

A 4ª feira dessa semana foi um dia bastante agitado, tanto aqui quanto lá fora, com informações que deverão balizar os mercados nas próximas semanas. As reuniões do BCB e do FED para definir os juros no Brasil e nos EUA, respectivamente, praticamente definiram as políticas monetárias desses países no curto prazo, assim como o envio da proposta de reforma da aposentadoria dos militares deu o pontapé inicial da Reforma da Previdência na Câmara. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para discutir esses eventos, avaliando se estes alteram os nossos cenários.

Apesar das questões internas terem uma relevância maior para as manchetes de jornais, de todos os eventos supracitados, o mais importante para os mercados, sem dúvida nenhuma, foi a reunião do BC americano.

Se tem algum evento que tem o condão de “fazer preço” no mercado é uma mudança de política monetária nos EUA. Se pegarmos todas as grandes variações nos preços dos ativos nas últimas décadas, a maior parte delas deveu-se a mudanças na orientação dada pelo BC americano. Por mais que possamos ver que a utilização do Dólar como moeda de reserva global da mesma forma que o ex-primeiro-ministro francês, Valéry Giscard d’Estaing, “*um privilégio exorbitante*”, o fato é que isso é uma verdade inexorável na economia mundial. Portanto, qualquer alteração na perspectiva de oferta desse bem, mantida a demanda constante, tem que levar a mudanças nos preços da moeda americana com relação aos demais ativos.

A princípio, a decisão do FED de ontem poderia não parecer uma alteração de política monetária, uma vez que os juros foram mantidos, como precificado dos mercados. Entretanto, os mercados trabalham mais com as expectativas do que com a realidade e, nesse ponto, a reunião de 4ª feira trouxe mudanças profundas. A primeira delas, e a mais relacionada com o que entendemos como política monetária, foi a redução nas projeções dos

juros nos próximos anos. Se anteriormente, a maioria dos participantes do FOMC¹ (o COPOM americano) projetava duas altas em 2019 e mais uma em 2020, agora a percepção foi que, com apenas a alta do ano que vem, a política monetária estaria bem encaminhada, ou seja, de uma tacada só, o BC americano tirou 0,50 p.p. da projeção dos juros futuros.

Certamente, essa mudança é importante e reflete a expectativa de que a economia americana está em um processo de desaceleração mais forte do que o esperado. Isso se refletiu na queda das projeções para o crescimento do PIB americano nesse ano, de 2,3% para 2,1%. Entretanto, o que foi realmente surpreendente, foi o detalhamento do fim do movimento de redução do balanço patrimonial do FED. Apesar dos malabarismos verbais do seu presidente, Jerome Powell, para tentar descolar esse movimento da política monetária, o fato é que, para o que interessa ao mercado, um balanço patrimonial mais alto, significa mais dólares no mercado.

Pelo que Powell vinha indicando nas suas apresentações anteriores, o mercado já esperava que o processo de redução do balanço patrimonial do FED (que antes da crise de 2008 girava ao redor de USD 1 tri e chegou a USD 4,5 tri no auge da política de Quantitative Easing) fosse interrompido até o final do ano, mas a expectativa era de que isso fosse ocorrer apenas em dezembro. Entretanto, para surpresa da maioria, o FED decidiu interromper essa redução em setembro. Voltando para a nossa questão da relação entre a política monetária e a oferta e demanda por dólares, essa decisão seria o equivalente a uma redução dos juros uma vez que, quanto menor for a redução da quantidade de títulos em poder do FED, mais dólares serão “jogados” no mercado, reduzindo o valor da moeda americana em relação aos demais ativos.

¹ Federal Open Market Committee;

A conclusão sobre a decisão do BC americano desta semana, é que ele foi, indubitavelmente, *dovish*, colocando pressão de baixa sobre o valor da moeda americana em relação aos demais ativos. Daí a reação do mercado logo após a reunião, na qual o Dólar perdeu valor frente a praticamente todas as moedas relevantes no mercado internacional. Mas qual a consequência disso para o Brasil?

A princípio, poderíamos dizer que seria positiva, como foi no momento subsequente à decisão, quando o Real valorizou mais de 1,5% frente à moeda americana. Entretanto, o motivo dessa mudança de postura do FED, a desaceleração da economia americana, pode ser o “ovo da serpente” que trará um impacto negativo para os ativos brasileiros no médio prazo. O fato é que, menos crescimento americano, significa menos crescimento mundial, o que significa menor demanda por commodities e, conseqüentemente, um impacto deletério sobre as moedas ligadas a esses produtos, como é o caso do Real. Esse fato, inclusive não tem passado despercebido pelo nosso BC. Ao detalhar o seu balanço de riscos, primeiro ele afirma que *“os riscos associados a uma desaceleração da economia global, em função de diversas incertezas, mostram-se mais elevados”* para, depois, colocar a *“deterioração do cenário externo para economias emergentes”* como um dos riscos altistas para o seu cenário básico de inflação. Nesse ponto, o Comunicado pós-reunião trouxe a mudança que o mercado mais esperava. Ao contrário do que vinha acontecendo há 7 reuniões, ao descrever o tal balanço de riscos para o seu cenário inflacionário básico, ele passou a considerar que este, ao invés de “assimétrico” para o lado de uma surpresa altista, passou a ser “simétrico”. Isso era considerado emblemático para o mercado, uma vez que, com a assimetria para cima no balanço de risco, o BCB colocava um viés de alta para os juros, o que parecia inconsistente com os dados de atividade cada vez mais fracos. Entretanto, sabedor que o mercado poderia interpretar esse movimento como o primeiro passo para uma queda dos juros no curto prazo, “deu uma no

cravo e outra na ferradura” ao acrescentar o seguinte texto ao Comunicado: *“O Comitê julga importante observar o comportamento da economia brasileira ao longo do tempo, com menor grau de incerteza e livre dos efeitos dos diversos choques a que foi submetida no ano passado. O Copom considera que esta avaliação demanda tempo e não deverá ser concluída a curto prazo”*. Se para bom entendedor, meia palavra basta, podemos dizer que no plano de voo do BCB não parece haver a expectativa de queda de juros nas próximas reuniões. Isso reforça a nossa projeção de que os juros sejam mantidos em 6,50% a.a., mesmo com a aprovação da Reforma da Previdência. Na nossa concepção, uma queda dos juros até o final do ano só ocorreria caso, mesmo com a Nova Previdência sendo aprovada, o nível de atividade continuasse patinando, o que não faz parte do nosso cenário.

Não tem jeito, qualquer cenário interno que venha a ser feito, sempre terá o “se” da aprovação da Reforma da Previdência. A importância desse tema fez com que a 4ª feira reservasse ainda mais emoções para o mercado, com o envio do Projeto de Lei (PL) que trata da aposentadoria dos militares. Para contextualizar a importância do assunto, o Projeto de Emenda Constitucional (PEC) que versa sobre a Nova Previdência, foi mandado para a Câmara há mais de um mês e os deputados se recusaram a dar qualquer andamento ao tema até que a PL dos militares chegasse à Casa.

Bem, ele foi mandado na 4ª feira, mas parece que “ a emenda ficou pior do que o soneto”. Ao invés de destravar gerou mais resistência na Câmara à tramitação da Reforma. O problema foi que, junto com o ajuste na aposentadoria dos militares, o Governo mandou um Projeto para reestruturar as carreiras nas Forças Armadas. Dessa forma, a economia que seria de R\$ 97,3 bilhões, considerando apenas a questão das aposentadorias, acabou sendo diluída pelo gasto de R\$ 86,8 bilhões com a reestruturação. Não entrando no mérito se isso é justo ou não, a questão aqui parecer ser muito mais política do que econômica. A perda com os benefícios

salariais dados aos militares não representa nem 10% da economia prevista com a proposta total da Reforma (7,42% para ser mais exato), mas tem um peso simbólico muito forte. O primeiro ponto é a influência dos militares no Governo e, o próprio histórico político de Bolsonaro, que sempre foi defensor dessa categoria. Caso não houvesse contrapartidas para a reforma da aposentadoria das Forças Armadas, isso seria visto como um exemplo de comprometimento tanto do Presidente, quanto do seu Governo, com a Reforma. Outra questão que tem preocupado é que, ao abrir espaço para as reivindicações de uma categoria, no caso os militares, porque não abrir para outras, como a dos professores, por exemplo. O discurso de que todos farão parte do sacrifício fica fragilizado. Portanto, talvez a melhor estratégia fosse resolver a questão da Previdência primeiro, para, então, mandar um Projeto de reestruturação da carreira militar. O problema aqui é que “gato escaldado tem medo de água fria”. Na última experiência que os militares tiveram com Reformas, eles se viram perdendo vários benefícios, sem ganhar nada em troca. Entretanto, deve-se salientar que lá atrás, o governo era de Fernando Henrique Cardoso e agora temos o ex-capitão Jair Bolsonaro na presidência, ou seja, a chance de acontecer agora, o mesmo que ocorreu em 2001, seria bem menor. O fato é que o clima que já estava ruim, piorou e não só para a Reforma da Previdência, mas para o próprio Projeto de reestruturação dos militares. No primeiro caso, já há, de concreto, um atraso na tramitação da proposta na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ), por conta da demora em indicar um relator. A votação do parecer, que estava prevista para a última semana de março, já havia passado para a segunda de abril e, agora, não há mais um prazo. Já com relação à última, já há articulações para desidratar o Projeto.

A despeito das várias novidades da semana, mantemos o núcleo das nossas projeções. O alívio de política monetária nos EUA pode ser uma boa notícia de curto prazo, mas não se sustenta mais a frente porque o seu motivo seria um crescimento mundial mais fraco, o que

vai afetar diretamente o preço das commodities e, conseqüentemente a nossa moeda. Essa também é a preocupação do BCB, tanto que coloca o cenário externo como fator de pressão sobre a inflação. Entretanto, como o nível de atividade por aqui não dá sinais de recuperação, o COPOM acabou indicando que os riscos inflacionários estão simétricos, como esperado pelo mercado, mas, a nosso ver, isso não significa que o viés para os juros é de queda. O divisor de água para a economia brasileira ainda é a Reforma da Previdência e, como no nosso cenário, a sua aprovação levará a uma recuperação mais forte da economia brasileira, nem nesse caso, veríamos o BCB reduzindo os juros dos patamares atuais. O que poderia enfraquecer essa nossa projeção, seria a aprovação da Reforma em uma versão bem mais diluída do que aquela que economizaria algo em torno de R\$ 800 bilhões em 10 anos, como esperamos. Nesse caso, a reação dos agentes do mercado será morna não reativando a economia, abrindo espaço então para a queda dos juros. Por enquanto mantemos a nossa projeção acima de economia da Reforma aprovada, mas as últimas notícias aumentaram as chances de que o valor seja menor que esse. No final, pode prevalecer a análise arguta de Anthony Eden, que foi primeiro-ministro do Reino Unido entre 1955 e 1957, sobre o ajuste fiscal: *“Todos são favoráveis a uma economia em geral e a uma despesa em particular”* ... enquanto esse for o pensamento, não tem como dar certo

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	3,8	4,0
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,7	4,0
Selic (eop %)	6,5	7,5
PIB (%)	2,0	3,0

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.