

Como diria Tom Jobim, “o Brasil não é para principiantes” e, essa máxima, pode ser perfeitamente estendida também para os mercados brasileiros. Até semana passada, a salvação para as Reformas era a queda de Michel Temer, dado como morto politicamente, com a consequente ascensão de Rodrigo Maia à Presidência da República. Entretanto, ao longo dessa semana, com o “renascimento” de Temer, com as vitórias na Reforma Trabalhista e na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) da Câmara, parece que, agora, a boa notícia é a manutenção de Temer no cargo. Ou seja, estamos em um claro momento em que não são os riscos que estão crescendo, mas a incerteza, tornando o cenário mais perigoso. Posto isso, vamos usar o Opinião de hoje para entender qual a diferença entre esses dois conceitos, quais as implicações disso para as nossas projeções e, chegando a questões mais concretas, em que os últimos números econômicos alteraram as nossas projeções.

Apesar de parecerem a mesma coisa para a formação de preços, os conceitos de risco e incerteza são bem diferentes. Enquanto na ocorrência do primeiro, você conhece todas as possibilidades e consegue atribuir probabilidades para cada uma delas e, portanto, precificar o evento, seja para o bem ou para o mal, no caso da incerteza, até podemos saber quais são as possibilidades, mas não sabemos calcular o impacto real que cada uma delas pode ter nos cenários, ou seja, não conhecemos quais os preços justos para cada situação possível. Ao que nos parece, estamos em uma situação explícita de aumento da incerteza e não do risco... qual será a reação do mercado se a denúncia da PGR não for aceita pela Câmara? Será considerado um evento positivo? Negativo? Rodrigo Maia presidente do Brasil, puxaria os preços dos ativos brasileiros para cima? Para baixo? Pelo comportamento dos mercados nas últimas duas semanas, não conseguimos responder a nenhuma das perguntas acima, ou seja, não devemos nos fiar no padrão presente dos ativos para projetar o comportamento futuro dos mercados. A boa notícia é que devemos ter um período de duas semanas em que as questões políticas deverão ficar em banho-maria, com o recesso parlamentar e da justiça, dando tempo para o mercado conseguir começar a responder as perguntas acima. Além disso, o cenário

externo parece que vai permanecer favorável aos ativos mais arriscados, nos ajudando nesse período de “reflexão”.

Apesar de toda essa incerteza, não foram só os ativos que tiveram um desempenho favorável ao longo da semana, as projeções para as variáveis econômicas também melhoraram. Segundo o Boletim Focus, a inflação para 2017 caiu pela 6ª semana seguida e já está em 3,38%, a de 2018 chegou a 4,24%, abaixo da meta de 4,50%, o mesmo ocorrendo com a de 2019 e as de 2020 e 2021, que já convergiram para a nova meta de 4,00%. A consequência mais importante desse movimento foi a queda das expectativas nos juros tanto para 2017 quanto para 2018. No primeiro caso, o Focus saiu de 8,50% a.a. para 8,25% a.a. e, no último, de 8,25% a.a. para 8,00% a.a., um movimento que realmente nos surpreendeu. Para ver se esses novos números fazem sentido com relação às metas de inflação para 2017, 2018 e 2019, “rodamos” novamente o modelo do BC para esses horizontes:

Período		50%						Projeção Central	Projeção ABC
		30%							
		10%							
2017	3	2.5	2.7	2.8	3.0	3.1	3.3	2.9	3.0
2017	4	3.2	3.4	3.7	3.9	4.2	4.4	3.8	3.6
2018	1	3.6	3.9	4.2	4.6	4.9	5.2	4.4	4.4
2018	2	3.9	4.3	4.7	5.1	5.5	5.9	4.9	4.7
2018	3	3.7	4.1	4.5	4.9	5.3	5.7	4.7	4.6
2018	4	3.5	3.9	4.3	4.7	5.1	5.5	4.5	4.55
2019	1	3.4	3.8	4.2	4.6	5	5.4	4.4	4.4
2019	2	3.3	3.7	4.1	4.5	4.9	5.3	4.3	4.4

Como podemos ver na tabela acima, apesar das projeções tanto para o final de 2018, quanto para o final de 2019, terem ficado ligeiramente acima das respectivas metas de inflação (4,50% e 4,25%), não podemos dizer que as projeções da Selic em 8,25% a.a. para o final desse ano e

de 8,00% a.a. para 2018, sejam totalmente incompatíveis com o atual sistema de metas de inflação. Essa percepção, inclusive, é um dos motivos para estarmos mudando a nossa projeção para os juros ao final desse ciclo de 8,50% a.a. para 8,25% a.a., nível que deverá ser alcançado na reunião de outubro desse ano. Além disso, também mudamos a nossa expectativa de queda dos juros na próxima reunião de 0,75 p.p. para 1,00 p.p.. Apesar da deflação de junho, essa alteração está mais relacionada à interpretação do BCB a respeito da crise, do que aos resultados da inflação corrente.

No último Relatório de Inflação (RI), o BCB deixou claro que vê duas forças derivadas desse imbróglio político podendo influenciar a inflação futura: *“O Comitê avalia que os efeitos da incerteza sobre a trajetória prospectiva da inflação se transmitem por meio de dois canais básicos. Por um lado, a manutenção, por tempo prolongado, de níveis de incerteza elevados sobre a evolução do processo de reformas e ajustes na economia pode ter impacto negativo sobre a atividade econômica e, portanto, desinflacionário. Por outro lado, o impacto da incerteza sobre a formação de preços e sobre as estimativas da taxa de juros estrutural pode ter direção oposta. Existe também a possibilidade de os efeitos se compensarem e a trajetória prospectiva da inflação não ser impactada.”*. Entretanto, nesse momento, parece que pode prevalecer mais os impactos negativos sobre o nível de atividade, do que os positivos sobre a formação de preços. Enquanto os ativos brasileiros já voltaram a patamares parecidos com o período anterior às delações de Joesley Batista, os índices de confiança mostraram uma queda expressiva em junho e o IBC-Br de maio, divulgado hoje, mostrou que o crescimento do 2º trimestre não deverá ser muito diferente de zero. Portanto, não parece fazer sentido, reduzir agora o ritmo de queda dos juros dado que os riscos inflacionários derivados da atual crise política parecem desbalanceados.

Reforçando a ideia de que o espaço aberto para mais um corte de 1,00 p.p. na reunião do dia 26 de julho, está mais vinculado à trajetória futura da relação “inflação x atividade” do que

ao IPCA corrente, revisamos nossa projeção mesmo acreditando que deveremos ter uma alta nos preços dos combustíveis de aproximadamente 10% nos próximos dias, com o aumento do PIS/COFINS sobre a gasolina e o diesel, como forma de fechar a conta do déficit de R\$ 139 bilhões projetado para o final do ano. No dia 21 de julho, o Governo vai divulgar o relatório bimestral de receitas e despesas, no qual terá que explicitar como espera chegar ao valor supracitado e, só pode fazê-lo, utilizando receitas já aprovadas ou já em aplicação. Portanto, a divulgação desse aumento deverá ocorrer até essa data, impactando, no geral, a inflação em 0,40 p.p., sendo 0,10 p.p. em julho e o restante em agosto. Ou seja, as projeções atuais para a inflação de 2018 de 3,38%, segundo o Focus, passariam para valores mais próximos de 3,80%. Ainda bem abaixo da meta de 4,50% e, nada que leve o BCB a alterar o seu pensamento a respeito dos próximos passos da política monetária.

A conclusão a que chegamos é que, o que temos nesse momento não é um aumento do risco associado à crise política, mas da incerteza. Isso nos leva a crer que o atual nível do Dólar seria “artificial”, uma vez que não incorpora os riscos associados aos cenários futuros possíveis, dado que eles não parecem precificáveis nesse momento. Entretanto, nas próximas duas semanas, podemos ver até um aprofundamento desse movimento. Os riscos internos estarão mitigados pelos recessos do legislativo e do judiciário, com os movimentos de mercado sendo dominados por fatores externos, que não nos parecem perigosos nesse momento. Por mais paradoxal que possa parecer, o cenário incerto reforça a posição de que o BCB deve manter o mesmo nível de corte dos juros das últimas reuniões, ao invés de reduzir o seu ritmo por conta das incertezas.

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.