

No Opinião 547, fizemos algumas considerações políticas e econômicas para embasar as nossas projeções de curto prazo para a economia brasileira em geral e para o câmbio em particular. Com a semana cheia de novidades, vamos usar esse Opinião para atualizar a nossa percepção com relação a esses cenários prospectivos, usando os questionamentos feitos por clientes nas reuniões realizadas nos últimos dias como bússola para indicar o caminho.

O setor externo continua sendo o norte do mercado local, tornando inevitável que se comece por ele a montagem de qualquer cenário interno. Indo além, não dá para pensar no que pode ocorrer com os ativos brasileiros, sem discutir o que acontecerá na economia americana. Portanto, vamos começar por duas questões cruciais para montar a trajetória do Dólar daqui para frente: o andamento da Reforma Tributária de Donald Trump e as perspectivas para inflação. As duas acabam batendo na política monetária do FED, mas de formas diferentes.

Já falamos por aqui que, boa parte dos movimentos da moeda americana no mercado internacional nos últimos 12 meses, foi reflexo da percepção, maior ou menor, de que a Reforma Tributária de Trump poderia ser aprovada. A ideia era que essa Reforma seria expansionista, aumentando a expectativa de crescimento de uma economia já aquecida, gerando pressões inflacionárias que, por fim, levariam a uma política monetária mais apertada. Ou seja, a primeira consideração que devemos fazer é que, quanto mais rápida e ampla for essa Reforma, mais forte ficará o Dólar lá fora e, conseqüentemente, mais fraco o Real aqui dentro. Por enquanto, podemos dizer que a tramitação está se dando dentro do esperado, entretanto, a retirada das mudanças do Obamacare do escopo da proposta, poderá acelerar a sua aprovação. A título de referência, podemos dizer que “não está no preço” a aprovação da Reforma, de forma definitiva, até o final do ano. Portanto, se isso ocorrer, podemos ver um fortalecimento do Dólar no mercado internacional suficiente para fazê-lo romper a barreira dos R\$ 3,30 por aqui. Caso contrário, as notícias vindas da Reforma seriam suficientes, apenas, para manter o câmbio entre R\$ 3,20 e R\$ 3,30.

No caso da inflação, o impacto sobre a política monetária do FED é mais óbvio, mas, a sua interpretação, mais complicada. O “normal” seria que, com a economia americana crescendo acima de 2,00%, já tivéssemos sinais claros de pressão sobre os preços. Entretanto, após chegar próximo de 1,90% ao final de 2016, o núcleo do PCE (índice de inflação acompanhado pelo FED) veio em trajetória de queda contínua até os atuais 1,30%, bem abaixo da meta de 2,00% do BC americano. A grande pergunta que é feita atualmente, tanto entre os acadêmicos, quanto pelos analistas de mercado é: “Por que isso está acontecendo?”. Essa discussão seria suficiente para um Opinião inteiro, de forma que vamos nos ater apenas a novidade dessa semana.

Na 4ª feira foi divulgada a Ata da última reunião do FOMC (o COPOM americano), que foi considerada mais dovish, exatamente porque já se começa a ver dentro do FED uma corrente achando que essa ausência de pressões inflacionárias tem um fator mais estrutural do que conjuntural. Essa mudança de percepção sobre o processo inflacionário nos EUA, pode trazer importantes impactos sobre as projeções dos próprios membros do FED a respeito dos próximos passos da política monetária na terra do Tio Sam. Segundo as últimas projeções, divulgadas em setembro, as perspectivas eram de 3 altas em 2018. Na próxima reunião, em 13 de dezembro, essas projeções serão revisadas, ou não. Se começar a prevalecer o entendimento de que, a ausência de pressões inflacionárias, é mais estrutural do que conjuntural, será bastante provável que o FED faça uma revisão no número de elevações dos juros esperadas para o próximo ano. Consequentemente, o Dólar deve perder força no mercado internacional, favorecendo o Real.

Portanto, no curto prazo, devemos acompanhar atentamente o desenrolar da Reforma Tributária de Donald Trump, os números de inflação nos EUA e a reunião do FOMC no dia 13 de dezembro, para sabermos para aonde vai o câmbio aqui no Brasil.

Algumas perguntas adicionais foram feitas nas reuniões com clientes nessa semana. Uma delas dizia respeito à China. Bem, com relação ao Império do Centro, não mudamos muita a percepção de que, no curto prazo, não devemos ter muitas novidades, com os indicadores subindo e descendo, trazendo volatilidade aos ativos, mas sem uma mudança estrutural expressiva. Entretanto, o que devemos ter em mente é que a pergunta a respeito de um problema na China não é “se” e sim, “quando” e “como”. Portanto, como as respostas para as duas últimas questões se encontram no terreno das especulações, não consideramos que esse risco seja iminente e, conseqüentemente, não está incorporado nos nossos cenários.

Voltando para as nossas questões internas, não tivemos muitas mudanças no cenário central. A economia vai bem, obrigado, enquanto a parte política continua a ser o grande desafio dos analistas para fecharem os seus cenários.

Pelo lado econômico, os dados continuam indicando uma recuperação moderada, que, aliada a um cenário de inflação sob controle, deverá manter os juros bem-comportados durante um bom período. O IBC-Br mostrou um crescimento de 0,58% no 3º trimestre com relação ao período anterior, sendo isso compatível com a nossa projeção de avanço de 0,50% do PIB no mesmo período e de 1,00% em 2017 como um todo. Além disso, os índices de confiança continuam a se recuperar, aumentando a esperança de que o crescimento em 2018 fique próximo de 2,50%. Hoje foi divulgada a prévia de novembro do Índice de Confiança da Indústria da FGV, 98,1 pontos, o maior patamar desde fevereiro de 2014, com a diferença de que lá, esse nível fora alcançado a partir de uma queda de 1,8% com relação ao mês anterior

e, agora, se dá, com uma alta de 2,8%. Enquanto isso, a inflação continua sob controle. O IPCA-15 de novembro apresentou alta de 0,32%, praticamente estável com relação aos 0,34% de outubro e indicando uma variação entre 0,35% e 0,40% para o fechamento do mês. Considerando que a nossa perspectiva para dezembro está entre 0,40% e 0,45%, o maior perigo, nesse momento, para o BCB, é ter que escrever a tal “cartinha”, justificando o porquê de a inflação ficar abaixo do piso de 3,00% do sistema de metas. Quando juntamos as duas coisas, o caminho parece pavimentado para que os juros fechem o ano em 7,00% a.a., permanecendo assim até, pelo menos, o início de 2019. Entretanto, não podemos discutir a veracidade deste cenário sem levar em consideração o que pode acontecer na parte política. Aqui, o primeiro ponto que devemos considerar é se a Reforma da Previdência vai ser aprovada e, no caso afirmativo, quando isso poderia acontecer.

Na nossa opinião, essa poderá ser aprovada, mas não ainda esse ano. A despeito de todo o empenho mostrado pelo Governo e da contribuição pessoal do presidente da Câmara, Rodrigo Maia, não nos parece factível que haja mobilização suficiente para alcançar os 308 votos necessários até a primeira semana de dezembro. Isso não quer dizer que a Reforma não pode ser aprovada mais para frente. Acreditamos que haverá uma janela para que isso aconteça entre março e junho e, a chance de que esta seja aproveitada, vai depender da eficiência da comunicação do Governo com a sociedade até lá. Até aqui ela foi clamorosamente derrotada, mas, a mudança de foco, de uma peça baseada na questão do envelhecimento da população, para outra, fundada na igualdade de direitos, poderá reverter o jogo. Portanto, se chegarmos no ano que vem com a equação política mostrando que a posição a favor da Reforma da Previdência, ao invés de representar menos votos, passar a contabilizar mais votos, não poderemos descartar a sua aprovação, mesmo em um ano eleitoral. De qualquer modo, continuamos a acreditar que, a “não” aprovação da Reforma se

dando na forma de um adiamento da sua votação, não terá um impacto significativo nos ativos brasileiros. Já a “não” aprovação pelo voto contrário do Congresso, certamente trará o Dólar acima de R\$ 3,30 e tornará ainda mais penosa a travessia do ano eleitoral. Aqui entra a pergunta mais popular a respeito do cenário prospectivo... como será a eleição de 2018?

De todas as questões levantadas até agora, essa, sem dúvida, é a mais complicada de ser respondida e, por um detalhe bastante singelo... ninguém sabe ainda quais serão os candidatos. Apesar disso, podemos fazer algumas suposições de qual será o cenário geral, apesar de pouco podermos especular sobre a questão particular de quem vai ser eleito.

O primeiro ponto é que Lula deverá ser candidato. Considerando que temos uma clássica jabuticaba brasileira, onde um réu não pode ser Presidente da República, mas pode ser candidato, acreditamos que esse seja o cenário mais provável para as próximas eleições. Posto isso, temos já um material importante para trabalhar.

Difícilmente Lula não irá para o 2º turno, sendo bastante provável que ele lidere todas as pesquisas eleitorais durante boa parte do ano. Para isso, basta ver que, segundo a última pesquisa Datafolha, ele teria 35% das intenções de voto, sendo que um pedaço destes estariam bem consolidados. Do total da amostra, 19% se declaram PTistas e destes 82% votam em Lula, ou seja, mesmo com todas as recentes confusões, temos algo em torno de 15% dos eleitores que são membros de uma quase “seita”, o Lulismo. Difícilmente haverá muita flutuação nesse percentual até as eleições. Além disso, 57% dos eleitores de Lula vem do Nordeste. Mesmo controlando para o fator “Lulismo”, podemos dizer que ele pode conseguir “líquidos” algo próximo de 13% do total dos eleitores por aqui. Ou seja, mesmo considerando alguma perda nos eleitores do Nordeste, o que seria razoável presumir,

difícilmente Lula teria menos de 25% dos votos, o que deve garantir a sua ida para o 2º turno, principalmente em um cenário de muitos candidatos.

Um segundo ponto é que, pelo menos até que surja o candidato de centro, o principal adversário de Lula será Bolsonaro, que vem consolidando um patamar entre 15% e 20% nas pesquisas de intensão de voto. Não acreditamos que, com o surgimento de um candidato de centro competitivo, seja ele Geraldo Alckmin ou qualquer outro, ele consiga manter esse nível, mas, até que isso aconteça, o que pode demorar até abril, o cenário será de um 2º turno entre Lula e Bolsonaro. Como o mercado vai reagir a isso?

Bem, primeiro vai depender do discurso de ambos. Já tivemos a “Carta aos Brasileiros” de Bolsonaro e Lula já está dando “a outra face” aos “golpistas”. Ou seja, a tendência é que ambos tentem sair dos extremos e ir mais para o centro. O problema nessa estratégia é que ela é perigosa para eles, uma vez que correm o risco de perder os seus apoiadores fiéis, sem conquistar o eleitor de centro. Portanto, vamos ter que ver qual a dimensão dessa “guinada” centrista e qual a vontade dos mercados em acreditar nela. De qualquer maneira, a volatilidade deverá ser a tônica dos mercados em 2018.

A boa notícia é que, boa parte da recuperação em 2018, já está contratada pela queda dos juros, que deverá dar sustentação ao aumento do consumo e à melhora do mercado de trabalho. Mas e se o Dólar disparar, os juros poderão ser mantidos ao longo de 2018? Felizmente a resposta parece ser sim. Rodando o modelo do BCB considerando que o Dólar médio do ano poderia sair dos atuais R\$3,20/R\$3,30, para algo ao redor de R\$ 3,60, o que representaria uma desvalorização de 10%, a inflação chegaria a 4,7% em 2018 e 4,3% em 2019. Portanto, temos um certo “colchão” para absorver um choque de câmbio em 2018, ao mesmo tempo em que o nosso cenário de manutenção dos juros em 7,0% a.a. ao longo de 2018 e alta

no início de 2019 possa se manter. Certamente a realidade é muito mais dinâmica do que esse experimento, mas temos, pelo menos uma base positiva para começar a discussão.

Como diria Noel Rosa, “quem muito acha, acaba se perdendo”, mas estamos em momento da nossa história em que o “achismo” é um exercício quase compulsório. Portanto, ao invés de tentar especular sobre possibilidades, devemos nos ater aos fatos e, a partir deles extrapolar o futuro, no exemplo mais claro da famosa frase, “cada dia com a sua agonia”.

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 (%)	1.0	2.5	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.