

## Cenário Econômico

---

O mês de abril foi marcado pela melhora dos dados econômicos na China, com efeitos iniciais dos estímulos concedidos nos últimos meses. Esse movimento incipiente ainda não traz conclusões fortes sobre a magnitude e duração da melhora da atividade chinesa. No entanto, uma melhora na China deverá ajudar na recuperação da Europa, especialmente na Alemanha, onde o banco central tem se mostrado cauteloso com os últimos números de inflação e atividade, apesar de não ter anunciado nenhuma nova medida. Nos EUA, as negociações comerciais com a China avançam porém ainda sem visibilidade sobre uma data para o desfecho. Quanto à política monetária, após meses com decisões e discursos mais “dove”, o Fed parece estar decidido a manter a paciência propalada em suas comunicações e manter a taxa de juros estável nos próximos meses, analisando os dados de inflação correntes e prospectivos. No Brasil, a reforma da Previdência avança lentamente, enquanto o BCB mantém a serenidade na condução da política monetária em meio a dados mais altos de inflação cheia e atividade econômica mais fraca.

Na China, os impulsos de crédito começaram a aparecer nos dados mensais de maneira mais clara. Além disso, a melhora no ISM da indústria, voltando a oscilar acima do patamar expansionista de 50, a forte reaceleração da produção industrial, afetando positivamente os lucros do setor, e a alta nos preços de moradias, com novos lançamentos, indicam que os estímulos dos últimos meses estão fazendo efeito. No entanto, ainda permanecem dúvidas sobre a real velocidade dessa melhora e mesmo sua duração, dado que o governo já sinalizou que não haverá novos estímulos no curto prazo. Nossa perspectiva é de que os próximos meses possam responder essas dúvidas, de maneira que fique mais claro como os outros países serão afetados, na Ásia mas também na Europa, que tornou o comércio com a China uma importante fonte de dinâmica de exportação.

Na Europa, o PIB do 1º trimestre mostrou uma expansão de 0,4% contra o trimestre anterior, diminuindo a apreensão quanto uma recessão em 2019. No entanto, essa melhora ainda parece frágil dado que a Alemanha, principal economia da região, continua com indicadores de confiança do setor industrial em patamar extremamente deprimidos, e os fatores idiossincráticos do ano passado, automóveis e químicos, ainda não mostraram uma recuperação. Além disso, a inflação tem estabilizado em patamar abaixo da meta do ECB, levando a uma cautela da autoridade monetária, que ainda estuda os impactos das taxas de juros negativas nos balanços dos bancos. Com isso, permanece a possibilidade para a próxima reunião do comitê de política monetária de uma “tierização” das taxas de

juros, com alguma alta para taxas que afetem os bancos, abrindo espaço para que a taxa básica permaneça baixa por mais tempo, provavelmente até meados de 2020, em detrimento ao horizonte atual de final de 2019.

Nos EUA, as negociações comerciais com a China avançam, mas ainda sem um desfecho claro, tanto na data da conclusão como nos principais temas. Essa incerteza afeta menos a atividade do que uma disputa aberta, mas mantém dúvidas sobre as tarifas que foram implementadas nos últimos anos, e os setores afetados. Mesmo assim, a economia continua com crescimento robusto, passando por cima desse tema e de um "government shutdown" no primeiro mês do ano, registrando expansão de 3,2% no 1º trimestre, e com a absorção interna mantendo crescimento médio de 2,5% nos últimos 12 meses. Para o 2º trimestre, a expectativa é de uma reaceleração do Consumo, já observado nos dados de alta frequência das Vendas no Varejo. Entretanto, essa expansão econômica não tem se traduzido em inflação significativamente mais alta. Fatores específicos inclusive puxaram as medidas de núcleo da inflação para baixo no 1º trimestre. Essa combinação levou o Fed a sinalizar com uma taxa de juros estável ao longo dos próximos meses, reforçando a dependência aos dados econômicos. Essa "paciência" vem depois de uma mudança na direção e na comunicação desde dezembro passado, quando uma realização dos mercados levou o Fed a interromper o ciclo de normalização da política monetária e indicar que já havia alcançado a taxa de juros de equilíbrio.

No Brasil, a batalha da reforma da Previdência teve um desfecho na CCJ, com a aprovação da proposta do governo com pequenas alterações, em temas de baixa relevância e sem impacto na estimativa de poupança ao longo dos próximos 10 anos. No entanto, a duração da tramitação quebrou recordes de longevidade e as incertezas sobre alterações permaneceram até a véspera da votação. Essa dinâmica aponta para mais ruídos à frente, durante a discussão da proposta na Comissão Especial (CE). A base de apoio do governo no Congresso permanece concentrada no PSL e DEM, sem formalização de quaisquer partidos. A dificuldade de comunicação e articulação com os políticos parece fator intrínseco ao novo governo, que busca uma nova maneira de se relacionar com o Legislativo. Com isso, apesar de algumas tentativas de aproximação e negociação, o nosso cenário base permanece de aprovação da proposta no plenário da Câmara em agosto e com alterações que reduzam a poupança esperado para algo entre R\$600 e R\$700 bilhões.

Em relação ao crescimento econômico, nossa visão vem tornando-se mais pessimista ao longo dos últimos meses, com o abandono de uma perspectiva de surpresa positiva com uma aprovação rápida da reforma da Previdência, e a dinâmica recente apontando para uma desaceleração do crescimento para

ritmo abaixo do ano passado, quando a expansão alcançou míseros 1,1%. A alta recente do Indicador de Incerteza Econômica, a estabilidade na Confiança Empresarial, ambos da FGV, perda na dinâmica das concessões de crédito e contração das Importações indicam que a economia brasileira está perdendo força nos últimos meses. O 1º trimestre pode ser marcado por uma contração no PIB, e o 2º trimestre não indica uma retomada forte. Assim, caso a reforma da Previdência seja aprovada somente em final de agosto, uma aceleração na expansão econômica deverá ficar somente para o final do ano, afetando mais 2020 do que o ano corrente.

Nesse ambiente, a inflação deve se manter controlada ao longo do ano. Porém, um forte choque de alimentação no atacado teve impacto no varejo, puxando os indicadores “cheios” para patamares acima dos observados no ano passado. Essa influência, junto com preços de combustíveis, levará o IPCA acumulado em 12 meses para perto de 5%, bem acima da meta de inflação de 4,25%. Os recentes episódios de contaminação de proteína suína na Ásia podem levar a uma alta nos preços das carnes locais, impulsionando Alimentação no final do ano novamente. No entanto, os indicadores de núcleos e tendência da inflação deverão permanecer condizentes com a meta de inflação, mostrando aceleração gradual e suave ao longo de 2019, permanecendo abaixo de 4%. Essas contradições, dentro dos componentes de inflação e da mesma com a atividade, marcarão as decisões de política monetária. O banco central tem sinalizado com cautela e perseverança e deverá manter a taxa Selic constante ao longo de 2019, porém o equilíbrio entre esses fatores deve ser foco de monitoramento, intensificando a mensagem de dependência dos dados e do cenário.

Em resumo, o cenário internacional continua positivo para ativos de risco, como ressaltamos nas últimas Cartas. O mundo continua crescendo, as dúvidas sobre essa perspectiva diminuíram ainda mais no último mês, e as taxas de juros devem permanecer baixas e estimulativas. Uma mudança nesse ambiente poderá ocorrer somente no final do ano, quando ficar claro que a inflação nos países desenvolvidos mantém trajetória de alta, com o crescimento surpreendendo para cima. Porém, o Brasil tem aproveitado pouco o ambiente externo construtivo, perdendo tempo com uma proposta de reforma da Previdência que se arrasta na Câmara dos Deputados, sem uma coordenação política efetiva e um Congresso desinteressado em acelerar a tramitação. Uma consequência desse ambiente é o fraco crescimento econômico, que afeta positivamente a balança comercial, via contração das importações, mas negativamente as contas públicas, com estabilidade das receitas fiscais e possibilidade de um resultado primário igual ao do ano passado. Nesse ambiente, o BCB precisa conduzir a política monetária a não causar ainda mais ruídos, indicando a possibilidade de manutenção da taxa Selic baixa por um longo período de tempo.