

Na semana passada demos uma visão, um tanto quanto turva, das condições políticas em 2018. Entretanto, apesar da importância do tema, principalmente em um ano eleitoral, podemos dizer que os fatos políticos darão o “tempero” às variáveis econômicas brasileiras, porque, o pano de fundo, vem mesmo lá de fora. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para traçar o cenário externo de 2018 e ver como isso poderá afetar as variáveis internas da economia brasileira.

Começando pelo final, podemos indicar que, mesmo sem grandes surpresas desagradáveis, as condições externas não deverão ser tão favoráveis à economia brasileira como foi em 2017. Para lembrar o que foi dito em tantos outros Opiniões, boa parte da tranquilidade que observamos ao longo do ano, mesmo com todas as nossas turbulências políticas, deveu-se ao bom “pano de fundo” que tivemos durante esse período. Se não fosse o Dólar fraco e os indicadores de risco de mercado nos seus níveis históricos mais baixos, a “conversa seria outra”.

Para entender o porquê do cenário externo em 2018 tender a ser pior do que o desse ano, temos que entender o que nos ajudou ao longo de 2017. Pelo motivos supracitados, a primeira pergunta ser respondida é: “O que gerou essa tendência de Dólar fraco?”. Nesse caso a resposta tem, nome e sobrenome... Reforma Tributária americana. Como já foi analisado no Opinião 549, a queda do Dólar ao longo do ano, até meados de setembro, tem relação direta com a redução da probabilidade de que esta pudesse ser aprovada ao longo de 2017, ao contrário das expectativas criadas com a eleição de Donald Trump em 2016. Tanto que, após a divulgação do primeiro rascunho da Reforma a trajetória do Dólar, não só aqui, como lá fora também mudou de direção. O motivo para essa fixação dos mercados nas questões relativas aos tributos nos EUA é bem simples de ser explicada. A maior redução de impostos desde 1986, em uma economia que já está operando claramente acima do seu potencial, aumenta a aposta de que a inflação possa surpreender para cima ao longo do próximo ano. Ou seja, mais inflação significa mais juros e mais juros significa Dólar mais forte. Portanto,

se a perspectiva de que esse cenário não se concretizaria em 2017 por conta das dificuldades políticas de Trump ao longo do ano, levaram a queda do Dólar, a sua aprovação dá suporte à moeda americana daqui para frente.

Essa possibilidade de mais inflação ao longo de 2018, também poderá influenciar o segundo ponto que nos favoreceu em 2017. Os níveis de prêmios de risco medidos, tanto pelo índice VIX, quanto pelo diferencial de retorno entre os títulos de alto rendimento (High Yield) e os de risco baixo (High Grade), estão nos seus mínimos históricos, resultado da percepção dos mercados de que estamos passando por um período em que temos crescimento sem inflação e, não só nos EUA, mas também na Europa. Para corroborar essa visão, basta ver que, após crescer 1,5%, na média, ao longo de 2016, a economia americana está crescendo ao ritmo de 3,2% no 3º trimestre desse ano, como foi divulgado nessa semana. Enquanto isso, a inflação medida pelo núcleo do PCE (Personal Consumption Expenditure), passou de 1,87% no final do ano passado para 1,45% em novembro desse ano. Ou seja, mais crescimento com menos inflação. A grande pergunta que está sendo feita é se isso é estrutural (a tal estagnação secular), ou apenas temporário. Quem acredita na primeira opção não se preocupa com a questão da Reforma Tributária, uma vez que o impacto seria temporário e taxa de juros neutra de equilíbrio seria negativa. Com isso, o FED não teria porque subir a taxa de juros mais do que já fez. Por outro lado, quem aposta que essa situação é insustentável, vê na Reforma Tributária o gatilho para que o processo inflacionário volte com força. A favor dessa perspectiva, temos o mercado de trabalho que apresenta uma taxa de desemprego de 4,1%, a menor desde 2000. Independente da opinião correta pender mais para o lado mais estrutural ou mais para o lado conjuntural, o fato é que no curto prazo, a conclusão era a mesma... os principais BCs não precisariam acelerar o aperto monetário. Portanto, a combinação de excesso de liquidez com baixo risco empurra, naturalmente, o dinheiro para

os ativos mais arriscados e com maiores retornos, como os brasileiros. Ou seja, passamos boa parte de 2017 com o Dólar fraco, o que favorece o Real na sua comparação mais tradicional e com um fluxo de capital acima do esperado, por conta do excesso de liquidez maior do que o projetado. Mas, e daqui para frente?

Uma parte da resposta já foi dada anteriormente e, o próprio nível atual da relação Real/Dólar, mostra que algo mudou nos últimos meses. A questão da Reforma Tributária deixou de ser uma possibilidade e se tornou um fato. Ou seja, agora os cálculos que serão feitos daqui para frente terão que considerar um incremento adicional ao PIB, que pode chegar a 0,4 p.p., em uma economia já aquecida. Portanto, mesmo para os defensores da estagnação secular, a probabilidade de vermos um repique inflacionário, mesmo que temporário, aumenta muito. Dessa forma, com a chance do FED ter que subir os juros mais do que o esperado, apostar em um novo período duradouro de Dólar fraco, como vimos em boa parte de 2017 seria, no mínimo, temerário. Além disso, como a Reforma traz incentivos para que haja uma repatriação de lucros das empresas americanas, uma das discussões que deverá dominar o mercado de moedas em 2018, será quanto dos, aproximadamente, potenciais USD 3,0 trilhões, poderão efetivamente serem internalizados na economia americana. Obviamente, quanto maior for esse montante, maior será a pressão sobre o Dólar.

A combinação de risco baixo e excesso de liquidez nunca deu muito certo e o mercado sabe disso, mas sempre parece ignorar o vaticínio de Nicolau Maquiavel de que *“é um defeito comum dos homens não levar em conta as tempestades quando o mar está calmo”*. Tanto sabe que vive levantando questões com relação à formação de bolhas que vão desde o S&P, até o Bitcoin. Entretanto, apesar de todos sabermos que podemos estar perto do famoso Momento

de Minsky¹, pouco se pode fazer a não ser esperar que algum gatilho traga a reversão desse movimento, uma vez que o *timming* é tudo no mercado. Mas isso não impede que o mercado antecipe que a relação risco/retorno de algumas classes de ativos pode começar a ficar proibitiva. Ou seja, apesar de ser muito “forte” projetar que teremos uma reversão dos fluxos para os ativos mais arriscados, como os brasileiros, parece razoável prever que estes poderão ser mais seletivos do que nos últimos anos.

Portanto, seja pelo lado do fortalecimento do Dólar, seja pelo aumento da cautela dos investidores internacionais, não nos parece razoável acreditar que o cenário externo em 2018 será, ao menos tão virtuoso para o Brasil, quanto foi 2017. Entretanto, um “efeito colateral” do crescimento americano torna mais difícil saber qual o efeito líquido sobre as moedas emergentes. Não devemos esquecer que os EUA representam quase 25% do PIB mundial. Dessa forma, um crescimento mais forte da economia americana acaba alavancando o crescimento do resto do mundo e, nesse cenário, fica difícil pensar em uma perda de força do preço das commodities e, como isso é determinante para as moedas ligadas a esses ativos, como o Real, podemos ter um movimento a amenizar, ou mesmo reverter, a tendência de perda de valor da moeda brasileira, o que seria bastante auspicioso em um ano tão confuso quanto será 2018. Esse cenário alternativo, apesar de factível, ainda não parece ser o mais provável, mas devemos tê-lo sempre em mente, para não sermos surpreendidos.

¹ Chama-se momento Minsky o ponto do ciclo de crédito ou do ciclo econômico em que os especuladores superendividados são obrigados a vender em massa os seus ativos, para fazer face às suas necessidades de liquidez, deflagrando uma espiral de baixa autoalimentada do preço desses ativos e uma redução da liquidez

Com relação a outras questões externas, temos que ficar de olho, mas não acreditamos que sejam suficientes para nada além de aumentar a volatilidade, não tendo o condão de mudar o nível dos preços dos ativos.

A China, por exemplo, sempre será uma fonte de preocupação, uma vez que tem um mercado de crédito insustentável a médio prazo e uma economia que tem que mudar a sua estrutura. Entretanto, apesar do grande potencial para causar problemas, a questão do timing e a percepção de que a organização econômica/política chinesa é “um bicho estranho”, nos leva a colocar o Império do Centro como algo a ser monitorado, mas não temido, ainda.

Já o Brexit se enquadra em nível de risco ainda menor do que o chinês. Apesar de ser um evento efetivamente importante e de difícil solução, os seus impactos deverão ficar circunscritos ao Reino Unido. Mesmo considerando o restante da Europa, acreditamos que os problemas serão limitados. Portanto, não devemos perder horas de sono por conta disso. Na mesma categoria colocamos os riscos geopolíticos. Qual o risco de uma guerra na Coreia do Norte? Se houver, quais seriam os seus impactos? Como ninguém sabe responder a essas perguntas, ninguém consegue precificar esses eventos e, conseqüentemente, deve ser colocado no rol dos eventos que geram volatilidade, mas que não vão mudar o preço dos ativos.

A conclusão final sobre o cenário externo é que, dificilmente ele será tão favorável ao Brasil como foi em 2017. Apesar de, no geral, os riscos continuarem a ser os mesmos, nos parecem que eles estão “mais arriscados” do que no ano passado. Estamos há muito tempo com uma combinação econômica de crescimento sem inflação e financeira de liquidez sem risco, meio caminho andado para algum tipo de correção. Entretanto, assim como Maquiavel nos

lembrava que devemos ter em mente o perigo na época da bonança, Friedrich Nietzsche, nos indica que todas as verdades são relativas, mesmo as de mercado...”Não há fatos eternos, como também não há verdades absolutas”.

	Projeção		
	2017	2018	2019
IPCA (%)	2,8	4,2	4,3
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,3	3,5	3,6
Selic (eop %)	7,00	6,75	8,00
PIB (%)	1,1	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.