

Ao longo de todo o ano reclamamos que o cenário estava muito nublado, fazendo com que o horizonte de projeção ficasse muito curto. Entretanto, após os últimos acontecimentos, podemos começar a vislumbrar algumas aberturas de sol no céu. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para reforçar os cenários que montamos na semana passada, além de discutir as possibilidades de crescimento tanto aqui dentro, quanto lá fora.

Cada passo nos acontecimentos externos, reforçaram a ideia de que o BC americano vai reduzir os juros em 0,25 p.p. na reunião de julho (31/07), abrindo a temporada de afrouxamento monetário nas principais economias mundiais. Primeiro tivemos a reunião entre o presidente americano, Donald Trump, e o seu par chinês, Xi Jinping, no G-20 que, ao manter o *status quo* da Guerra Comercial, deixou o cenário mais previsível. Depois, o número forte de criação de empregos nos EUA, divulgado na semana passada, tirou do mercado a tendência ao exagero. Por fim, nessa semana, o discurso do presidente do FED, Jerome Powell, no Congresso americano, praticamente selou o resultado da próxima reunião do FOMC. Portanto, o que importa é ver o que podemos esperar daqui para frente.

O primeiro ponto importante para se discutir é se o que está acontecendo nos EUA é uma desaceleração cíclica ou algo mais forte. A resposta a essa pergunta é importante por que vai determinar se a projeção para a queda dos juros americanos, por parte do mercado, está exagerada ou não. A princípio, parece que o que estamos vendo, está mais para uma desaceleração cíclica do que para uma recessão. Apesar dos dados da indústria não estarem muito auspiciosos, e a sombra da Guerra Comercial piore a perspectiva desse setor, “*tradable*”¹ por natureza, a resposta a essa questão é mais complexa do que pode parecer. Olhando para os números podemos ver que, enquanto que a produção industrial americana crescia a ritmo de 3,60%, na comparação anual, no início do ano, agora temos um ritmo mais

¹ São produtos comercializados mundialmente, sem fronteiras, de tal forma que os produtos locais tem a concorrência dos importados

próximo de 2,00%. Mais impactante que isso, é que o ISM de manufaturas, considerado um indicador antecedente para o nível de atividade do setor, passou de 56,6 pontos para 51,7 pontos no mesmo período, uma queda de 8,7%. Interessante notar que o número ainda está acima dos 50 pontos, o que é o divisor de águas entre aceleração e desaceleração da atividade, segundo a metodologia do índice. Entretanto, mesmo este estando no território de crescimento, a velocidade da sua queda assustou o mercado. Contribui para isso, o fato de que indicadores semelhantes nas outras principais economias mundiais já cruzaram a barreira dos 50 pontos: 47,6 pontos na Zona do Euro, 49,3 pontos no Japão, 48 pontos no Reino Unido e 49,4 pontos na China. Ou seja, o mercado antecipa o “*eu sou você amanhã*” para a economia americana. Entretanto, a despeito desses resultados chamarem a atenção, devemos observar que o setor fabril, apesar de poder ser considerado a locomotiva da atividade econômica, não tem o impacto no PIB que outrora. Nas economias desenvolvidas, assim como no Brasil, o setor de serviços tem um peso no crescimento três vezes maior do que o da indústria. Posto isso, podemos ver que o mesmo tipo de índice para o setor de serviços está em 55,1 pontos nos EUA, não muito longe dos 56,7 pontos do início do ano (queda de 2,8%). O mesmo ocorre nos países supracitados: 53,6 pontos na Zona do Euro, 51,9 pontos no Japão, 50,2 no Reino Unido e 52,0 pontos na China. Da mesma forma, apesar das perspectivas de desaceleração mundial, os níveis das taxas de desemprego estão em níveis historicamente baixos em todos estes países: 3,63% nos EUA (menor nível histórico), 7,73% na Zona do Euro (7,23% menor nível histórico), 2,43% no Japão (2,07% menor nível histórico), 3,87% no Reino Unido (menor nível histórico) e 3,67% na China (menor nível histórico).

Olhando para esses dados parece que nem uma desaceleração cíclica teremos. Entretanto, vamos devagar com o andar. O livro texto de economia nos diz que o desemprego é uma variável defasada e, portanto, não poderia ser uma evidência do que está por vir. O que esse

mesmo livro texto nos diz é que, por ser um setor mais aberto (*tradable*) a indústria é a primeira a sentir a desaceleração econômica, reduzindo o seu ritmo de crescimento, aumentando o desemprego do setor, impactando a massa salarial, deprimindo o consumo, chegando então os serviços, gerando o ciclo vicioso que reduziria o nível de atividade e o emprego. Se formos por esse lado, parece cedo ainda para determinar se estamos vendo uma desaceleração cíclica ou o início de uma recessão. Entretanto, podemos colocar um pouco de tempero nessa discussão. Muito se tem falado da indústria 4.0, onde a tecnologia domina a produção, com a mão de obra humana sendo substituída por robôs. No nosso entendimento, essa “nova indústria” pode ter dois impactos relevantes na nossa discussão. O primeiro seria que, se for verdade que a indústria está empregando cada vez menos trabalhadores, a sua desaceleração teria muito menos impacto sobre o mercado de trabalho, sobre o consumo e, conseqüentemente sobre a economia com um todo. Ou seja, apesar de não rasgarmos o livro-texto, ainda, talvez os impactos prescritos por ele talvez terão que ser revistos. Outro impacto relevante que essa indústria 4.0 pode ter sobre as variáveis econômicas é que, ao aumentar a produtividade da produção, que ficaria mais intensiva em capital do que em trabalho, as novas tecnologias reduziriam, portanto, o custo unitário da produção, diminuindo a projeção de inflação para o mesmo nível de desemprego. Talvez por isso estejamos vendo essa combinação estranha de desaceleração na atividade, acompanhada de uma taxa de desemprego nos menores níveis históricos, sem que vejamos sinais de inflação no horizonte.

A nossa conclusão sobre o cenário externo é que, se por um lado, as atuais perspectivas para o crescimento não demandam uma política agressiva de redução dos juros nos EUA, por outro, também não dispensam algum tipo de afrouxamento monetário preventivo. O que nos traz de volta à projeção de que o FED não deve reduzir as taxas do FED Fund em mais do que 0,25 p.p. na reunião de julho. Dando um passo além, talvez as apostas de que o BC

americano venha a cortar os juros em mais duas oportunidades até o final do ano com o FED Fund fechando 2019 em 1,75%, talvez sejam mais agressivas do que o necessário para uma política monetária preventiva. Por isso acreditamos em mais uma queda de 0,25 p.p. ao longo do 2º semestre de 2019, levando a taxa básica americana para 2,00%.

Esse cenário externo também reforça a nossa projeção de que o BCB vai reduzir os juros, mas sem pressa, indo ao ritmo de 0,25 p.p. por reunião até o final do ano, começando em julho. O conservadorismo no afrouxamento monetário deriva, principalmente, do nível atual dos juros (6,5%) já muito baixo para os padrões brasileiros e da dúvida quanto as razões para que a economia brasileira não tenha o desempenho esperado, mesmo com todas as condições favoráveis para isso. Ou seja, a partir dos relatórios do BCB, fica claro que ele não considera que o mau desempenho da economia, seja culpa da política monetária menos expansionista do que a necessária. Para ele, a incerteza a respeito da aprovação da Reforma da Previdência é a verdadeira causadora desse resultado pífio. Portanto, se ao mesmo tempo em que a aprovação desta em 1º turno na Câmara abre espaço para o início da queda, por outro pode limitar o tamanho da mesma. Se o BCB estiver certo e o nível de atividade voltar a se recuperar, não há porque ser agressivo na redução dos juros. Obviamente que esse será mais um caso clássico da “prova do pudim”, ou seja, só saberemos se o crescimento voltará ou não nos próximos meses observando os resultados econômicos que virão. Entretanto, as variáveis que certamente o mercado vai observar para ver se o caminho estará pavimentado ou não para a retomada do crescimento, serão aquelas ligadas aos índices de confiança. No início do ano, quando as expectativas para o PIB de 2019 estavam ao redor de 2,5%, tanto a confiança do consumidor, quanto do empresário, estava nos maiores patamares desde fevereiro de 2014. Desde então, tivemos uma queda ao redor de 10% na confiança e das perspectivas de crescimento para 2019 de 2,53% para 0,82%, segundo a pesquisa Focus. Certamente os dados

correntes piores do que o esperado contribuíram para esse resultado, mas, a queda na confiança foi decisiva para a perda da esperança na reversão do cenário. Portanto, por simetria, caso a confiança se recupere, devemos ver uma melhora nas projeções para o crescimento de 2020, atualmente em 2,20%.

A conclusão é que a liquidez internacional deverá continuar a sustentar os ativos mais arriscados, mas talvez tenhamos um pouco de decepção com o tamanho do afrouxamento monetário por parte do BC americano, uma vez que, o nível de atividade nos EUA, parece estar longe de indicar a possibilidade de recessão. Com esse cenário externo e com a aprovação da Reforma da Previdência em 1º turno na Câmara, o BCB vai iniciar a queda dos juros por aqui em julho (coincidentemente no mesmo dia do FED), mas sem pressa, ao ritmo de 0,25 p.p. por reunião de modo que a Selic feche 2019 em 5,50%. Se esse cenário vai prevalecer ou não, dependerá da resposta da economia à aprovação da Reforma. No caso de uma recuperação expressiva, que parece ser o que o BCB espera, a probabilidade de isso ocorrer aumenta muito. Como esperar os dados correntes pode demorar muito, as variáveis-chaves para que, tanto o BCB, quanto o mercado, avaliem em que pé estamos no ciclo econômico, serão os índices de confiança.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	4,0	4,1
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.