

Tivemos uma semana agitada por aqui. Em meio a discussões a respeito de tabelamento dos juros do cheque especial, julgamento de Lula no TRF-4 e decisão do STF sobre o compartilhamento de dados da Receita Federal com o Ministério Público, o Dólar atingiu novos recordes. Sempre que isso acontece, temos um frisson no mercado e começam a pipocar análises a respeito do repasse da variação cambial para a inflação e o seu consequente impacto sobre a política monetária. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para discutir o porquê dos recentes movimentos da moeda americana, se atual patamar parece razoável ou não e qual o impacto disso sobre a condução dos juros por parte do BCB.

Para compreender como chegamos aos níveis dessa semana, temos que dividir os fatores em estruturais e choques. Com relação aos primeiros, podemos destacar a mudança de patamar nos juros e o cenário externo mais hostil, enquanto, com relação aos últimos, podemos listar a frustração com o leilão da cessão onerosa e as revisões das contas externas.

Entender como evoluíram as questões dos juros e da Guerra Comercial, ajudam a compreender porque o Dólar ficou pressionando durante boa parte do 2º semestre desse ano e desmistificar algumas ideias, como a de que a aprovação da Reforma da Previdência, não trouxe nenhuma melhora para os preços dos ativos brasileiros. Para isso, vamos voltar ao início de julho, quando a Reforma da Previdência foi aprovada em 1º turno na Câmara dos Deputados. Em 10 de julho o texto básico da PEC foi aprovado, sendo a redação final sendo referendada no dia no dia 12 de julho. Na semana anterior, o Dólar valia R\$ 3,85, chegando à mínima de R\$ 3,72 no dia 18 de julho, uma valorização do Real de 3,5% em apenas 2 semanas. No caso do Ibovespa, tivemos uma alta de quase 5,0% no mesmo período. A partir daí tivemos uma reversão de ambos os movimentos. Mas o que aconteceu? Não foi nada relacionado à Reforma, dado que o Congresso estava em recesso e, esta, só voltaria a ser discutida no início de agosto, com a volta dos trabalhos na Casa. Como também não foi nada ligado à questão do governo de Jair Bolsonaro, uma vez que as celeumas externas com

relação às queimadas também ocorreram em agosto, temos que procurar algo ocorrendo lá fora.

Pegando o índice de volatilidade do S&P (VIX), como uma forma de mensurar o nervosismo do mercado externo, vemos que, no período entre o nosso melhor momento visto acima e o início de agosto, esse indicador passou de 12,4 pontos para 24,6 pontos, uma alta de 98%! Ou seja, temos aqui uma boa indicação de que o problema veio de fora. Com a fonte identificada, falta indicar o motivo. Bem, aqui o suspeito é claro... a Guerra Comercial. No Opinião ABC Brasil 637 de 2 de agosto escrevemos: *“(...)Portanto, se algo poderia mudar essa percepção, de que o FED seria mais conservador na condução da política monetária, seria um recrudescimento nas tensões entre os EUA e a China. Após o encontro entre os seus presidentes na reunião do G-20, parecia que essa Guerra entraria em um período de “banho maria”... parecia. No dia seguinte à reunião, o presidente americano, Donald Trump, resolveu colocar óleo na fervera anunciando que as tarifas sobre os produtos chineses, que foram congeladas na reunião do G-20, seriam impostas a partir de 1º de setembro.”*. Associado a essa piora nas perspectivas para a Guerra Comercial, começamos a ter dados piores da economia em vários países importantes, notadamente a China e a Alemanha. Daí para frente, o pior cenário para a disputa entre a China e os EUA começou a se materializar nas projeções do mercado, mudando o patamar dos ativos ao redor do mundo, inclusive no Brasil.

Mais ou menos na mesma época, tivemos uma mudança importante também nas projeções para a trajetória futura dos juros por aqui. Pegando o boletim Focus do início de julho como referência, a expectativa da Selic para o final de 2019 era de 5,50% a.a. e de 6,00% a.a. para o final de 2020. Um mês depois, essas projeções eram de 5,00% a.a. e 5,50% a.a., mantendo uma tendência de redução monotônica até atingir o mínimo de 4,50% a.a. para esse ano e de 4,25% a.a. para o ano que vem. Essa mudança nas perspectivas para a trajetória de juros teve o

mesmo impacto sobre as cotações que a mudança de patamar dos ativos mundiais por conta da Guerra Comercial. Assim como com relação à disputa entre a China e os EUA, quando a “ficha caiu” quando os dados de nível de atividade mundiais começaram a piorar, no caso dos juros, o mercado se deu conta de que a mudança ia muito além dos números, quando começou a olhar com mais detalhe as contas externas. A partir da análise de rubricas como “Remessa de Lucros e Dividendos” e “Rolagem de Vencimentos Externos”, consolidou-se a ideia de que a trajetória para o fluxo cambial havia mudado de forma estrutural e não pontual. Com juros “normais”, não só vale mais apenas buscar rentabilidade em países com taxas de juros mais altas, como o México (7,50%), e proteger a sua posição em uma moeda com juros mais baixos, como o Brasil, como também não vale mais apenas manter no caixa local os lucros das matrizes brasileira, além de ficar mais interessante captar recursos no mercado brasileiro para pré-pagar os vencimentos externos.

Esses seriam os principais motivos estruturais para que o mercado de câmbio tenha ficado pressionado durante boa parte do semestre. Entretanto, além dessas questões que, por serem intrínsecas ao novo cenário da economia da economia mundial em geral e brasileira em particular, devem nos acompanhar por algum tempo, alguns eventos pontuais amplificaram essa pressão. Entre falas mal interpretadas de autoridades econômicas e problemas com nossos vizinhos, podemos destacar um evento que ainda suscita análises como sendo estrutural, mas que ainda seria uma questão pontual: o leilão da cessão onerosa do pré-sal. Esse tema foi tratado no Opinião ABC Brasil 651, frisando exatamente que o que parecia um problema de apetite do investidor estrangeiro por ativos brasileiros, portanto, uma questão estrutural, tinha relação, na verdade, com idiosincrasias do próprio leilão, ou seja, um problema pontual: *“No caso dos leilões de petróleo, acreditamos que o pessimismo resultante foi exagerado. Certamente a frustração com a entrada de recursos externos menor do que a esperada faz*

sentido, mas a ideia de que esse foi um exemplo de que existe uma relutância do investidor estrangeiro vir para o Brasil, não tem sustentação nos fatos”.

Prestando atenção ao que é consistente e descartando o que é marola, podemos dizer que, se o Dólar a R\$ 4,25 nos parece exagerado, níveis abaixo de R\$ 4,00 também podem ser difíceis de ser vistos no curto prazo. Quantificando o que queremos dizer, nossos modelos que tentam auferir o nível “justo” do câmbio através de variáveis estruturais, indicam que níveis ao redor de R\$ 4,05 para o Dólar parecem mais razoáveis. Essa revisão do modelo já seria suficiente para elevar as nossas projeções para o Dólar no final de 2019 de R\$ 4,00 para R\$ 4,05, entretanto, considerando que, aliado a isso, temos uma menor liquidez no final do ano, decidimos puxar esse número um pouco para cima, para algo ao redor de R\$ 4,10. Com isso, mudamos também a nossa projeção para o final de 2020, de R\$ 4,16, para R\$ 4,21.

Dando um passo adiante, podemos perguntar: o que seria relevante observar para saber se podemos ficar mais otimistas ou mais pessimistas com relação a essas projeções? No caso da Guerra Comercial, devemos focar o dia 15 de dezembro. Esse é o dia marcado para a imposição de uma nova rodada de aumento de tarifas americanas sobre produtos chineses. Estas eram para entrar em vigor em outubro, mas foram postergadas para abrir caminho para um acordo em 3 fases. A ideia era que antes dessa data limite tivéssemos a 1ª fase finalizada com essa nova rodada de tarifação sendo suspensa. Entretanto, até agora não temos uma decisão final sobre o assunto, apenas idas e vindas que tem gerado muita volatilidade. Com base nas informações que temos até agora, podemos traçar 3 cenários para o dia 15 de dezembro e, conseqüentemente, para o impacto desse evento para as nossas projeções de câmbio: i) Chegamos a data limite sem acordo, as tarifas são implementadas e a perspectiva de manutenção das conversas fica prejudicada; ii) Não temos acordo, mas ambas as partes postergam a entrada em vigor das tarifas enquanto as conversas continuam; iii) A

1ª fase do acordo é implementada. No cenário (i), o Dólar a R\$ 4,10 pode ser considerado piso e novos recordes poderão ser testados. No cenário (iii), quem tem viagem internacional marcada para as férias, vai ganhar um presente de Natal, com o nível de R\$ 4,10 passando a ser teto. Por fim, o cenário (ii) seria o de manutenção do *status quo*, ou seja, neutro para as nossas projeções.

Já na questão ligada aos juros, teremos que observar a relação inflação/crescimento. Para isso, a próxima semana será bastante profícua, com a divulgação do PIB do 3º trimestre na 3ª feira (03/12) e do IPCA de novembro na 6ª feira (06/12). Como mostramos anteriormente, foram as revisões para baixo para nas projeções da Selic que adicionaram mais pressão sobre o mercado de câmbio. A motivação desse movimento foram números piores de nível de atividade e mais baixos de inflação, ou seja, as surpresas eram sempre para baixo em ambos os casos. Portanto, se a tendência das revisões, agora, for para cima, isso vai ajudar a sustentar o nível do Real frente ao Dólar. Para o resultado de 3ª feira, esperamos que o PIB do 3º trimestre cresça 0,50% na comparação com o 2º trimestre e, para o de 6ª feira, a expectativa é de uma alta de 0,49%. Esses números são compatíveis com um crescimento de 1,20% do PIB em e de 3,50% para o IPCA de 2019. Eles também dão suporte para as nossas projeções de que os juros fecharão esse ano em 4,50% a.a., mantendo-se nesse patamar durante todo 2020. Números mais fortes que estes, certamente vão reforçar a ideia de que o BCB poderá reduzir os juros, na reunião de dezembro (11/12), menos que os 0,50 p.p. esperados. Essa especulação vem ganhado força com a piora das coletas de preços do grupo Alimentação, notadamente do complexo de carne. Entretanto, considerando que já estamos com números, tanto de inflação quanto de atividade, mais altos do que o mercado, não alteraríamos as nossas projeções para os juros com um IPCA mais alto na próxima semana,

principalmente porque estas têm uma gordura razoável, tanto para a meta desse ano (4,25%), quanto para a do ano que vem (4,00%).

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	3,50	3,70
Câmbio (eop R\$/US\$)	4,10	4,21
Selic (eop %)	4,50	4,50
PIB (%)	1,20	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.