

A semana foi dominada pelas discussões a respeito da Reforma da Previdência, com tudo mais sendo secundário nos movimentos dos mercados locais. Entretanto, os últimos dias não foram apenas de discussões políticas, com a reunião derradeira de 2017 do COPOM acontecendo na 4ª feira. Apesar da decisão em si não ter causado surpresa, o comunicado pós-reunião trouxe indicações que não esperávamos. Portanto, vamos usar esse Opinião para analisar esse documento e mostrar no que ele mudou a nossa perspectiva para a trajetória dos juros daqui para frente.

O COPOM reduziu os juros em 0,50 p.p. na sua última reunião de 2017, como amplamente esperado pelo mercado. Com isso, a taxa SELIC fechou o ano em 7,00% a.a., a menor taxa nominal desde que os juros passaram a ser definidos da forma atual, em 1999. Além de chamar a atenção pelo tamanho da queda em apenas um ano, 6,75 p.p., não podemos deixar de ressaltar a surpresa do movimento. Para corroborar essa percepção, basta observar que, no início de 2017, a pesquisa Focus indicava que a taxa deveria fechar em 10,25% a.a.. Ou seja, 3,25 p.p. acima da realidade atual.

Para entender o tamanho dessa surpresa, devemos voltar à pesquisa Focus e observar o que aconteceu com a inflação desde o começo do ano. No início de janeiro, a mediana das projeções para o IPCA no final de 2017 estava em 4,86%, sendo que só chegou ao centro do sistema de metas (4,50%), no início de fevereiro. Bem, hoje tivemos a divulgação do IPCA de novembro, que ficou em 0,28%, bem abaixo dos 0,35% esperados pelo mercado e dos 0,32% que projetávamos. Apesar dos motivos que levaram esse número específico ficar abaixo do esperado, o importante é salientar que, com esse resultado, o IPCA chegou a 2,80% no acumulado em 12 meses e, se a nossa projeção para dezembro (0,37%) se verificar, fecharemos 2017 com a inflação em 2,88%, ou seja, praticamente 2,00 p.p. abaixo das projeções do início do ano. Apesar do principal “culpado” por esse resultado ter “nome e sobrenome”, “Alimentação no Domicílio”, outros fatores foram até mais relevantes para que essa queda expressiva da inflação, tivesse um impacto tão relevante sobre o nível de juros.

Começando pelo “culpado” principal, basta dizer que, a nossa projeção mais otimista para o comportamento dos alimentos, no início do ano, era de uma alta de 3,00% e, até agora, 2017 apresenta uma variação negativa acumulada de 5,25%, devendo fechar o ano com uma deflação de 6,00%. Ou seja, uma diferença de “apenas” 9,00 p.p. que, considerando o seu peso no índice geral, gerou um erro de projeção de 1,40 p.p.. Portanto, caso a nossa projeção inicial mais otimista tivesse se verificado, ao invés dos níveis próximos de 2,90% que devemos verificar ao final de dezembro no índice geral, teríamos um número mais próximo de 4,30%, não muito distante da meta de 4,50%. Certamente esse deverá ser o principal ponto da “cartinha” que o presidente do BCB, Ilan Goldfajn, terá que escrever para o ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, justificando o fato da inflação ter ficado abaixo do piso do intervalo de variação do sistema de metas (3,00%). Entretanto, se este é o principal fator, talvez não seja o mais relevante na perspectiva da política monetária. Este tipo de comportamento dos alimentos, verificado nos últimos meses, é que se chama de “choque de oferta” que, pela teoria monetária, não deve ser compensado pela política de juros. Apenas os efeitos secundários do mesmo, devem ser levados em conta. Aqui entra o que aconteceu com os Serviços ao longo de 2017.

O próprio BCB chamava a atenção para a importância do que ele chamou de “Serviços Subjacentes”, no primeiro Relatório de Inflação (RI) escrito pela atual diretoria do BCB em setembro de 2016. Olhando para esse número, notamos que eles saíram de 6,27% no acumulado em 12 meses ao final de 2016, para 3,63% na última medição, representando um alívio de 0,60 p.p. na inflação total no período. Esse movimento, que colocou essa rubrica dos Serviços quase 1 p.p. abaixo do centro da meta da inflação geral, a nosso ver foi o verdadeiro motivo para uma queda tão expressiva dos juros em um período tão curto de tempo. Portanto, seja pela dimensão da queda no índice geral derivado pelo choque de oferta

favorável dos alimentos, seja pelo recuo expressivo do que o BCB chama de “componentes mais sensíveis ao ciclo econômico”, a surpreendente trajetória dos juros ao longo de 2017 para os atuais 7,00% a.a., está mais do que justificada, o que garante consistência a esse nível. Entretanto, agora nos interessa o que pode acontecer daqui para frente e, nisso, o último COPOM nos surpreendeu.

Como já discutido anteriormente, acreditávamos que essa redução de 0,50 p.p. nos juros básicos seria a última do atual ciclo de afrouxamento monetário e que, o nível de 7,00% a.a. seria mantido estável durante todo o ano de 2018. Além disso, considerávamos mais provável que o BCB divulgasse um Comunicado “neutro” não se comprometendo nem com o fim do ciclo, nem com o seu prosseguimento. Entretanto, considerando a seguinte parte do documento, podemos considerar que o BCB nos surpreendeu duplamente: *“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 nova redução moderada na magnitude de flexibilização monetária”*. Primeiro, ao contrário do que esperávamos, deu uma sinalização do próximo passo. Segundo, essa sinalização foi de novas redução e não de manutenção, como projetávamos.

O texto supracitado, vem acompanhando os comunicados do COPOM desde que este sinalizou a redução do ritmo de cortes na reunião de setembro, de modo que, ao que parece, o BCB está inclinado a dar mais um corte de 0,25 p.p. na primeira reunião de 2018 em fevereiro. Entretanto, ao contrário das últimas duas reuniões, quando não fez nenhuma qualificação a essa intenção, dessa vez ele deixou a porta aberta para uma mudança de planos: *“Essa visão para a próxima reunião é mais suscetível a mudanças na evolução do cenário e seus riscos que nas reuniões anteriores”*. O texto é autoexplicativo, mas qual seriam as condições

que poderiam fazer o BCB mudar a sua intenção original? Uma mudança de patamar do Dólar por conta de alterações no cenário externo e/ou interno, até lá.

No caso do cenário externo, como a aprovação da Reforma Tributária de Donald Trump já parece estar bem precificada, talvez, a divulgação do seu plano de investimento em infraestrutura, o qual ele prometeu, recentemente, para janeiro, possa ser o catalizador desse movimento. Já por aqui, o principal risco seria a questão da Reforma da Previdência.

A primeira questão que podemos discutir é se achamos que ela será aprovada até o final do ano, o foco dos mercados nesse momento. Na nossa opinião, a resposta é não. Além do tempo ser curto até o dia 22 de dezembro, quando a Câmara entra em recesso, claramente o Governo não tem os votos necessários para aprová-la. O fato de ter sido marcada a votação para o dia 18 de dezembro, é mais uma prova disso, do que uma certeza de que aumentaram as chances de ela passar. Além das declarações de que a Reforma teria apenas 280 dos 308 votos necessários, devemos considerar que, se o Governo estivesse tão confiante assim da sua aprovação, teria marcado a votação para a semana que vem, como inicialmente previsto. Por fim, podemos ver a questão pelo lado inverso. Se são necessários 308 votos para a sua aprovação, precisa-se de 205 votos para a sua rejeição e, segundo uma pesquisa divulgada hoje pelo Broadcast, 212 deputados declaram serem contrários à Reforma. Ou seja, não só o Governo não tem os votos para a sua aprovação, como o número de deputados contra a Reforma já é mais do que suficiente para barra-la. Portanto, impossível não é, dado que Temer já mostrou uma capacidade de articulação política que não pode ser desprezada, mas digamos que seja pouco provável.

A outra questão, derivada desta é: Isso já está no preço? A resposta a essa pergunta é mais complicada, mas acreditamos que a “não aprovação”, como sendo um adiamento, já estaria

precificada com o Dólar próximo de R\$ 3,30, como está hoje. Entretanto, caso essa “não aprovação” se dê através da rejeição em plenário, o Real ainda teria um bom espaço para piorar.

A conclusão final é que, o cenário mais provável para os juros é que eles serão reduzidos novamente, dessa vez em 0,25 p.p., na reunião de fevereiro, para 6,75% a.a., permanecendo neste nível durante todo o ano de 2018. Podemos chegar a um nível abaixo desse? Sim, caso tenhamos a aprovação da Reforma da Previdência até o final de 2017. Da mesma forma, a “não aprovação” desta através do voto, poderia abortar essa nova queda, ambas pelo mesmo motivo, uma mudança de patamar do Dólar. Entretanto, como acreditamos que teremos uma “não aprovação” através do adiamento da sua análise e, cremos que isso não causará maiores estragos ao mercado, consideramos mais provável que a indicação do BCB acabe se verificando.

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.