

**Itaú**AssetManagement

# Cenário Macroeconômico

## Pesquisa Econômica

Setembro, 2019





## China

A Guerra Comercial voltou a esquentar com a imposição de novas tarifas por parte do EUA e retaliação do lado chinês.

Os efeitos negativos das tarifas somados com as forças estruturais domésticas colocam contínua pressão no sentido de desaceleração da atividade na China. Para mitigar esses efeitos, esperamos que o governo continue adotando políticas de suporte ao crescimento.



## Estados Unidos

O FOMC continua sinalizando que deve agir de forma preventiva a fim de mitigar os riscos negativos que circundam o cenário de crescimento americano. Apesar dos dados corroborarem um crescimento ainda acima do potencial, esperamos dois cortes adicionais na taxa de juros, com o objetivo de contrabalancear os efeitos da guerra comercial e da desaceleração da atividade global.

Projeções estão sujeitas a mudanças.



## Europa

Espera-se que o Banco Central Europeu divulgue uma nova rodada de estímulos em sua próxima reunião. Os dados de atividade continuam fracos, sobretudo os dados de confiança industrial.

As incertezas com o ambiente político italiano e com o Brexit voltaram ao radar do mercado, trazendo riscos baixistas para a atividade de toda a região.



## Brasil

A Câmara dos Deputados concluiu a aprovação da Reforma da Previdência no início de agosto. O Senado deverá votar a Reforma até meados de outubro. Prioridades da Câmara no segundo semestre: reformas tributária, administrativa e microeconômicas.

Com o ambiente externo ainda descrito como benigno e com dados econômicos fracos, o Copom sinalizou através de suas projeções que há amplo espaço para cortes de juros. Mantemos o nosso *call* de dois cortes de 50bps adicionais, levando a taxa de juros para 5% a.a..

## **A disputa comercial com os EUA continua em evidência, e seus novos desdobramentos são de extrema importância no cenário econômico:**

- A tensão comercial impacta negativamente a China:
  - As tarifas adicionais anunciadas pelo governo americano devem colocar ainda mais pressão negativa na atividade, que já está em trajetória cadente.
  - Uma resolução rápida da guerra comercial parece cada vez mais distante, conforme mais tarifas são colocadas sobre o comércio, afastando ainda mais os dois países.
- Os dados mais recentes continuam apontando para desaceleração da atividade doméstica.

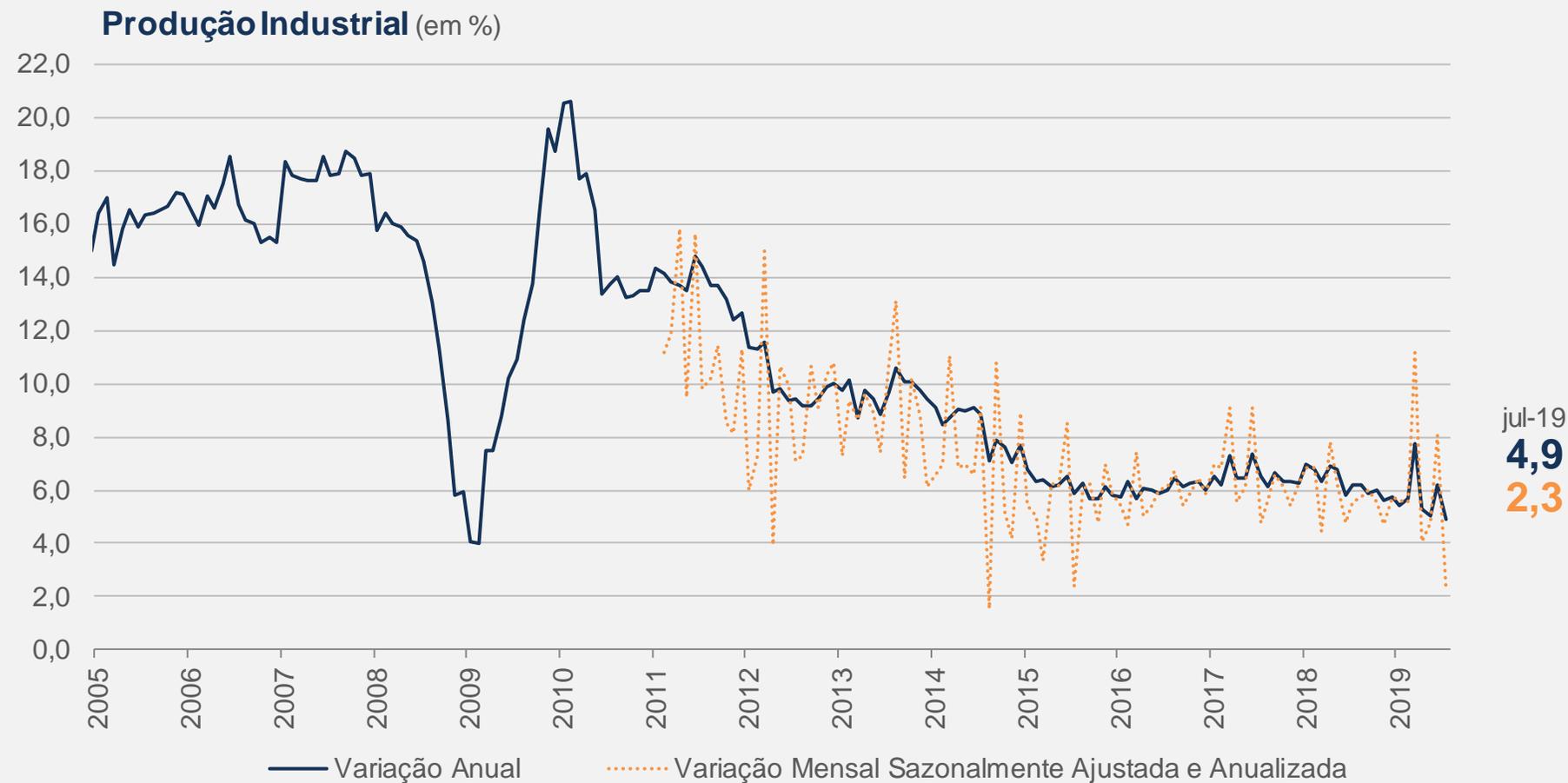
## **Incerteza em relação ao cenário prospectivo da atividade chinesa permanece elevada:**

- Dados de atividade de julho surpreenderam negativamente. Tanto a produção industrial, quanto as vendas no varejo vieram abaixo do esperado, indicando perda de fôlego no terceiro trimestre.
- Dados financeiros também foram mais fracos, contudo a tendência de crescimento da base monetária (M2) e das medidas mais amplas de crédito apontam para alguma aceleração à frente.
- A questão mais importante é quanto e quão rapidamente o governo está disposto a aumentar a quantidade de estímulos na economia, com o objetivo de acelerar a atividade.

O acirramento da guerra comercial com os EUA está gerando mais um choque negativo para o crescimento doméstico, em um momento de relativa fragilidade da economia chinesa, o que provavelmente deverá ser compensado com novas medidas de estímulos.

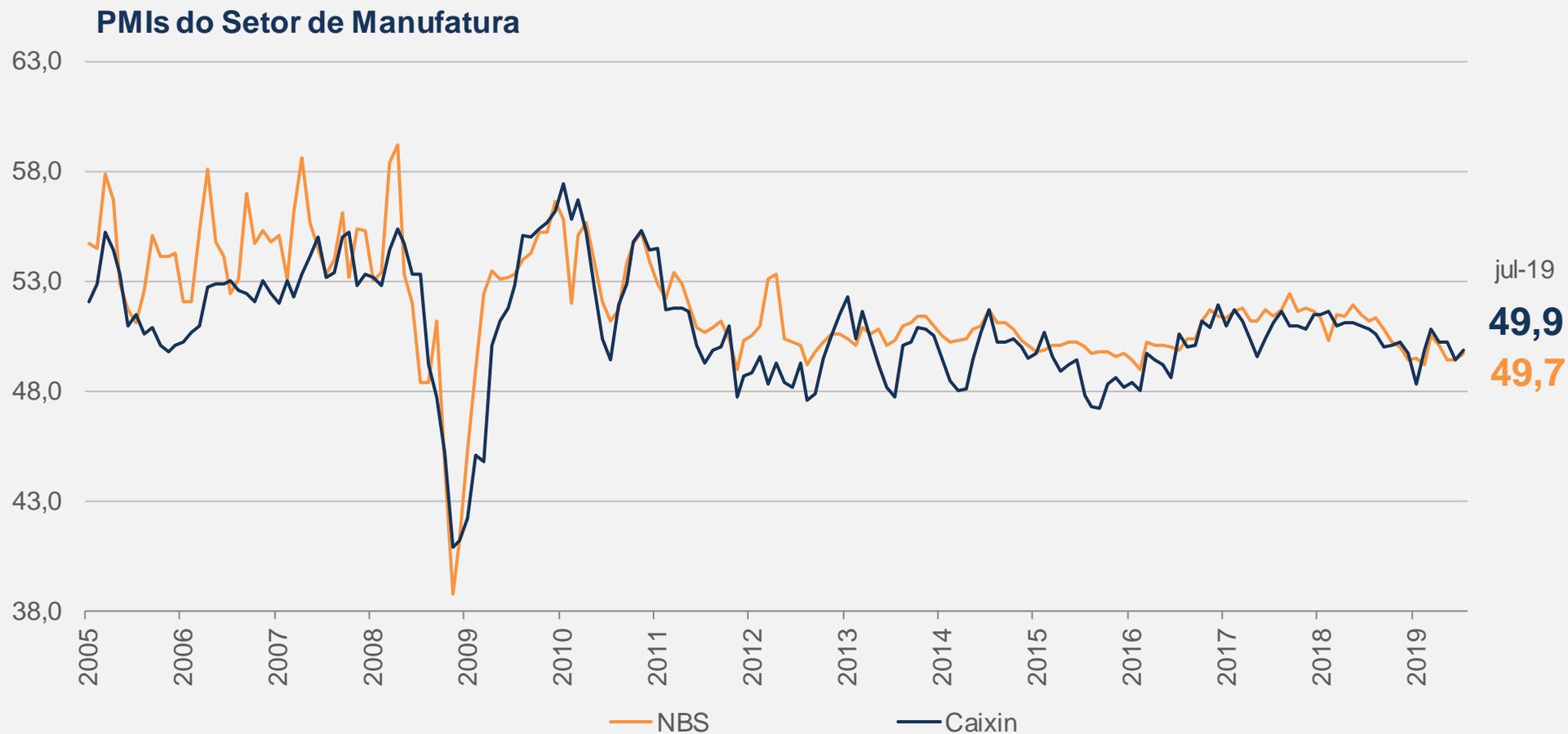
There is no guarantee that forecasts will be met.

Dados mais recentes mostram que a atividade chinesa desacelerou desde que as primeiras tarifas comerciais foram implementadas pelos EUA.



Fonte: Haver Analytics e Itaú Asset Management. Data Base: Agosto de 2019.

Os PMIs de manufatura mostraram alguma melhora, mas ainda são consistentes com um crescimento econômico desacelerando.



Fonte: Haver Analytics e Itaú Asset Management. Data Base: Agosto de 2019.

## **Em um ambiente de crescimento fraco, temas políticos ganham importância no balanço de riscos para o cenário prospectivo:**

- O risco de um Brexit desordenado permanece considerável, com o primeiro ministro, Boris Johnson, reforçando o compromisso de uma saída no dia 31 de outubro, com ou sem acordo. Mas a maioria parlamentar permanece contrária a um Brexit sem acordo, o que aumenta a probabilidade de eleições antecipadas.
- Na Itália a coalisão de governo se desfez, o que requer novas eleições caso uma nova maioria não seja formada no parlamento.
- Apesar do espaço fiscal continuar restrito na Zona do Euro como um todo, estímulos são esperados na Alemanha e França.

## **Os indicadores econômicos publicados nas últimas semanas continuam indicando crescimento fraco:**

- A Zona do Euro como um todo continua desacelerando, e os riscos externos negativos estão aumentando. O que reforça a fragilidade no cenário de crescimento prospectivo.

## **O Banco Central Europeu (BCE) sinalizou novos estímulos para a região:**

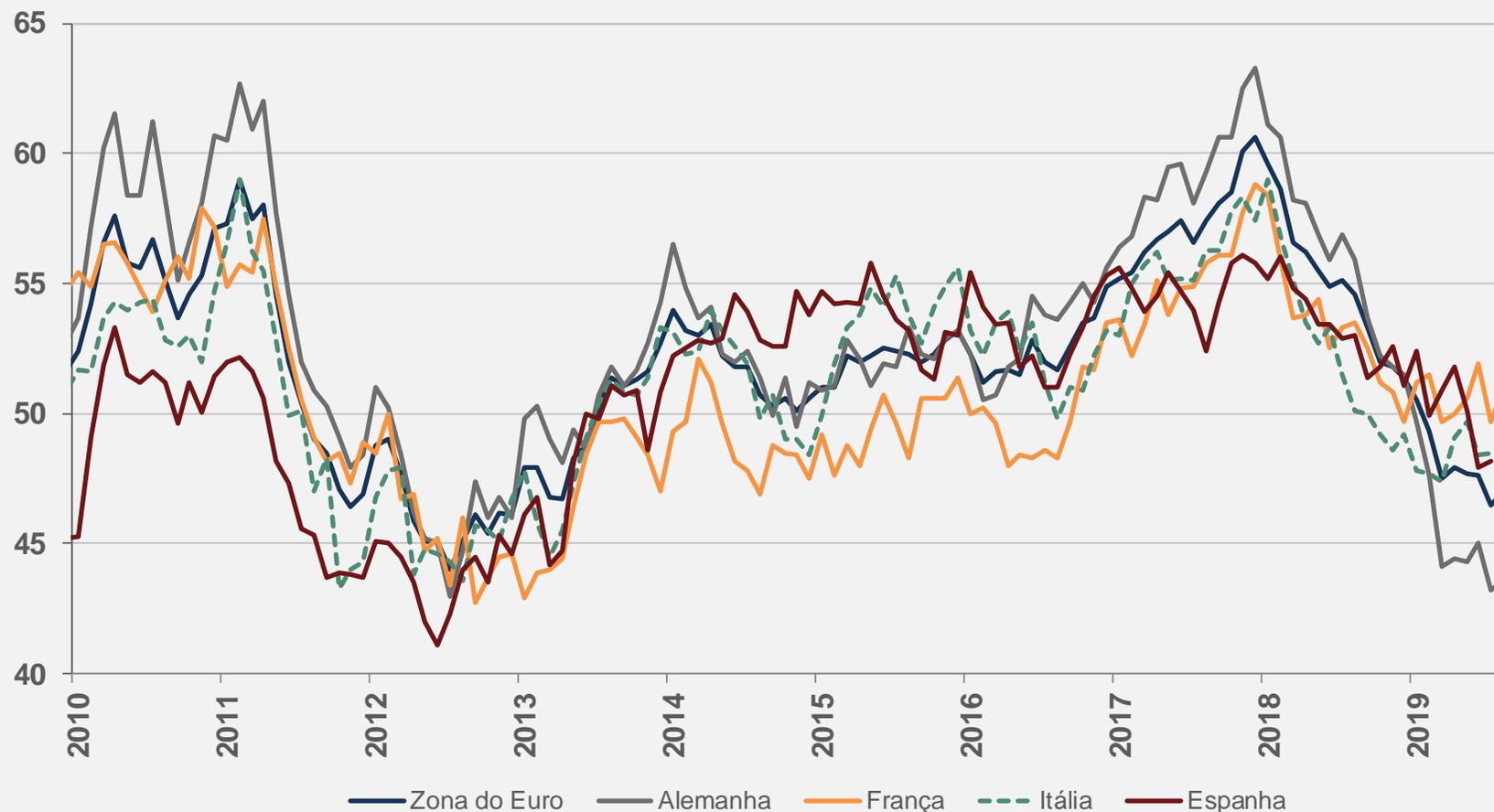
- A meta de inflação foi alterada, e agora é simétrica ao redor de 2%.
- Nova rodada de estímulo é esperada em setembro:
  - Um novo programa de compra de ativos
  - Possível intervenção na curva de juros
  - Novos cortes na taxa de juros para níveis ainda mais negativos

Apesar de temas políticos dominarem as manchetes no curto prazo, a contínua desaceleração da atividade e a inflação persistentemente baixa devem permanecer no radar.

There is no guarantee that forecasts will be met.

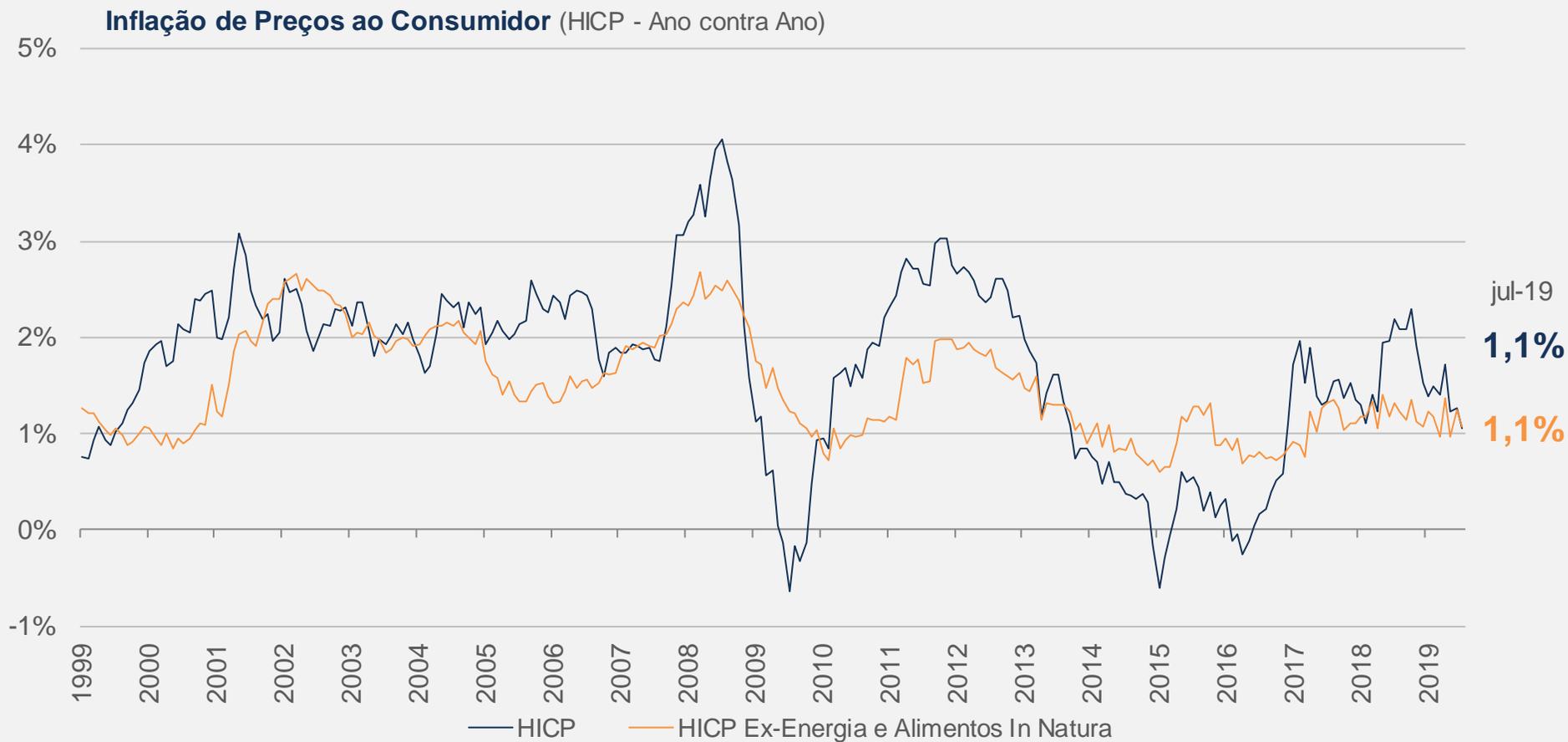
Atividade manufatureira continua desacelerando e há risco de que a fraqueza contamine os outros setores da economia.

### Zona do Euro - PMIs do Setor de Manufatura



Fonte: Haver Analytics e Itaú Asset Management. Data Base: Agosto de 2019.

Núcleo de inflação permanece longe da meta do BCE, o que reforça a necessidade de mais estímulo monetário.



Fonte: Haver Analytics e Itaú Asset Management. Data Base: Agosto de 2019.

## Há dúvidas sobre o quanto as incertezas sobre a economia global devem impactar a economia americana:

- O efeito do impulso fiscal deve decair gradualmente até se tornar zero no fim do ano. Apesar disso, a economia continua crescendo em um ritmo saudável.
- Uma desaceleração mais acentuada poderia ocorrer no caso de um choque de confiança, possivelmente um relacionado à guerra comercial.
- De qualquer modo, cortes preventivos da taxa de juros devem reduzir o risco de uma desaceleração abrupta no curto prazo, e há sinais de cortes adicionais caso o risco de uma recessão se materializar.

## Houve uma mudança substancial na posição do Fed, que sinaliza aumento de estímulo monetário:

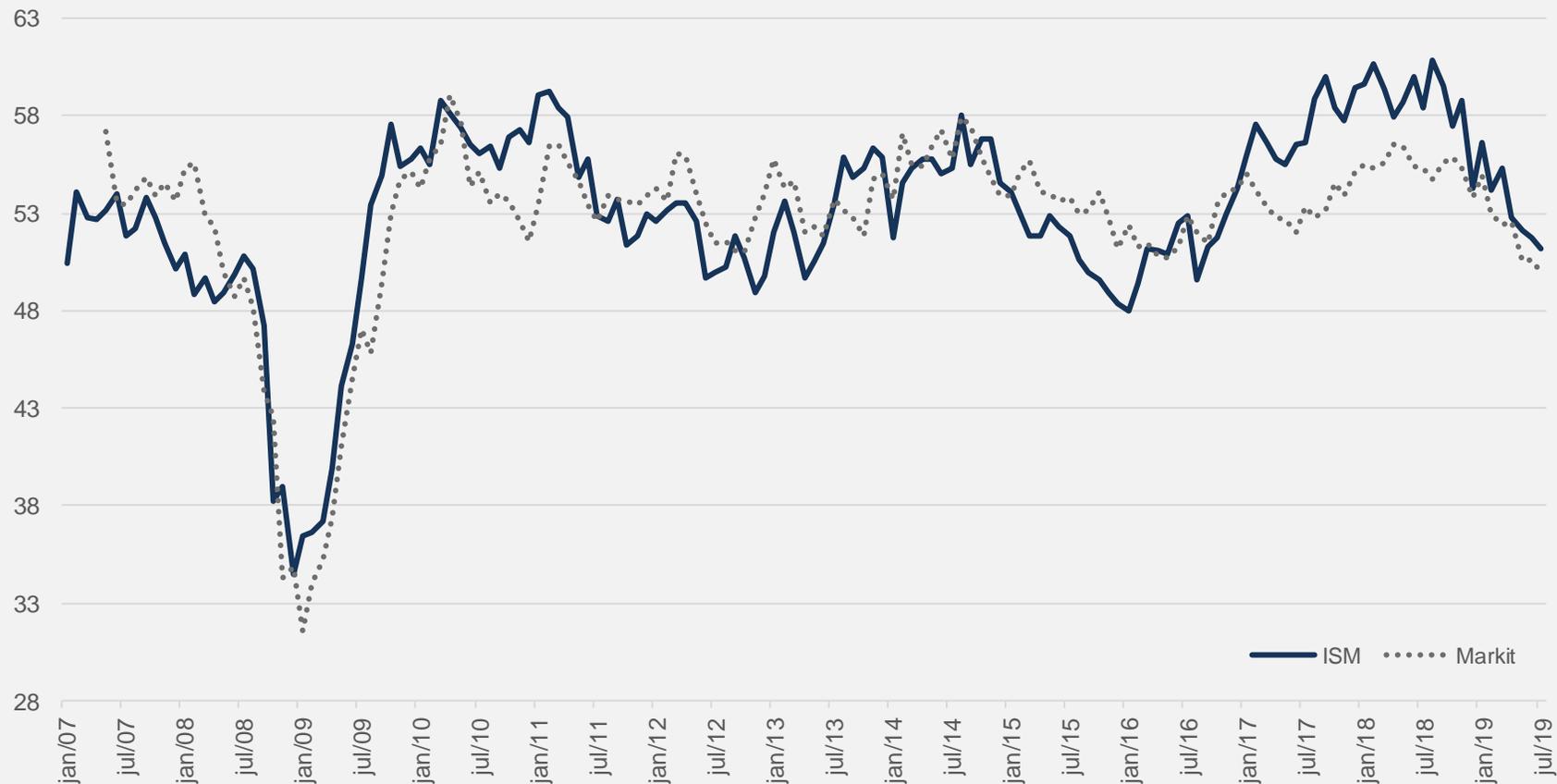
- Dados de atividade continuam em ritmo saudável, com surpresa positiva de crescimento no primeiro semestre e desemprego próximo da mínima histórica. Mas, a inflação continua abaixo da meta, o que dá espaço para maior acomodação monetária.
- Ao se deparar com um choque de incerteza causado pelas disputas comerciais e com a consequente desaceleração da atividade manufatureira ao redor do mundo, o Fed decidiu cortar preventivamente a taxa de juros e sinalizou que mais cortes podem vir com o intuito de reduzir os riscos negativos que pairam sobre a economia americana.
- Esperamos mais duas reduções de 25bps este ano.

O governo Trump endureceu sua postura em relação às negociações comerciais, anunciando o aumento de tarifas em praticamente todas as importações vindas da China. O choque tarifário deve afetar negativamente a atividade, mas ao mesmo tempo pressionar a inflação.

There is no guarantee that forecasts will be met.

A queda na confiança sugere que a desaceleração global pode afetar a atividade doméstica americana, justificando um corte preventivo da taxa de juros pelo Fed.

## PMIs do Setor de Manufatura



Fonte: Haver Analytics e Itaú Asset Management. Data Base: Agosto de 2019.

Mas o consumo das famílias continua forte, mostrando que a parte da economia doméstica continua relativamente insulada da fraqueza externa.



Fonte: Haver Analytics e Itaú Asset Management. Data Base: Agosto de 2019.

## **Reforma da Previdência robusta, atividade fraca e inflação baixa abrem espaço para corte de juros:**

- Estamos bastante confiantes de que a poupança fiscal da Reforma da Previdência aprovada pela Câmara será preservada pelo Senado, que deverá aprová-la até meados de outubro.
- A atividade econômica está bastante fraca, o que reforça o cenário de cortes de juros a partir da reunião do Copom de julho.

## **O cenário externo é desafiador e apresenta riscos adicionais à dinâmica doméstica:**

- Choques externos podem atrapalhar a recuperação da confiança: em especial, as disputas comerciais entre EUA e China podem gerar volatilidade nos mercados, pressionando ainda mais a nossa economia, via canais financeiros e maior incerteza.

## **A aprovação da Reforma da Previdência destravar uma ampla agenda de reformas estruturais:**

- Há grande convergência entre as agendas do governo e do congresso. Ambas focam no aumento da produtividade e na melhora de ambiente para o investidor privado.
- No segundo semestre, a Câmara priorizará as reformas tributária, administrativa e microeconômicas.

## **O crescimento econômico ganhará tração a partir do 2º semestre:**

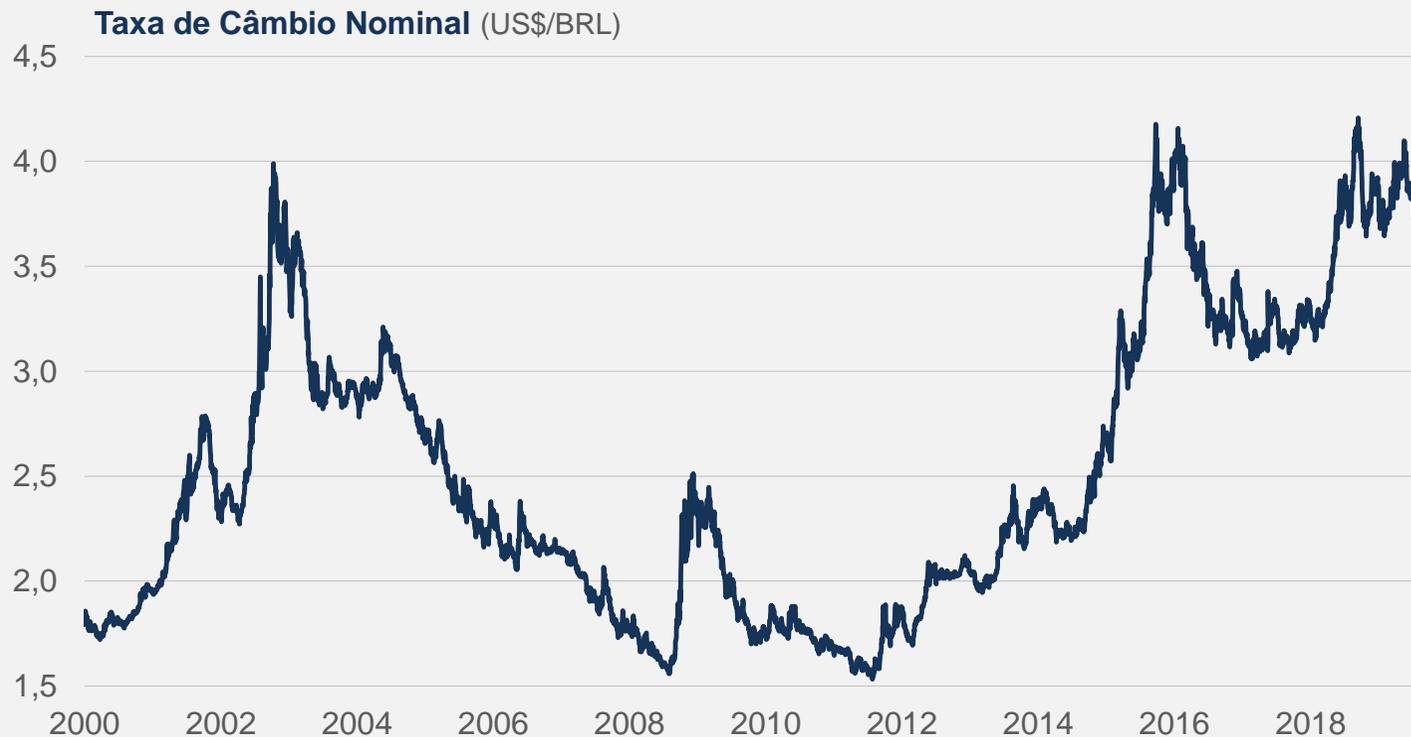
- Com a redução das incertezas relacionadas à aprovação da Reforma da Previdência, queda de juros e a liberação do FGTS, a expansão da atividade acelerará a partir do segundo semestre.

**Atividade estagnada e inflação abaixo do centro da meta reforçaram o nosso cenário: vislumbramos três quedas de 50pbs nas próximas três reuniões, levando a taxa Selic a 5% a.a. em dez/19**

Projeções estão sujeitas a mudanças.

Ambientes doméstico e externo se tornaram mais benignos

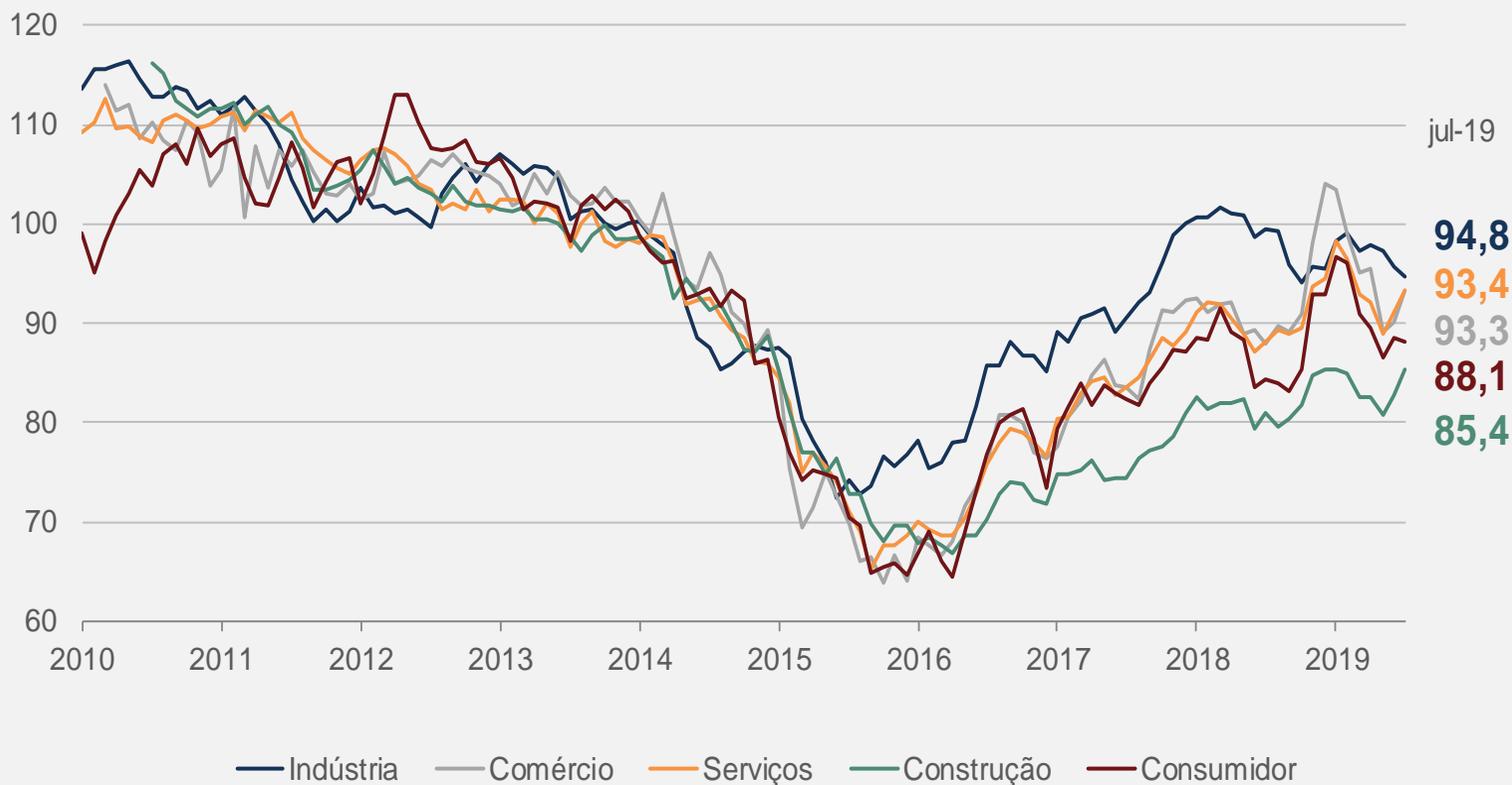
**Aumento da incerteza externa levou o câmbio para patamares acima de 4.** Uma relação entre o risco externo e a aprovação de reformas segue sendo o risco principal de acordo com o Banco Central



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB) e Itaú Asset Management. Elaboração: Itaú Asset Management. Data Base: Maio de 2019.

## Sinais incipientes de melhora da atividade em julho

### FGV - Índices de Confiança por Setor (Difusão)

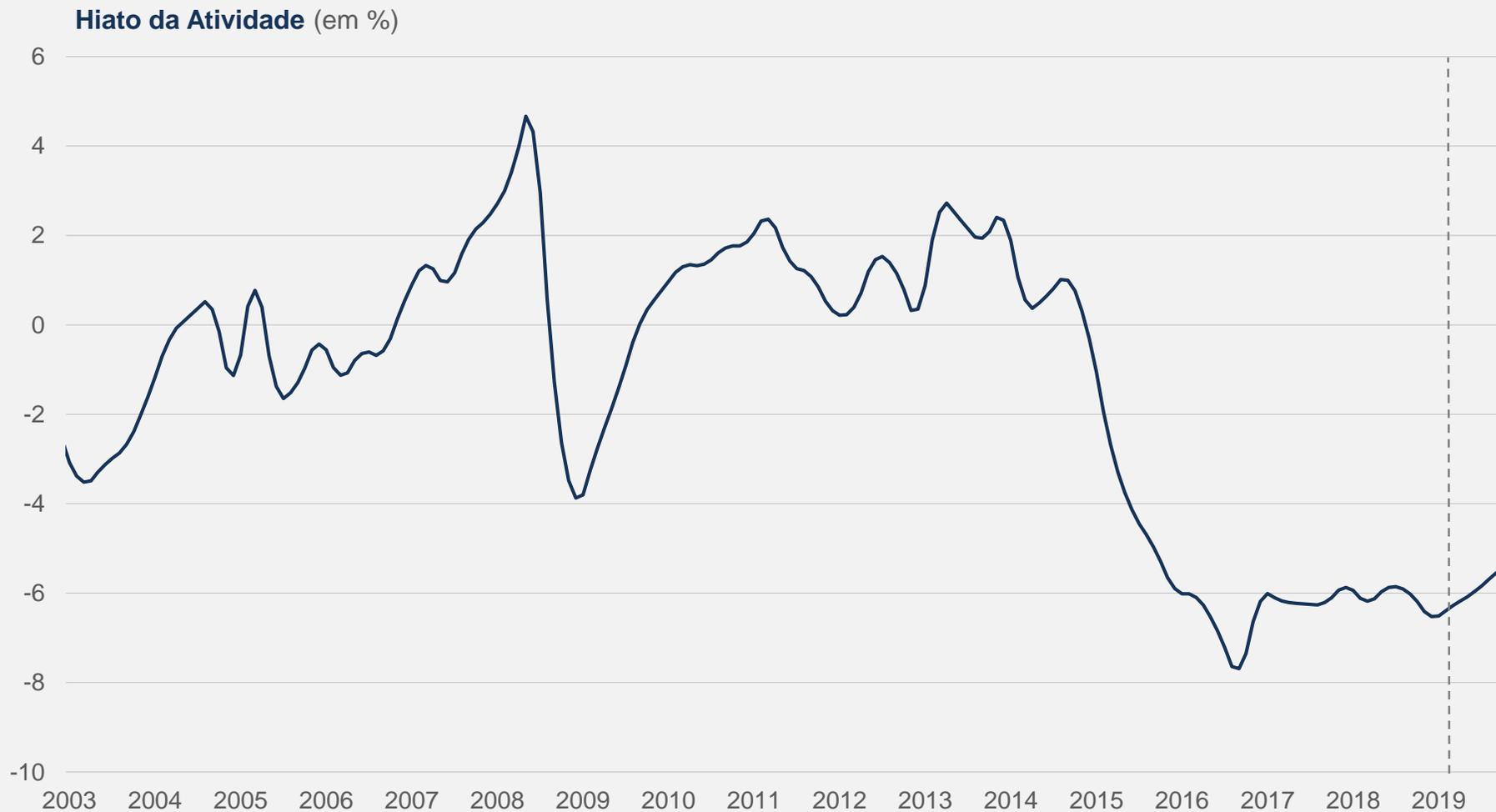


Depois da queda observada no primeiro trimestre, a economia deverá registrar expansão moderada no segundo semestre.

**Sinais difusos de melhora nas confianças em julho indicam que o crescimento econômico poderá acelerar a partir do terceiro trimestre.**

Fonte: Ministério da Economia, ONU/DESA e Itaú Asset Management . Elaboração: Itaú Asset Management. Data Base: Maio de 2019.

Hiato se mantém em nível muito folgado



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Itaú Asset Management. Data Base: Maio de 2019.

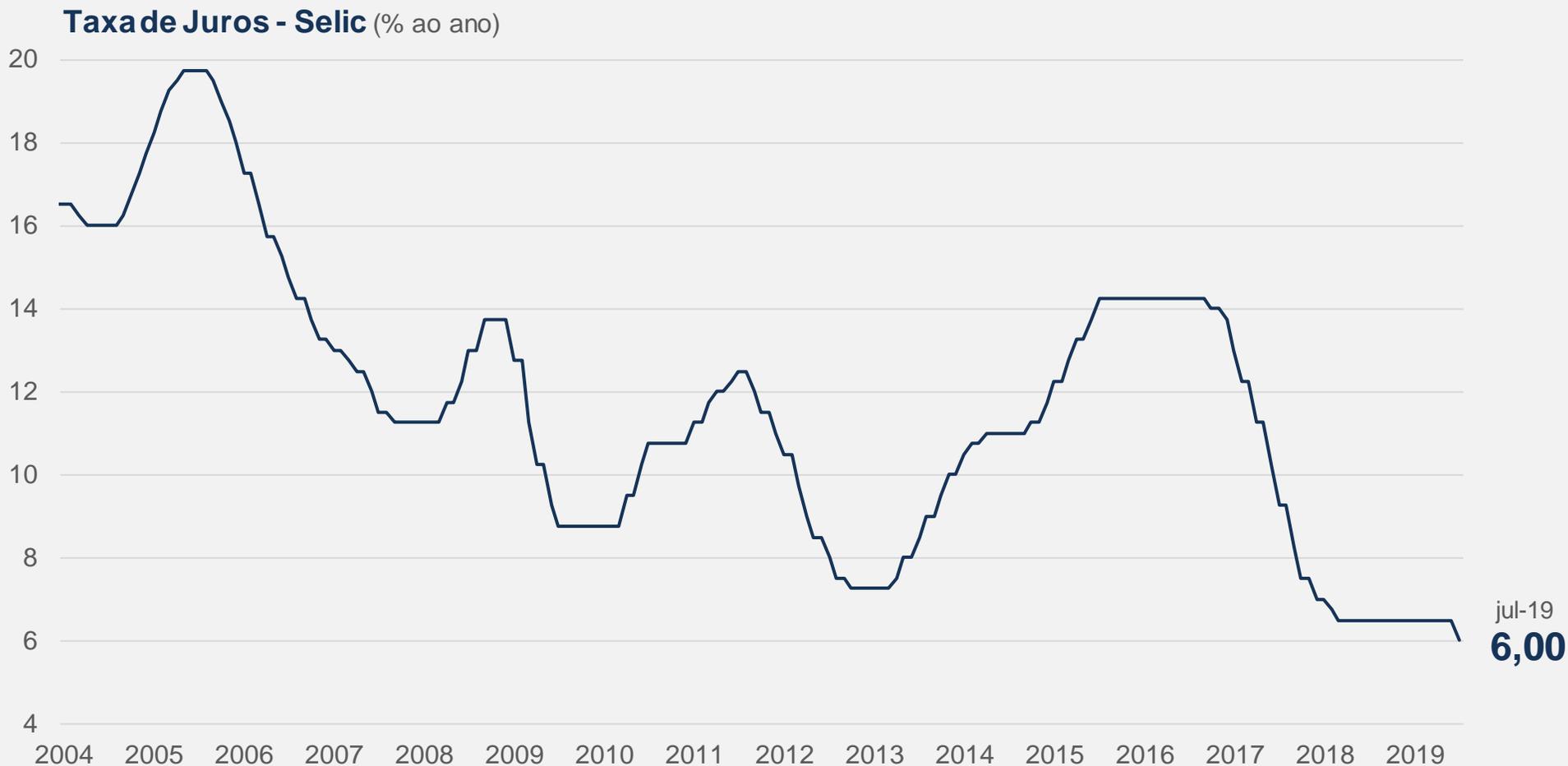
O que gera pressão para baixo na inflação, sobretudo nos núcleos

**IPCA - Média dos Núcleos de Inflação** (variação trimestral anualizada com ajuste sazonal, em %)



Fonte: IBGE e Itaú Asset Management. Data Base: Julho de 2019.

Esse ambiente induz a um alívio ainda maior das condições monetárias



Fonte: Haver Analytics. Data Base: Maio de 2019.

## Brasil - Cenário Base (Itaú Asset Management)

Principais Variáveis		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019P	2020P
PIB - Preços de Mercado <sup>1</sup>	%	7,6	4,0	1,9	3,0	0,5	-3,5	-3,3	1,1	1,1	1,0	2,4
PIB Nominal <sup>1</sup>	R\$ tri	3,9	4,4	4,8	5,3	5,8	6,0	6,3	6,6	6,8	7,2	7,6
	US\$ tri	2,2	2,6	2,5	2,5	2,5	1,8	1,8	2,1	1,9	1,9	2,0
PIB Real <sup>1</sup>	R\$ tri de 2014	5,3	5,5	5,6	5,7	5,8	5,6	5,4	5,4	5,5	5,6	5,7
PIB Nominal Per Capita em US\$ <sup>1</sup>	US\$ mil	11,3	13,2	12,4	12,3	12,1	8,8	8,7	9,9	8,9	8,9	9,6
População <sup>1</sup>	milhões	195,7	197,5	199,3	201,1	202,8	204,4	206,0	207,6	209,1	210,6	212,0
Desemprego PNAD - Final DSZ <sup>1</sup>	% PEA	NA	NA	7,3	6,9	7,0	9,5	12,4	12,6	12,2	11,4	10,3
Força de Trabalho - Final DSZ <sup>1</sup>	%	NA	NA	NA	1,0	1,4	2,0	1,3	1,8	0,1	0,9	0,7
Ocupação - Final DSZ <sup>1</sup>	%	NA	NA	NA	1,7	1,0	-0,7	-2,2	2,0	1,0	2,1	2,0
Salários Reais - Média <sup>1</sup>	%	NA	NA	NA	NA	1,1	0,1	-2,3	2,3	1,2	0,8	0,7
Massa de Salários - Média <sup>1</sup>	%	NA	NA	NA	NA	2,6	0,4	-4,1	2,3	2,5	2,8	2,7
Inflação - IPCA <sup>1</sup>	%	5,9	6,5	5,8	5,9	6,4	10,7	6,3	2,9	3,7	3,4	3,5
Inflação - INPC <sup>1</sup>	%	6,5	6,1	6,2	5,6	6,2	11,2	6,5	2,1	3,5	3,9	3,7
Inflação - IGP-M <sup>3</sup>	%	11,3	5,1	7,8	5,5	3,7	10,5	7,2	-0,5	7,5	5,3	4,0
Taxa de Juros Copom - Final <sup>2</sup>	%	10,8	11,0	7,3	10,0	11,8	14,3	13,8	7,0	6,5	5,00	5,00
Taxa Selic - Média	%	10,0	11,8	8,5	8,4	11,0	13,6	14,1	9,8	6,6	5,97	5,00
Taxa de Câmbio - Final <sup>2</sup>	R\$ / US\$	1,6	2,2	2,1	2,3	2,7	4,0	3,3	3,3	3,9	4,00	4,00
BRL12mf	R\$ / US\$	1,8	1,7	2,0	2,2	2,4	3,3	3,5	3,2	3,7	3,82	3,75
Saldo Comercial <sup>2</sup>	US\$ bi	18,5	27,6	17,4	0,4	-6,6	17,7	45,1	64,0	53,6	41,6	38,4
Exportações	US\$ bi	201,3	255,5	242,3	241,6	224,1	190,1	184,5	217,2	239,0	229,6	234,2
Importações	US\$ bi	182,8	227,9	224,9	241,2	230,7	172,4	139,4	153,2	185,4	187,9	195,8
Saldo em Conta Corrente <sup>*2</sup>	US\$ bi	-75,8	-77,0	-74,2	-74,8	-104,2	-58,9	-22,9	-7,2	-14,5	-29,3	-34,1
	% do PIB	-3,4	-2,9	-3,0	-3,0	-4,2	-3,3	-1,3	-0,4	-0,8	-1,6	-1,7
Investimento Estrangeiro Direto <sup>2</sup>	US\$ bi	55,6	86,4	90,5	59,6	67,1	57,2	58,7	50,9	74,3	78,4	82,5
Resultado Primário <sup>2</sup>	% do PIB	2,6	2,9	2,2	1,7	-0,6	-1,9	-2,5	-1,7	-1,6	-1,2	-0,1
Dív. Bruta do Setor Público <sup>2</sup>	% do PIB	51,8	53,7	51,5	51,7	56,3	65,4	69,9	74,1	77,2	78,7	77,5

P = Projeções Itaú Asset Management

Projeções estão sujeitas a mudanças.

\* Histórico até 2009 baseado na metodologia BPM5. De 2010 em diante, metodologia BPM6. Mais detalhes sobre essa metodologia no próximo slide. Fonte: Itaú Asset Management e Bloomberg, 30 de agosto de 2019. <sup>1</sup> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). <sup>2</sup> Banco Central do Brasil (BCB) <sup>3</sup> Fundação Getúlio Vargas (FGV).

# Informações relevantes



A Itaú Asset Management é o segmento do Itaú Unibanco especializado em gestão de recursos de clientes.

Este documento é fornecido, exclusivamente, a título informativo, e não constitui oferta ou qualquer sugestão ou recomendação de investimento, em particular ou em geral, não devendo ser utilizado para tanto. Este documento é confidencial e não deve ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, total ou parcialmente, sem o prévio consentimento da Itaú Asset Management. As informações constantes deste documento foram obtidas ou são oriundas de fontes julgadas fidedignas pela Itaú Asset Management por suas empresas controladoras, coligadas e/ou controladas, porém a Itaú Asset Management não garante a exatidão nem a cobertura integral das informações aqui contidas. Opiniões e estimativas podem ser alteradas sem aviso. Informações adicionais podem ser obtidas mediante solicitação. A Itaú Asset Management pode ter emitido outros documentos que apresentem informações inconsistentes e/ou conclusões que surgiram diversamente daquelas ora apresentadas. Tais documentos podem refletir as diferentes opiniões e métodos analíticos de outros analistas que as tenham preparado. Este documento não leva em conta objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer pessoa física ou jurídica individualmente considerada. Investidores devem obter aconselhamento financeiro individual com base em suas próprias perspectivas e condições financeiras, antes de tomar quaisquer decisões com base nas informações aqui contidas. A Itaú Asset Management pode ou poderá ter, eventualmente, posições ativas ou passivas em mercados relacionados, direta ou indiretamente, às informações aqui divulgadas.

As informações contidas nesta publicação buscam avaliar o cenário econômico atual, no entanto, esclarecemos que estas refletem uma interpretação do Itaú Unibanco, podendo ser alteradas a qualquer momento sem aviso prévio. Esta publicação possui caráter meramente informativo e não reflete oferta ou recomendação de investimento de nenhum produto específico. Para análise de produtos específicos oferecidos pelo Itaú Unibanco, consulte seu representante comercial para maior detalhamento e informações completas acerca de suas peculiaridades e riscos. O Itaú Unibanco não se responsabiliza por decisões de investimento tomadas com base nos dados aqui divulgados.

A partir de abril de 2015, o Banco Central do Brasil passará a divulgar as estatísticas de setor externo da economia brasileira em conformidade com a sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento (BPM6), do Fundo Monetário Internacional (FMI). O BPM6 contempla desenvolvimentos econômicos e financeiros da economia mundial nos últimos quinze anos; avanços metodológicos ocorridos em tópicos específicos e a necessidade de harmonização entre as estatísticas macroeconômicas, especialmente o Sistema de Contas Nacionais (System of National Accounts, SNA 2008). Essa atualização metodológica permitirá o aperfeiçoamento do padrão estatístico nacional, alinhando-o com as melhores práticas internacionais, e garantirá consistência com a nova metodologia das Contas Nacionais a ser adotada pelo IBGE, também em 2015. Maiores detalhes podem ser obtidos na Nota Metodológica “Estatísticas do Setor Externo - Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento (BPM6)

Para obter mais informações, entre em contato pelo telefone (11) 3631-2939. Consultas, sugestões, reclamações, críticas, elogios e denúncias, utilize o SAC: 0800 728 0728, todos os dias, 24 horas, ou o canal Fale Conosco ([www.itaú.com.br](http://www.itaú.com.br)). Se necessário contate a Ouvidoria Corporativa Itaú: 0800 570 0011 (em dias úteis das 9h às 18h) ou Caixa Postal 67.600, CEP 03162-971. Deficientes auditivos ou de fala, todos os dias, 24 horas, 0800 722 1722.

