

A semana teve dados importantes para a economia brasileira, como o IBC-Br e o IPCA-15. Interessante que, apesar dos números terem piorado com relação ao mês anterior, nem as nossas projeções para o crescimento da economia brasileira no 3º trimestre, nem a nossa expectativa para a inflação em 2017 foram alteradas. Entretanto, apesar de valer a pena tecer alguns comentários a respeito desses números, o objetivo deste Opinião será resumir as principais conclusões que podemos tirar da reunião anual do FMI que se encerrou no último domingo.

A primeira questão a ser abordada é, quanto tempo poderá durar a “lua de mel” dos mercados com os ativos arriscados. Sobre isso, existe praticamente a certeza de que a pergunta certa a respeito de uma reversão do atual cenário é “quando” e não “se”. Considerando que, durante boa parte dos últimos meses, a principal medida de risco, o VIX, ficou próxima das mínimas históricas, muitos já se perguntam se não estamos chegando ao “Momento de Minsky”¹. Nele, após um longo período de investimentos crescentes e aumento da exposição dos mercados ao risco, os preços se elevam a tal ponto que algum evento aleatório poderia gerar uma queda abrupta destes, levando a uma redução acentuada da liquidez nos mercados. Grosso modo, o “Momento de Minsky”, seria o instante em que uma bolha especulativa é estourada. Para reforçar essa sensação de que poderíamos estar nos aproximando deste “Momento”, basta observar que, o tal VIX, está agora em um patamar só visto anteriormente entre o final de 2006 e meados de 2007. Para lembrar, em agosto de 2007 o Banco Bear Stearns fechou dois dos seus fundos imobiliários para resgates, dando início a crise que estourou de vez em setembro de 2008 com a falência do Banco Lehman Brothers. O próprio criador do termo “Momento de Minsky”, Paul McCulley, caracteriza esse período entre 2006 e 2007, como um exemplo perfeito desse fenômeno. A certeza de que teremos uma correção, poderia ser um freio para a manutenção deste momento positivo para os ativos de

¹ Esse termo se refere a teoria desenvolvida por Hyman Minsky, economista americano famoso pelos seus estudos relacionando às crises financeiras e aos ciclos econômicos;

risco, mas, a dúvida de quando isso poderá acontecer, acaba gerando um incentivo para que isso não ocorra. Ou seja, como tudo é uma questão de timing, antecipar demais um movimento, mesmo que no fim se esteja correto, é prejuízo na certa e, como no mercado de fundos, mais importante do que acertar sozinho é errar junto, o “efeito manada” leva o mercado a continuar apostado, mesmo sabendo dos riscos. Bem, a primeira conclusão a que chegamos é que o fluxo para ativos de risco deve continuar. Mas, qual a atratividade dos mercados brasileiros para atrair esses capitais? Para nossa sorte, parece ser alta.

Depois de muito tempo, pesquisas qualitativas entre os investidores durante as reuniões do FMI evidenciaram que os países emergentes da América Latina se mostram mais atrativos do que os da Ásia, o que já seria bom. Entretanto, temos duas constatações que nos ajudam ainda mais. A primeira vem da percepção dos investidores de que, dentre os maiores mercados, o Brasil é que estaria em melhor situação, apesar dos pesares. A Argentina é vista como a que teria maior potencial, mas ao mesmo tempo, dado a sua fragilidade externa, sofreria muito mais com uma reversão dos fluxos que o Brasil. Já o México é visto com o país mais arriscado nesse momento. Não só tem eleições presidenciais no ano que vem, como o Brasil, mas também, as chances de um candidato de esquerda, no caso López Obrador, ganhar, são muito grandes. Além disso, a sua probabilidade de vitória aumenta na proporção em que as negociações para a revisão do NAFTA se complicam e, pelo que vimos em Washington, elas estão se complicando bem. Por fim, como o principal motivo para uma possível reversão dos fluxos viria de uma alteração na política monetária americana e, a economia mexicana está umbilicalmente associada à dos EUA, o México sofreria o maior impacto desse movimento. O que nos leva a segunda constatação que vem de um estudo do

FMI publicado no último Global Financial Stability Report², o Brasil seria um dos países menos vulneráveis na ocorrência de uma reversão abrupta dos fluxos externos, perdendo apenas para a Índia e China, enquanto o México só não seria mais afetado do que a África do Sul³.

Certamente é um bom sinal que os fluxos de capitais tendam a continuar a vir para o Brasil, mas, para isso ser uma boa notícia, é necessário que existam esses fluxos. Portanto, a próxima pergunta que temos que responder é: quais os fatores que poderiam reverter-los? Dentre todos os fatores que poderiam gerar esse movimento, o que mais preocupa os analistas é uma mudança de postura na política monetária nos EUA.

Obviamente que, quando pensamos em mudança de política monetária, logo nos vem à cabeça a questão inflacionária. Isso também foi tema de intensos debates no FMI. Enquanto alguns creditam a atual inflação baixa a questões pontuais, como o excesso de estoque no mercado imobiliário americano, jogando o preço dos aluguéis, que tem um peso importante nos índices americanos, para baixo, outros acreditam que isso é resultado da “estagnação secular” da economia americana, uma questão muito mais estrutural de inflação baixa do que simplesmente o preço dos aluguéis. Como resultado, os primeiros acreditam que o FED deve manter a sua trajetória de aumento dos juros, já os últimos acham que não só o BC americano não deveria aumentar mais ainda as taxas, como poderia até, trazê-las de novo para níveis próximos de zero.

² <http://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2017/09/27/global-financial-stability-report-october-2017>

³ Por falta de dados confiáveis, a Argentina não está nessa comparação;

Apesar dessa discussão filosófica sobre as causas da “não inflação” atual dar uma boa discussão acadêmica, o que interessa para nós é o que poderia alterar, efetivamente, as perspectivas de elevação dos juros americanos no curto prazo. Isso sim, alteraria o fluxo de capitais para os ativos mais arriscados. Dentre os riscos mais comentados, poderíamos citar dois: a escolha do novo presidente do FED e a Reforma Tributária de Donald Trump. No primeiro caso, devemos lembrar que o mandato de Janet Yellen, como chefe do BC americano, se encerra em fevereiro de 2018 e a escolha de quem vem vai sentar em sua cadeira a partir daí cabe a Trump. Ao que parece, Yellen gostaria de ficar e, ao que parece, Trump tem dúvidas quanto a isso. Tanto que, como bom empresário, tem levado a cabo um processo de seleção, entrevistando vários candidatos, Yellen incluída(!). A importância da escolha é que, apesar de representar apenas 1 voto em um comitê de 12 pessoas, o seu voto tem um “peso moral” maior, capaz de influenciar os demais. Portanto, sabendo-se que o mercado considera que Yellen tem um perfil mais dovish, se a escolha recair sobre alguém com viés mais hawkish, poderíamos ter uma reprecificação das apostas com relação aos próximos passos do FED. Trump prometeu que até a sua viagem para a Ásia, no dia 3 de novembro, saberemos a sua decisão e, junto com Yellen, os nomes mais fortes são o de Kevin Warsh e de John Taylor (aquele mesmo da “Regra de Taylor”), ambos considerados mais hawkish do que Yellen.

Enquanto a questão da escolha do presidente do FED apresenta um grau de subjetividade grande, uma vez que só saberemos quem o escolhido, se não for Yellen, vai ser mais hawkish ou não que ela, a partir dos seus discursos e movimentações efetivas, o tema da Reforma Tributária tem questões mais palpáveis. Não querendo entrar nos detalhes da Reforma (o que já seria o suficiente para um Opinião inteiro), vamos usar o passado para tentar prever quais os possíveis impactos sobre o mercado do avanço desta proposta. Para isso, devemos

lembrar que, fora temas polêmicos como a construção do muro na fronteira com o México e a saída dos EUA do NAFTA, uma das bases do programa do candidato Donald Trump era um pacote fiscal, que incluía uma Reforma Tributária e investimentos em infraestrutura. A visão do mercado era que esse pacote seria expansionista para a economia americana, o que, no final das contas, faria o FED ser mais agressivo no aumento dos juros. A reação foi que, durante o 2º semestre de 2016, a partir do momento em que Trump foi entronado como candidato do partido republicano, o Dólar, calculado através do Dólar Index⁴, teve uma valorização de 10,4%, chegando, na virada do ano, ao maior nível desde 2002. Só que, desde que assumiu a presidência, Trump vinha colecionando derrotas políticas que fizeram o mercado desacreditar da aprovação do tal pacote. Como resultado, o Dólar recuou 11,6% até o início de setembro, quando a questão da Reforma Tributária começou a entrar de novo no radar dos mercados. Portanto, parece haver uma correlação entre os movimentos do Dólar e a probabilidade de aprovação da Reforma Tributária de Trump. Hoje (20/10), tivemos outra evidência disso. Ontem (19/10), o Senado americano, aprovou o esboço do Orçamento de 2018 que permite o aumento em R\$ 1,5 trilhão do déficit público nos próximos 10 anos, abrindo espaço para que a Reforma possa ser aprovada por maioria simples no Congresso, dispensando a necessidade de que algum parlamentar da bancada democrata, dê o seu aval para a medida. Repercutindo essa notícia, o Dólar Index apresentou alta de 0,40% ao longo do dia. Concluindo, considerando o nível que a moeda americana chegou no início do ano, quando se esperava que essa Reforma fosse implementada, e o nível atual, podemos dizer que ela tem um potencial de apreciação de algo próximo de 10,0% nos próximos meses.

⁴ Um índice que sumariza as variações de uma cesta de moedas com relação ao Dólar.

A conclusão final é que, apesar de, no curto prazo, acreditarmos que o cenário externo positivo para os ativos brasileiros deverá se manter, até por falta de opções, os riscos de que vejamos uma reversão dessa tendência estão crescendo. Portanto, seria bom que tivéssemos a aprovação da Reforma da Previdência até o final do ano para dependermos menos da boa vontade externa e mantermos a tranquilidade interna. Entretanto, como não esperamos que isso ocorra, só nos resta rezar para que tudo continue como está lá fora e/ou um candidato reformista apareça nas pesquisas eleitorais com chances de vitórias.

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.