

A reunião entre o presidente americano, Donald Trump, e o seu par chinês, Xi Jinping, no último final de semana em Osaka, além da divulgação do número de empregos criados nos EUA, consolidaram o cenário externo. Já por aqui, o avanço da Reforma da Previdência na Comissão Especial da Câmara, começa a abrir caminho para a redução dos juros pelo BCB. Portanto, com a consolidação tanto do cenário externo, quanto do interno, vamos usar o Opinião de hoje para discutir o que podemos esperar daqui para frente, tanto aqui, quanto lá fora.

Como salientado na semana passada, o melhor resultado possível para a reunião entre Trump e Xi, pelo menos do ponto de vista do mercado, era a manutenção do *status quo*. Ou seja, teríamos a manutenção das tarifas que já foram impostas, a suspensão das que estavam para entrar em vigor e as conversas continuam. Como salientado no último Opinião, a despeito de ser contra a nossa intuição sobre o que seria bom ou ruim, a manutenção do *status quo* garante aos mercados que a liquidez abundante vai continuar.

Mantido o pano de fundo como esperado, resta ao mercado fazer o ajuste fino sobre o tamanho dessa injeção de liquidez. Nesse caso, é importante observar os discursos dos dirigentes dos principais BCs ao redor do mundo e acompanhar os dados de nível de atividade. Aqui, novamente a nossa intuição não serve para nada. Um número de criação de empregos nos EUA (Payroll) mostrando um mercado de trabalho pujante, um sonho por aqui, levaria a uma reação positiva ou negativa dos ativos? A nossa intuição diria que a reação deveria ser positiva, mas, para o mercado, pode ser ruim. Relembrando a “lógica” por trás da ideia de que boas notícias de crescimento da economia americana podem ser ruins para os ativos, esse tipo de dinâmica poderia gerar menos incentivo para o FED cortar os juros de forma agressiva, reduzindo, portanto, a perspectiva de liquidez nos mercados.

Pois bem, o Payroll divulgado nessa manhã mostrou que a economia americana criou 224.000 vagas de emprego no mês de junho, um crescimento expressivo com relação às 72.000 vagas

criadas em maio, ficando acima das projeções do mercado (164.000) e o maior número desde janeiro desse ano (312.000). Se a nossa “lógica” estiver correta, isso deveria reduzir a chance de um corte mais agressivo do FED, impactando negativamente os ativos.

Antes da divulgação do número, a expectativa do mercado era de que o BC americano iria cortar os juros na reunião de julho (31/07) com a dúvida ficando se ele cortaria 0,50 p.p. ou 0,25 p.p.. Com relação a essa precificação, havia uma probabilidade de 22,5% de ocorrência do corte mais agressivo e 77,5% de uma redução mais amena. Após o resultado ser conhecido, o mercado continuou a precificar que na reunião de julho teríamos a primeira queda das taxas nesse novo ciclo de afrouxamento, mas a probabilidade de um corte 0,50 p.p. caiu para 1,5%. Portanto, a primeira parte ocorreu como prevista. E o impacto disso sobre os ativos? Pegando o S&P futuro como uma proxy para essa reação, vemos que a segunda parte também acabou ocorrendo como previsto. Considerando o momento exatamente anterior à divulgação do número como parâmetro, vemos que esse ativo apresentou uma queda de 0,35% no período imediatamente posterior.

A conclusão a que chegamos, é que o mercado continua dando mostras que, no curto prazo, o que vai guiar o preço dos ativos, tanto aqui dentro quanto lá fora, será a perspectiva de uma liquidez maior o menor, pouco importando que isso signifique um crescimento não tão robusto para a economia mundial. Esse comportamento não é sustentável em prazos mais longo, mas, por enquanto, é assim que “a banda toca”.

O Payroll ajuda no ajuste fino do mercado, mas a tendência já está dada na direção de mais liquidez, o que deve dar sustentação aos ativos, mesmo com oscilações pontuais como a de hoje, e colocar pressão para que os BCs ao redor do mundo se engajem nessa rodada de afrouxamento monetário. Isso é verdade para os BCs em geral e para o BCB em particular.

Como também ressaltado na semana passada, o nosso BC tem o que podemos chamar de “opção de graça”. Isso significa que, com o aumento da liquidez global, os investidores tendem a se mostrar mais permissivos com erros de política econômica. Trazendo isso para cá, o risco do BCB começar a redução dos juros antes da aprovação total da Reforma da Previdência, foi minimizado, vis-à-vis o desempenho ruim da economia brasileira. Portanto, a chance dele iniciar o afrouxamento monetário em julho, caso o Câmara aprove a Reforma em 1º turno antes da próxima reunião do COPOM (31 de julho), aumentou consideravelmente. Todas essas considerações foram corroboradas pelo presidente do BCB, Roberto Campos Neto, em evento na capital paulista, ontem à noite. Primeiro, ele ressaltou a mudança de linguagem na Ata da última reunião do COPOM: *“Dissemos muito claramente que estamos mais confortáveis com o cenário inflacionário”*, ou seja, não parece haver dúvida de que o próximo passo da política monetária será de redução dos juros. Reforçando que a questão com relação a isso não está no “se”, mas no “quanto”, Campos Neto reiterou que a atividade econômica prescreve política monetária estimulativa, mas ponderou que a questão não é o sinal, mas sim a intensidade. Por fim, mais uma vez ressaltou a importância da Reforma da Previdência como um divisor de águas para a economia brasileira. O que nos leva ao “quando”.

A nosso ver, se o “quanto” vai estar atrelado ao tamanho da Reforma, o “quando” fica a mercê do timing de aprovação desta. Como supracitado, a sua aprovação antes da reunião de julho, aumenta em muito a chance do primeiro corte ocorrer já nessa reunião. Portanto, a pergunta seria qual a probabilidade de isso ocorrer.

Voltando no tempo, o nosso cenário básico não incorporava a aprovação da Reforma antes do recesso parlamentar. Entretanto, a partir do momento em que o Congresso resolveu

encampar a ideia e o presidente da Câmara se uniu ao Centrão para acelerar a sua conclusão, a chance de isso ocorrer aumentou bastante. A aprovação do relatório do Relator da proposta, Samuel Moreira (PSDB), ontem na Comissão Especial da Câmara (CE), praticamente selou esse resultado. Teremos, a partir de agora, 12 dias para que a Reforma seja aprovada em 1º turno no plenário da Câmara antes do recesso, ou seja, a questão não é mais regimental, mas de voto. O texto aprovado ontem tem um aspecto bom, um ruim e outro que, por enquanto não faz preço. Começando pelo último, a não incorporação dos Estados e Municípios no texto final, é uma bomba relógio para as contas fiscais brasileiras. Sempre salientamos que o Brasil não poderia virar a Grécia, como Bolsonaro gostava de ameaçar caso a Reforma não passasse, porque, ao contrário do país mediterrâneo, podíamos emitir dinheiro para fazer frente as nossas obrigações. Entretanto, se isso é verdade para o Brasil como um todo, não o é para as unidades subnacionais. Ou seja, elas podem sim virar uma Grécia e, como o Governo Central não é uma Alemanha, o problema vai ser acabar sendo resolvido em Brasília. Mas, como isso não é um problema imediato, os mercados vão ignorar, momentaneamente essa questão, seguindo a ideia da personagem Scarlet O'Hara do filme *E o Vento Levou...* *"Pensarei nisso amanhã"*. O aspecto bom vem da manutenção de boa parte da economia prevista inicialmente para a Reforma. O projeto enviado pelo Governo previa algo ao redor de R\$ 1,2 tri, Paulo Guedes parecia satisfeito com R\$ 1 tri e o texto aprovado na CE projeta R\$ 917 bi. Ou seja, como o mercado deve se satisfazer com qualquer coisa acima de R\$ 800 bi, teremos certa gordura para queimar. Por fim, a parte ruim do resultado da votação de ontem foi a retirada dos policiais militares e bombeiros. Mais do que o impacto que isso possa ter sobre os Estados, essa concessão abre espaço para que outras categorias possam pleitear o mesmo benefício na votação no plenário, o que, realmente, pode descaracterizar a Reforma.

Juntando todas as informações, mantemos a expectativa de que o FED vai reduzir os juros em 0,25 p.p. na sua próxima reunião. Entretanto, o número de hoje do Payroll reduziu bastante a chance de um corte mais agressivo (0,50 p.p.) e abriu espaço para que a própria queda possa ficar *sub judice* a depender dos próximos números da economia americana e das declarações dos dirigentes do BC americano. Essa mudança nas perspectivas para a reunião do FOMC de julho, que ocorrerá no mesmo dia que o COPOM, tira um pouco da pressão do BCB em reduzir os juros de maneira açodada. Talvez, até por isso, Campos Neto tenha dito em entrevista ao Broadcast, que “*não existe relação mecânica entre reformas e juros*”. Devemos lembrar que o ex-presidente do BCB, Ilan Goldfajn, disse a mesma coisa com relação ao câmbio, para não ser ver forçado a subir os juros quando o Dólar disparou após a greve dos caminhoneiros no ano passado. Entretanto, a despeito disso, aqui também mantemos a projeção de uma redução de 0,25 p.p. na Selic na reunião do final do mês, caso a Reforma da Previdência seja aprovada antes do recesso parlamentar. A nossa intuição econômica nem sempre é um bom previsor para o comportamento dos mercados e isso vale também para os BCs na condução da política monetária. Nesse momento, quando tudo parece incerto, um bom conselho para os banqueiros centrais viria da frase do ex vice-presidente do FED, Alan Blinder, que a política monetária deve ser conduzida parte na “técnica”, parte na “arte”.

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.