

Os imbróglios políticos continuam assombrando os mercados, com denúncias de um lado, delações de outro, tendo como resultado final a falta de calendário para votar a Reforma da Previdência ainda esse ano. Entretanto, como deixamos claro no último Opinião, o “interregno positivo” do cenário externo não deve ser revertido no curto prazo, ajudando os ativos brasileiros a não incorporarem essa perspectiva nos preços. Com isso, o clima de otimismo deverá continuar com os dados econômicos surpreendendo positivamente. Nessa semana tivemos números de inflação mais baixos, de atividade mais fortes e a volta dos índices de confiança, com o Relatório Trimestral de inflação (RTI) dando o norte da política monetária. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para discutir as possibilidades de recuperação mais rápida da economia brasileira, tendo como pano de fundo as análises contidas no documento do BCB.

Uma das novidades do RTI de setembro, divulgado nessa semana, foi a antecipação da projeção do crescimento para 2018 o que, normalmente, seria feita apenas no último RTI do ano, em dezembro. Claramente, na tentativa de continuar no caminho da transparência, o BCB mostrou que espera que a economia brasileira suba 0,70% esse ano e 2,20% no ano que vem. Com relação ao primeiro, acreditamos que esse número seja um piso para 2017, apesar de ainda ser o nosso número. O principal motivo é que, apenas de “carrego estatístico”, depois do resultado do 2º trimestre, teríamos 0,50 p.p.. Além disso, o resultado do IBC-Br de julho, divulgado na semana passada, indica que podemos crescer mais do que os 0,30% esperados para o 3º trimestre do ano. Portanto, pensar em um número mais próximo de 1,00% para o final de 2017, nos parece bastante razoável nesse momento. Entretanto, se a discussão sobre o PIB desse ano se foca mais na questão de “carrego estatístico para cá, carrego estatístico para lá”, para 2018, a questão fica mais interessante. Aqui entra, efetivamente, as perspectivas dos agentes econômicos com relação à conjuntura econômica e às indicações sobre a política monetária.

O ciclo virtuoso que vem transformando as nossas projeções anteriores em pisos para futuras revisões, começa com a inflação. O resultado do IPCA-15 de setembro, divulgado nessa semana, apenas corroborou algumas tendências que tornam mais fortes as discussões a respeito de uma possível “carta” no final do ano e, qual o espaço para novas quedas dos juros, além dos 7,00% a.a. já precificados pelo mercado. A primeira seria a persistência do choque agrícola que vem puxando a inflação para baixo. Nos últimos 12 meses, usando o IPCA-15 como parâmetro, em apenas 3 não tivemos deflação, além disso, o acumulado em 12 meses do grupo Alimentação, que era de 16,51% em setembro de 2016, apresentou uma deflação de 5,44% em setembro de 2017, uma redução de quase 22 p.p.. Considerando o peso do Grupo no IPCA-15, podemos dizer que, da queda de 8,78% do acumulado em 12 meses do índice geral há um ano para os 2,56% atuais, 3,55 p.p. vieram desse choque primário, ou seja, quase 60% do movimento. Outro número que nos chamou a atenção foi que, em setembro de 2016, quase 60% dos itens do IPCA-15 coletados pelo IBGE apresentavam uma variação positiva com relação ao mês anterior, número que caiu para 46% na última divulgação, número que se mostra também expressivo quando comparamos apenas os alimentos, queda de 53% para 36%, sendo este o resultado mais baixo da série iniciada em 1999. Isso tem uma consequência boa e uma ruim para o BCB. Com relação a última, provavelmente ele vai ter que escrever uma carta no final do ano justificando o porquê da inflação no final de 2017 ficou abaixo do piso da meta (3,00%). Segundo as nossas projeções, o IPCA deverá fechar o ano em torno exatamente desse nível, ou seja, para ficar abaixo desse número não precisa muito. Só para reforçar essa percepção, basta ver que no próprio RTI o BCB projeta uma inflação para o final de 2017 em 3,2%, mas considerando a inflação de setembro em 0,17%. Como esperamos que esse número fique mais próximo de 0,07%, mesmo nas “projeções oficiais”, a “cartinha” está próxima. O tom desta já parece, inclusive, ter sido antecipado na Ata da última reunião do COPOM: “Os membros do Comitê debateram a dinâmica

dos preços de alimentos, cujo comportamento favorável persiste até o momento. Analisaram que nos doze meses findos em agosto de 2017, o custo da alimentação no domicílio medido pelo IPCA acumula queda de 5,2%, em contraste com aumento de 9,4% em 2016, o que representaria uma contribuição de mais de dois pontos percentuais para a desinflação ocorrida até agosto de 2017. Ponderaram que havia expectativa de recuo da inflação de alimentos em 2017, quando comparada com a de 2016. Mas concordaram que essa queda intensa dos preços de alimentos constitui uma substancial surpresa desinflacionária e responde por parcela relevante da diferença entre as projeções de inflação para 2017 e a meta de 4,5% vigente para esse ano.” (grifo nosso). Dentro dessa discussão, uma pergunta que poderia ser feita é: O BCB errou? A nossa resposta é um peremptório não! Para ver isso, basta acompanhar o mesmo raciocínio do texto acima. No início do ano, a nossa projeção mais otimista para o grupo alimentação era de alta de 3,17%, que seria o menor resultado do grupo desde 2007. Agora ela indica uma deflação de 4,00%. Bem, considerando essa diferença total de 7 p.p., se a nossa projeção otimista inicial se verificasse, a inflação no final do ano não estaria ao redor de 3,00%, mas de 4,75%, ou seja, acima da meta. Mesmo considerando o menor resultado desde 1999, 1,23% em 2006, a inflação de 2017 seria 4,30%, não muito longe do centro da meta. Portanto, quem critica o BCB porque ele vai ter que escrever a tal “cartinha” é o tal “engenheiro de obra pronta”.

Pelo lado bom, essa surpreendente queda da inflação, abriu espaço para uma rápida redução dos juros, mais forte do que o mercado esperava. No início de 2017, a Selic estava em 14,25% a.a. e a expectativa do mercado para o final do ano, pelo Boletim Focus, era de 10,25% a.a.. Agora, temos juros em 8,25% a.a., com a expectativa de que chegue ao final de dezembro aos 7,00% a.a. (só para lembrar do tal engenheiro, a projeção do Focus para o IPCA em 2017 era de 4,87%). Isso abre um imenso espaço para o aumento do consumo via crédito, que parece que já está começando a se recuperar na ponta. Haveria espaço para uma queda mais

agressiva? Sim. Se considerarmos o modelo do BCB com os juros em 7,00% e o câmbio estável em R\$ 3,10, a inflação para 2018 estaria em 4,10% e para 2019 em 3,90%, ambos bem abaixo das respectivas metas. Ou seja, se não considerarmos algum choque, como o vindo do câmbio, os juros poderiam tranquilamente chegar a 6,5% a.a. ou menos, como algumas previsões no mercado já indicam. Entretanto, dadas as incertezas atuais, acreditamos que essa hipótese seja um tanto quanto “heroica”, de modo que, as escolhas que se mostram a frente da Autoridade Monetária seriam: Ir até onde a conjuntura atual permite na redução dos juros, correndo o risco de ter que elevá-los até o final de 2018, ou ser mais conservador e ter que voltar a reduzi-los por volta do meio do próximo ano. Qual seria o pior erro? Bem, a resposta depende do nível de risco aceitado pelo BCB. Como não conhecemos a curva de preferências dele, mas acreditamos que ele tenha um viés mais conservador, mantemos a nossa preferência pela estabilidade das taxas em 7,00% a.a..

A queda da inflação, principalmente aquela gerada por um choque positivo de alimentos, também tem o condão de aumentar a renda real, principalmente daquela parcela da população mais pobre e com maior propensão a consumir. Portanto, a retomada do consumo, iniciada no 2º trimestre com a ajuda da liberação do FGTS, tem todas as condições de continuar nesse 2º semestre e acelerar em 2018, o que seria suficiente para garantir um crescimento entre 2,00% e 2,50% como projetado pelo BCB. Para ir além disso, teríamos que ter a ajuda do investimento, o que não parece ser o caso nesse momento, por três motivos principais. O primeiro é a elevada capacidade ociosa da indústria. Segundo os dados da FGV divulgados hoje, a utilização da capacidade da indústria se encontra 74%, apenas ligeiramente melhor do que o piso recente de dezembro de 2016 (73%) e bem longe da média em torno de 82%, verificada antes da reeleição de Dilma Rousseff. O segundo seria a crise fiscal do Estado brasileiro. Em torno de 55% do investimento no PIB vem da Construção Civil

e a maior parte desse setor é puxado pelas obras de infraestrutura que são, em geral, financiadas pelos Governos. Com o investimento público sendo a variável de ajuste para fechar as contas públicas, fica difícil imaginar algum crescimento, que não seja pela base de comparação fraca, vindo deste setor. Por fim, sem confiança, não há investimento e, após a crise política da delação de Joesley Batista, parecia que a retomada desta estava abortada. Felizmente, pelos últimos dados divulgados esse não parece ser o caso e, se podemos ter alguma esperança de surpresa favorável vinda dos investimentos, vem daqui. Hoje a FGV divulgou também os seus índices de confiança da indústria e do consumidor. Segundo o Índice de Confiança da Indústria (ICI), já voltamos para os níveis observados em maio, mês em que a confusão começou e, de acordo com o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), ainda não atingimos essa recuperação vista no ICI, mas, após 3 meses de queda, ele voltou a crescer. Se essa tendência se confirmar nas próximas divulgações, podemos começar a vislumbrar a chance de que o PIB no próximo ano esteja entre 2,5% e 3,0% e não entre 2,0% e 2,5%, como esperamos agora.

A sensação que temos quando observamos os dados econômicos e o noticiário político é que temos dois cenários andando em paralelo. Entretanto, assim como até retas paralelas acabam se encontrando, esses dois cenários vão convergir em algum momento entre 2018 e 2019... ou os números melhores da economia dissipam as incertezas políticas, ou estas vão acabar minando o nosso crescimento. Como não sabemos quem vai convergir para quem, não custa nada ao BCB seguir o conselho de Fernando Henrique Cardoso, “em política econômica, tão importante quanto o rumo, é a dosagem”, em conjunto com o de Nicolau Maquiavel, “é um defeito dos homens não levar em conta as tempestades quando o mar está calmo”.

Projeção			
	2017	2018	2019
IPCA (%)	3.0	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	2.2	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.