

Nos últimos Opiniões viemos preparando o cenário para os acontecimentos da próxima semana: as reuniões dos BCs americano e brasileiro. Portanto, chegou a hora de “colocar na reta” e analisar o que achamos, não só para as reuniões em si, como também qual será a reação dos mercados.

Para iniciar essa discussão, temos que dar um passo atrás. Nessa semana tivemos a reunião do Banco Central Europeu (BCE), que é parte importante dessa cadeia de injeção de liquidez mundial. Apesar da expectativa geral de que o seu presidente, Mário Draghi, não fosse fazer nenhuma alteração concreta de política monetária, esperava-se que ele fizesse um discurso bastante dovish, preparando o terreno para um pacote agressivo de afrouxamento monetário na próxima reunião em setembro. Entretanto, não foi isso que aconteceu. Apesar de efetivamente ele ter indicado, durante a sua entrevista, que alterações acontecerão na próxima reunião, o tom foi menos dovish do que o esperado. A reação dos mercados foi bastante negativa. A bolsa americana (S&P) caiu mais de 0,5%, a nossa B3, quase 1,50% e o Real perdeu quase 1,00% do seu valor. Essa sequência de acontecimentos é importante para a nossa discussão porque, acreditamos que ela será mais regra do que exceção nos eventos da semana que vem.

Começando pelos EUA, na 4ª feira (31/07) o FED se reúne para decidir a sua taxa de juros (os FED funds). A aposta majoritária do mercado é de uma redução de 0,25 p.p. em ambos os extremos do intervalo de flutuação dos juros que está, atualmente, entre 2,25% e 2,50%. Essa expectativa foi reforçada, exatamente, pela reunião do BCE. Antes do encontro a probabilidade de que o corte fosse maior, 0,50 p.p., era de 22%, passando para 17% após a reunião europeia. O PIB americano divulgado hoje (2,1%, acima das projeções de 1,8%), reforçou esse movimento, reduzindo as apostas para a redução de 0,50 p.p. para 15%. Até aqui, tudo bem, uma vez que essa também é a nossa projeção, o problema aparece quando chegamos à comunicação sobre o futuro da política monetária, que virá acompanhada dessa decisão. Enquanto que o mercado acredita que o FED vai indicar que essa queda será a

primeira de um processo, a nossa aposta é que o BC americano vai esperar indicar a estratégia de esperar para ver o comportamento da economia (*wait and see*). Provavelmente essa indicação não será bem vista pelo mercado porque enfraquece a aposta de que os juros americanos serão reduzidos em 0,75 p.p. até o final do ano, aposta dominante atualmente (depois dessa reunião, o FED terá apenas mais 3 reuniões). O resultado será a queda das bolsas e o fortalecimento do Dólar no mercado internacional.

A decisão do FED poderá influenciar a decisão do nosso BC, na reunião que acontecerá também na 4ª feira (31/07). O BCB saberá o que o FED decidiu (a decisão da reunião do FOMC será divulgada às 15:30h) antes de divulgar o seu veredito e, caso este surpreenda e reduza os seus juros em 0,50 p.p., o primeiro poderia ficar tentado a também dar um corte mais agressivo. Entretanto, como não acreditamos nesse movimento do BC americano, vamos trabalhar com a hipótese de que a decisão do FED será neutra para a do BCB.

Fazendo essa ressalva, considerando que o resultado do COPOM será uma redução da Selic da ordem de 0,25 p.p., de 6,50% para 6,00% e, ao contrário do FED, a comunicação do BCB indicará que essa redução será o início de um processo de afrouxamento monetário, que deverá se estender até, pelo menos, o final do ano. Entretanto, da mesma forma que lá fora, por aqui a reação dos mercados também não será positiva, mas, ao contrário dos EUA, porque há uma divergência quanto ao tamanho do corte e não quanto à comunicação.

Se a ideia de que esse corte será o primeiro de uma sequência é unânime, o fato de que os juros devam ser reduzidos em 0,25 p.p., passam longe disso, tanto entre os traders, quanto entre os economistas. No primeiro caso, o mercado de juros está precificando uma queda de 0,42 p.p., o que indica uma probabilidade de 68% de um corte de 0,50 p.p.. Já entre os economistas, uma pesquisa divulgada hoje pelo jornal Valor Econômico, mostra que, dos 48

profissionais ouvidos, 25 (52%) esperam um corte de 0,50 p.p., 19 (40%) de 0,25% e 4 (8%) manutenção. Ou seja, se estivermos certos, aqui também teremos uma reprecificação dos ativos, com queda na bolsa, abertura dos juros e fortalecimento do Real. Mas porque estamos indo contra o consenso?

Inicialmente, devemos salientar que não achamos a redução de 0,50 p.p. um disparate. Nas condições econômicas atuais de nível de atividade e inflação (tanto corrente, quanto as expectativas), esse movimento seria totalmente justificável. Portanto, a nossa projeção se baseia nas indicações do BCB nos seus últimos documentos e discursos, além das simulações dos seus modelos de previsão.

Para começar, vamos voltar a Ata da última reunião. Lá, haviam algumas informações que ainda se mostram relevante, mesmo 30 dias depois. Primeiro, o documento deixa claro que os diretores do BCB não acreditam que o nível atual de juros seja restritivo à retomada do crescimento: *" (...) 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 (...) "*. Quanto a isso, o discurso de que os dados de atividade estão vindo piores, não é justificativa para desqualificar comentário acima, uma vez que na mesma Ata, o BCB já indica que está consciente do momento de fraqueza da economia brasileira: *" Após leve recuo no primeiro trimestre de 2019, em decorrência dessa perda de dinamismo e de alguns choques pontuais, o Produto Interno Bruto (PIB) deve apresentar desempenho próximo da estabilidade no segundo trimestre. "*. Ou seja, não será surpresa para ele se o PIB do 2º trimestre vier levemente negativo. A segunda informação relevante é que, além de não achar que os juros estão muito longe do ideal para as atuais condições da economia brasileira, os modelos dele indicavam que as projeções do mercado com relação à política monetária estariam muito longe do que seria razoável pensar:

“No horizonte relevante para a política monetária, que inclui principalmente o ano-calendário de 2020, os cenários com taxas de juros constantes produzem inflação um pouco abaixo da meta para 2020, enquanto os cenários com trajetória de juros extraída da pesquisa Focus, que embutem provisão de estímulos monetários adicionais, produzem inflação em torno da meta.”. Em números, o que o BCB considera como “ao redor da meta” era uma previsão de 3,9% (meta de 4,0%) e as variáveis usadas estão na tabela abaixo:

Cenário com expectativas extraídas da Pesquisa Focus de 14/06/2019				
Período	PIB (%)	Selic (%)	Câmbio (R\$/US\$)	Preços Administrados (%)
2019	0.93	5.75	3.80	3.90
2020	2.20	6.50	3.80	4.60

Podemos dizer que de lá para cá as “coisas” mudaram. Para verificar se isso é verdade ou não, rodamos o modelo que simula o do BCB com as projeções da última pesquisa Focus, também na tabela abaixo:

Cenário com expectativas extraídas da Pesquisa Focus de 19/07/2019				
Período	PIB (%)	Selic (%)	Câmbio (R\$/US\$)	Preços Administrados (%)
2019	0.82	5.50	3.75	4.94
2020	2.10	5.75	3.80	4.43

O resultado do modelo pode ser visto na próxima tabela, na coluna denominada “Mercado”:

IPCA A/A		
	Mercado	Referência
<b>2017Q4</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>
2018Q1	2.8	2.8
2018Q2	4.5	4.5
2018Q3	4.6	4.6
<b>2018Q4</b>	<b>3.8</b>	<b>3.8</b>
2019Q1	4.6	4.6
2019Q2	3.4	3.4
2019Q3	3.6	3.6
<b>2019Q4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.5</b>
2020Q1	3.8	3.7
2020Q2	3.7	3.5
2020Q3	3.9	3.7
<b>2020Q4</b>	<b>4.0</b>	<b>3.8</b>

Como podemos observar, seguindo o caminho de 4 reduções de 0,25 p.p. nas 4 reuniões até o final de ano, de modo que a Selic feche 2019 em 5,50%, a inflação em 2020, a relevante para o BCB nesse momento, ficaria exatamente na meta.

Alguém pode argumentar que, desde a última Ata, tivemos a aprovação da Reforma da Previdência em 1º turno na Câmara. Entretanto, isso já poderia ser o motivo para que se faça uma interpretação otimista sobre o que ele considera como “*avanço concreto*” na Reforma, uma vez que ainda falta uma votação na Câmara e duas no Senado. Certamente, se a situação econômica não tivesse tão ruim, o passo dado no início de julho não seria um “*avanço concreto*”, ou seja, começar agora a redução dos juros já pode ser considerada um movimento ousado, na visão do BCB, que só foi viabilizado pelo aumento da liquidez no mercado internacional.

A conclusão a que chegamos é que a semana que vem, particularmente a 4<sup>a</sup> feira (31/07), será bem animada, para dizer o mínimo. Se estivermos certos e o FED reduzir os juros em 0,25 p.p., mas indicar a estratégia do “*wait and see*”, enquanto o BCB cortar apenas 0,25 p.p., certamente veremos reprecificações relevantes dos ativos, tanto aqui dentro quanto lá fora. Interessante notar que, a maior chance de erramos os dois cenários, repousa na probabilidade do FED reduzir os juros em 0,50 p.p., pois isso poderia levar o BCB a ir pelo mesmo caminho.

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