considerado suficiente pelo mercado, também poderia sê-lo pelo BCB. De qualquer maneira, a questão da “janela de oportunidade” abre espaço para que, mesmo que ele demore mais tempo para começar a cair os juros, quando o fizer, será em um ritmo mais forte. Ou seja, começando em julho, ele iniciaria com uma redução de 0,25 p.p., mas, se ele postergar para setembro ou outubro, o início se daria com 0,50 de queda.

Outra surpresa no Comunicado foi a previsão de inflação do modelo do BCB, no qual se mantém os juros estáveis em 6,50% e o câmbio em R\$ 3,85. Os 3,7% indicados para 2020, a despeito da questão de quanto ele considerou para a inflação dos Preços Administrados, mostra que existe um espaço para que os juros caiam entre 0,75 p.p. e 1,00 p.p., sem que a meta para 2020 (4,0%) fique sob risco iminente.

Iniciamos esse Opinião com a frase “*contra fluxo não há argumentos*” para indicar que vamos ter que mudar, novamente, a nossa projeção para o nível de juros no final de ano. Apesar de,

efetivamente, não termos tido nenhuma redução dos juros nas principais economias mundiais, o discurso mais dovish dos BCs indicou que isso é apenas uma questão de tempo. Como os mercados se movem em antecipação aos eventos, já estamos observando os efeitos dessa perspectiva de aumento na liquidez internacional nos preços dos ativos, principalmente os mais arriscados, em uma clara demonstração de que, quanto maior a liquidez, maior a complacência. Ou seja, O BCB pode ver nesse movimento uma “janela de oportunidade” para também ser mais complacente com o que considera um “*avanço concreto*” na aprovação da Reforma da Previdência: o que antes necessitaria de aprovação total no Congresso, pode agora ser satisfeito com a passagem em 1º turno na Câmara. Portanto, uma queda dos juros em julho, caso essa aprovação ocorra antes do recesso parlamentar (17 de julho), que era pouco provável na nossa percepção, entrou no jogo. Outra mudança que esse novo cenário internacional nos trouxe é que, o movimento de queda dos juros em 1,0 p.p. que se iniciaria em 2019 e se encerraria no início de 2020, passa a ser completado inteiramente no ano corrente, com a velocidade dependendo de quando for iniciado: se em julho, com 4 quedas de 0,25 p.p., se em setembro, com uma de 0,50 p.p. e duas de 0,25 p.p. e, se em outubro com duas quedas de 0,50 p.p... Com isso, alteramos também a perspectiva de fechamento dos juros também para 2020. Se antes esperávamos que estes subiriam para 7,5%, agora mantemos a tendência de alta para o final do ano, mas chegando a 6,5%. Para não nos sentirmos tão mal de mudarmos tanto as nossas projeções em um período tão curto, vamos nos apoiar em um dos maiores economistas da história, John Maynard Keynes, que dizia “*sempre que a realidade econômica muda, minha convicção acadêmica também muda*”. No cenário atual, até Keynes teria dificuldade de manter as suas convicções.

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