

Donald Trump conseguiu dominar os noticiários, assim como os preços dos mercados, ao longo de toda a semana, com a “novela” do aumento de tarifas. Tivemos o “suspense” de quem estaria dentro ou fora, brigas fratricidas dentro do Partido Republicano e defecções na equipe econômica do Presidente. Certamente esse seria um assunto para um Opinião inteiro. Entretanto, como acreditamos que ainda teremos muito desdobramentos desse assunto, vamos repetir o que dissemos na semana passada sobre o assunto: *“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”*. Posto isso, vamos usar este Opinião para discutir um assunto interno que não desperta tanta curiosidade quanto os movimentos de Trump, mas que tem gerado muita discussão entre os economistas, os próximos passos da política monetária aqui no Brasil.

Na semana passada, aproveitamos a divulgação do PIB do 4º trimestre de 2017 para revisar a nossa projeção para o crescimento em 2018. Agora é vez de revermos as nossas perspectivas para os juros, tanto para 2018, quanto para 2019. Entretanto, ao contrário da semana passada, quando a mudança veio da percepção de que os números poderão ser melhores do que esperávamos, na questão dos juros, a revisão foi reflexo da mudança de discurso do BCB. Como já salientado em Opiniões anteriores, não deixamos de reconhecer que os números de inflação estão vindo melhores do que esperado, mas, dadas as incertezas internas e externas, acreditávamos ser mais prudente deixar uma “gordura” para absorver possíveis reversões de cenário. Na nossa concepção, seria “menos” custoso ter que voltar a cair os juros mais lá para frente em um cenário tranquilo, do que ter que voltar a subir em um cenário adverso.

Voltando ao nosso mantra de que, “contra fatos não há argumentos”, podemos ver a evolução da comunicação do BCB como uma prova inequívoca de que ele estaria mais inclinado, nesse momento, em voltar a cair os juros na próxima reunião (21/03).

No comunicado da reunião de fevereiro (07/02), essa opção parecia ser remota, com o texto dando poucas margens para que se apostasse em novas reduções dos juros: “*Para a próxima reunião, caso o cenário básico evolua conforme esperado, o Comitê vê, neste momento, como mais adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária. Essa visão para a próxima reunião pode se alterar e levar a uma flexibilização monetária moderada adicional, caso haja mudanças na evolução do cenário básico e do balanço de riscos*”. No Opinião escrito sobre essa reunião chegamos à seguinte conclusão: “*Se para bom entendedor, meia palavra basta, há pouca dúvida de que a intenção do BCB é parar o atual processo de flexibilização monetária no nível atual, de 6,75%. Entretanto, dessa vez como esperávamos, ele deixou a porta aberta para que essa intenção seja mudada.*”. Apesar de reconhecer que a porta para outra redução foi deixada aberta, acreditávamos que somente a aprovação da Reforma da Previdência, uma mudança estrutural na economia, poderia ser a tal “*mudança na evolução do cenário básico*”.

O próximo “check point” foi a Ata da última reunião, na qual esse discurso sofreu a primeira flexibilização. Apesar de não passar uma semana entre um documento em outro e, teoricamente, este ser escrito a partir da discussão na reunião, o fato de, no meio do caminho, ter havido a intervenção federal no Rio de Janeiro e ter sido divulgado o IPCA de janeiro, muito abaixo do esperado, levou o BCB a colocar um pouco mais ênfase na questão da inflação e, menos nas mudanças estruturais, do que parecia no Comunicado: “*Os membros do Comitê então debateram o próximo passo na condução da política monetária. Focaram em avaliar sob que circunstâncias seria apropriado interromper o processo de flexibilização monetária e em que contexto haveria espaço para uma flexibilização monetária moderada adicional na reunião do Copom*”.

em março. De um lado, a continuidade do ambiente com inflação subjacente em níveis confortáveis ou baixos, com intensificação do risco de sua propagação, abriria espaço para essa flexibilização adicional. O mesmo ocorreria no caso de alterações no balanço de riscos que resultem em menor probabilidade de aumento de prêmios de risco e consequente elevação da trajetória prospectiva da inflação. De outro lado, a evolução da conjuntura em linha com o cenário básico do Copom, a recuperação mais consistente da economia e uma piora no cenário internacional favoreceriam a interrupção do processo de flexibilização.” (grifo nosso). Entretanto, naquele momento, apesar de termos identificado o aumento da probabilidade de uma nova redução dos juros, mantínhamos a nossa projeção original de manutenção dos juros em 6,75%a.a.: “Apesar de concordamos que a Ata abriu essa possibilidade (nova redução dos juros), que não parecia ser factível após a leitura do comunicado pós-reunião, não “compramos” essa ideia”.

O “ tiro de misericórdia ” na nossa projeção de manutenção dos juros, veio na 2ª feira (05/03) com uma entrevista do presidente do BCB, Ilan Goldfajn à Rádio CBN, quando declarou: “O que posso dizer é que as últimas taxas de inflação de fato vieram mais baixas do que nós estávamos esperando. Então, a inflação continua baixa, continua muito favorável e isso, de fato, tem surpreendido na pesquisa Focus, mas surpreendeu todo mundo, inclusive o próprio BC”. Os números de fato corroboram a declaração de Ilan. Considerando, como parâmetro para o BCB a última projeção que temos disponível, a do Relatório de Inflação (RI) de dezembro, vemos que, a inflação acumulada no 1º bimestre de 2018, segundo a sua projeção, seria de 1,00% (0,53% em janeiro e 0,47% em fevereiro). Entretanto, o que vimos, foi um acumulado de 0,61% (0,29% em janeiro e 0,32% em fevereiro), um erro de 0,39 p.p.. As projeções do mercado, tomando por corte o último Focus de 2017, não apresenta um desempenho muito melhor, acumulando um erro de 0,24 p.p. nos dois primeiros meses de 2018. Ou seja, tudo mais constante, os modelos do BCB que, indicavam uma inflação de 4,2% para esse ano, indicariam, agora, uma

inflação mais próxima de 3,8%, bem abaixo da meta de 4,5% estipulada pelo CMN. Mesmo não considerando “tudo mais constante”, colocando no modelo todas as mudanças que ocorreram desde dezembro, o resultado final de 4,0%, ainda se mostra confortavelmente abaixo do centro da meta. Estendendo o horizonte de projeção para 2019, mais uma vez o resultado de 4,1% se mostra baixo da meta de 4,25% estipulada para aquele ano. Mas, se temos esses números favoráveis de inflação, porque não aproveitar para testar novos limites de baixa para a taxa de juros?

O nosso primeiro ponto é que a surpresa está concentrada na inflação de 2018 e, novamente, esta se concentra no grupo alimentação. Isso nos leva a duas constatações com relação à política monetária: 1) Na virada de março para abril, quando será a próxima reunião do COPOM, já estaremos olhando mais para 2019 do que para 2018, ou seja, apesar de não ser bom ficar dois anos seguidos bem abaixo do centro da meta, pouco se pode fazer agora para a inflação desse ano fique abaixo de 4,0%; 2) O comportamento recente da inflação sendo, novamente, influenciado por um resultado melhor do que o esperado no grupo alimentação, indica que a política monetária, pouco pode fazer para evitar que os números de inflação fiquem abaixo do esperado no curto prazo.

O segundo ponto é que, se a inflação para 2018 já está bem encaminhada, no horizonte de 2019 para frente, as incertezas nos parecem altas o suficiente para manter uma margem de segurança na política monetária. Desconsiderando as incertezas externas, que se mostram cada vez maiores com as decisões econômicas de Trump, podemos considerar que o cenário da economia brasileira nos próximos anos, terá um divisor de águas nas eleições de outubro. Com isso, podemos considerar que as projeções de 2019 para frente, principalmente para o câmbio, estão, inevitavelmente, erradas. Por que? Simplesmente porque, os cenários pós-

eleições são tão dicotômicos e as projeções, normalmente, são uma média ponderada desses cenários antagônicos. Portanto, prevalecendo quaisquer um dos dois cenários extremos, certamente a média estará subestimando ou superestimando o movimento. Explicando melhor, caso um candidato reformista seja eleito, a perspectiva para a economia vai melhorar tanto que, a projeção para o câmbio de R\$/USD 3,38, da última pesquisa Focus, certamente será vista como extremamente pessimista, com a taxa devendo ficar abaixo dos R\$/USD 3,00. Por outro lado, caso um populista ganhe o pleito, não seria pessimista projetar um piso de R\$/USD 4,00 para o câmbio. Parece muito? Bem, entre setembro de 2014 e setembro de 2015, auge do governo populista de Dilma Rousseff, o Dólar passou de R\$ 2,24 para R\$ 4,20, uma desvalorização de quase 90%. Se foi assim lá, porque não seria factível uma desvalorização de montante semelhante, com um governo com o mesmo viés econômico e com as contas fiscais em estado pior? Apenas lembrando Einstein, *“Insanidade é repetir o mesmo experimento e esperar resultados diferentes”*. Para ver como este cenário adverso poderia mudar as perspectivas para a inflação em 2019, basta observar que, com esse nível de desvalorização, tudo mais constante, a inflação projetada de 4,1% passaria para 7,7%, estourando o teto da meta!

A conclusão final é que, ao contrário do que esperávamos o BCB, deixou bem encaminhado um novo corte dos juros na próxima reunião do COPOM no dia 21 de março, que passaria de 6,75%a.a. para 6,50%a.a.. Apesar de não considerarmos uma decisão errada tecnicamente, dado que a inflação corrente realmente abre espaço para tal movimento, acreditamos que talvez fosse melhor manter a estratégia anterior, por uma questão de aversão ao risco. Sendo coerente com esse pensamento, projetamos que as taxas serão mantidas no patamar de 6,50%a.a. até o final do ano. Para 2019, mantemos a taxa final em 8,00%, mas alteramos o início das altas, do final do 1º trimestre, para o final do 2º trimestre.

Projeção			
	2017	2018	2019
IPCA (%)	2,95	3,8	4,1
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,3	3,5	3,6
Selic (eop %)	7,00	6,50	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.