

O Dólar Index¹ teve a melhor semana do ano, enquanto os juros dos títulos americanos registraram forte avanço, ambos impulsionados pelos comentários da presidente do Federal Reserve, Janet Yellen, e pelo anúncio do Plano Tributário do presidente americano, Donald Trump. Como comentamos em Opiniões anteriores, o ambiente benigno do cenário externo tem sido determinante para o comportamento dos ativos internos, por isso, vamos utilizar esse Opinião para avaliar se, os movimentos desta semana refletem apenas uma adequação do mercado às posições de curto-prazo e, com isso, não devem ter efeitos negativos persistentes, ou são resultado de uma mudança estrutural e, portanto, impactarão significativamente no cenário interno.

Na semana passada o Fed se reuniu e, como era amplamente esperado, decidiu manter a taxa de juros inalterada no patamar entre 1,00% e 1,25%. Também em linha com as expectativas dos economistas, o banco central americano divulgou que iniciará o processo de redução do seu balanço patrimonial em outubro. Como o procedimento que o Fed utilizará para diminuir o seu estoque de títulos americanos e MBS² será bem gradual, e já tinha sido anunciado no encontro de junho, a surpresa da reunião deste mês ficou por conta do “*dot plot*”³.

Em meio aos sinais de fraqueza da inflação americana nos últimos meses, esperava-se alguma revisão para baixo nas expectativas dos membros do Fed para a taxa de juros deste ano. Na última vez que o banco central americano divulgou as projeções dos participantes para esta variável, em junho, 4 membros esperavam 2 aumentos dos juros em 2017 (ou seja, mais nenhuma elevação ao longo deste ano já que o Fed já tinha subido a taxa nas reuniões de março e junho), 8 projetavam 3 altas este ano e os 4 restantes, 4 elevações. Na época, a

¹ É um índice do valor do dólar dos EUA em relação a uma cesta de moedas estrangeiras.

² Mortgage backed securities

³ Também conhecido como “gráfico das bolinhas” no qual os membros do Fed divulgam suas projeções para a Fed Funds deste e dos próximos anos.

inflação já tinha desacelerado com relação aos patamares atingidos no início do ano, mas, ainda estavam acima dos níveis atuais. Em fevereiro, o PCE⁴ dos EUA chegou a atingir 2,2% YoY, mas desacelerou para os 1,4% YoY em agosto. Da mesma forma, o núcleo do indicador, considerado a meta do Fed, atingiu 1,9% YoY em janeiro, perdeu força variando 1,5% YoY no meio do ano, e o último dado, de agosto, mostrou uma alta ainda mais fraca, de 1,3% YoY.

Alguns membros do Fed até mostraram certa cautela diante do distanciamento da inflação da meta, de 2,0%. Muitos integrantes do comitê destacaram que, a menor pressão inflacionária, dava mais espaço para o banco central americano ser mais paciente no aumento dos juros. Nesse cenário, esperava-se que 2 ou 3 membros do comitê, revisassem para baixo suas expectativas, de 3 para 2 altas de juros este ano, o que não alteraria a mediana (que continuaria em 3 altas), mas colocaria um viés de baixa na projeção.

No entanto, essa revisão não aconteceu, os 4 participantes que projetavam apenas dois aumentos em 2017 mantiveram suas posições, assim como os 8 que defendiam mais uma alta. Estes últimos ainda foram acompanhados de mais 3 participantes que projetavam mais 2 altas em 2017, mas com a aproximação do final do ano, ajustaram suas projeções para mais 1 aumento. Apenas 1 membro, continuou com a previsão de que o Fed elevará os juros nas reuniões de outubro e dezembro deste ano. Com essas novas projeções, o mercado, que tinha postergado a próxima alta dos juros americanos para março do ano que vem, voltou a antecipar o movimento para dezembro deste ano. Segundo a Bloomberg, no começo de setembro, os investidores atribuíam probabilidade de apenas 42,5% de que o Fed poderia

⁴ Personal Consumption Expenditures (PCE), índice de inflação utilizado como meta pelo Federal Reserve.

subir os juros em dezembro, no entanto, depois da reunião, essa probabilidade alcançou os 70,0%.

A perspectiva de mais um aperto monetário neste ano continuou se fortalecendo ao longo desta semana, principalmente, após a apresentação de Yellen em um evento em Cleveland, Ohio. Em um discurso intitulado “Inflação, Incerteza e Política Monetária”, Yellen reforçou a perspectiva de mais uma alta dos juros em 2017, ao ressaltar que o Fed *“deveria ficar atento para não se mover tão gradualmente”*.

Segundo a presidente do banco central americano, sem mais altas, mesmo que modestas, dos juros nos próximos meses, existe um risco de o mercado de trabalho ficar “sobre aquecido”, gerando uma pressão inflacionária que seria dificilmente contida sem gerar recessão. Além disso, *“uma política monetária persistentemente acomodatória poderia, eventualmente, gerar instabilidade financeira no país”*.

Neste contexto, Janet Yellen minimizou as recentes preocupações com os dados mais fracos dos índices de preços. Para ela, *“a baixa inflação provavelmente reflete fatores cuja a influência deve desaparecer com o tempo”*. Por exemplo, mudanças idiossincráticas de alguns itens, como o forte declínio nos preços dos serviços de telecomunicação no início do ano, pressionaram os índices, mas não devem se repetir.

Mesmo considerando que parte destes dados mais fracos de inflação reflete fatores transitórios, Yellen reconheceu que o fato do índice de preços estar abaixo da meta de 2% por um longo período, mesmo com a atividade americana mostrando recuperação, com a taxa de desemprego no menor nível desde 2001, *“é um mistério”*. Para evidenciar esse ponto, o Fed decompôs os fatores que contribuem para a formação do PCE desde a crise financeira.

De acordo com esta análise, a fraqueza do mercado de trabalho contribuiu com boa parte da desaceleração dos preços entre os anos de 2008 e 2014. No entanto, esse fator foi perdendo força ao longo de 2015 e 2016 e, a expectativa para esse ano, é de que o mercado de trabalho contribua positivamente para o avanço do PCE. Da mesma forma, a influência de itens relacionados à alimentação, energia e produtos importados, também foi bem negativa nos últimos anos, mas, recentemente, tem perdido força e até pressionado os preços. Com isso, restou o componente residual denominado como “outros” pelo Fed, que após a crise financeira, gerou efeitos ligeiramente positivos na inflação, mas que, este ano, de forma inesperada, tem sido responsável pela maior parte da fraqueza dos dados. Para Yellen, esse resíduo está em linha com o argumento de que nos próximos meses os efeitos transitórios perderão força, levando a inflação de volta para rota de convergência à meta.

Mas, não foi só a expectativa de aperto monetário nos EUA no curto prazo que impulsionou o dólar e os juros dos títulos americanos, a perspectiva de que Trump finalmente comece a dar andamento às promessas feitas após sua vitória na eleição presidencial americana, também animou os mercados. Nesta semana, Trump anunciou sua tão esperada Reforma Tributária que, se aprovada pelo Congresso americano, pode ser mais um fator propulsor da economia do país.

Com o objetivo de estimular a produção e o investimento das empresas, Trump propôs a redução do imposto corporativo dos atuais 35% para 20%. Para incentivar as pequenas e médias empresas, o presidente americano também sugeriu reduzir a carga tributária destas companhias. Ainda do lado corporativo, para incentivar os investimentos dentro dos EUA, Donald Trump propôs a taxa única de repatriação.

Já com relação às famílias, para simplificar as regras tributárias do país, Trump pretende reduzir as atuais 7 faixas de renda para a aplicação do Imposto de Renda para apenas 3, abrindo a possibilidade de uma quarta alíquota, que seria aplicada apenas para as famílias de alta renda, com o objetivo de tornar o desenho tributário tão progressivo quanto o atual. O presidente americano também anunciou que quer dobrar a renda mínima de dedução do imposto de renda.

Um estudo, realizado pelo *Committee for a Responsible Budget*, indicou que a proposta poderá levar a uma queda de receita de US\$ 2,2 trilhões nos próximos dez anos. No entanto, os republicanos concordaram em aceitar propostas que elevassem o rombo do governo americano em, no máximo, US\$ 1,5 trilhão em uma década. Por isso, as próximas semanas serão marcadas por intenso debate entre o Congresso e a Casa Branca, para que um acordo seja atingido. Caso a reforma seja aprovada, esse poderia ser o primeiro passo para que Trump dê início a sequência de ações anunciadas no começo do ano, com o objetivo de estimular ainda mais a economia americana. Vale lembrar que no primeiro trimestre de 2017, quando os juros dos títulos americanos atingiram a máxima do ano, o mercado estava esperançoso justamente com a Reforma Tributária de Trump e com uma política fiscal mais expansionista, voltada ao aumento dos investimentos no país. O próprio Fed considerou a implantação destas medidas em 2017 como risco positivo para a economia americana.

Dito isso, precisamos responder a principal pergunta deste Opinião: os acontecimentos destas últimas duas semanas sugerem uma mudança estrutural na economia americana, ou apenas uma readequação de curto prazo? Neste momento, a resposta seria a segunda opção. O Fed se mostrou menos preocupado com os dados fracos de inflação e parece ter conseguido convencer os investidores, de que elevará os juros este ano. Diante desta visão mais otimista,

o banco central americano também sinalizou que quer fazer mais 3 altas em 2018. No entanto, os analistas não estão tão confiantes com essa projeção, esperando um ciclo de elevação dos juros bem mais gradual, com apenas 1 aumento do Fed Funds no ano que vem. Muito deste comportamento está relacionado às ações passadas do banco central americano. Em 2015 e 2016 o Fed projetou um ciclo de aperto monetário bem mais forte do que o que foi efetivamente implementado. Entretanto, outro fator que contribui significativamente para esse comportamento são os dados correntes. O mercado, assim como o Fed, vê o atual comportamento da inflação americana como um mistério, mas, ao contrário da autoridade monetária, os investidores não têm tanta confiança na aceleração dos preços nos próximos meses. Se essa fraqueza se mostrar transitória e os preços voltarem a acelerar nos próximos meses, podemos ver uma mudança estrutural nos mercados, com estes projetando um processo de normalização mais forte e rápida da política monetária americana.

Podemos usar mesmo argumento para a Reforma Tributária. Trump já anunciou, diversas outras vezes, que vai deixar de lado a Reforma no sistema de saúde e focar na Reforma Tributária. No entanto, até agora, o que temos vistos são todos os seus esforços concentrados em revogar e subsistir o Obamacare. Apesar disso, caso agora seja diferente e Trump consiga aprovar a Reforma Tributária, aumentando os investimentos, podemos ver uma retomada no otimismo dos investidores com relação ao crescimento acima do esperado da economia americana.

Sendo assim, os eventos desta semana não mudam drasticamente as nossas projeções para o cenário interno nos próximos meses. No entanto, acendem uma luz amarela com relação à duração deste cenário externo mais positivo. Se quando essa mudança estrutural chegar ainda tivermos os mesmos problemas internos, principalmente, fiscal e político, podemos

voltar a ter tempos bem difíceis. Depois não poderemos reclamar da sorte, porque como diria Darrel Royal⁵: “Sorte é o que acontece quando a preparação encontra a oportunidade”.

	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

⁵ Antigo treinador de futebol americano do Mississippi State University.

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.