

Na semana que vem teremos a reunião do COPOM para definir a taxa de juros básica da economia brasileira. Apesar de a probabilidade de um resultado diferente de uma nova redução na taxa, dessa vez de 0,25 p.p., ser bastante baixa, o encontro não deixa de ter o seu apelo pelo que pode indicar para o futuro. Além disso, como para olhar o futuro da política monetária, temos que discutir vários temas relacionados à economia e à política, vamos usar a “desculpa” dessa reunião para, não só discutir o nível de juros que esperamos para os próximos meses, mas, também, para nos aprofundarmos nas questões políticas levantadas no Opinião da semana passada.

Há poucas dúvidas de que o COPOM reduzirá os juros de 7,00% a.a. para 6,75% a.a. na reunião da próxima semana (07/02). A curiosidade fica por conta da sinalização que será dada para os próximos passos... Será que o BCB dará mais uma indicação firme que vê espaço para novos cortes? Vai “bater o martelo” de que essa será a última redução do atual ciclo de afrouxamento monetário? Vai deixar tudo em aberto? A definição, provavelmente, já virá no comunicado pós-reunião, muito mais completo na gestão de Ilan Goldfajn do que nas anteriores, principalmente a parte final deste, onde indica qual a sua intenção para os próximos passos da política monetária: “ *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. Essa visão para a próxima reunião é mais suscetível a mudanças na evolução do cenário e seus riscos que nas reuniões anteriores. Para frente, o Comitê entende que o atual estágio do ciclo recomenda cautela na condução da política monetária* ” (grifo nosso). Obviamente que a parte em negrito terá que ser alterada, a não ser que ocorra uma decisão inédita de alterar os juros em magnitude menor que 0,25 p.p., mas em qual sentido?

Na nossa concepção, o BCB deveria dar por encerrado o atual ciclo de redução dos juros, afirmando que, surpresas favoráveis no cenário prospectivo de inflação, poderiam levar, no futuro, a novas quedas. Ou seja, deixando a porta aberta para novas reduções no médio

prazo. Entretanto, temos motivos para acreditar que o caminho será inverso, com o BCB afirmando que ainda vê espaço para novos cortes, mas com a ressalva de que *“Essa visão para a próxima reunião é mais suscetível a mudanças na evolução do cenário e seus riscos que nas reuniões anteriores”*, ou deixando a próxima decisão totalmente em aberto.

Como supracitado, acreditamos que o BCB não dará o ciclo de corte dos juros por encerrado, mesmo com a nossa percepção de que essa decisão seria a mais adequada neste momento. Mas qual seria o motivo dessa nossa crença que vai de encontro ao que advogamos? Na verdade essa suposição se baseia mais no que foi dito por Ilan nas suas últimas aparições, do que em algum dado mais relevante que o BCB possa acompanhar. Em apresentações feitas ao longo da semana, o presidente do BCB mostrou um slide que determinava riscos em ambas as direções para o cenário prospectivo: *“(i) Possíveis efeitos secundários de choques favoráveis e mecanismos inerciais podem produzir trajetória prospectiva inflação abaixo do esperado e (ii) Frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes e reversão do corrente cenário externo pode elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária.”*. Ambas também estão no nosso radar, mas, aparentemente, Ilan tem dado um peso maior ao primeiro do que ao segundo, ao contrário de nós. Por isso, acreditamos que o BCB está mais inclinado a deixar em aberto a continuidade do ciclo de afrouxamento monetário. Por outro lado, cabe também a pergunta do porquê damos um peso maior ao (ii) do que ao (i)?

O primeiro ponto diz respeito ao (i), onde acreditamos que, boa parte dos possíveis efeitos secundários dos choques favoráveis e os mecanismos inerciais de 2017, já foram incorporados às expectativas de inflação. Tanto isso é verdade que o último Focus traz uma projeção para o IPCA em 2018 de 3,95%, enquanto que a meta para esse ano é de 4,50%, sendo que a última vez que o mercado previu essa taxa (4,50%) foi no final de março de 2017. Outro motivo para não acreditar em surpresas para baixo desse nível, já precificado pelo mercado, é que, os

próprios modelos do BCB, usando os dados do boletim Focus, mostram a inflação em 4,2%. Por fim, tanto os dados de arrecadação, quanto os últimos números de atividade como a Produção Industrial de dezembro, divulgada nessa semana, mostraram que podemos ter uma surpresa positiva no PIB do 4º trimestre de 2017 o que, certamente, levaria a uma revisão das projeções para o crescimento em 2018, atualmente em 2,66% no Focus. Portanto, não coadunamos com o otimismo de Ilan com relação ao risco (i), acreditando que as surpresas da inflação vindas dos pontos elencados têm uma probabilidade baixa de ocorrerem.

Sobre os riscos envolvidos no segundo ponto, acreditamos que estes são, na melhor das hipóteses, neutros. Não vamos entrar em detalhes quanto ao cenário externo, mas dado o nível dos preços dos ativos ao redor do mundo, a tendência de aperto monetário nas principais economias mundiais e os baixos níveis de risco, se o cenário externo se mantiver nas condições atuais, já seria um maná para economia brasileira. Já com relação ao avanço da agenda fiscal, somos mais céticos ainda. A Reforma da Previdência, já passou do ponto de “subir no telhado”, se aproximando do “salto final”, com a chance de ser aprovada, ainda no governo Temer, se aproximando de zero. Além disso, outros projetos importantes como, a reoneração da folha de pagamento, o adiamento do aumento do funcionalismo público, o imposto sobre os fundos exclusivos e a privatização da Eletrobrás, estão barrados no Congresso e/ou no Judiciário, sendo que o Governo mostra pouca força para reverter esse quadro. O evento da nomeação de Cristiane Brasil para o Ministério do Trabalho talvez seja o exemplo mais preciso disso. Ou seja, na nossa opinião, os riscos levantados pelo BCB no item (ii) tem uma probabilidade maior de ocorrer do que aqueles no item (i), o que já seria uma boa razão para não ir além dos 6,75% a.a. na redução dos juros. Entretanto, sempre se pode argumentar que tecnicamente ainda há espaço para os juros chegarem a 6,50% a.a., por exemplo. Nesse caso não podemos discordar. Da mesma forma que os modelos do BCB

indicam que, com as projeções do Boletim Focus, incluindo os juros a 6,75% a.a. em 2018 e 8,00% a.a. em 2019, a inflação fecharia esse ano em 4,2% (abaixo da meta) e 4,3% (exatamente na meta). Se mudarmos a nossa projeção dos juros para 6,50% a.a., o número de 2018 registraria uma leve alta para 4,3%, enquanto para o ano que vem permaneceria em 4,3%. Portanto, espaço há, mas será que vale a pena o risco, ainda mais com uma eleição pela frente onde, o que não vai faltar será emoção? Antes de entrarmos na questão política, só um parêntese com relação à política monetária. Ao observar que a inflação para esse ano, medida pelos modelos replicados do BCB, ficam em 4,2%, bem abaixo da meta de 4,5%, podemos ter a impressão de que há um espaço enorme para a redução dos juros, o que não é verdade. Considerando que as mudanças nos juros demoram de 9 a 12 meses para terem efeitos sobre a inflação, na reunião de março já estaremos discutindo a inflação de 2019, com o BCB tendo pouco a fazer com relação ao que vai acontecer em 2018.

O BCB não menciona diretamente entre os riscos para uma alta mais forte da inflação as eleições desse ano, mas, certamente, essa é uma variável que tanto ele, quanto o mercado, estão observando atentamente para montar os seus cenários de inflação. Na semana passada, tivemos um dia importantíssimo para esse evento, com a condenação de Lula, por unanimidade e pena aumentada, na 2ª instância (TRF-4). Independente das discussões sobre se o ex-presidente vai ser preso ou não, o fato é que, salvo ocorra uma reviravolta surpreendente, ele estará inelegível para as eleições presidenciais desse ano. Entretanto, apesar de morto eleitoralmente, o seu ectoplasma assombrará a campanha eleitoral quase como se vivo estivesse e, é exatamente isso que queremos discutir.

O primeiro ponto a ser considerado já foi levantado no Opinião da semana passada, a possibilidade de Lula levar a discussão sobre a sua candidatura até o limite da eleição,

causando uma incerteza muito grande ao pleito. No texto, havíamos ressaltado que, apenas com prazos legais, o PT poderia estender a pendenga durante 26 dias após a negativa do registro. Bem, fazendo friamente as contas, se a lista dos candidatos for divulgada pelo TSE no dia 16 de agosto, o prazo se encerraria em 10 setembro, ou seja, razoavelmente longe do limite para retirada das candidaturas, 17 de setembro. Entretanto, se acompanharmos o calendário gregoriano com os sábados e domingos, vemos que esse dia 10 de setembro se transforma em 17 de setembro! Isso sem contar que, após essa data ainda poder-se-ia recorrer ao STF. Portanto, se o PT levar a ferro e fogo o desafio político à decisão judicial, poderemos ter o rosto de Lula na urna, com os votos a ele atribuído entrando nas estatísticas de brancos ou nulos. Mas, além dessa situação desconfortável, que, no fim, não teria impactos práticos sobre o resultado, a estratégia de Lula poderia influenciar fortemente o rumo que a campanha eleitoral vai tomar ao longo do ano.

Do lado positivo, a ausência quase certa de Lula da disputa, reduz a chance da eleição para presidente repetir o que aconteceu no pleito para prefeito no Rio de Janeiro em 2016. Lá, tínhamos uma candidatura consolidada de esquerda com Marcelo Freixo do PSOL, uma da ala conservadora, Marcelo Crivella do PRB, com o centro se fragmentando em 3 candidaturas - Carlos Osório (PSDB), Indio da Costa (PSD) e Pedro Paulo (PMDB) - todos disputando o mesmo eleitorado. O resultado foi que, no 1º turno Crivella teve 28% dos votos, Freixo 18%, Pedro Paulo, 16%, Indio da Costa 9% e Osório 8%. Ou seja, só tivemos um 2º turno entre Crivella e Freixo porque o centro se fragmentou, ao contrário da esquerda que foi praticamente unida com Freixo¹. Voltando para eleição presidencial desse ano, caso Lula estivesse efetivamente concorrendo, certamente a esquerda iria mais unida em torno do seu

¹ Somado os percentuais dos demais candidatos que poderiam ser enquadrados na esquerda (Jandira Feghali (PC do B), Alessandro Molon (Rede) e Cyro Garcia (PSTU)), não chegamos a 5% dos votos;

nome e, ao que parece, o centro também iria fragmentado como ocorreu no Rio de Janeiro, com candidaturas como de Geraldo Alckmin, Rodrigo Maia, Henrique Meirelles, entre outros, dividindo o eleitorado. A ausência de Lula não implica, necessariamente, na não fragmentação do Centro, mas aumenta a probabilidade de que o mesmo ocorra com a esquerda, com nomes como Ciro Gomes, Manuela D'Ávila, Guilherme Boulos, entre outros dividindo os corações e mentes dos antirreformistas. Portanto, temos aumentadas as chances de que, pelo menos um candidato reformista, chegue ao 2º turno.

O tamanho do lado negativo, vai depender de até onde o PT vai querer levar a estratégia de contestar politicamente a decisão judicial contra Lula. Quanto mais ao limite esta for levada, mais difícil vai ser monitorar para onde vai o eleitor do ex-presidente, mesmo que simulações desse tipo sejam feitas nas pesquisas eleitorais, aumentando a incerteza do pleito. Por outro lado, essa estratégia vai ter o seu custo para o PT. Quanto mais tarde Lula anunciar para o seu eleitorado, qual será o indicado para capitalizar os seus votos, mais difícil será que isso efetivamente ocorra. Além disso, será mais complicado fazer alianças regionais, colocando em risco a própria representatividade do partido no Congresso. Na melhor concepção da frase, o PT vai ter que decidir se “quer ter razão (mantendo a estratégia da campanha de Lula), ou ser feliz (ir para o Plano B e tentar montar uma boa base parlamentar)”, disso pode depender o bom ambiente da campanha eleitoral e, conseqüentemente, o impacto que esta terá sobre o mercado.

A conclusão a que chegamos é que não conseguimos ser tão otimistas quanto o BCB parece indicar, ao considerar que o risco da inflação surpreender para baixo pode ser maior do que surpreender para cima, principalmente em um ano em que a campanha eleitoral será particularmente volátil. Portanto, na nossa opinião, ao baixar os juros em mais 0,25 p.p. na

reunião de 4ª feira, o BCB deveria indicar que o ciclo se encerrou, deixando a porta em aberto para novas quedas no médio prazo, caso o cenário se mostre mais positivo do que o projetado. Entretanto, acreditamos mais provável que ele deixe a reunião de março em aberto.

	Projeção		
	2017	2018	2019
IPCA (%)	2.95	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.