

Ao analisar o comportamento dos ativos brasileiros, vis-à-vis o aumento das incertezas geradas pela crise política, sempre chamamos a atenção para dois fatores que estavam mitigando o impacto da última sobre os primeiros: o cenário externo e a credibilidade da equipe econômica. A liquidez externa abundante fazia o investidor estrangeiro mais complacente com o risco, enquanto que os times montados no Ministério da Fazenda e no BCB garantiam que os tempos de medidas criativas na área econômica tinham ficado para trás. Entretanto, os eventos externos ligados à escalada das tensões entre os EUA e a Coreia do Norte e, os internos, derivados das discussões a respeito das metas fiscais para 2017 e 2018, mostraram que esses alicerces podem não ser tão firmes assim. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para discutir como esses dois eventos podem impactar os ativos brasileiros.

Começando lá fora, parece uma loucura pensar que poderemos ter uma guerra entre os EUA e a Coreia do Norte, o que de fato é. Entretanto, nos últimos dias, o que parecia impossível passou a ser improvável, de modo que tivemos um aumento do risco. Para ver como isso se deu, basta notar que a primeira troca de “gentilizas” entre o presidente americano, Donald Trump e o da Coreia do Norte, Kim Jong-un, se deu na 3ª feira (08/08), quando o primeiro disse que *“É melhor que a Coreia do Norte não faça mais ameaças aos Estados Unidos. Enfrentarão fogo e fúria como o mundo nunca viu”*, no que foi respondido pelo regime norte coreano com uma ameaça de lançamento de mísseis sobre Guam, território não incorporado dos EUA. Nesse dia, o Índice VIX, considerado uma boa medida de risco do mercado internacional, estava ao redor de 10,0 pontos, muito próximo do seu nível histórico mais baixo (9,36 pontos), alcançado no dia 21 de julho desse ano. Um indicador claro de que o mundo estava com bastante apetite para ativos arriscado como os brasileiros, e, uma prova de que, boa parte da calma dos nossos mercados, se deveu a essa tranquilidade lá fora¹. Bem entre 3ª feira e ontem, o VIX chegou a 17,00 pontos, nível que não era visto desde a eleição de Donald Trump

¹ Para reforçar essa ideia, basta ver que a média do Vix, desde a delação de Joesley Batista, ficou em 10,73 pontos, contra uma média de 12,15 pontos de média, nos 3 meses anteriores;

em novembro de 2016. Ato contínuo, o Dólar por aqui reagiu como esperado, passando de níveis próximos de R\$ 3,12 na 3ª feira (08/08) para R\$ 3,18 na 5ª feira (10/08).

Apesar de parecer inverossímil que isso acabe em algo mais grave do que uma sequência de bravatas entre os peculiares governantes dos EUA e da Coreia do Norte, a lembrança do chamado “Chicken Game” da Teoria dos Jogos, deve manter “uma pulga atrás da orelha” do mercado” daqui para frente. Segundo este, temos dois jovens disputando a atenção da uma garota, através de uma aposta. Cada um deles vem com seu carro de um sentido oposto na estrada, ganhando aquele que não desviasse da sua trajetória até o final. Obviamente que, se ambos não desviarem, haverá um desastre². Também, de forma óbvia, a probabilidade de isso ocorrer é bem menor do que de não haver o acidente, mas ela existe e aumenta na medida em que estamos lidando com fanfarrões do naipe de Trump e Kim.

Certamente, a nossa capacidade de quantificar a chance de que, as rusgas entre os EUA e a Coreia do Norte, descambem para uma guerra, é limitada. Entretanto, o episódio é importante para demonstrar a importância do cenário externo na determinação dos preços dos ativos brasileiros, notadamente o câmbio. Ou seja, do mesmo modo que a baixa aversão ao risco verificada desde o episódio do Palácio do Jaburu, garantiu que o Dólar pouco se valorizasse frente ao Real durante os últimos meses, qualquer mudança do humor lá fora poderá tirar esse amortecedor sobre os riscos internos, que são grandes e muitos.

Antes de entrar diretamente neles, vale a pena mostrar que, apesar de termos voltado para níveis próximos aos que tínhamos antes do evento JBS, poderíamos estar melhor do que estamos caso os riscos internos não tivessem piorado. Para ver isso, vamos fazer um exercício

² Esse jogo se chama assim porque, nos EUA, uma pessoa dita covarde é associada a uma galinha (chicken)

comparativo. Apesar da Turquia ter um rating melhor que o brasileiro pela Moody's e pela Fitch, sendo igual apenas pela S&P, nas vésperas da delação de Joesley ambos países tinham o mesmo nível de CDS (em torno de 205 pontos). Portanto, se tudo estivesse normal por aqui, poderíamos considerar que o nível atual do risco turco seria um bom parâmetro para o nosso patamar potencial. Como nos demais ativos, o nosso CDS está próximo do período anterior à crise (206 pontos), já o da Turquia, se encontra mais de 20 pontos abaixo (180 pontos). Considerando a relação entre o CDS e o câmbio, estimamos que o Dólar poderia estar próximo de R\$ 3,05 ao invés dos R\$ 3,16 atuais, 3,5% abaixo. Ou seja, essa diferença de patamar estaria diretamente associada aos nossos problemas internos.

Posto isso, vamos entrar efetivamente nestes. Apesar da crise política parecer ter arrefecido, após a vitória de Michel Temer na votação a respeito da denúncia da PGR, essa semana mostrou que, a manutenção do Presidente tirou uma incerteza do radar, mas não reduziu a diferença entre as agendas econômicas e políticas.

Como discutido no Opinião da semana passada, a grande vantagem da vitória de Temer foi trazer de volta à mesa a Reforma da Previdência, que era dada como morta por boa parte do mercado. Entretanto, apesar de tê-la ressuscitado, não foi suficiente para fazê-la se tornar provável, apenas possível. Além disso, a questão da Reforma Política, que tem que ser aprovada até o final de setembro para valer para as próximas eleições, está ocupando a agenda de prioridades do Congresso nesse momento, encurtando ainda mais a janela para a aprovação da Reforma da Previdência. Portanto, é provável que, ao longo de setembro tenhamos um dia decisivo em que o Governo terá que colocá-la em votação no plenário, sem qualquer certeza de aprovação e com o mercado prendendo a respiração.

Infelizmente, apesar deste ser o nosso problema mais sério, não é o mais urgente. O que essa semana deixou claro, é que temos problemas fiscais de curto prazo que vão muito além dessa Reforma e que, para a nossa infelicidade, também dependem da parte política.

Como já vinha sendo discutido há algum tempo, tanto a meta para esse ano (déficit de R\$ 139 bilhões), quanto para o ano que vem (déficit de R\$ 129 bilhões), seriam muito difíceis de se alcançar, sem uma nova rodada de aumento de impostos e/ou reduções de despesas. Além disso, também ficava claro que o nível atual de contingenciamento (R\$ 45 bilhões) não era sustentável até o final do ano. Entretanto, apesar de isso não ser surpresa para ninguém, foi nessa semana que o assunto entrou com força no noticiário, com as discussões a respeito das mudanças das metas fiscais tanto para 2017, quanto para 2018. Apesar da definição da última ser mais urgente, uma vez que o Governo tem que mandar a peça orçamentária até o final de agosto para ser analisada no Congresso, parece que ele vai seguir o conselho de Maquiavel: *“O bem se faz aos poucos, o mal, de uma só vez”*. Ou seja, se é para dar a má notícia de que teria que aumentar o déficit previsto, tanto para o esse ano, quanto para o ano que vem, que dê de uma vez só, provavelmente na próxima 2ª feira (14/08). Para piorar, mesmo a má notícia pode ficar pior. Os boatos indicam que a meta de déficit subiria em R\$ 20 bilhões nos dois anos, indo para R\$ 159 bilhões nesse ano e para R\$ 149 bilhões em 2018, mas também dizem que, um bom pedaço desse resultado, ainda estaria na pendência de medidas que dependem da aprovação do Congresso. Por exemplo, para 2017, mesmo um rombo igual ao do ano passado, só será factível de ser alcançado se os deputados resolverem votar o REFIS do modo que foi enviado pelo Governo e não aquele que o deputado Newton Cardoso Jr. desfigurou. Para o ano que vem, o adiamento do aumento dos funcionários públicos e a elevação de impostos, seriam alguns dos itens que ainda estariam *“sub judice”*. Portanto, não só o cenário de longo prazo pode se deteriorar rapidamente se a Reforma da Previdência não

for aprovada, como o de curto prazo pode piorar se os políticos não ajudarem. Uma possível consequência da agenda política se sobrepondo à econômica, seria o rebaixamento da nota brasileira, o que nos colocaria no seleto grupo de países como Bolívia, Bangladesh, República Dominicana, Sérvia e Geórgia, dificultando até uma tentativa de precificação do que seria um câmbio nesse caso, uma vez que não há mercado de CDS para nenhum desses países.

Essa semana foi bastante interessante para a percepção a respeito dos possíveis cenários que teremos pela frente. Do lado externo ficou provado a influência deste, tanto para o bem, quanto para o mal, sobre a precificação dos ativos brasileiros. A princípio, acreditamos que esse imbróglio entre EUA e Coréia do Norte não vai dar em nada, mas lembrando da frase de William Shakespeare, *“que época terrível é esta, onde idiotas dirigem cegos?”*, a simples possibilidade de isso descambar para uma guerra já é suficientemente assustador. Além disso, como acreditamos que o mercado externo já seria menos amigável para o Brasil no médio prazo, por conta da mudança de postura dos principais BCs mundiais, tivemos uma boa demonstração da influência externa sobre os preços brasileiros. Internamente, parece que “caiu a ficha” de que estamos andando “sob gelo fino” na questão fiscal e, o pior, é que essa percepção parece que ainda não foi incorporada nas preocupações dos nossos políticos. Ou seja, cresceu a percepção de que a capacidade do *“dream team”* econômico resolver os problemas brasileiros é limitada. Como consequência, as próximas semanas devem ser bastante emocionantes, para dizer o mínimo, com a definição das metas fiscais e a possível votação da Reforma da Previdência. Pensando sobre a conclusão desse Opinião e sobre qual a nossa perspectiva para o cenário econômico brasileiro daqui para frente, recorreremos à Ariano Suassuna: *“O otimista é um tolo, o pessimista, um chato. Bom mesmo é ser um realista esperançoso”*.

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.