

Foi uma semana bastante movimentada, tanto aqui dentro, quanto lá fora. Por aqui tivemos o PIB mais fraco do que o esperado, enquanto lá fora, a ideia de Donald Trump de aumentar as tarifas de importação do aço e do alumínio, colocou mais incertezas em um cenário já bastante confuso. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para analisar o que o resultado de 2017 pode nos dizer sobre o PIB de 2018, além de tentar entender o que pode mudar no cenário externo com o ativismo de Trump.

A grande novidade da semana foi, sem dúvida nenhuma, a intenção externada por Trump de elevar as tarifas americanas de importação para o aço (25%) e para o alumínio (10%). A notícia, apesar de ainda ter que ser confirmada por um decreto presidencial posterior, teve repercussão imediata, tanto nos mercados, quanto na diplomacia internacional. O grande medo é se esse movimento levaria a uma série de retaliações por parte dos países parceiros comerciais dos EUA, iniciando uma guerra comercial que, no fim, reduziria o comércio internacional como um todo. A consequência direta dessa conjuntura seria uma redução do crescimento mundial potencial. Pensando especificamente no Brasil, a situação também não é nada boa. Somos afetados tanto diretamente, sendo o 2º maior exportador de aço para os EUA, perdendo apenas para o Canadá, quanto indiretamente, uma vez que, menos crescimento mundial, significa preços mais baixos para as commodities. Entretanto, apesar desses efeitos deletérios claros, o ponto que queremos abordar aqui é mais sutil. Essa decisão de Trump se insere em uma sequência de medidas que estão esquentando as discussões a respeito da política monetária dos EUA e dos movimentos do Dólar nos mercados internacionais.

A história começa com a reforma tributária aprovada pelo Congresso americano no final do ano passado, passa pelo orçamento com aumento dos gastos com defesa, segue pela proposta de aumento dos gastos com infraestrutura e tem o último capítulo no aumento de tarifas. O fato concreto é que, todas as medidas supracitadas são inflacionárias, com o mercado se perguntando se isso será suficiente para que o FED altere sua previsão de 3 altas para 2018

e/ou de mais 2 em 2019. Na nossa opinião, isso certamente vai acontecer mas, não na próxima reunião (21/03). Em palestra proferida na última 5ª feira no BCB, o presidente do FED de Nova York, William Dudley, deu a entender que poderia esperar os cálculos do CBO (Congressional Budget Office) sobre o impacto das últimas medidas fiscais sobre o déficit público, para ter uma ideia melhor sobre o comportamento da inflação nesse novo cenário. Entretanto, apesar de fazer parte da cautela natural de qualquer BC esperar a correta mensuração dos impactos das mudanças na política fiscal sobre a inflação, ao contrário da redução dos impostos da reforma tributária, não há dúvida de que o aumento dos gastos contidos no orçamento será inflacionário. Quando juntamos a isso, a perspectiva de elevação das tarifas de importação para o aço e o alumínio, esse cenário fica ainda mais claro. Quando perguntado sobre isso, Dudley não titubeou dizendo que esse tipo de medida aumentava a perspectiva de inflação.

A despeito de todas as evidências de que a inflação “pode” aparecer a qualquer momento, o fato dela não “ter” aparecido ainda, justifica certa cautela por parte do FED. Nessa semana tivemos a divulgação do PCE, o índice de preços preferido do BC americano, e, mais uma vez, não se viu sinais iminentes de uma aceleração inflacionária nos EUA. O resultado do núcleo ficou em 1,5%, o 3º mês seguido que o número fica ao redor desse valor e confortavelmente abaixo da meta do FED, de 2,0%. O grande medo do mercado é que esse número suba rapidamente e o BC americano de veja “atrás da curva”, ou seja, tendo que acelerar o aumento dos juros de forma mais agressiva. Nesse ponto, Dudley se mostrou mais tranquilo que o mercado, afirmando que, da mesma forma que não parece o fim do mundo aceitar a inflação um pouco abaixo de 2,0% como agora, também não seria um problema aceitar uma inflação acima da meta durante algum tempo. Entretanto, a despeito do que acha Dudley, quem vai definir a trajetória das taxas dos títulos de longo prazo do Tesouro

americano, referência para os demais ativos, será o mercado e, independente do FED mudar ou não a sua perspectiva de elevação dos juros na próxima reunião, este deve incorporar esse cenário antes do BC americano. A perspectiva dos analistas é que a taxa da treasury de 10 anos possa passar dos atuais níveis entre 2,80% e 2,90% para algo ao redor de 3,50% até o final do ano.

Bem, se com relação aos juros o cenário parece ser um consenso, no caso da trajetória do Dólar a questão é um pouco mais complexa. Por um lado, juros mais altos pressionariam a moeda americana pela realocação de portfólio, por outro, um aumento do déficit público iria aumentar o rombo nas contas externas, gerando o que se chama de “déficits gêmeos”, enfraquecendo o Dólar. Qual o movimento vai prevalecer? Difícil dizer nesse momento, mas o viés parece ser de fortalecimento da moeda americana.

Antes de entrar na discussão sobre o Brasil, só um parêntese sobre a incongruência das medidas tomadas por Trump. Ele sempre afirmou que queria um Dólar forte, mas ao mesmo tempo superávits na balança comercial americana, se esse conflito não bastasse, aumentou o déficit fiscal dos EUA. Bem, moeda forte leva à piora das contas externas porque torna os produtos locais mais caros e os importados mais baratos. Portanto, se já seria difícil que Trump conseguisse atender aos seus dois desejos iniciais pela simples incongruência dos objetivos, ao aumentar o déficit público, podemos dizer que tornou-os praticamente impossíveis de serem alcançados. O aumento deste reduz a poupança interna e, para o mesmo nível de crescimento esperado, o país vai precisar de maior poupança externa, que nada mais é do que o déficit em transações correntes. Não sabemos se algum assessor dele já parou para tentar explicar economia básica ao mandatário americano ou, o que nos parece mais provável, ele prefere ignorar as leis da economia, o fato é que, em qualquer dos casos,

o resultado vai acabar sendo uma grande confusão. Infelizmente para nós, quando isso acontece em uma economia na qual a moeda é meio de troca e reserva de valor internacional e representa 25% do PIB mundial, essa bagunça vai se espalhar pelo mundo todo.

O PIB brasileiro no 4º trimestre foi, sem dúvida nenhuma, decepcionante. Ao contrário dos 0,4% que esperávamos e dos 0,3% esperados pelo mercado, o resultado acabou sendo de 0,1% de crescimento com relação ao trimestre anterior. Com isso, para o ano como um todo, ao invés do Brasil crescer 1,1% como esperávamos, cresceu 1,0% e, pior, o carregamento estatístico para 2018 que seria de 0,5 p.p. caso a nossa projeção prevalecesse, passou para 0,2 p.p.. Além disso, nos deu a sensação de que, ao invés da economia estar se recuperando, ela estaria, na verdade, perdendo fôlego. Essa conclusão errônea viria da observação de que crescemos 1,3% no 1º trimestre, 0,6% no 2º trimestre, 0,2% no 3º trimestre e, então, 0,1% no 4º trimestre (sempre com relação ao trimestre imediatamente anterior), ou seja, uma escadinha para baixo.

Pelo que foi dito acima, parece que o número, na verdade, não foi ruim, mas péssimo. Felizmente não é o caso. Primeiro, porque a sensação de que as coisas estão piorando na verdade é uma ilusão estatística. Para verificar isso, basta usarmos duas outras bases de comparação, a anual e o acumulado em 4 trimestres. No primeiro caso, o 1º trimestre apresentou uma queda de 0,01%, no 2º trimestre passamos para um crescimento de 0,42% (o primeiro nessa base de comparação desde o 1º trimestre de 2014), no 3º trimestre de 1,42% e, agora no 4º trimestre, de 2,12%. Ou seja, uma escadinha, só que agora para cima. O mesmo pode ser verificado no acumulado de 4 trimestres, que passou de queda 2,2% no 1º trimestre do ano, para um crescimento de 1,0% no último. Portanto, vamos esquecer essa ideia de que o PIB mostra uma perda de fôlego da economia. Outra observação que deve ser feita é que,

apesar do número ter vindo mais fraco e, conseqüentemente, o carregamento estatístico de 2017 para 2018 ser menor do que esperávamos, mantemos a nossa projeção para esse ano de 2,8%. O motivo é que, se, ao invés de olharmos para os dados do final do ano passado, analisarmos os resultados do início desse ano, vemos que todos apontam para um crescimento mais robusto. A questão do carregamento apenas evitou que fôssemos para 3,0% de projeção, número que não nos parece impossível de ser verificado, apenas ficou mais difícil. Para ver isso, basta notar que para alcançá-lo, teríamos que ter todos os trimestres crescendo ao redor de 1,10%, difícil, mas não descartável. De qualquer modo, o 1º trimestre é que vai definir se a “cara” do PIB estará mais para 3,0% ou para 2,8%. Por exemplo, se ele repetir o resultado de 2017, 1,3%, bastaria um crescimento de 0,9% nos demais trimestres para que chegássemos aos 3,0%.

Com mais essa tentativa de Trump de intervir nos mercados, nos lembramos cada vez mais da frase de William Shakespeare de que *“é a praga destes tempos que os cegos sejam guiados pelos loucos”*. O resultado dificilmente será bom, mas para não perdemos a esperança, podemos recorrer a outro grande ícone da história britânica, Winston Churchill, que dizia que *“os EUA sempre tomarão a atitude acertada depois de terem esgotado todas as alternativas”*. A conferir. Entretanto, enquanto a racionalidade americana não prevalecer, veremos um aumento muito grande da volatilidade nos mercados puxada pela elevação dos juros americanos e pela incerteza quanto à direção do Dólar. Já por aqui, a despeito das incertezas política e a sensação ruim de que, se nada for feito na área fiscal, vamos perder mais uma vez o “bonde da história”, o cenário permanece positivo, com a inflação sob controle, juros com viés de baixa e recuperação econômica em curso.

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