

Em uma semana espremida pelo feriado de 7 de setembro, a questão política voltou a ser o principal tema nos mercados. A surpreendente reviravolta do caso JBS alterou o xadrez político do Governo de Michel Temer e trouxe de volta alguma esperança de aprovação da Reforma da Previdência. Ao mesmo tempo, no campo econômico, o cenário externo continua se mostrando favorável à economia brasileira e os dados internos mais recentes, dão sustentação a esperança de uma recuperação mais forte por aqui. Portanto, vamos aproveitar o feriado e as recentes novidades, para avaliar o que disso tudo é concreto e o que pode ser apenas excesso de otimismo.

Se tem um lugar comum entre os analistas desde que começou a crise política com as delações da JBS, é que o cenário externo tem sido o fator preponderante para a estabilidade dos ativos brasileiros. A combinação de juros baixos, liquidez abundante e crescimento sem inflação, tem sido um maná para os países emergentes em geral e para o Brasil em particular. Na proa desse movimento temos, a economia americana que mostra sinais inequívocos de recuperação sem inflação. O resultado é que, as projeções de que o FED subiria os juros mais uma vez até o final do ano, estão sendo solapada pela realidade e, a consequência mais visível desse movimento, é o enfraquecimento do Dólar no mercado internacional. O Dólar Index está no seu nível mais baixo desde o final de 2014, sendo que a perda em 2017 chega a quase 12,00%. Isso afeta o Brasil por dois canais. O primeiro, o mais óbvio, pode ser visto no fato de que hoje a cotação do Dólar frente ao Real está abaixo do que estava antes do início da crise política, com efeitos importantes sobre o humor do mercado interno. O outro, que também impacta positivamente a confiança dos agentes econômicos é que, quanto menor for a cotação da moeda americana no mercado internacional, mais altos tenderão a ser os preços das commodities, por uma questão de preço relativo. Entretanto, temos duas questões importantes que, apesar de não desqualificar o movimento supracitado, devem ser levadas em consideração. A primeira é que, apesar dos níveis atuais dos ativos darem a sensação de que estamos melhores do que estávamos antes das delações, quando olhamos em termos

relativos, notamos que isso não é verdade. Comparando com outras divisas, notamos que, desde maio, além do Dólar, só “ganhamos” do Won sul-coreano entre as moedas internacionalmente relevantes. Fazendo o contra factual que utilizamos no Opinião 534 com o CDS da Turquia, podemos concluir que a cotação “sem crise” deveria estar ao redor de R\$ 3,00. Ou seja, a crise política teve sim impacto sobre os ativos brasileiros e, a aparente melhora destes, é apenas “aparente”. A segunda questão tem relação a manutenção deste cenário positivo. Dentro da discussão sobre a política monetária nas principais economias mundiais, o foco continua sendo os juros básicos. Exatamente por isso, a mudança de perspectiva sobre o número de altas que o FED irá fazer daqui para frente ainda tem preponderância na formação dos preços, tanto nos mercados de juros, quanto no de moedas. Entretanto, estamos para entrar em um terreno totalmente desconhecido, que é o da redução do balanço do BC americano. Portanto, acreditamos que esse pode ser o principal risco que teremos nos próximos meses para a manutenção desse interregno positivo. Se os mercados continuarem a focar nos juros, poderemos chegar até 2019 sem grandes pressões externas, mas se a saída de um player importante no mercado de dívida soberana começar a “fazer preço”, poderemos ter problemas.

A emissora de rádio BandNews FM tem um slogan que parece que foi feito para o atual momento político brasileiro... *“Em 20 minutos tudo pode mudar”*. Desde o final de maio, quando veio à tona as gravações feitas por Joesley Batista com Michel Temer no Palácio do Jaburu, já tivemos a certeza que o Presidente ia cair, nos surpreendemos com a força dele na votação da primeira denúncia, tivemos a certeza que ele ia menor para a votação da segunda peça jurídica contra ele e, agora, parece que o jogo está a favor de Temer novamente. Nessas idas e vindas, o pano de fundo sempre foi a chance de aprovação da Reforma da Previdência. Não temos como dizer se a imunidade de Joesley e seus asseclas será derrubada e/ou se as

provas serão validadas, mas, parece inegável, que o clima político para Temer ficou melhor do que a uma semana atrás. Ato contínuo, a probabilidade de aprovação da Reforma da Previdência cresceu. A conta que se fazia era de que, para se livrar da segunda “flechada” de Rodrigo Janot, o Presidente teria que gastar o que restava do seu capital político para recompor a sua base. Ou seja, não sobraria muito para arrumar 308 votos favoráveis para aprovar uma medida tão impopular, como a de mexer na aposentadoria das pessoas. Agora, apesar de continuar difícil, pelo menos o Governo parece mais forte do que antes para entrar nessa “peleja”. Além disso, a Reforma ganhou tempo. Com a Reforma Política ainda em discussão, uma denúncia que pegasse o Governo fragilizado poderia tornar escasso o tempo hábil para votar a Reforma da Previdência ainda esse ano. Uma denúncia mais frágil deverá tomar menos tempo que a primeira ou o Governo poderá “empurra-la com a barriga” sem tantos custos. A conclusão é que, apesar de ainda parecer improvável, a aprovação da Reforma da Previdência passou a ser possível e, isso, está sendo incorporado nos preços dos ativos. Se vai passar ou não é uma outra questão que vamos ver daqui para frente. Além disso, a forma de uma possível “não aprovação” também vai fazer diferença. Se for em uma votação, ou seja, um evento único, o impacto será direto sobre os ativos, independente do cenário externo. Entretanto, se isso acontecer como em um processo, com a “não aprovação” passando de 2017 para 2018 e daí para depois das eleições, acreditamos que o cenário externo é que vai determinar o preço do ajuste.

O que também tem ajudado Temer, é o surpreendente desempenho da economia brasileira. Salvo as contas públicas, exatamente o foco da Reforma, tudo parece que está entrando nos eixos. Nessa semana, tivemos a divulgação da balança comercial que, em agosto, já superou o saldo recorde do ano passado inteiro, mostrando que o fluxo de dólares não parece ser um problema nesse momento. Esse é um dos fatores que tem ajudado a inflação a surpreender

para baixo. O resultado do IPCA de agosto, levou o acumulado em 12 meses para 2,46%, o menor nível desde fevereiro de 1999, tornando bastante factível especular sobre a necessidade do BCB ter que escrever uma “cartinha” para justificar o porquê de a inflação ficar abaixo de 3,00% em 2017. As nossas projeções que estavam ao redor de 3,70% há apenas 1 mês, já despencaram para 3,10% após esse resultado. Isso abre espaço para uma queda mais agressiva dos juros. Nessa semana o COPOM reduziu mais uma vez a Selic em 1,00 p.p., de 8,25%a.a. para 9,25%a.a.. Como isso já era amplamente esperado, o mais interessante da reunião ficou por conta do que ele diria a respeito dos próximos passos da política monetária no seu comunicado pós-reunião. Ao contrário do discurso neutro que esperávamos, deixando totalmente em aberto o espaço para interpretações, o BCB deu indicações claras tanto quanto à próxima reunião, quanto à trajetória até o final do ciclo. No primeiro caso, voltou com o texto que havia usado na reunião subsequente à divulgação da conversa no Palácio do Jaburu: *“Para a próxima reunião, caso o cenário básico evolua conforme esperado, e em razão do estágio do ciclo de flexibilização, o Comitê vê, neste momento, como adequada **uma redução moderada** na magnitude de flexibilização monetária.”* (grifo nosso). Na reunião de julho, contradizendo o que havia escrito no comunicado de maio, o BCB acabou mantendo o ritmo de cortes em 1,00 p.p.. Entretanto, dois pontos fazem com que dessa vez a “aposta” em uma redução do ritmo para 0,75 p.p. seja mais crível. O primeiro é que, ao contrário de quando foi escrito o comunicado de maio, o cenário não parece que tem potencial para se deteriorar rapidamente no curto prazo. Além disso, o BCB foi mais enfático na questão de ser mais conservador na parte final do ciclo: *“Além disso, nessas mesmas condições, o Comitê antevê encerramento gradual do ciclo”*. Juntando as duas informações, salvo alguma mudança de discurso até aproxima reunião, parece justo achar, tanto que os juros serão reduzidos para 7,50%a.a. na próxima reunião, quanto que chegaremos ao final de 2017 ao nível de 7,00%a.a., com um corte de 0,50 p.p. na última reunião do ano em 6 de dezembro. O resultado dessa

espiral de queda da inflação levando a juros mais baixos, está tendo um impacto surpreendente sobre o nível de atividade. Além do mercado de trabalho que começou a dar sinais de melhoras antes do esperado, mais um dado da indústria reforça a ideia de que o viés das projeções de crescimento é para cima. A despeito do crescimento de 0,80% com relação ao mês anterior não ser nada exuberante, após a queda que observamos nos últimos anos, não podemos desconsiderar que foi a 4ª alta seguida do indicador, algo que não acontecia desde 2012. Por conta disso, acreditamos que o PIB desse ano possa ficar mais próximo de 1,00% de crescimento, mesmo com as nossas projeções ainda indicando uma alta de 0,70%. Para o ano que vem, mantemos a expectativa de um crescimento ao redor de 2,0%, mas com viés de alta, que poderá ser utilizado se os índices futuros de confiança se recuperarem das quedas dos últimos meses.

Apesar da montanha russa de emoções, não só interna, quanto externa, o cenário, em geral, parece surpreendentemente bom. Seja lá fora, com a combinação de liquidez abundante e crescimento sem inflação, seja aqui dentro, com a queda da inflação gerando espaços para reduções agressivas dos juros e estas suscitando uma recuperação mais rápida e mais forte do que a esperada. Os perigos para a manutenção desse cenário benigno estão na redução dos balanços dos principais BCs ao redor do mundo, um salto no escuro, e a famosa Reforma da Previdência, cujo impacto da “não aprovação” vai depender de como esta irá se dar. Obviamente que o que não faltam são motivos para oscilações de curto prazo, mas acreditamos que esses impactos serão pontuais sem força para alterar a tendência dos mercados, ao contrário dos eventos supracitados que podem ter o condão de acabar com a lua de mel dos mercados com os ativos brasileiros.

	Projeção		
	2017	2018	2019
IPCA (%)	3,1	4,2	4,3
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,3	3,5	3,6
Selic (eop %)	7,0	7,0	8,0
PIB (%)	0,7	2,0	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.