

O final do Opinião da semana passada havia sido bastante assertivo: *“Na 4ª feira de cinzas teremos a divulgação do IPC americano de janeiro às 11h30. O mercado espera que o índice cheio passe de 2,1% para 1,9% na comparação anual e de 1,8% para 1,7% no seu núcleo. Se estivermos certos, qualquer número que mostre aceleração, ao invés de desaceleração, nos números, levará a uma nova correção expressiva nos mercados”*. Bem, tivemos a tal *“aceleração”*, no entanto, não tivemos a *“correção expressiva nos mercados”*. Na verdade, tivemos, mas para o outro lado, com o S&P registrando forte alta, enquanto o Dólar perdeu força, mesmo com a elevação das taxas de juros dos títulos americanos. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para tentar entender o que aconteceu e, dado o movimento ocorrido, o que podemos esperar daqui para frente. Além disso, não podemos esquecer de dois eventos internos que certamente influenciarão as discussões daqui para frente: a Ata do COPOM e a intervenção na segurança pública do Rio de Janeiro.

Os mercados passaram o carnaval oscilando na expectativa da divulgação do CPI americano (o IPC deles). Como mostrado acima, a expectativa era de desaceleração da inflação entre novembro e dezembro, mas o resultado final acabou mostrando a tendência inversa com alta de 2,1% no índice cheio e 1,8% no núcleo. Ou seja, como a recente realização dos mercados tinha sido marcada pela surpresa com o crescimento acima do esperado dos salários no início do mês, nos parecia razoável que um novo número mais forte na inflação poderia consolidar o movimento de correção. Mas então, o que aconteceu de errado? A resposta mais simples é que, junto com o CPI mais alto, tivemos dois números de nível de atividade mais fracos e um número de inflação ao produtor mais tranquilo.

No mesmo dia do CPI, foi divulgado o número de vendas no varejo nos EUA em janeiro, que apresentou queda de 0,3% na comparação com dezembro, contra uma expectativa de alta de 0,2%. Além disso, tivemos a revisão do número anterior que passou de 0,4% para estabilidade (0,0%). Já no dia seguinte foi divulgada a produção industrial, também de janeiro, com nova decepção. Enquanto o mercado esperava um avanço de 0,2%, com relação

ao mês anterior, o resultado final mostrou um recuo de 0,1% e, da mesma forma que no caso das vendas no varejo, o resultado anterior foi revisado de 0,9% para 0,4% de alta. Esses resultados frustrantes levaram a uma revisão importante nas projeções para o PIB americano no 1º trimestre desse ano, mesmo tendo apenas um mês já divulgado. Por exemplo, o GDPNow, ferramenta do FED de Atlanta que faz uma projeção quase online do PIB americano, baixou a previsão para o resultado anualizado do 1º trimestre de 2018 de 4,0% para 3,2% (algo como uma redução de 1,00% para 0,80% na nossa forma de apresentação do número). Para completar, o PPI (o que seria o nosso IPA), veio em linha com as projeções do mercado. Ou seja, no fim da semana, tivemos um número puxando as expectativas com relação à inflação para cima, dois para baixo e um neutro. Portanto, teríamos aqui uma boa explicação para o comportamento do mercado. Entretanto, apesar de bom e simples, esse argumento não nos convence muito.

O primeiro ponto a ser levantado é que, apesar de ambos os dados serem bastante voláteis, o que significa que olhar apenas um resultado isoladamente não quer dizer muita coisa, notamos que, ao contrário do que podemos argumentar para a inflação, no caso do nível de atividade, não temos nenhum motivo para acreditar que isso seja uma tendência. Para chegar a essa conclusão, basta observar que todas as indicações são de que a economia americana está crescendo acima do seu potencial, o que seria inflacionário. Além disso, quando olhamos para frente e vemos que a política monetária ainda está acomodaticia, que foi aprovada uma reforma tributária que irá aumentar o déficit público em USD 1,5 trilhão nos próximos 10 anos, o orçamento enviado para o Congresso é claramente expansionista e com outros USD 1,5 trilhão para gastos em infraestrutura, não podemos deixar de pensar em novas pressões inflacionárias. Ou seja, como não compramos a ideia de que a relação entre crescimento e

inflação acabou, não acreditamos que a surpresa na política monetária americana seria para baixo.

Além de não acreditarmos nos fundamentos teóricos desse movimento, vemos outra incongruência na recente reação dos mercados. As bolsas se animaram porque com crescimento mais baixo, não teremos pressões inflacionárias, mas, como a precificação das ações são feitas através do fluxo de caixa futuro das empresas trazido a valor presente e este depende das projeções de crescimento, não temos certeza de que menos inflação por conta de menos crescimento possa ser uma boa notícia.

Se tudo isso é verdade, por que tivemos o movimento de recuperação que vimos nessa semana, quando o S&P recuperou metade do tombo da semana anterior? Liquidez é a resposta a essa pergunta e apenas reforça a nossa sensação de que esse movimento não tem sustentação a médio prazo. Mesmo considerando que as perspectivas tanto nos EUA, quanto na Zona do Euro (ZE) e Reino Unido são de aperto monetário nos próximos anos, o fato é que, agora, a política monetária de todos é expansionista. Isso sem contar o Japão que tem uma política acomodatória e deve mantê-la assim por um período maior do que os demais BCs supracitados. Ou seja, a despeito da falta de fundamento e da clara posição alavancada dos mercados, enquanto o dinheiro “queimar” nas mãos dos investidores, movimentos de correção como vimos na semana passada deverão ser temporários.

Contra fatos não há argumentos. Portanto, mesmo não concordando “filosoficamente” com o que aconteceu, temos que admitir que o excesso de liquidez, que temos nos mercados atualmente, seria uma boa justificativa para ele. Entretanto, apesar do *timing* ser tudo quando se fala de ganhar ou perder dinheiro, não devemos deixar de considerar a frase do escritor britânico Aldous Huxley: “Fatos não deixam de existir porque são ignorados”.

Apesar dos movimentos internos estarem totalmente atrelados ao que acontece lá fora, não podemos deixar de analisar dois acontecimentos aqui no Brasil que ainda vão dar muito pano para manga. O primeiro foi a Ata da última reunião do COPOM e o outro, a decisão de intervir na segurança pública do Rio de Janeiro.

O documento do BCB não era muito aguardado, tanto por ser divulgado logo no dia seguinte ao Carnaval, quanto porque o comunicado pós-reunião é, atualmente, muito mais completo do que era no passado. O resultado, é que os analistas esperavam que a Ata apenas corroborasse a indicação de que o BCB manteria os juros estáveis em 6,75% a.a. na reunião de março. Entretanto, apesar de o cenário básico continuar sendo de manutenção, podemos dizer que, após a leitura do texto, aumentou a chance de uma nova redução de 0,25 p.p. na próxima reunião. A diferença entre o que lemos no comunicado e na Ata é que, enquanto no primeiro caso, parecia que apenas com uma mudança estrutural, como a aprovação da Reforma da Previdência, o BCB mudaria de opinião, após ler o documento dessa semana, abriu-se a possibilidade de que surpresas para baixo na inflação poderiam ter o mesmo o mesmo impacto sobre a decisão do COPOM. Quando se junta essa informação com o IPCA divulgado abaixo do piso das expectativas e as coletas muito tranquilas, tivemos a conjunção perfeita para que os mercados voltassem a flertar com uma nova redução dos juros no próximo mês.

Apesar de concordamos que a Ata abriu essa possibilidade, que não parecia ser factível após a leitura do comunicado pós-reunião, não “compramos” essa ideia. O motivo tem relação direta com tudo que falamos sobre o cenário internacional ao longo desse Opinião. A despeito da melhora recente, parece que a volatilidade do início do mês impactou o BCB de forma indelével, fazendo com que ele pontuasse durante toda a Ata, a sua preocupação com

uma possível deterioração do cenário externo. Além disso, o documento mudou o tom com relação à recuperação da economia, passando de um evento possível para uma realidade concreta. Portanto, levando em conta o que já falamos sobre o cenário externo nesse texto e, considerando que projetamos que o IBC-Br que sai na 2ª feira variando mais de 1,0% na comparação entre o 3º e o 4º trimestre, o que certamente levaria a uma revisão do PIB de 2018 para mais de 3,0% dos atuais 2,70% que estão no boletim Focus, mantemos a nossa expectativa de que os juros sejam mantidos em 6,75% a.a. na próxima reunião. Entretanto, não podemos descartar que o BCB volte a cair os juros em algum momento de 2018 se os números de inflação continuarem surpreendendo para baixo nos próximos meses.

Depois das cenas lamentáveis de violência durante o Carnaval no Rio de Janeiro, o Governo Federal decretou a intervenção na segurança pública no estado fluminense. A implicação para a nossa discussão aqui é que, segundo a Constituição, quando temos a intervenção federal em algum ente da federação, fica vetada qualquer alteração na Constituição. Dessa forma, a Reforma da Previdência, que é um Projeto de Emenda Constitucional (PEC), não poderia ser votada enquanto a intervenção no Rio de Janeiro estiver em vigor. Ou seja, podemos esquecer qualquer chance de aprovação desta esse ano. Sobre a ideia de fazer um interregno na intervenção para a votação, apesar de factível, não nos parece crível.

A conclusão a que chegamos do que aconteceu nessa semana é que lá fora, a manutenção dessa euforia com os ativos mais arriscados não tem fundamentos econômicos, estando baseado no excesso de liquidez derivado das políticas monetárias ainda expansionistas dos principais BCs ao redor do mundo. A boa notícia é que não parece que vai haver reversão consistente no curto prazo, a má é que esta virá, provavelmente, como resultado de algum evento aleatório, como todo grande ajuste. Já por aqui, a intervenção federal no Rio de Janeiro

enterrou de vez a Reforma da Previdência esse ano, mas a Ata do COPOM abriu espaço para uma nova queda dos juros na reunião de março, apesar de esse não ser o nosso cenário básico. Para finalizar, mais uma frase para nos lembrarmos que estamos nos aproximando do momento de correção nos mercados internacionais: *“O otimista acha que este é o melhor dos mundos, o pessimista, tem certeza disso”* (Robert Oppenheimer, Físico Americano e Diretor do Projeto Manhattan).

	Projeção		
	2017	2018	2019
<b>IPCA (%)</b>	<b>2,95</b>	<b>4,1</b>	<b>4,3</b>
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>
<b>Selic (eop %)</b>	<b>7,00</b>	<b>6,75</b>	<b>8,00</b>
<b>PIB (%)</b>	<b>1,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>

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.