

Nesse final de semana teremos o tão aguardado encontro entre o presidente americano, Donald Trump, e o seu par chinês, Xi Jinping, no G-20 sediado no Japão. Desse encontro, vai depender se a Guerra Comercial entre as duas maiores economias mundiais, vai melhorar, piorar, ou ficar na mesma. Esse resultado, provavelmente será determinante para o comportamento dos ativos mundiais no curto prazo, para a necessidade de uma redução precaucional nos juros americanos pelo FED e para o tamanho da pressão que o nosso BCB sofrerá para iniciar a queda das taxas por aqui, sem esperar a aprovação da Reforma da Previdência. Dada a relevância do tema, vamos montar cenários para a conclusão desse encontro, mostrando que, nem sempre, a nossa intuição é a nossa melhor conselheira.

Podemos começar já pela parte do que acreditamos que vai acontecer. Se fossemos pensar racionalmente e, focando apenas na questão dos impactos dessa Guerra, não só sobre a economia dos dois países, mas também, sobre a economia mundial, o resultado dessa reunião seria um aperto de mão selando algum tipo de passo atrás na beligerância. Entretanto, dificilmente essa será a solução desse “jogo”. Aqui temos um exemplo real do famoso “Equilíbrio de Nash” na Teoria dos Jogos. Para chegarmos ao melhor resultado para todo mundo, a melhor estratégia seria confiar na boa vontade do outro em não usar métodos “alternativos” para aumentar os ganhos comerciais. Entretanto, parece óbvio que não é o caso aqui. Com medo de que o outro vá querer levar sempre vantagem, a provável estratégia que cada um usará será endurecer a sua posição. O resultado final será, então, um impasse nas negociações que, na melhor das hipóteses, deixa a situação como está e mantém as negociações em aberto, ou, no pior dos casos, leva à suspensão das conversas e a escalada da “Guerra Comercial”. Dadas essas opções, acreditamos que, ao final desse encontro, teremos a solução “menos ruim”, ou seja, as tarifas que já foram colocadas serão mantidas, as próximas suspensas e as conversas continuam. Mostrado que o que parece ser o mais “racional”, nem sempre é o que acontece, vamos partir para a segunda questão: qual seria a resposta dos mercados a cada uma das possibilidades listadas anteriormente?

A nossa intuição nos diria que, o melhor cenário para o mercado, seria aquele no qual haveria um retrocesso na imposição de tarifas de ambos os lados, abrindo a possibilidade para o fim da tal “Guerra Comercial”. Da mesma forma, o pior, seria uma interrupção no diálogo levando a uma nova escalada na briga entre os dois países, que poderia até se espalhar para outros assuntos que não apenas os comerciais. Será?

Primeiramente vamos pensar como chegamos até aqui, onde o S&P subiu mais de 6,2% no mês de junho, após ter caído mais de 6,5% no mês anterior. Em um mês em que o número de vagas criadas no mercado de trabalho caiu de 263.000 para 75.000, certamente não foi a expectativa crescimento nos EUA. Como salientado no Opinião 629, o motivo para um desempenho positivo em um mês em que os números de atividade não foram bons, foi a chamada “FED Put”. Ou seja, na verdade, a certeza de que o BC americano irá afrouxar a política monetária para sustentar a economia é que vem sustentado o mercado. No fim, o que vem impulsionando os preços dos ativos, tanto nos EUA, como no resto do mundo, é a certeza de que a liquidez nos mercados vai aumentar no médio prazo.

Posto isso, vamos voltar aos cenários. Naquele em que a nossa intuição diria que seria o melhor, um acordo entre Trump e Xi, a expectativa para o crescimento mundial em geral e para o americano em particular, iria melhorar, o que, sem dúvida, seria bom para todo mundo. Entretanto, se a sustentação dos preços vem da certeza de que os BCs ao redor do mundo, liderados pelo americano, vão afrouxar as suas políticas monetárias e, eles iriam fazer isso pela fraqueza da economia, será que a melhora na perspectiva para o desempenho da economia mundial não poderia trazer uma urgência menor para os BCs injetarem mais liquidez nos mercados? Se concluirmos que a resposta a essa pergunta é positiva, podemos conjecturar que a reação dos mercados ao verem menos certeza na “FED Put”, poderia não

ser tão auspiciosa quanto a nossa intuição nos levaria a crer. Da mesma forma, se o pior cenário se concretizar, a expectativa de uma piora adicional nas projeções de crescimento mundial iria reforçar a sensação de que os BCs iriam dobrar a aposta no afrouxamento monetário, dando sustentação ao preço dos ativos. Obviamente que, em prazos mais longos, os fundamentos tendem a prevalecer, mas, no curto prazo, o que acaba valendo é a frase que usamos no Opinião da semana passada: “*contra fluxos não há argumentos*”.

Demonstrado que, nem sempre a primeira resposta que vem à nossa cabeça é a correta em questões complexas e tão multifacetadas como esta da Guerra Comercial entre os EUA e a China, vamos ver o que acreditamos que será a reação do mercado à nossa solução intermediária.

A nosso ver, o que também pode contrariar a intuição, a manutenção do *status quo* com a promessa de manutenção das negociações, seria o melhor resultado para o mercado. Com relação à expectativa do impacto das tarifas já colocadas sobre a economia mundial, esta já está no preço. Além disso, mantidas as condições econômicas como já esperadas, a tal “FED Put” vai continuar valendo então, como diria o narrador Milton Leite... “*segue o jogo*”!

A manutenção do *status quo* no cenário internacional também ajuda a projetar qual seria a trajetória dos juros aqui no Brasil, a partir da divulgação da Ata da última reunião do COPOM e do Relatório Trimestral de Inflação (RTI) de junho.

Como informações econômicas, o último é mais completo, mas, como veio antes, a Ata acabou sendo mais relevante para o mercado. Nela, tivemos algumas confirmações e algumas novidades, com relação ao Comunicado pós-reunião. No primeiro caso, ficou confirmada a ideia de que, mesmo com o nível de atividade patinando, o gatilho para o início da redução

dos juros aqui no Brasil será a aprovação da Reforma da Previdência. Fica em aberto em qual etapa. O termo usado para indicar essa preferência, “*avanço concreto*”, é subjetivo o suficiente para isso possa ser, desde a Comissão Especial, até a votação final no Senado. Para boa parte do mercado, a votação em 1º turno da Câmara já seria o suficiente. Certamente, caso isso ocorra antes da próxima reunião, no final de julho, ele, via discursos e declarações, vai ajustar a expectativa do mercado sobre se isso já será o suficiente ou não. Interessante notar também, que o resultado da reunião desse final de semana e, conseqüentemente, a percepção sobre a necessidade de mais ou menos liquidez fornecida pelos principais BCs, notadamente o americano, vai influenciar essa decisão. A princípio, o BCB não parece muito inclinado a reduzir os juros em julho, mas, um movimento mais agressivo do FED na condução da política monetária, pode alterar essa equação. Coincidentemente, assim como em junho, a reunião de julho do COPOM se dará no mesmo dia do FOMC (31 de julho), ou seja, o nosso BC tomará a sua decisão influenciado pela decisão do BC americano.

Entre as novidades, podemos identificar “dicas” sobre o que ele está pensando a respeito da velocidade e da intensidade na redução dos juros. Com relação ao primeiro, apesar de não ter dito nada diretamente sobre esse assunto, ele utilizou um parágrafo inteiro para explicar como se vê se a taxa de juros real está no terreno expansionista ou não para, no fim, chegar à seguinte conclusão: “*Não obstante, os membros do Copom avaliam que as atuais taxas de juros reais ex-ante têm efeito estimulativo sobre a economia. Essa avaliação não é inconsistente com o desempenho da economia aquém do esperado, posto que a atividade econômica sofre influência de diversos outros fatores, conforme destacado acima.*”. Ou seja, se ele avalia que o nível atual de juros está ajustado para a situação da economia e que a “culpa” do mau desempenho da economia não é da política monetária, dificilmente ele começaria a queda juros a uma taxa diferente de 0,25 p.p.. Entretanto, isso depende de quando começará a redução. Isso porque, na parte dos modelos,

ele dá duas indicações de qual seria o tamanho total da queda dos juros que ele acharia razoável agora. Na primeira, o modelo mantendo os juros constantes em 6,5% e o câmbio em R\$/USD 3,85, projetou, para 2020, uma inflação de 3,70%, confortavelmente abaixo dos 4,00% estipulados para a meta do período. Fazendo o cálculo ao reverso, pedindo ao modelo qual a taxa de juros compatível com essa meta de inflação, chegamos a algo entre 5,50% e 5,75%, ou seja, um corte entre 0,75 p.p. e 1,00 p.p. com relação aos níveis atuais. Outra forma de chegar a mesma conclusão, é observar a parte do documento em que ele diz que “(...) enquanto os cenários com trajetória de juros extraída da pesquisa Focus, que embutem provisão de estímulos monetários adicionais, produzem inflação em torno da meta.”. Ou seja, salientar esse fato, parece indicar que uma possível trajetória para os juros esse ano, poderia ser dado pelo que está sendo precificado no boletim Focus. Lá, não por coincidência, os juros estavam projetados para fechar 2019 em 5,75%. Usando essa informação também para inferir o tamanho do primeiro corte compatível com esse resultado, notamos que ele seria ao ritmo de 0,25 p.p., começando a partir de setembro.

A conclusão a que chegamos é que, o impacto da reunião entre Donald Trump e Xi Jinping, sobre os mercados será bastante difícil de medir até a abertura dos mesmos na 2ª feira, um bom exemplo da “prova do pudim”: “só sabemos se o pudim é bom ou não depois de prova-lo”. O que podemos dizer é que ela terá impactos na expectativa do mercado sobre a disposição dos BCs em prover mais liquidez através das suas respectivas políticas monetárias. Como não estamos desconectados da rede mundial de liquidez, essa informação certamente vai influenciar na decisão do nosso BC com relação aos juros por aqui.

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.