

Tivemos uma semana rica de emoções e confusões. Iniciando com o bombardeio às refinarias sauditas e passando pelas reuniões de política monetária por aqui e nos EUA, chegamos a essa 6ª feira com muitas dúvidas e poucas certezas. Mas, a despeito das incertezas, vamos usar o Opinião de hoje para discutir mudanças bem fortes no nosso cenário à luz do que aconteceu nos últimos dias.

Podemos ver o que aconteceu na Arábia Saudita no último final de semana por três dimensões: de mercado, geopolítica e de abastecimento. No primeiro caso, temos um problema momentâneo na relação de oferta e demanda no mercado de petróleo, motivo pelo qual, o seu preço saiu de níveis ao redor de USD 60,00/barril na semana passada, chegou a USD 71/barril no pior momento na madrugada de 2ª feira, para operar ao redor de USD 65,00/barril nessa 6ª feira. Todas essas movimentações se devem aos cálculos sobre qual seria o impacto do ataque sobre a produção saudita (que produz 10% de todo o petróleo mundial) e quanto tempo demoraria para normalizar a situação. A alta inicial de quase 20% refletiu o descompasso entre essas duas questões. No primeiro momento, o que sabíamos era que o impacto era grande. Segundo as primeiras estimativas, 50% da produção da Arábia Saudita estava comprometida, representando uma queda de 5% na oferta mundial da commodity. As contramedidas só vieram depois. Os próprios sauditas disseram que tinham estoques para manter a oferta de petróleo nos mesmos níveis por 26 dias e que a produção poderia ser retomada em meados de outubro. Além disso, os EUA colocaram à disposição as suas reservas estratégicas. Entretanto, mesmo com a perspectiva de normalização da relação oferta e demanda os preços não voltaram para níveis próximos dos anteriores. Por que? Aí entramos no segundo pontos: a incerteza geopolítica. Mesmo para um pedaço do mundo especialmente turbulento, esse ataque à Arábia Saudita pode ser considerado surpreendente. Os sauditas são a nação árabe mais poderosa da região, tanto militarmente quanto economicamente e servem de contrapeso, entre os muçumanos, ao poderio iraniano. Portanto, mesmo em momentos especialmente conturbados, como na Guerra Irã e Iraque,

Guerra do Golfo ou Guerra Civil na Síria, não se ouviu notícias de problemas com os sauditas. Portanto, esse ataque, não só pela sua dimensão, quanto pelo seu ineditismo, gera uma nova fonte de tensão geopolítica na região, levantando dúvidas de como será o equilíbrio de forças a partir de agora, e, se esse realinhamento, poderá aumentar as chances de um conflito armado entre a Arábia Saudita e o Irã no futuro. Portanto, enquanto essas questões não ficarem mais claras, dificilmente teremos uma volta do petróleo aos patamares anteriores. O que nos leva ao terceiro ponto: abastecimento. Aqui não estamos nos referindo à questão de curto prazo sobre a produção, vis à vis à demanda, mas a confiabilidade da produção de petróleo na região após essa mudança de paradigma que descrevemos. Isso nos leva à questão de que, mesmo que tenhamos uma redução das tensões nas relações entre Arábia Saudita e Irã no médio prazo, o que parece razoável assumir, sempre ficará a “pulga atrás da orelha” no mercado, sobre a confiabilidade dessa estabilização. Essa “pulga atrás da orelha”, no jargão técnico, se chama “prêmio de risco” e significa que os preços, daqui para frente, ficarão sempre um pouco além do que deveriam estar se não houvesse nenhuma “pulga” rodando pela “orelha” dos mercados.

Em resumo, a probabilidade maior é de que os preços do petróleo acabem recuando para níveis próximos aos USD 60/barril que estavam antes do bombardeio às refinarias sauditas, principalmente porque, no fim, vai prevalecer a perspectiva de redução de demanda pela desaceleração da economia mundial. Dessa forma, não acreditamos que esse seja um evento disruptivo para a economia mundial, mas apenas mais um item na lista de incertezas que já assombra os formuladores de política econômica ao redor do mundo.

Nesse sentido, acreditamos que esse assunto tenha sido bastante discutido nas reuniões de política monetária, tanto aqui quanto nos EUA, mas que não tenha sido determinante nas

decisões finais em nenhum dos dois casos. Em ambos, a queda dos juros veio de acordo com o esperado, com a diferença ficando com as indicações sobre os movimentos futuros, considerado decepcionante por lá e surpreendente por aqui.

Apesar da importância da decisão do FED, vamos nos ater ao resultado da reunião do nosso BC que foi o estopim para as revisões que fizemos nos nossos cenários.

Como supracitado, a redução dos juros de 6,00% para 5,50% era amplamente esperada, ficando a curiosidade por conta das indicações que o Comunicado poderia trazer sobre o futuro da política monetária. E o BCB não decepcionou. Entre mudanças nas projeções e manutenções no texto, o mercado consolidou a expectativa de uma nova queda de 0,50 p.p. na reunião de outubro (30/10) e de que os juros têm espaço para fechar 2019 abaixo de 5,00%, atual projeção do boletim Focus.

Começando pela próxima reunião, a expectativa de que o ritmo de corte dos dois últimos encontros fosse mantido, veio da manutenção da parte do Comunicado que diz: *“Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve ajuste no grau de estímulo monetário, com redução da taxa Selic em 0,50 ponto percentual. O Comitê avalia que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo. O Copom reitera que a comunicação dessa avaliação não restringe sua próxima decisão e enfatiza que os próximos passos da política monetária continuarão dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação.”*. Como isso foi a senha para que o mercado apostasse em mais um corte de 0,50 p.p. na reunião de setembro, após a decisão de julho, nada mais natural do que manutenção integral dessa parte do Comunicado tivesse o mesmo efeito sobre as projeções para a reunião de outubro. Outra parte do texto que reforça a expectativa de um novo corte de 0,50 p.p. foi aquela onde o BCB explicita o balanço dos

riscos para a inflação. Os riscos, em si, continuam os mesmos: *“Por um lado, (i) o nível de ociosidade elevado pode continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado. Por outro lado, (ii) uma eventual frustração em relação à continuidade das reformas e à perseverança nos ajustes necessários na economia brasileira pode afetar prêmios de risco e elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária. O risco (ii) se intensifica no caso de (iii) deterioração do cenário externo para economias emergentes.”*. Entretanto, no texto de julho ele fazia uma qualificação a esse balanço de risco: *“O Comitê reconhece que o balanço de riscos para a inflação evoluiu de maneira favorável, mas avalia que o risco (ii) ainda é preponderante.”*. Ou seja, implicitamente, ele colocava um certo viés de alta para o cenário de inflação esperada. Como ele tirou essa parte do novo Comunicado, podemos especular que, se ele cortou 0,50 p.p nas últimas duas reuniões, mesmo com a análise de que poderíamos ter problemas com as Reformas, porque não fazer um novo corte do mesmo montante se ele, aparentemente, acha que esse risco não seria mais *“preponderante”* para a inflação?

Obviamente que prever a próxima reunião é importante, mas, a principal informação dada pelo Comunicado, veio das suas projeções para a inflação em 2020, o que alterou, sobremaneira, a expectativa de até onde pode ir a redução dos juros por parte do BCB. Fazendo a comparação entre o que ele esperava em julho e o que foi projetado agora, podemos notar o tamanho da surpresa. Lá atrás, usando os dados do boletim Focus, com os juros fechando 2019 e 2020 estáveis em 5,50% e com o Dólar de R\$ 3,75 em 2019 e de R\$ 3,80 em 2020, a inflação no ano que vem, horizonte relevante para a política monetária nesse momento, chegaria a 3,90%. Ou seja, haveria algum espaço para que os juros viessem abaixo dos 5,50%, mas este parecia ser limitado. Agora, usando a mesma fonte, mas com os juros projetados para o final de 2019 e 2020 estáveis em 5,00% e o câmbio em R\$ 3,90 para os dois anos, a inflação para 2020 chega a 3,60%. Portanto, agora, temos não um espaço limitado para

que os juros cheguem a níveis abaixo 5,50%, mas um “belo” espaço para que eles fiquem menores que 5,00%. De fato, ao rodar os nossos modelos que tentam replicar os do BCB, calculamos que, com o dólar ficando estável em R\$ 4,10, a inflação ficaria ao redor da meta de 4,00%, mesmo com os juros entre 4,00% e 4,50%.

Dessa forma, quando juntamos o teor do Comunicado, com o que os modelos mostram, vimos como inevitável rever a nossa projeção dos juros para o fechamento de 2019, dos atuais 5,25% para 4,50%. Uma revisão intensa, que não coaduna com a nossa preferência de mudanças mais suaves, mas que reflete a situação atual da política monetária em que se junta “a fome com a vontade de comer”. Para 2020, também reduzimos de 5,50% para 4,75%, mantendo a necessidade de uma correção nos juros no final do ano. Uma das consequências dessa mudança nos juros, é as projeções para o Dólar também se alteraram passando de R\$ 3,75 para R\$ 4,00 em 2019 e de R\$ 4,00 para R\$ 4,16 para 2020. A lógica aqui não tem a ver com a redução da atratividade do Real como uma moeda para se ganhar no diferencial dos juros, mas pelo aumento da atratividade do Real como moeda de proteção. Na nossa concepção, o Real deixou de ser atrativo como moeda de “carregamento” há algum tempo, de modo que, não faz mais muita diferença se os juros vão chegar a 5,25% ou a 4,50%. Entretanto, para o custo de se fazer hedge em Real, faz diferença se a Selic vai estar no primeiro ou no segundo patamar. Ou seja, se o investidor não vê mais os juros por aqui atrativos para ganhar dinheiro, tanto faz o seu preço, mas se ele vê o Real como uma boa moeda para proteger os seus investimentos no próprio Brasil ou mesmo em outros países emergentes, quanto mais barato for esse custo, mais apetite ele terá para fazer esse tipo de operação. Isso sem contar nas operações de captar dinheiro aqui para pagar as dívidas lá fora, ou a atratividade para se remeter lucros e dividendos para as matrizes.

O cenário externo continua muito desafiador, com “fios desencapados” em uma quantidade que fica difícil não acreditar que teremos um curto circuito em algum momento. Entretanto, as condições internas parecem justificar uma postura mais agressiva do BCB na condução da política monetária. A inflação está em níveis confortavelmente abaixo da meta e a capacidade ociosa da economia está em patamar suficientemente elevado para absorver boa parte de uma possível desvalorização cambial. Entretanto, se, por um lado, há espaço para a redução dos juros para os níveis projetados, por outro, níveis abaixo de 5,00% também vão tornar os ativos brasileiros mais sensíveis à volatilidade.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	3,50	4,00
Câmbio (eop R\$/US\$)	4,00	4,16
Selic (eop %)	4,50	4,75
PIB (%)	0.8	2,50

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.