

O ano começa e, enquanto por aqui são poucas as novidades, lá fora já temos a primeira surpresa: o enfraquecimento do Dólar no mercado internacional. Na série de três Opiniões nos quais nos “arriscamos” a traçar cenários para 2018, uma das previsões para esse ano era de que a moeda americana se fortaleceria por conta de uma projeção de crescimento maior para a economia dos EUA. Portanto, vamos usar o primeiro Opinião de 2018 para entender o que deu “errado” no nosso cenário já no alvorecer do ano, se esse movimento é tão surpreendente assim e qual a chance de reversão do mesmo.

Como expressado no Opinião 553, a explicação para a expectativa de um Dólar mais forte era bastante simples... a aprovação da Reforma Tributária de Donald Trump, aumentaria a expectativa de crescimento de uma economia que já opera acima do seu potencial. Seguindo o “livro-texto”, um aumento da demanda acima da oferta potencial, causaria uma elevação de preços, que deveria ser combatida com uma política monetária mais apertada, resultando em um fortalecimento do Dólar. Considerando que o FED tem indicado três elevações ao longo de 2018 e que, o mercado, está precificando apenas mais duas, digamos que teríamos espaço para uma correção nos preços ao longo do ano. A base teórica do tal “livro-texto” vem de um conceito muito conhecido dos economistas: a Curva de Phillips. Segundo essa teoria, existe uma relação inversa entre desemprego e inflação, ou seja, quanto menor for a desocupação da força de trabalho, maior deve ser a pressão sobre os preços. Portanto, considerando que a taxa de desemprego está atualmente em 4,1% e que em nível de pleno emprego deveria estar em 4,6%, segundo o próprio FED, seguindo a Curva de Phillips, deveríamos ver, mais cedo ou mais tarde, pressões inflacionárias na economia americana. O problema é que isso não está acontecendo. Mesmo com a expectativa de que a economia cresça mais de 2,5% em 2018, a inflação está em 1,5%, longe da meta de 2,0% do BC americano. Por que isso está acontecendo? Difícil dizer. Alguns acham que a tal Curva de Phillips não representa mais a relação entre emprego e inflação e, portanto, o FED deveria deixar de se preocupar com um possível surto inflacionário. Outros acham que a inclinação

dessa curva é menor do que no passado, de modo que o impacto do pleno emprego da economia na inflação será mais demorado e suave do que anteriormente, mas ele virá. Consequentemente, segundo essa perspectiva, os juros até podem ser elevados, mas de forma mais suave do que a experiência passada indicaria. Para outros, a questão é que a essa inclinação não é linear, ou seja, ela varia de acordo o nível de desemprego, significando que, em algum momento, poderíamos ver um surto inflacionário inesperado. O próprio FED tem se mostrado incomodado com a perda da tradicional relação representada na Curva de Phillips. Na Ata da última reunião ele expressou esse desconforto em várias passagens, mas, ainda assim, manteve o discurso de que esse “problema” se deve a fatores transitórios. Juntando todas essas questões, a conclusão a que chegamos é que, parece cada vez mais forte a ideia de que o mercado só vai precificar uma elevação mais forte dos juros quando a inflação efetivamente aparecer, corroborando a Curva de Phillips. As expectativas de inflação ainda não indicam que esta foi descartada totalmente, mas parece que o mercado não está querendo “apostar no escuro” na sua efetividade.

Essa conclusão tem uma implicação importante sobre o que está acontecendo nesse início do ano nos mercados internacionais: se o medo do mercado de um surto inflacionário se reduz na medida em que os índices de preços não reagem ao crescimento da economia americana acima do potencial, sobra o cenário alternativo que sugerimos no Opinião 553: *“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.”*. Bem, ao que parece, fomos surpreendidos. Ou seja, na ausência da inflação, sobressai o impacto positivo do crescimento da economia americana sobre a demanda dos produtos dos demais países, o que é especialmente verdadeiro para os produtores de commodities. Reforçando essa expectativa, ao longo dos últimos dias, tivemos divulgados resultados dos PMI<sup>1</sup>s de vários países, entre eles da Alemanha, do Reino Unido e da China, com todos superando as expectativas e todos confortavelmente acima dos 50 pontos (limite que determina se a economia está em expansão ou em desaceleração). Os números dos mercados parecem corroborar essa análise. Enquanto o Dólar Index, uma forma de medir o comportamento da moeda americana contra as principais divisas internacionais, caiu 2,20% desde o dia 15/12, o preço das commodities, medida pelo CRB, valorizou-se 5,20%. Isso favoreceu o Real que se valorizou quase 7,00% no mesmo período, mas não apenas ele. O Dólar Canadense, outra moeda ligada às commodities, subiu quase 4,00%, mostrando que a atenção do mercado realmente passou, de um possível aperto monetário nos EUA, para o crescimento mundial puxado pela economia americana.

A surpresa já aconteceu, a pergunta que temos que fazer agora é, se essa mudança de cenário veio para ficar ou é apenas um movimento de início de ano em que, bons resultados econômicos coincidiram com a montagem de novas carteiras pelos grandes fundos mundiais. A nossa resposta à essa pergunta pode ficar ao “gosto do cliente”, porque depende de qual interpretação se tem da ausência de inflação, mesmo com a economia americana crescendo acima do potencial. Entretanto, independentemente do seu “gosto”, uma coisa que parece certa é que, essa “lua de mel” dos mercados com os ativos mais arriscados acaba quando os

---

<sup>1</sup> Purchasing Managers Index.

primeiros sinais de inflação aparecerem ou, visto por outro ângulo, esta continuará enquanto os índices de preços não mostrarem uma recuperação consistente.

Para não ficarmos em cima do muro, mantemos o nosso cenário básico de que a tendência do Dólar ao longo do ano será de apreciação, de modo que, os níveis atuais de R\$/USD 3,23 nos parecem difíceis de serem mantidos no médio prazo. Além disso, podemos indicar quatro fatores que podem fazer com que essa tendência seja acelerada ou postergada. A primeira vem lá de fora. Dentre as promessas de campanha de Donald Trump, constava, além da Reforma Tributária, um aumento nos investimentos governamentais em infraestrutura. O primeiro já passou e o segundo, certamente mais inflacionário do que a redução dos tributos, parece que está pronto para ser anunciado, segundo declarou hoje o consultor econômico da Casa Branca, Gary Cohn. Portanto, avanços nessa agenda do Presidente americano poderão pressionar o Dólar no mercado internacional, revertendo mais rapidamente a atual tendência de desvalorização da moeda americana. Outro fator externo que poderia acelerar uma reviravolta nos mercados seria um efeito colateral da Reforma Tributária, o incentivo às empresas americanas repatriarem os seus lucros. Alguns cálculos indicam que o montante total passível de ser repatriado estaria em torno de USD 2,5 trilhões e que, durante o governo de George W Bush, uma medida semelhante repatriou USD 312 bilhões. Juntando essas duas informações, estima-se que podem entrar nos EUA algo entre USD 200 bilhões e USD 400 bilhões. Por enquanto isso não parece ser ainda um assunto relevante para os mercados, mas, várias companhias já começam a estimar o impacto da Reforma sobre os seus balanços e, certamente, dentre esses cálculos começarão a aparecer os montantes que as principais empresas deverão levar de volta para terras americanas, revertendo a atual indiferença com relação a esse assunto. As outras duas questões são internas. A primeira seria o julgamento de Lula no dia 24 de janeiro. Apesar de não resolver

definitivamente a questão da sua candidatura, como mostramos no Opinião 552, certamente deverá influenciar o comportamento do Real. No caso de uma absolvição, não há dúvidas de que veríamos uma deterioração expressiva dos ativos brasileiros, já o impacto de uma condenação vai depender do placar. Na nossa opinião, com uma decisão unânime, há espaço para uma melhora adicional do Real, já no caso de um placar de (2x1), o impacto não deverá ser expressivo nem para um lado, nem para o outro. O outro evento, evidentemente, é a votação da Reforma da Previdência, marcada para o dia 19 de fevereiro. Aqui também poderemos ter movimentos fortes para os dois lados, dependendo do resultado. Em caso de aprovação, os ativos brasileiros vão “bombar” e um nível de Dólar próximo de R\$ 3,00 não dá pare ser descartado, dependendo do cenário externo. Já se a proposta for colocada em votação e derrotada, a deterioração dos preços será expressiva devendo vir acompanhada de um rebaixamento coordenado das três agências de risco. No campo intermediário, se a votação continuar a ser postergada, o impacto inicial deverá ser negativo, mas sem que isso represente uma mudança no patamar nos preços.

A conclusão a que chegamos é que, o surpreendente movimento do Dólar no mercado internacional nessa virada de ano, tem um motivo concreto para acontecer, mas não nos parece sustentável. O fluxo de notícias nos próximos meses parece mais próximo de um Dólar forte do que do contrário. Além disso, teremos eventos internos que poderão pressionar o Real internamente, a despeito do que estiver acontecendo lá fora. Juntando tudo, nos parece razoável supor que os níveis atuais do câmbio estariam mais próximos do piso do que do teto do intervalo que podemos considerar para 2018.

	<b>Projeção</b>		
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>IPCA (%)</b>	<b>2.8</b>	<b>4.2</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.