



GRADUAL
INVESTIMENTOS

**CENÁRIO
MACRO
2018**



INTRODUÇÃO

Pressupostos e Eleições

FISCAL

LDO e PEC do teto: um olho no peixe...

ATIVIDADE DOMÉSTICA

Recuperação na Inércia

INFLAÇÃO

Aceleração sem decolagem

SETOR EXTERNO

Problemas Monetários

CRÉDITO

Recuperação cíclica

CÂMBIO

Real na Balança



INTRODUÇÃO //



PRIMEIRAS PALAVRAS

O atual cenário foi escrito e publicado ao fim de janeiro uma vez que, dada as questões políticas substanciais neste ano, achamos por bem esperar o julgamento do ex-presidente Lula no TRF-4 que confirmou nossa hipótese de condenação. Os dados fechados de 2017 reiteram um crescimento constante, mas se bem que modesto, das principais variáveis macroeconômicas. Do lado fiscal receitas não recorrentes melhoraram algumas métricas, mas ainda deixam a desejar criando pressão acional sobre a eleição de outubro que terá ares de plebiscito: a população será chamada a aprovar ou não as reformas iniciadas após o impeachment de Dilma Rousseff.

Vemos também possibilidade relevante de ruídos nos mercados financeiros internacionais com a elevação da taxa básica dos EUA evento esse que sempre irá demandar atenção redobrada por parte dos investidores.

Por aqui a SELIC deve seguir comportada caindo um pouco no 1º trimestre e começando a subir logo após as eleições como já antecipado pelo mercado.

UMA BOA LEITURA À TODOS!

André Perfeito
Economista-chefe

Camila de Caso
Economista

(gostaríamos de agradecer **Fábio Terra**, professor doutor na UFABC, por ter participado na elaboração deste cenário como economista convidado do nosso Departamento Econômico)





PRESSUPOSTOS E ELEIÇÕES

O presente documento tem como objetivo fornecer aos nossos clientes percepções relativas ao desdobramento de eventos econômicos e políticos que possam influenciar o preço dos ativos financeiros ao longo deste ano. A leitura deve ser feita tendo em mente que trabalhamos com quatro hipóteses-chave, a saber:

- 1) A probabilidade de eventos extremos nos mercados financeiros internacionais;
- 2) Uma eleição presidencial no Brasil, que tende a não aprovar mais reformas;
- 3) Deterioração fiscal ainda intensa; e
- 4) Recuperação fraca da economia.

Na eventualidade do não cumprimento destas hipóteses deve-se ignorar as recomendações e preços alvos projetados. Optamos por escrever um cenário que estressasse pontos não abordados de maneira relevante, ou ignorados, pela maioria dos analistas de mercado, para ajudar na formação de uma opinião mais ampla dos nossos clientes.

O presente cenário é composto, além desta introdução, de capítulos específicos sobre Atividade Doméstica, Setor Externo, Câmbio, Inflação e Fiscal. Na presente introdução vamos apresentar algumas evidências sobre a dinâmica política e tentar antecipar possíveis tendências para o pleito de outubro deste ano.

Acreditamos que a população se mostrará contra mais reformas de cunho liberal e isto tende a se refletir em candidatos mais à esquerda do espectro político/econômico. A própria dificuldade de se construir um nome de “centro” mostra as contradições existentes nesta posição em relação ao desejo do eleitorado e qualquer candidato que se colocar abertamente a favor das reformas tende a perder pontos importantes.

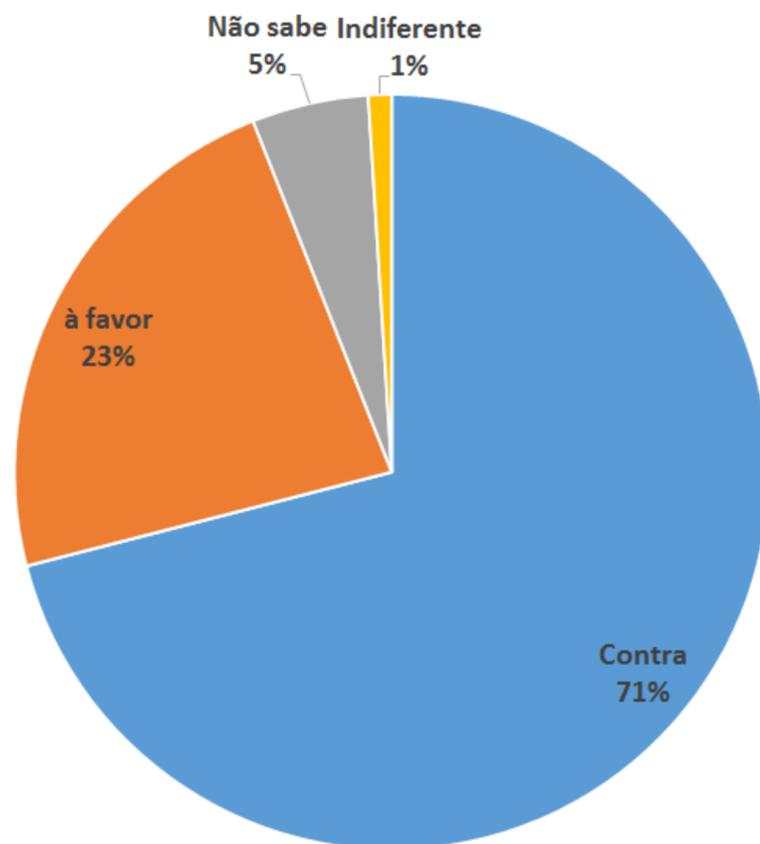
As últimas pesquisas disponíveis dão conta deste descontentamento por parte da população, em que 71% se dizem contra a Reforma da Previdência, 63% acreditam que a terceirização beneficia mais os patrões do que os empregados, e 60% se dizem favoráveis que as condições de trabalho sejam definidas por uma lei trabalhista.





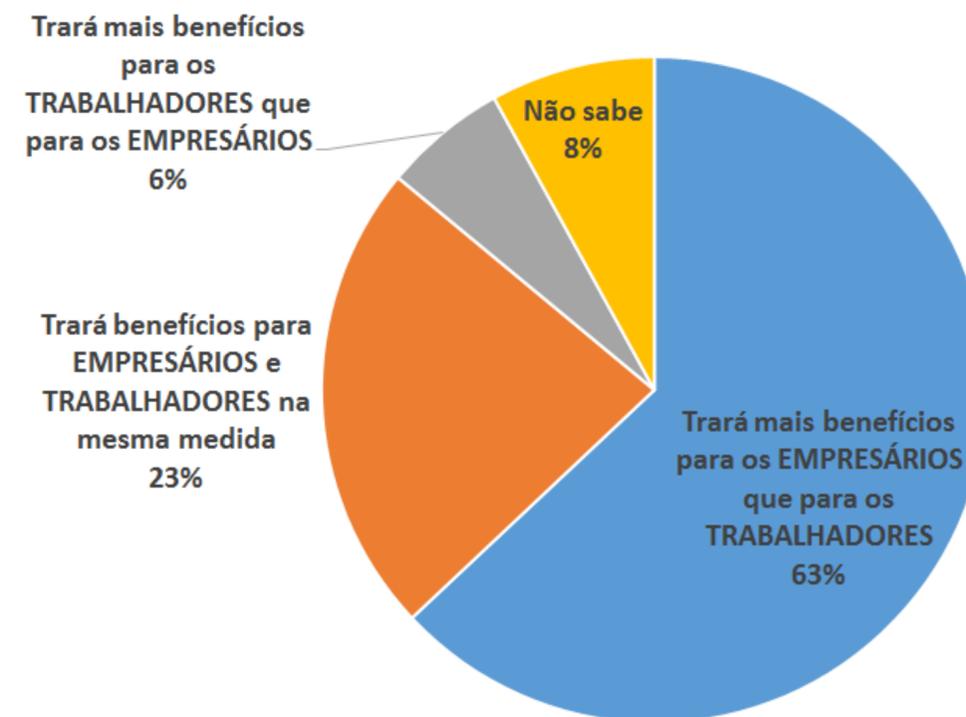
PRESSUPOSTOS E ELEIÇÕES

Reforma da Previdência (26 e 27 de abril de 2017, 2.781 entrevistas)



Fonte: <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/05/1880026-71-dos-brasileiros-sao-contra-reforma-da-previdencia-mostra-datafolha.shtml>

A terceirização ocorre quando uma empresa contrata outra para cuidar de uma tarefa, em vez de ter funcionários próprios para isso. Na sua opinião, a terceirização: (Resposta estimulada e única, em %)



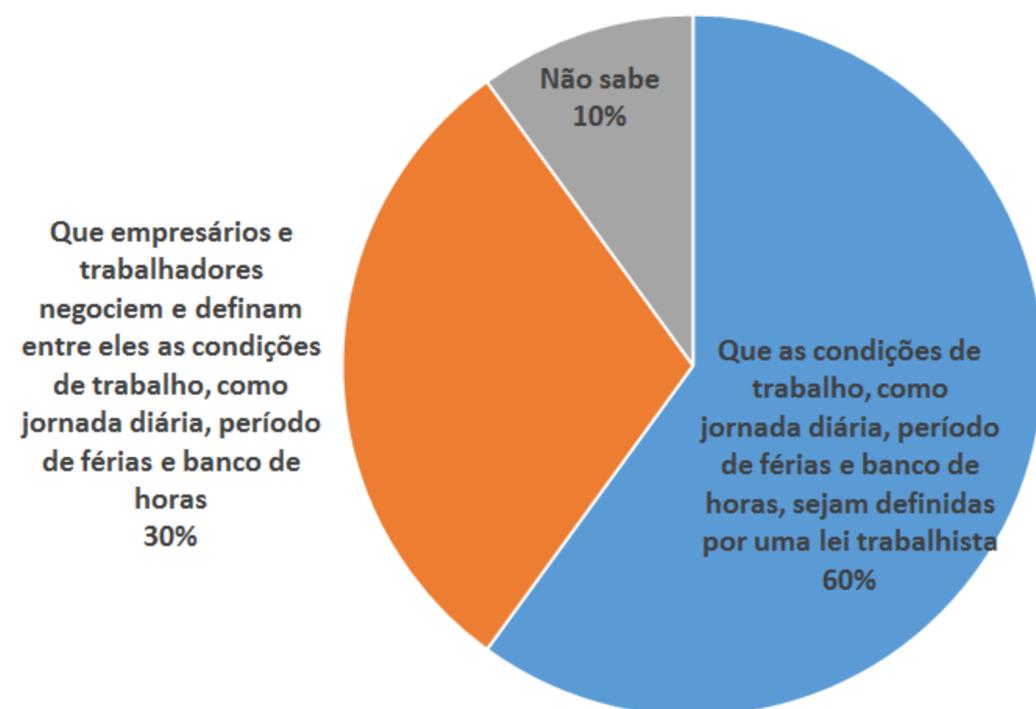
Fonte: <http://media.folha.uol.com.br/datafolha/2017/05/02/bf25607285f8487e9f0f45bef538e742.pdf>





PRESSUPOSTOS E ELEIÇÕES

Na sua opinião, o que é melhor para as relações entre empresários e trabalhadores: (Resposta estimulada e única, em %)



Fonte: <http://media.folha.uol.com.br/datafolha/2017/05/02/bf25607285f8487e9f0f45bef538e742.pdf>

Estes dados mostram também a resistência da base aliada do governo Temer em aprovar a Reforma da Previdência uma vez que sendo ano eleitoral, muitos buscam agradar suas bases e há evidências do descontentamento dessa com maiores alterações nas leis.

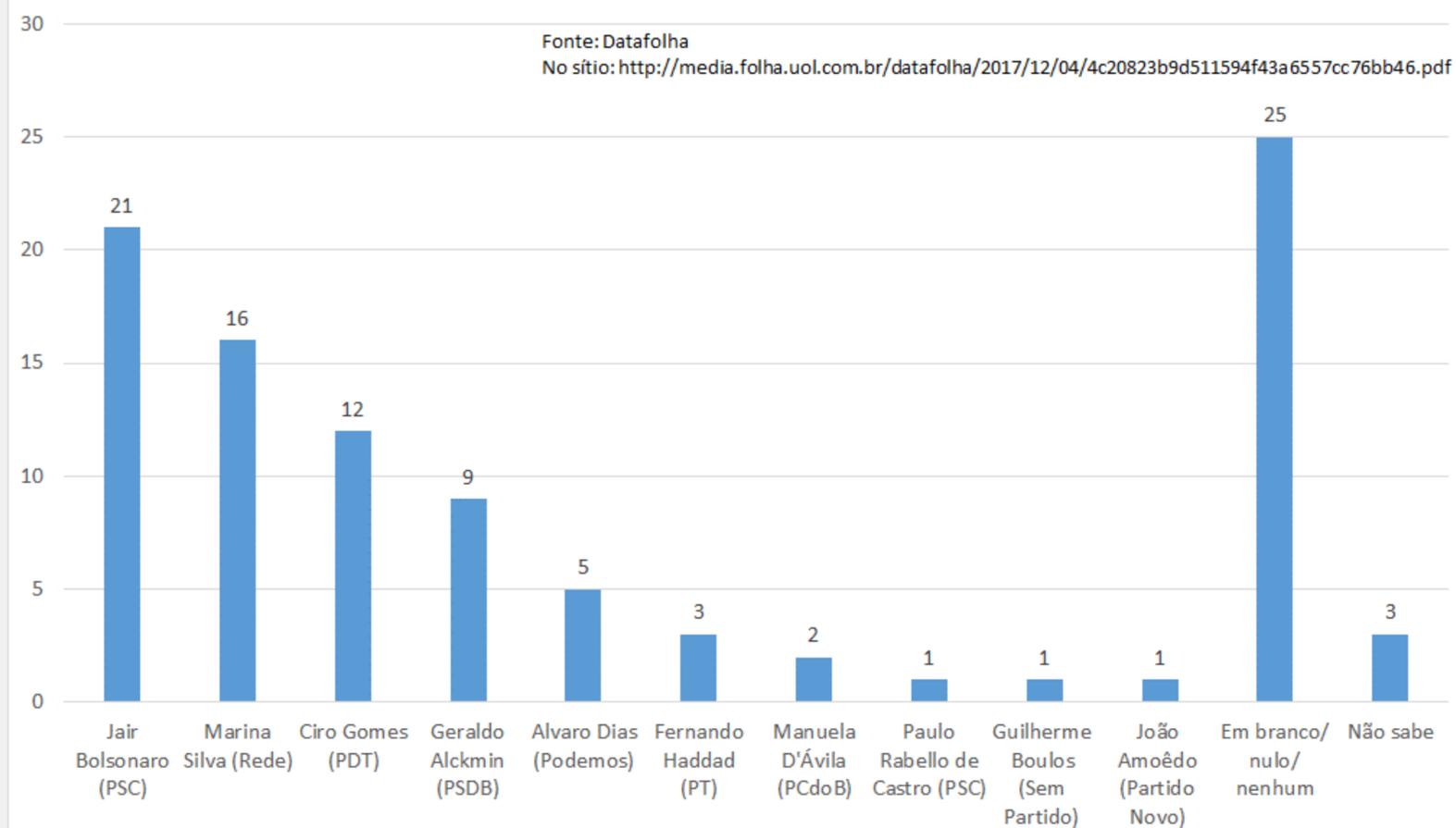
Isto por si só já apontaria uma tendência rumo à candidatos contra as reformas ou que não as avancem. Se observarmos as intenções de voto divulgadas ao final do ano passado, nos cenários sem o ex-presidente Lula temos uma situação em que nomes como Ciro Gomes ganham força, uma vez que podem ser beneficiado pela transferência de votos de Lula.





PRESSUPOSTOS E ELEIÇÕES

Situação G - Pesquisa estimulada



A quantidade de votos Branco/Nulos/Nenhum é elevada e poderia sinalizar que há o que ser “trabalhado” pelos marqueteiros dos candidatos presidenciais. Mas se observarmos nas últimas eleições, o patamar destes mesmos itens tem sido elevado.

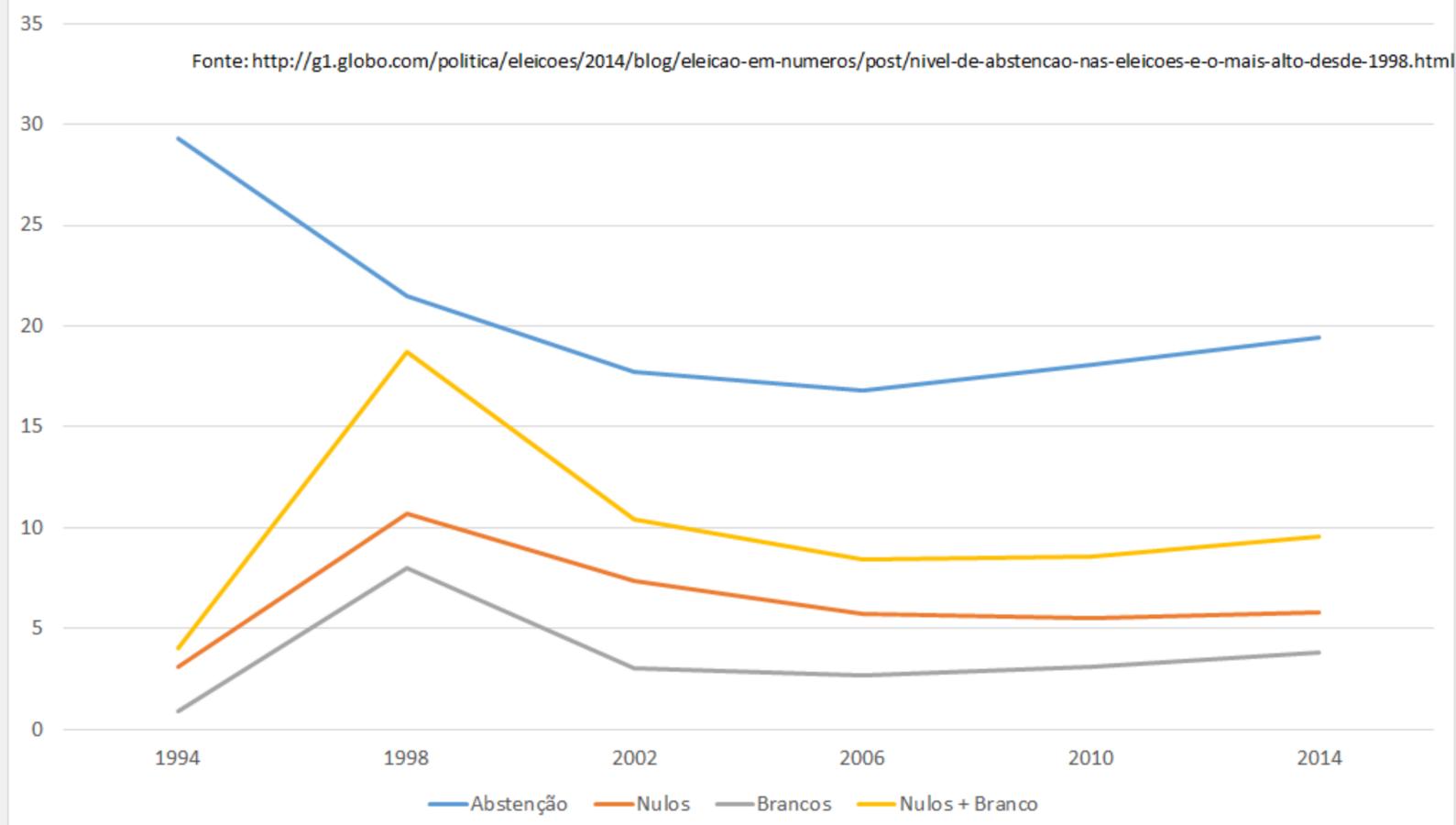
Em 2014, por exemplo, a soma de Brancos/Nulos/Abstenções foi de 29%, mostrando assim que talvez não haja espaço para alterações significativas no quadro já apresentado, mas apenas um remanejamento entre nomes do mesmo espectro político. Na média entre 1994 e 2014, a abstenção mais votos nulos e brancos foi de 30,4%.





PRESSUPOSTOS E ELEIÇÕES

Comparecimento à urna - Eleições Presidenciais



Toda questão se concentra não em Lula, mas sim em seu capital político. Como acreditamos como inevitável que ele seja preso após a condenação em segunda instância, temos que ponderar o que pode ocorrer com sua capacidade de transferir votos. Vemos como mais provável que Lula escolha Ciro Gomes como depositário da sua força política por dois motivos.

Em primeiro lugar, como vemos na pesquisa acima, Ciro Gomes já absorve de maneira espontânea votos de Lula num cenário sem o ex-presidente. O segundo motivo é que tanto Haddad quanto Jaques Wagner – os dois principais nomes do PT para substituir Lula – não estão performando bem, além de terem que carregar o passivo de corrupção do PT.

Dito isso acreditamos que o pleito de outubro tende a ser bastante desafiador para candidatos de centro e até agora não apareceram nomes ainda viáveis eleitoralmente, exceção feita ao governador paulista Geraldo Alckmin, apesar dos ensaios do presidente Temer, de Rodrigo Maia e do ministro da Fazenda Henrique Meirelles.





PRESSUPOSTOS E ELEIÇÕES

Trabalhamos com a hipótese que as candidaturas de Bolsonaro e Marina possam perder força ao longo do processo. É nítido que Bolsonaro já está sendo fortemente questionado pela sociedade sobre suas posturas mais radicais e sem Lula ele perde um ponto de apoio importante para se fazer antagonista. Já Marina terá que se decidir se abraça ou não as reformas, em especial da previdência. Caso ela insista em uma postura neutra ela perderá rapidamente apoio durante a campanha eleitoral.

Todo esse ruído político irá acontecer ao longo do 3º trimestre, que talvez seja justamente o período de maior tensão nos mercados internacionais (veja comentário em CENÁRIO EXTERNO), e analistas desavisados irão relacionar a queda dos ativos ao processo eleitoral. Temos que lembrar que os ativos financeiros domésticos são, no caso brasileiro, influenciados sobremaneira por fatores externos. Foi assim em 2014/15 quando o dólar disparou e muitos vinculavam isso à eleição de Dilma Rousseff quando na verdade o impacto foi dado pelo derretimento do barril de petróleo, que saiu de US\$ 100,00 para US\$ 30,00, criando assim ruídos fortes na moeda local ainda fortemente vinculada ao movimento de *commodities*.

Temos assim um 2019 extremamente complexo, em que o presidente eleito terá que lidar com uma taxa SELIC em alta, um teto do gasto estourado (o que o impede contratar ou aumentar os salários de funcionários públicos, por exemplo) e uma dinâmica fiscal ainda fragilizada pela fraca arrecadação.

Neste sentido, acreditamos que haverá uma correção nos títulos públicos tanto pela menor demanda internacional quanto pelos problemas políticos domésticos, sobretudo no que tange o planejamento fiscal brasileiro.

O mercado comemorou a condenação de Lula, mas este é o menor dos problemas na mesa.





ATIVIDADE DOMÉSTICA //





RECUPERAÇÃO NA INÉRCIA

Muitos economistas e parte da sociedade comemoram de maneira esfuziante a retomada da economia brasileira no ano passado. Apesar da comemoração, que tem ares de campanha eleitoral antecipada, temos que ponderar que a recuperação se deu em 2017 sobre três grandes pilares. O primeiro foi um ajuste nos estoques que jogou na economia o que estava encalhado nos galpões Brasil a fora e que representa estágio natural do fim de um ciclo econômico de baixa. O segundo foi o choque benigno vindo da agricultura, que impulsionou o primeiro trimestre bem como ajudou no combate à inflação em seu maior grupo. Por fim, houve o impulso dado no consumo das famílias via a liberação do FGTS no 2º e no 3º trimestres.

A liberação do FGTS teve um efeito mais relevante do que o inicialmente pensado uma vez que a maioria das famílias usou este recurso inesperado para consumo novo e, sendo assim, os R\$ 43 bilhões liberados pelo FGTS representaram praticamente quase toda a alta do Consumo das famílias nos 2º e 3º trimestres de 2017. Este impulso tende a não se repetir a não ser que o governo libere outras fontes de poupança compulsória ou mesmo distribua recursos diretamente à população, algo que não nos parece crível.

Para 2018 trabalhamos com a hipótese de crescimento médio de 0,85% por trimestre, o que deve entregar um PIB de 2,6% ao final deste ano. O último trimestre de 2017 deve ficar em 0,3% na margem, apontando assim um crescimento de aproximadamente 1% no ano que passou.

Os pontos que nos chamam atenção este ano são:

- 1) Comportamento da massa salarial;
- 2) Mercado de crédito;
- 3) Formação Bruta de Capital Fixo, e;
- 4) Setor externo, em especial a balança comercial.

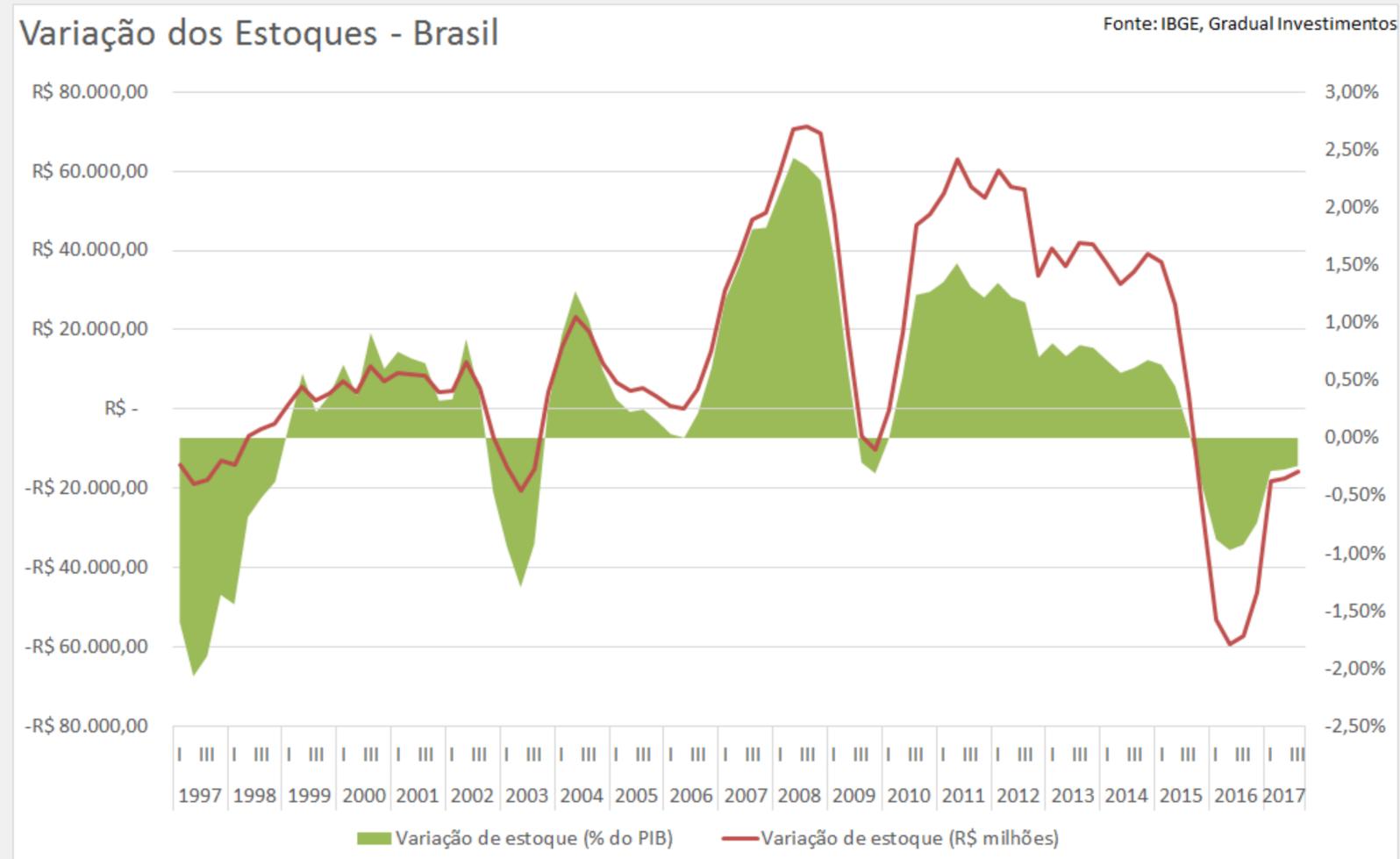
Vamos agora avaliar estes aspectos bem como apontar outros fatores relevantes.





AJUSTE DE ESTOQUES E UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA

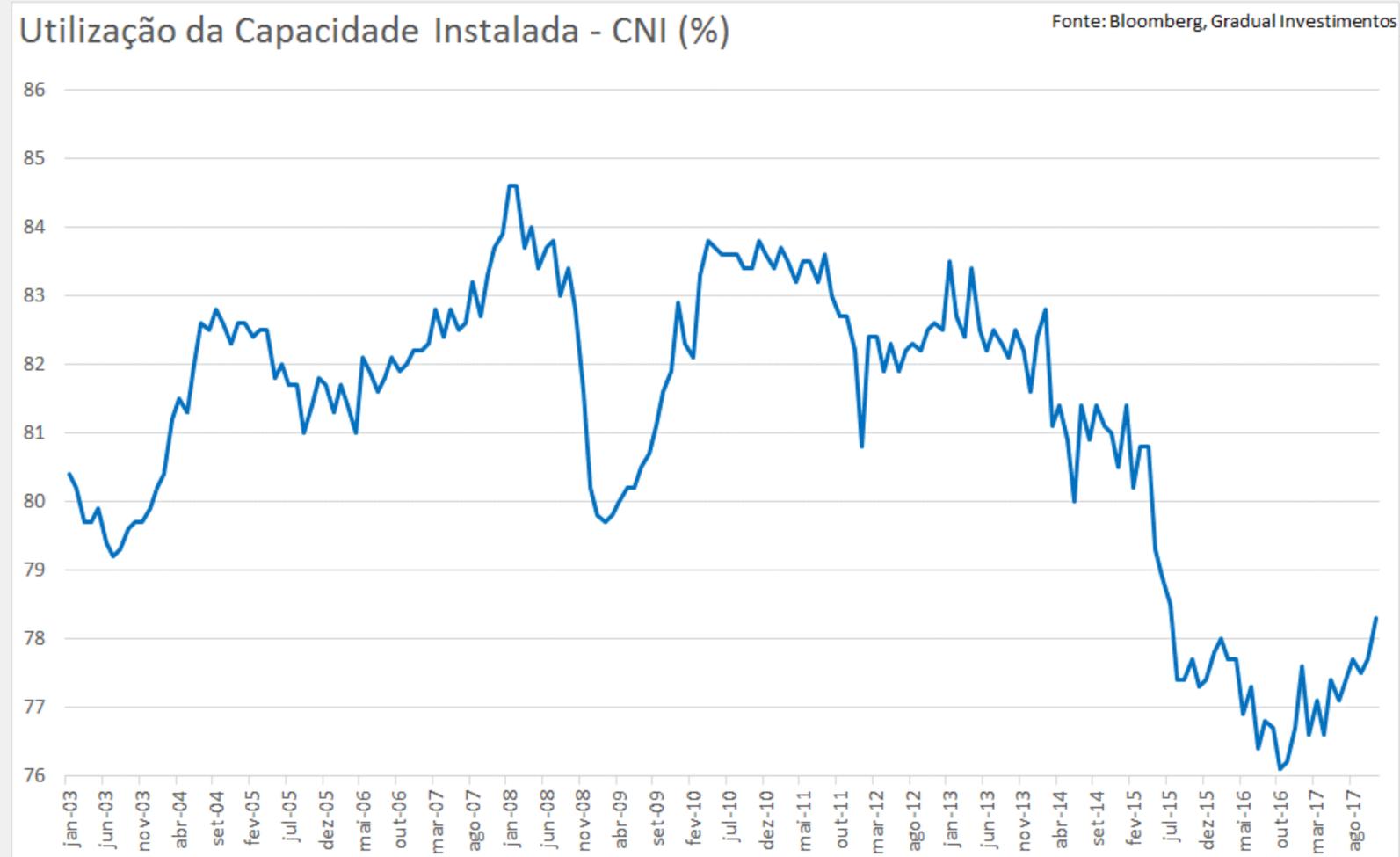
A economia brasileira passou, ao longo dos anos de forte crescimento, por um acúmulo de capital relevante. A Formação Bruta de Capital Fixo chegou a atingir 21% do PIB em 2013 e hoje se encontra em 15,5%, o pior nível desde 1996. Parte do ajuste econômico passa necessariamente pela queima dos estoques, etapa necessária, mas não suficiente, para um novo ciclo de investimentos. Como podemos ver nos dados das Contas Nacionais Trimestrais estamos desde 2015 fazendo o ajuste nesta variável chave.





AJUSTE DE ESTOQUES E UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA

Parte deste ajuste já está se refletindo de maneira benigna no nível de utilização da capacidade instalada e os dados da CNI sugerem alguma retomada. Desde de outubro de 2016, quando a utilização da capacidade chegou no piso de 76,1%, a situação tem melhorado. Hoje as indústrias trabalham com 78,3% das máquinas. Apesar da melhora, ainda estamos abaixo dos patamares registrados em 2009 depois da crise *subprime* ter atingido a economia brasileira.





AJUSTE DE ESTOQUES E UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA

Os investimentos em si estão reagindo de maneira tímida basicamente por dois motivos: i) a demanda permanece ainda fraca em diversos setores industriais – exceção feita ao setor automotivo que tem se beneficiado com a demanda externa; e ii) apesar de ter melhorado, a ociosidade ainda é elevada no parque industrial brasileiro.

A recente alta da Formação Bruta de Capital Fixo nos dados do PIB do 3º trimestre de 2017 são apenas uma reação tímida ao tombo de 14 trimestres consecutivos. A melhora que deve ocorrer ao longo deste ano se dará sob uma base fraca e deve ser comemorada com certa cautela. Sabemos bem que sem investimento público mais forte certos setores não terão como se apoiar sozinhos, especialmente com a retração verificada no crédito e o inevitável encarecimento dele ao longo do ano, quando as altas esperadas das taxas de juros afetarão a TLP (a nova TJLP) de um BNDES descapitalizado.

Nada garante que haverá recuperação nos investimentos. A base de comparação baixa pode ajudar o investimento a parecer “menos pior”, mas não há ainda fatores dinâmicos fortes o suficiente para apontarmos uma melhora continuada, com exceção da demanda externa que avaliaremos agora.

Formação bruta de capital fixo (% a.t.)

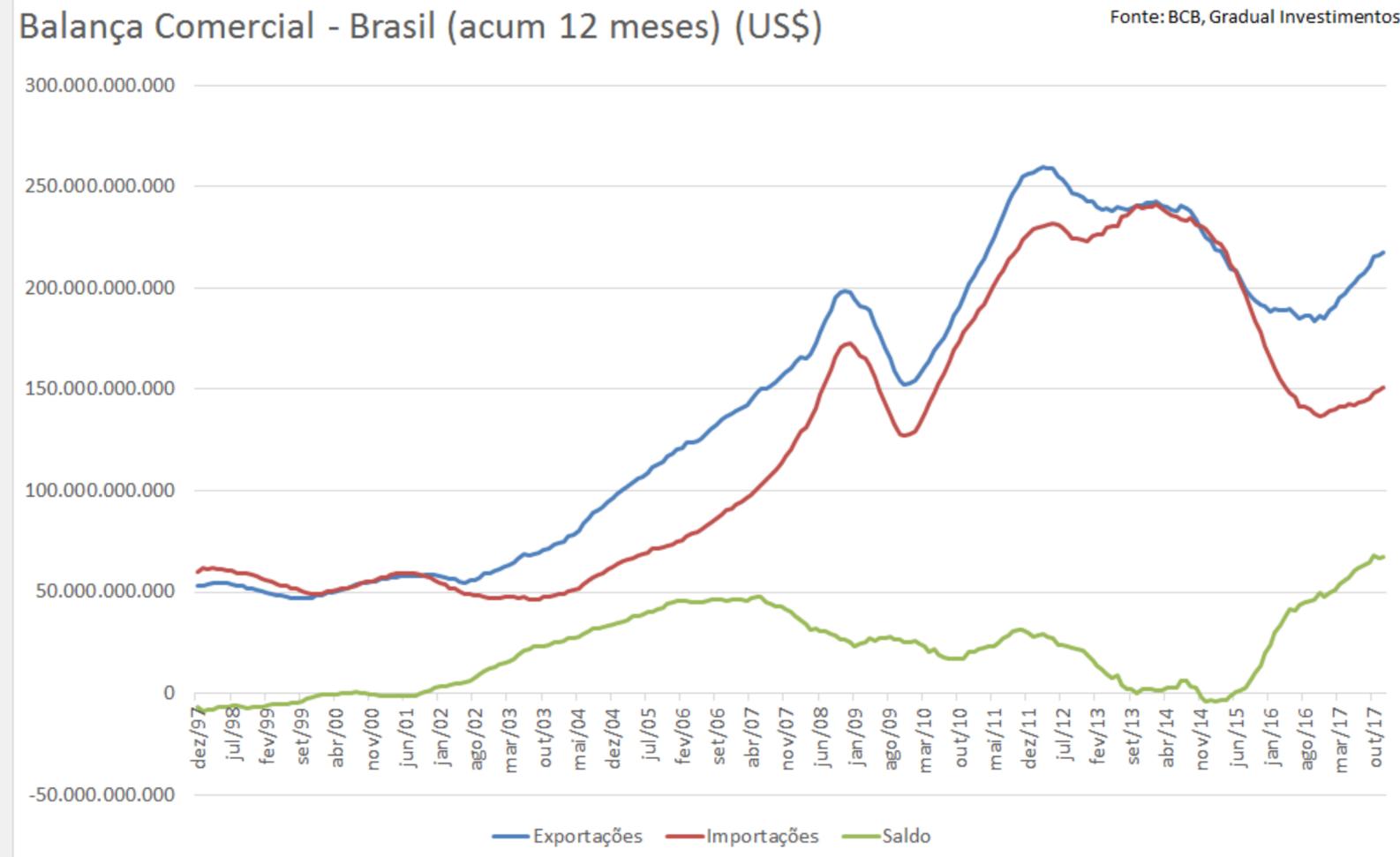
Fonte: IBGE, Gradual Investimentos





BALANÇA COMERCIAL: DEMANDA EXTERNA ALTA E INTERNA FRACA

O Brasil vem registrando saldos comerciais historicamente elevados devido a uma conjunção de melhores exportações com importações fracas (o que evidencia mais uma vez a fragilidade da atividade doméstica). O saldo comercial em 12 meses atingiu US\$ 67 bilhões e garante um fluxo de moeda ao país que reforça uma Real mais forte contra o Dólar, por exemplo. Este Real relativamente mais forte impede que as exportações de bens manufaturados possam avançar de maneira mais relevante em nossa pauta como podemos observar nos dados. Adicionalmente, o Real mais valorizado favorece a importação de bens de consumo por parte da população mais rica que vê sua renda real subir em dólares.

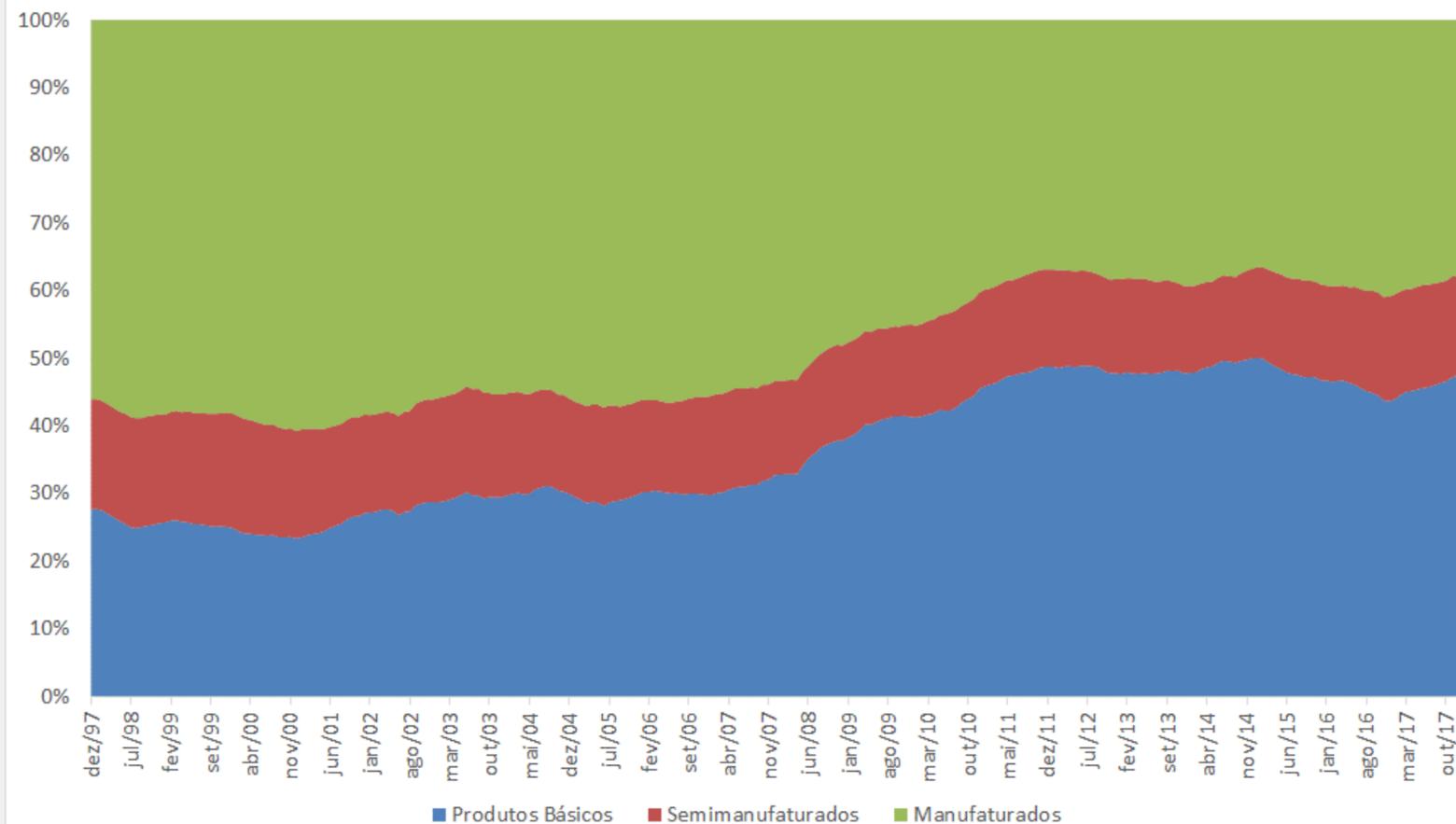




BALANÇA COMERCIAL: DEMANDA EXTERNA ALTA E INTERNA FRACA

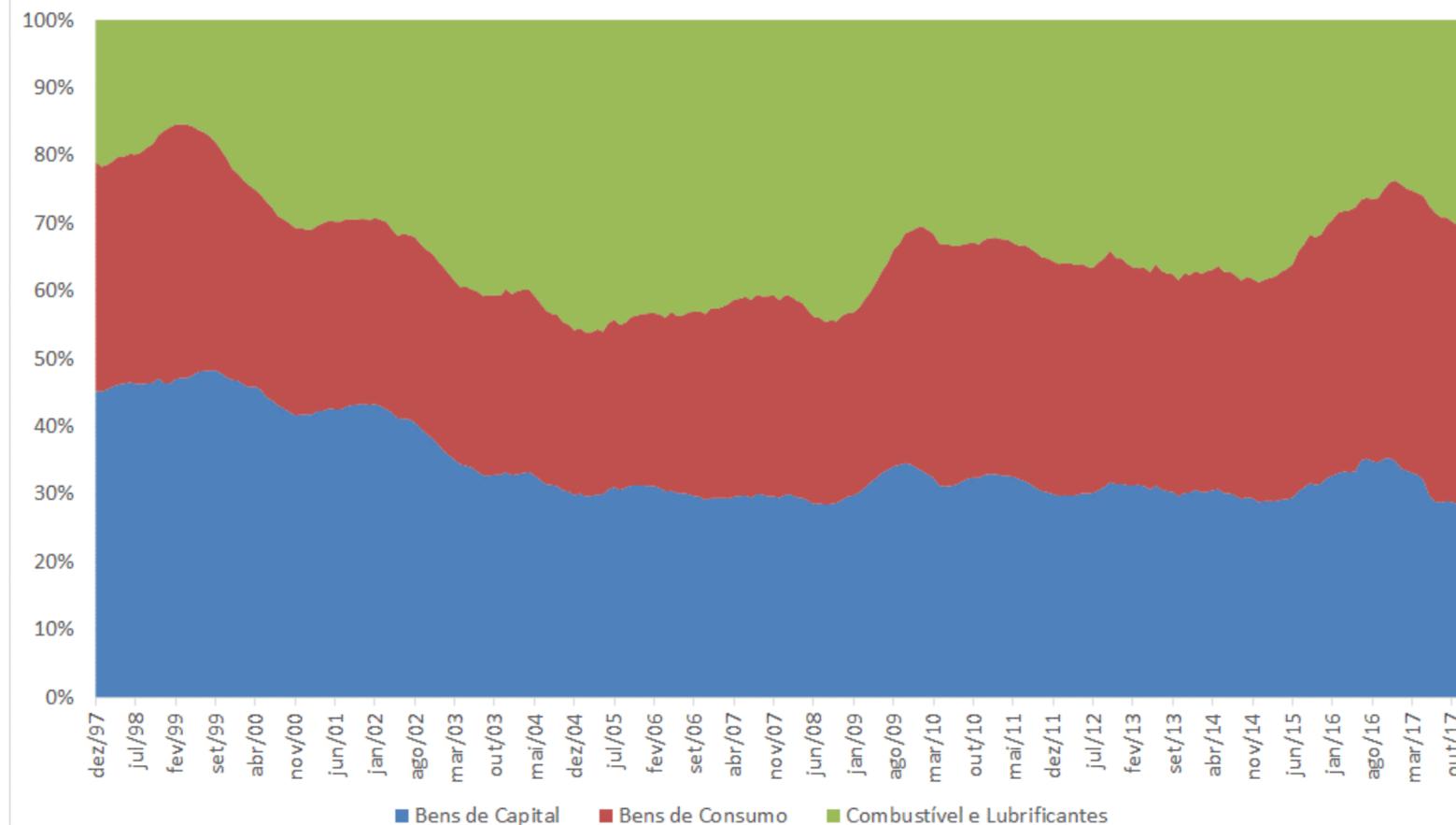
Pauta Exportação - Brasil (acum 12 meses)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos



Pauta Importação - Brasil (acum 12 meses)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos

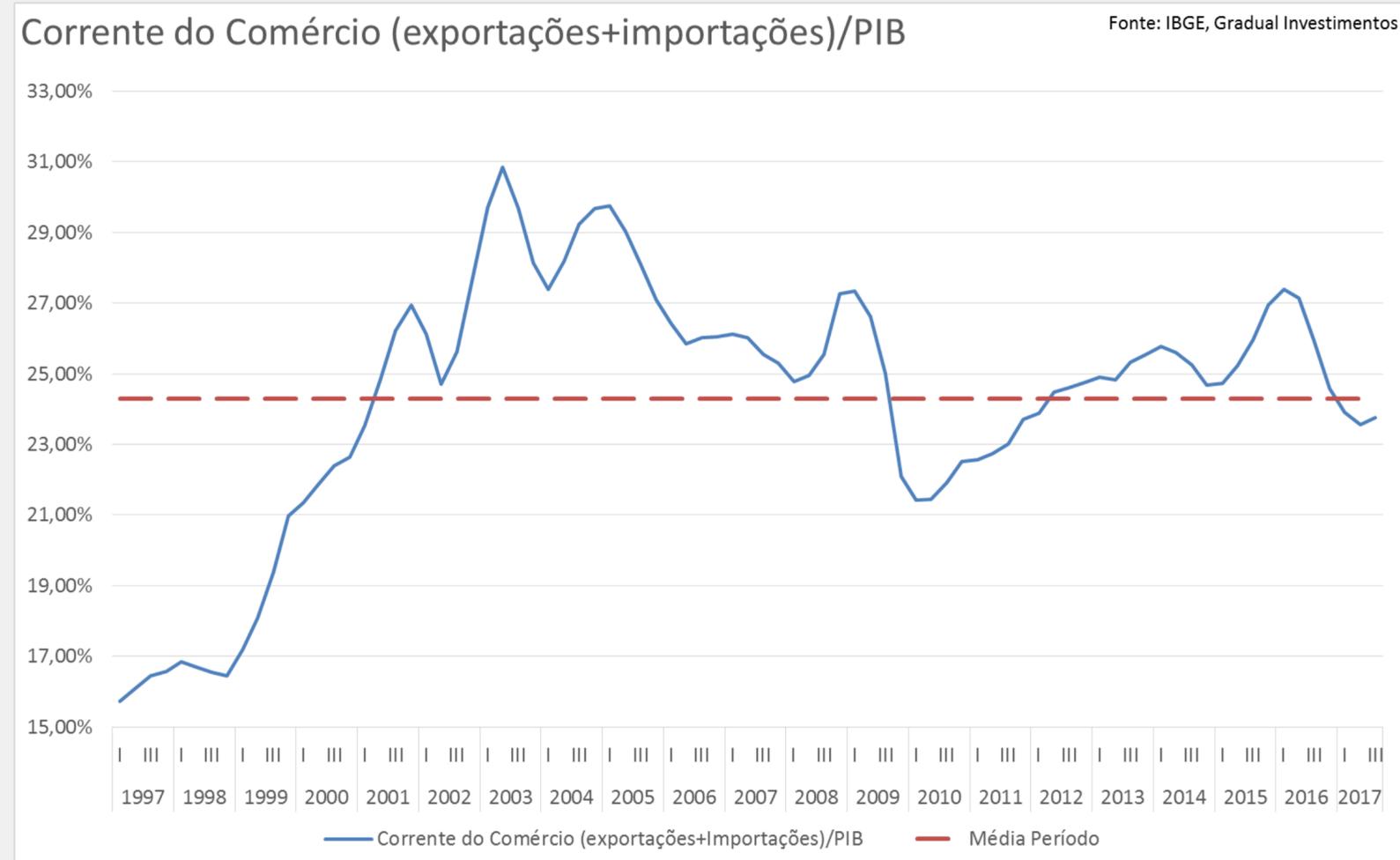




BALANÇA COMERCIAL: DEMANDA EXTERNA ALTA E INTERNA FRACA

Podemos observar, na composição da pauta de importações, que em termos relativos, estamos importando menos Bens de Capital, situação normal num país que ainda não conseguiu engatar o investimento.

O resultado de exportações em alta e importações estagnadas é que se observarmos a Corrente do Comércio (o somatório das exportações e importações que evidencia o grau de abertura da economia ou o impulso dinâmico de uma economia aberta), ela está abaixo da média histórica de 23,8% do PIB.

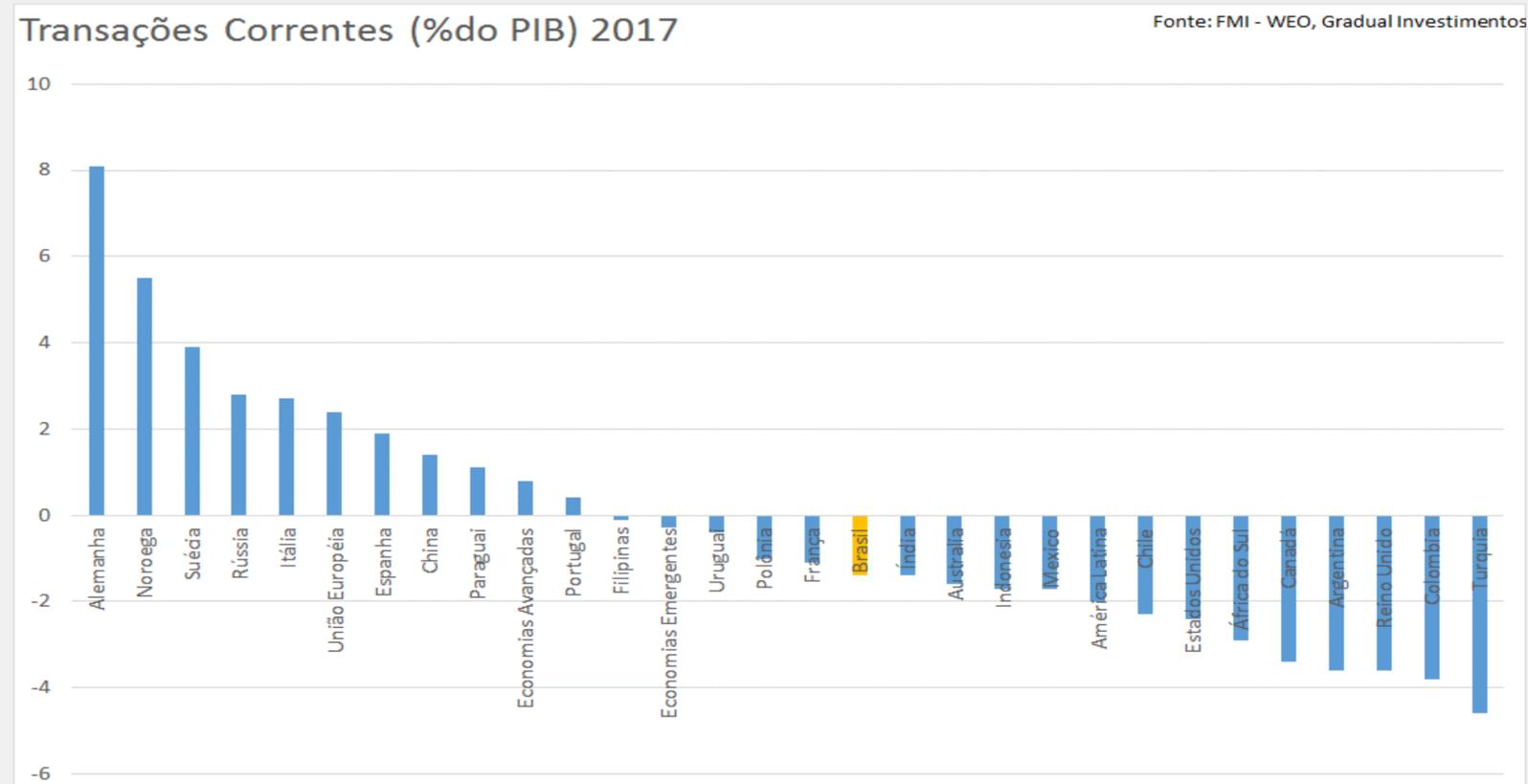




BALANÇA COMERCIAL: DEMANDA EXTERNA ALTA E INTERNA FRACA

A Balança Comercial deve continuar a nos ajudar ao longo de 2018, contudo não podemos contar muito mais com este setor: se é verdade que teremos alguma recuperação marginal da demanda doméstica, a tendência é que as importações reajam, diminuindo esta diferença positiva.

Sobre as Transações Correntes ainda persistem Investimentos Diretos no país que, em termos líquidos, está em patamar relativamente elevado, e o déficit em proporção ao PIB está, de certa maneira, controlado. Segundo as estimativas do FMI, devemos fechar 2017 com um déficit em Transações Correntes em proporção do PIB de cerca de 0,69%.





MASSA SALARIAL

Os últimos determinantes da atividade doméstica são a massa salarial e o rendimento médio de todos os trabalhos, deflacionados pelo IPCA. Depois de uma forte queda entre fins de 2014 e julho de 2016, a massa salarial retomou trajetória de crescimento guiada pela melhora do emprego, cuja taxa de desocupação caiu de 13,7% para 12,4%, e pelo impacto da baixa inflação de 2017. Como consequência da melhora destes indicadores, o rendimento real médio no Brasil elevou-se 2,4% entre 2016 e 2017. Estes indicadores, de emprego, massa salarial e rendimento médio, ajudam a explicar, em paralelo à liberação do FGTS, a melhora do Consumo das famílias em 2017.

A atividade econômica no Brasil em 2017 é ainda aferida pelos componentes do PIB sob a ótica da demanda interna, cujos dados estão dispostos no Gráfico abaixo. O mais importante componente da demanda no Brasil, o Consumo das famílias, subiu 4 p.p. ao longo dos três primeiros trimestres de 2017. Chama a atenção, conforme já apontado, o fim da queda dos investimentos, com a Formação Bruta de Capital Fixo primeiro se estabilizando entre o terceiro trimestre de 2016 e o segundo de 2017 e iniciando retomada no terceiro trimestre de 2017. Por fim, o Consumo do governo permaneceu estável ao longo de todo 2017.

E então, o que esperamos de 2018? Os dados apresentados mostram recuperação ao longo de 2017, portanto, uma retomada, embora ainda a passos lentos. Isso leva a crer que 2018 será um ano de confirmação da retomada do crescimento, por conta do aumento da produção, extinção do excesso de estoques, melhora da confiança do empresário industrial, retomada das vendas e contribuição do setor externo. Massa salarial e rendimento médio, crescentes em 2017 contribuíram para a melhoria do Consumo das famílias, que ainda foi empurrada pela liberação do FGTS no segundo e terceiro trimestres.

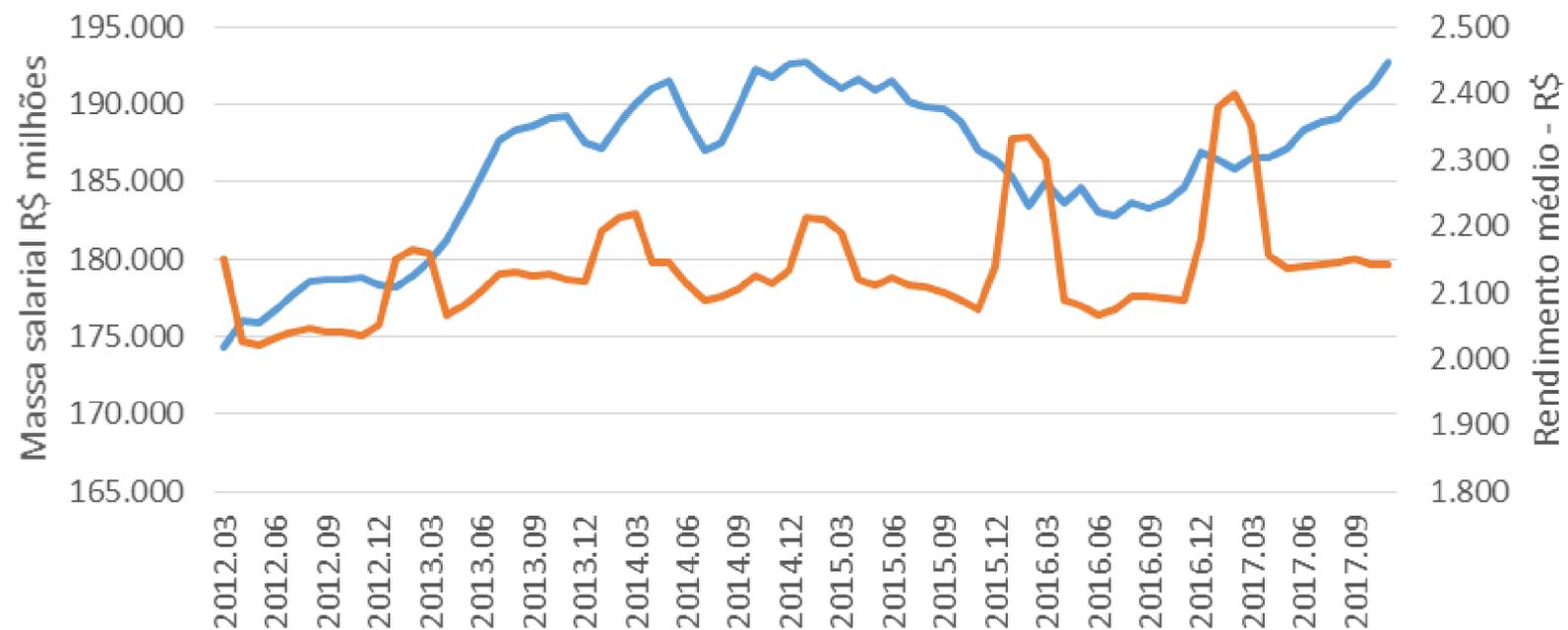
É certo que ainda é uma retomada delicada, que pode estar fortemente sujeita aos ciclos externo e eleitoral, este sobretudo nos segundo e terceiro trimestres de 2018. Contudo, efeitos negativos das incertezas eleitorais parecem ter como consequência, baseando-se no também conturbado cenário político de 2017, a redução o ritmo de expansão da atividade, mas não a volta da recessão. Recém saída de uma longa internação, a economia brasileira assemelha-se a um paciente em estágios iniciais de recuperação.



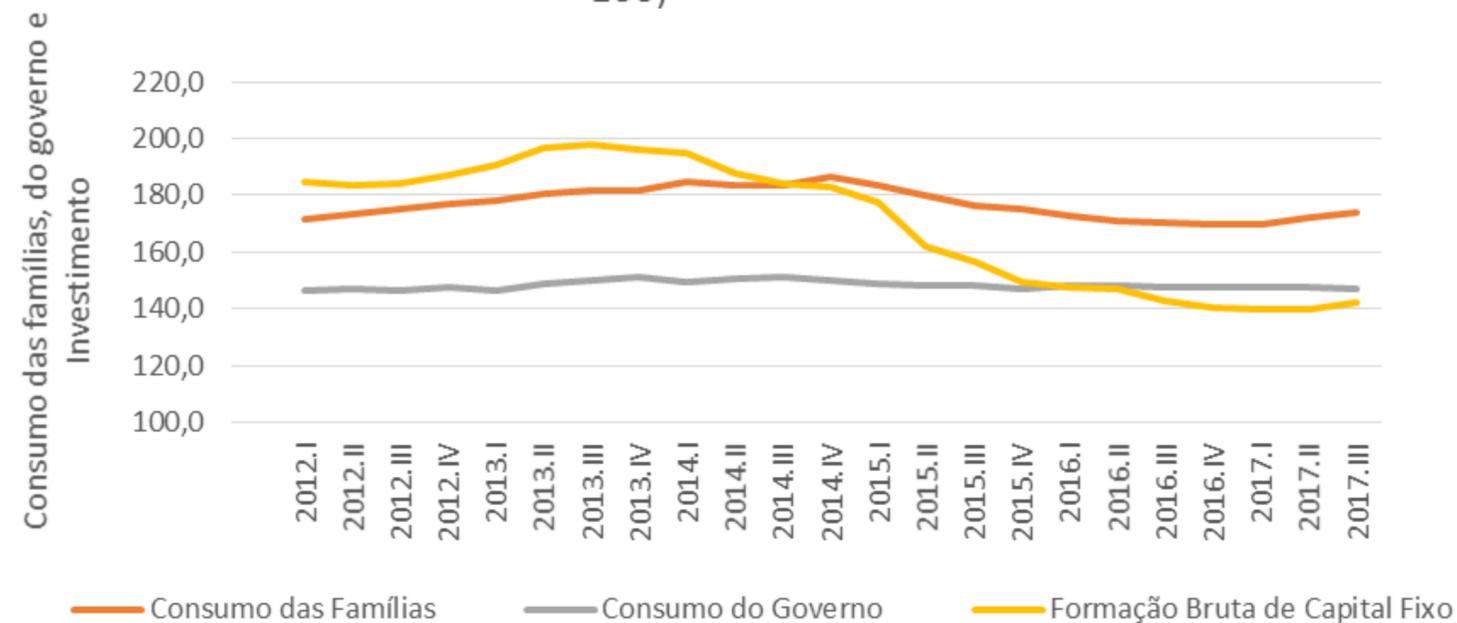


MASSA SALARIAL

Massa salarial e rendimento médio de todos os trabalhos Fonte: IBGE e Gradual



Componentes da demanda - Índice de volume trimestral (média de 1995 = 100) Fonte: IBGE e Gradual





SETOR EXTERNO //





PROBLEMAS MONETÁRIOS

A dinâmica dos ativos financeiros nos mercados centrais inspira muitos cuidados ao longo de 2018 e pode ser um fator de estresse ainda maior do que os problemas e incertezas decorrentes das eleições presidenciais de 2018. Há um acúmulo de evidências que sugerem descompasso entre variáveis antes estáveis e que podem se traduzir em correções abruptas, especialmente nas bolsas de valores, fazendo que o período de bonança atual seja revisto.

Este ponto é particularmente importante para nós brasileiros uma vez que os principais ativos financeiros (Ibovespa e Real) são particularmente sensíveis a eventos externos. Temos que ter em mente que tanto o Ibovespa quanto o Real são peças fundamentais nas finanças internacionais, se configurando assim nos ativos preferidos para se operarem nos mercados emergentes. Dado o tamanho do mercado brasileiro de ações e de moeda (sem contar a nossa taxa de juros) se você está em Frankfurt e quer fazer uma posição vendida em moeda emergente você não faz isso com o Peso Mexicano, ou a Lira turca: você faz isso preferencialmente com o Real Brasileiro.

Este aviso serve para não repetirmos o erro de análise comum que aconteceu em 2014 quando o Dólar disparou e muitos analistas vieram a público dizer que era culpa da eleição de Dilma Rousseff. Isso é mentira: o dólar disparou por conta da queda do Barril de Petróleo de US\$ 107 em junho para US\$ 55 ao final do ano. Como 2018 é um ano eleitoral, temos que ter clareza do setor externo para não deixarmos que nossa análise seja influenciada por paixões políticas e caiamos em lugares comuns da análise financeira vulgar.

Dito isso vamos nos dedicar aos pontos que nos chamam atenção e que podem se tornar agudos em 2018.

Vivemos ainda sob influência da crise financeira de 2008, mesmo uma década depois. Apesar da melhora de certos indicadores econômicos nas economias centrais, como PIB, inflação e a taxa de desemprego, nos parece evidente que as contradições financeiras derivadas da crise *subprime* ainda não foram sanadas e os resultados melhores na economia estão se dando com impulsos monetários e fiscais relevantes (a maioria dos países centrais está rodando déficits fiscais, exceção feita à Alemanha).





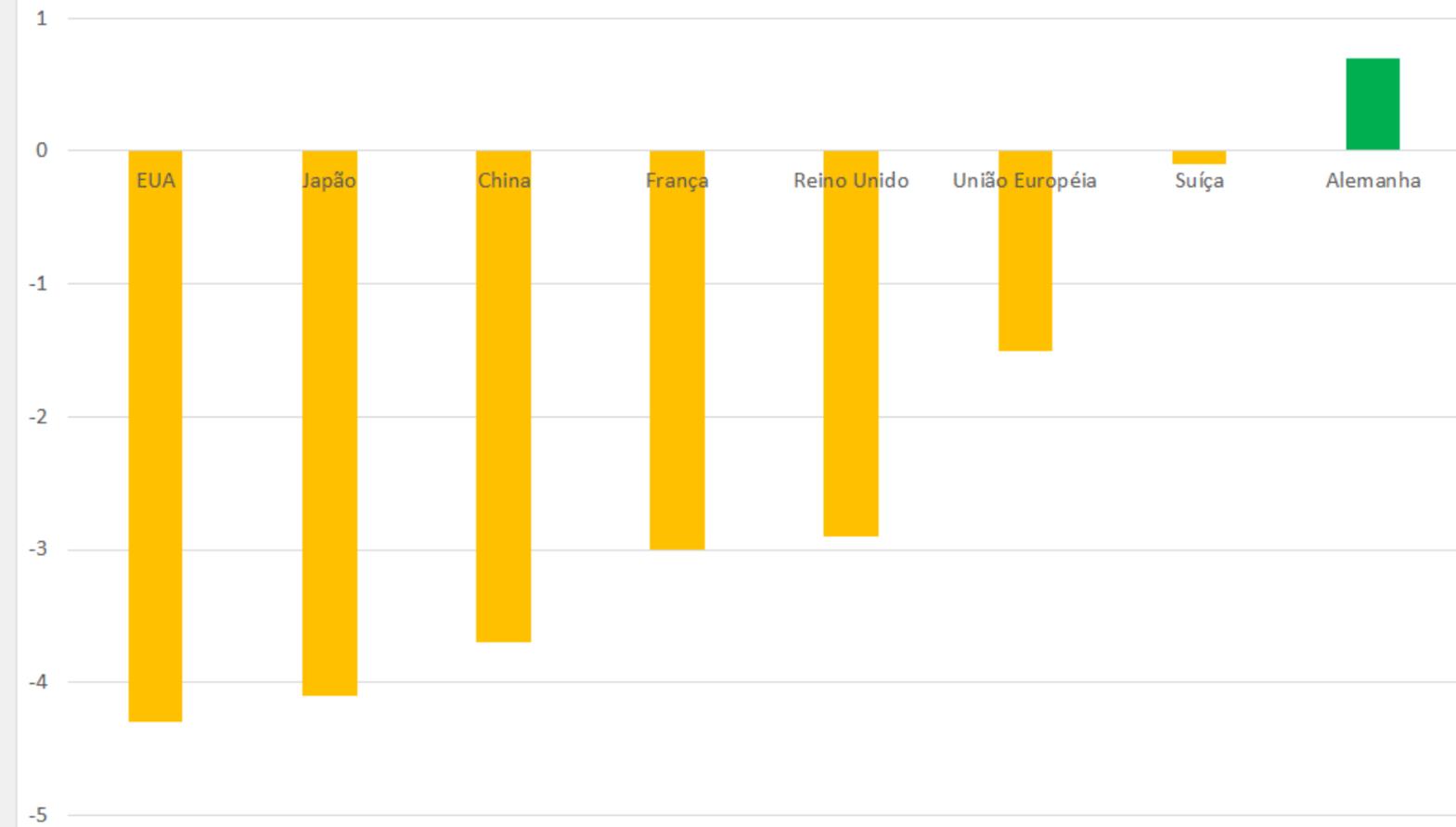
PROBLEMAS MONETÁRIOS

Se os impulsos monetários/fiscais estão elevados, eles estão 'vazando' para algum outro lugar que não os preços ao consumidor, como sugere a teoria padrão. De fato, a inflação se mantém extremamente comportada nestas economias e isto tem sido objeto de intensa discussão acadêmica, em que destacamos as hipóteses neo-fisherianas como arcabouço na fronteira da ciência econômica neste aspecto.

Há muita especulação sobre uma possível elevação mais forte dos juros nos EUA, especialmente depois que a administração Trump aprovou um corte de impostos generoso que impõe, dentro da doutrina econômica padrão, uma compensação da emissão fiscal nova subindo os juros básicos dos seus Bancos Centrais. Em primeiro lugar temos que nos perguntar: há de fato espaço para subir os juros?

Resultado Primário de 2017 (% do PIB)

Fonte: FMI Data Mapper, Gradual Investimentos





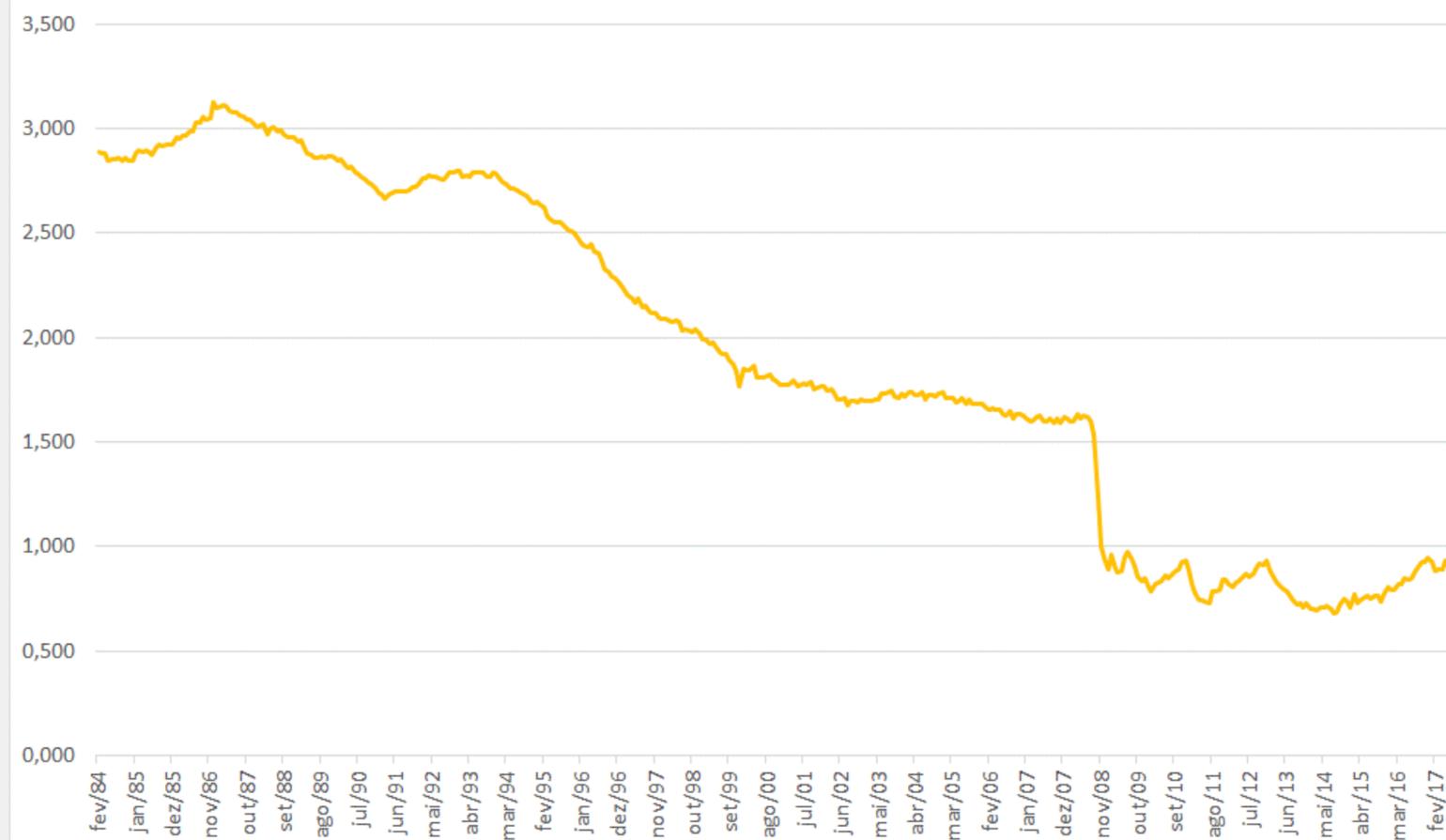
PROBLEMAS MONETÁRIOS

As emissões monetárias norte-americanas – consolidadas em três *Quantitative Easings* (QE) – foram absorvidas em grande parte pelos balanços bancários, que entesouraram o dinheiro novo por alguns motivos: i) fazer caixa frente às perdas de 2008; ii) a imposição de regras mais rígidas de liquidez dos ativos bancários (em nossa opinião, a nova legislação macroprudencial foi feita para forçarem os bancos a ficarem com estes títulos dos governos para exatamente trazer mais estabilidade ao sistema. Afinal, se vê que já se relaxam as regras uma vez que não há perigo aparente de uma nova crise); e iii) os bancos não viram melhora significativa na economia a ponto de os incentivar a dar crédito de maneira substancial, preferindo o ‘porto seguro’ dos títulos governamentais.

O efeito disso foi que, no caso dos EUA, a emissão monetária nova foi acompanhada de uma postura disfuncional do sistema financeiro que podemos ver através do multiplicador bancário. Antes da crise de 2008, cada dólar emitido era multiplicado por 1,5, ou seja criava mais 50 centavos no sistema financeiro. Após o primeiro QE este valor caiu para 0,89, ou seja, a cada dólar emitido o sistema transformava em 89 centavos. Até hoje não voltamos sequer para a unidade.

Multiplicador de M1 - EUA

Fonte: FED Saint. Louis, Gradual Investimentos





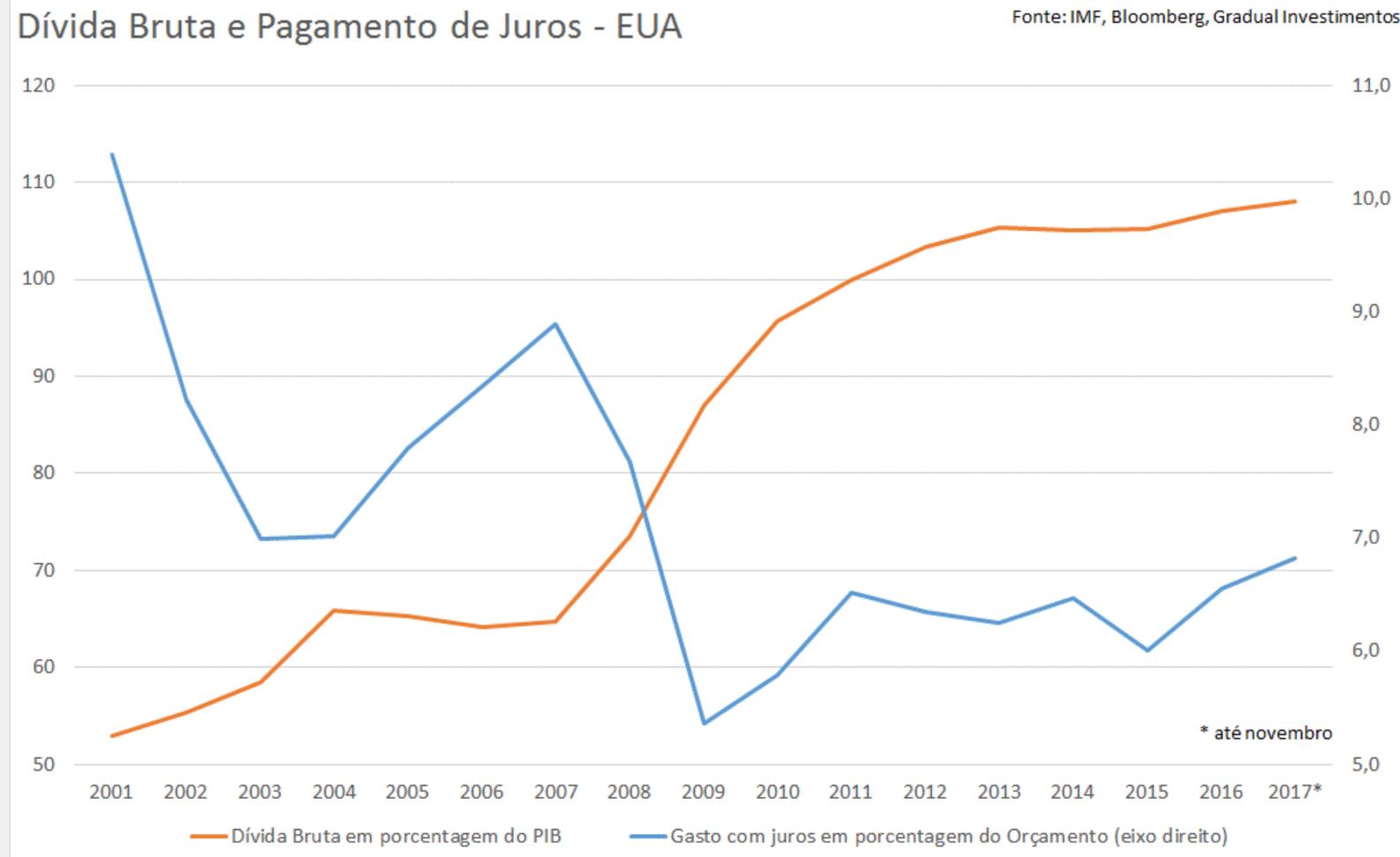
PROBLEMAS MONETÁRIOS

A questão que se impõe é que se o FED subir os juros, ele forçará o preço dos títulos entesourados nos bancos para baixo, o que implica em desenquadramento generalizado destas instituições financeiras. Se não chegar a descumprir as regras da Basileia, não seria exagero supor que as perdas contábeis seriam expressivas, acionando um sinal amarelo no setor.

O mais preocupante, contudo, está na dinâmica fiscal norte-americana. A Dívida Bruta dos EUA subiu de maneira vertiginosa desde o início da crise de 2008, saindo de 53% do PIB em 2001 para 108% em 2017. Apesar da alta no estoque, o fluxo de financiamento deste montante caiu em proporção aos gastos da Administração em Washington: em 1988 se gastavam cerca de 14,5% do Orçamento Federal em pagamento de juros. Em 2017, apesar de ter dobrado em proporção do PIB, o gasto com esta rubrica é de menos da metade, 6,8%.

Dito isso, só podemos especular os efeitos deletérios de uma eventual alta dos juros no Orçamento com implicações ainda mais radicais na percepção de risco global. Afinal, rebaixar os EUA numa nota de investimento é, até uma segunda ordem pelo menos, rebaixar o mundo inteiro. No entanto, há sinais que as altas finanças globais estão mudando de eixo, mas sem uma concomitante mudança política.

Temos assim que ainda há algo de podre nos balanços consolidados do sistema financeiro mundial e de governos importantes, como os EUA. Vamos agora expor algumas evidências de fadiga do sistema, que sugerem uma eventual correção dos ativos, em particular no S&P.





DESCOLAMENTO DOS TÍTULOS AMERICANOS E ALEMÃES

Tradicionalmente, os juros de títulos americanos e alemães sempre renderam o mesmo, afinal o risco destes países quebrarem é virtualmente o mesmo: nenhum. Contudo, desde 2013 os dois títulos estão se afastando de maneira clara. Os juros pagos pelos alemães estão sensivelmente mais baixos que os norte-americanos, mostrando assim que o mercado precifica com risco maior os EUA em relação à maior economia da Europa. Isto é uma novidade que merece toda a nossa atenção.

Sabemos que a Alemanha conduziu uma política de austeridade fiscal aos países membros do Euro e acreditamos que esta política, para além do discurso padrão do fiscalismo germânico, tinha como objetivo enfraquecer o Euro para evitar que uma moeda forte em relação ao Dólar atrapalhasse a recuperação alemã. Foi o jeito indireto que Berlim arranhou para contra-atacar os *Quantitative Easings* norte-americanos: a forma de desvalorizar o Euro foi colocar o continente na beira da bancarrota.

O resultado secundário disso foi que os capitais europeus fugiram para debaixo da saia do todo poderoso *Bundesbank* comprando títulos seguros da toda poderosa Alemanha. Berlim ganhou nas duas pontas.

Esta é uma explicação para este fenômeno, mas mesmo que estejam erradas nossas hipóteses, fica também evidente que este descolamento das taxas reflete uma novidade assustadora no mercado financeiro internacional.

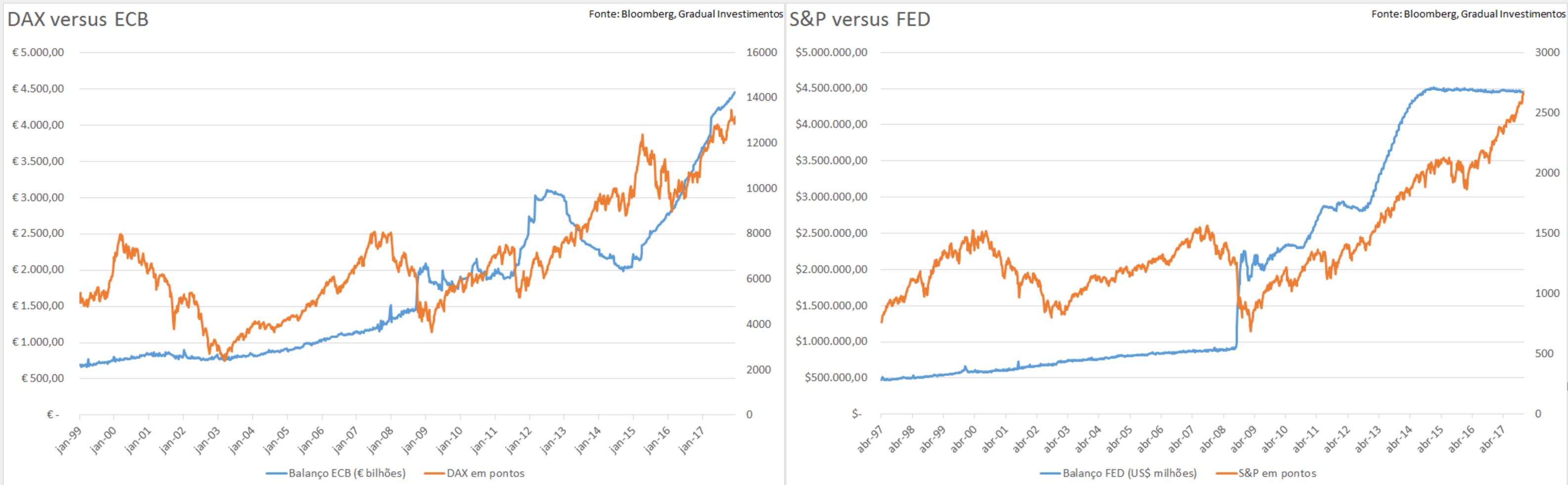




CORRELAÇÃO EXPANSÃO MONETÁRIA E ÍNDICES ACIONÁRIOS

Um dos efeitos desejados de uma política monetária expansionista é que haja inflação de ativos, afinal é desta forma que se força o investidor a ficar prefixado, ou seja, tomar ativos reais e assim impulsionar a economia e a geração de empregos. Contudo, os volumes monetários envolvidos desde a crise de 2008 têm sido muito expressivos e, uma vez que não se traduziu em inflação ao consumidor, este dinheiro vazou para ativos financeiros.

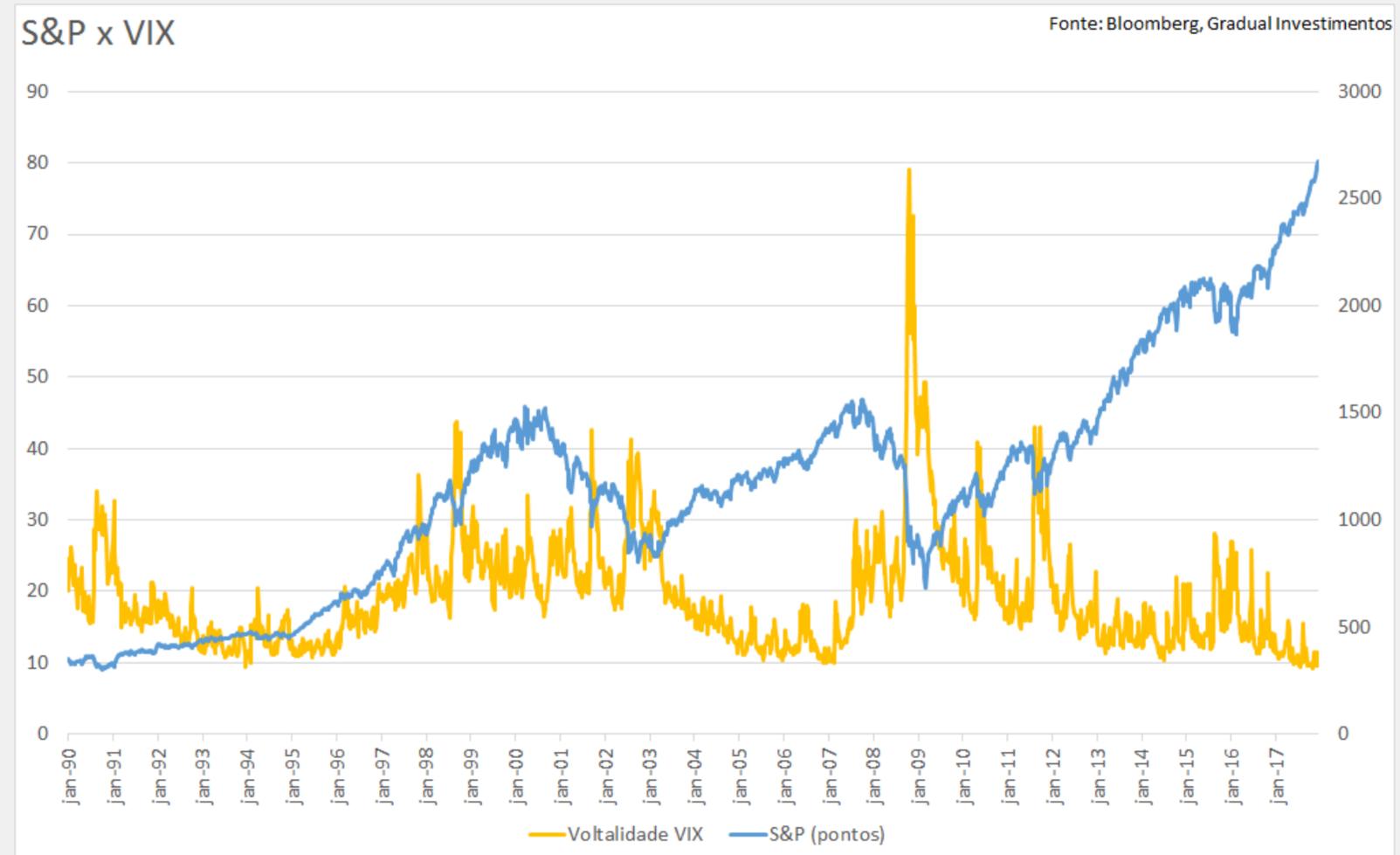
Se observarmos a variação do S&P e do DAX em relação ao balanço dos seus Bancos Centrais, podemos observar simetria significativa. Assumindo que hoje a discussão na mesa é que haverá alta de juros. Logo, o período de expansão dos balanços chegou ao fim. Porém, até quando o mercado poderá se manter por si sem o anabolizante monetário é uma questão ainda em aberto.





VOLATILIDADE NA MÍNIMA E BOLSA NO MÁXIMO

Se costuma dizer que quando tudo mundo pensa a mesma coisa é porque todo mundo está pensando errado. A volatilidade do S&P medido pelo VIX está no menor patamar da série histórica, ou seja, todo mundo acredita que as ações continuarão a subir de maneira indefinida. A euforia é tão grande que investidores mais cautelosos, que haviam feito posições *hedge* contra eventuais quedas nas ações, estão sendo obrigados a desfazê-las para não perderem a euforia do mercado. Dito de outra forma, a estabilidade está desestabiliza e neste caso, em se tratando da menor volatilidade já registrada, é razoável supor seu aumento em algum momento, se não já esse ano, no ano que vem sem dúvida.





CURVA DE JUROS “FLAT” NOS EUA

Em tese, contratos de juros de prazos diferentes tem que ter rentabilidades distintas, sendo maiores em função da maturidade. No entanto, de tempos em tempos, a curva de juros fica horizontal, ou seja, não há diferença de taxa entre vencimentos distintos. Quando isto ocorre, há uma disfuncionalidade no mercado de dinheiro e os agentes não sabem mais precificar de maneira correta os riscos no pelo tempo. Curvas planas (ou *flat* como se diz no jargão financeiro) são um sinal de perigo. Quando a relação se inverte, ou seja, quando os contratos de curto prazo pagam mais juros que os de longo prazo, temos a eminência de uma reação no tecido econômico.

Nos gráficos abaixo temos os juros dos contratos do governo norte-americano com vencimentos de 2, 5 e 10 anos, os quais comparamos com o PIB daquele país. No primeiro gráfico temos as curvas de juros e, na linha amarela, a soma das diferenças entre os juros destes títulos. Quando a linha amarela está em zero é porque não há diferença entre os juros dos diversos vencimentos. Depois pegamos a soma das diferenças, comparamos com o PIB dos EUA e marcamos em círculos vermelhos quando a curva de juros ficou negativamente inclinada, o que coincide com o início da queda do PIB.

Pegamos os dados a partir de 1985, uma vez que o choque Volker nos juros em meados da década de 1970 e início dos anos 1980 “sujam” a série, tornando impossível observar o fenômeno. Trazemos este gráfico uma vez que os juros de 2 anos nos EUA têm subido de maneira relevante e vemos que esta diferença entre os contratos de 3, 5 e 10 anos está diminuindo. Não será em 2018 que a curva ficará flat, mas caminhamos de maneira inexorável para isto ao final deste ano, com probabilidade elevada de se confirmar em 2019.

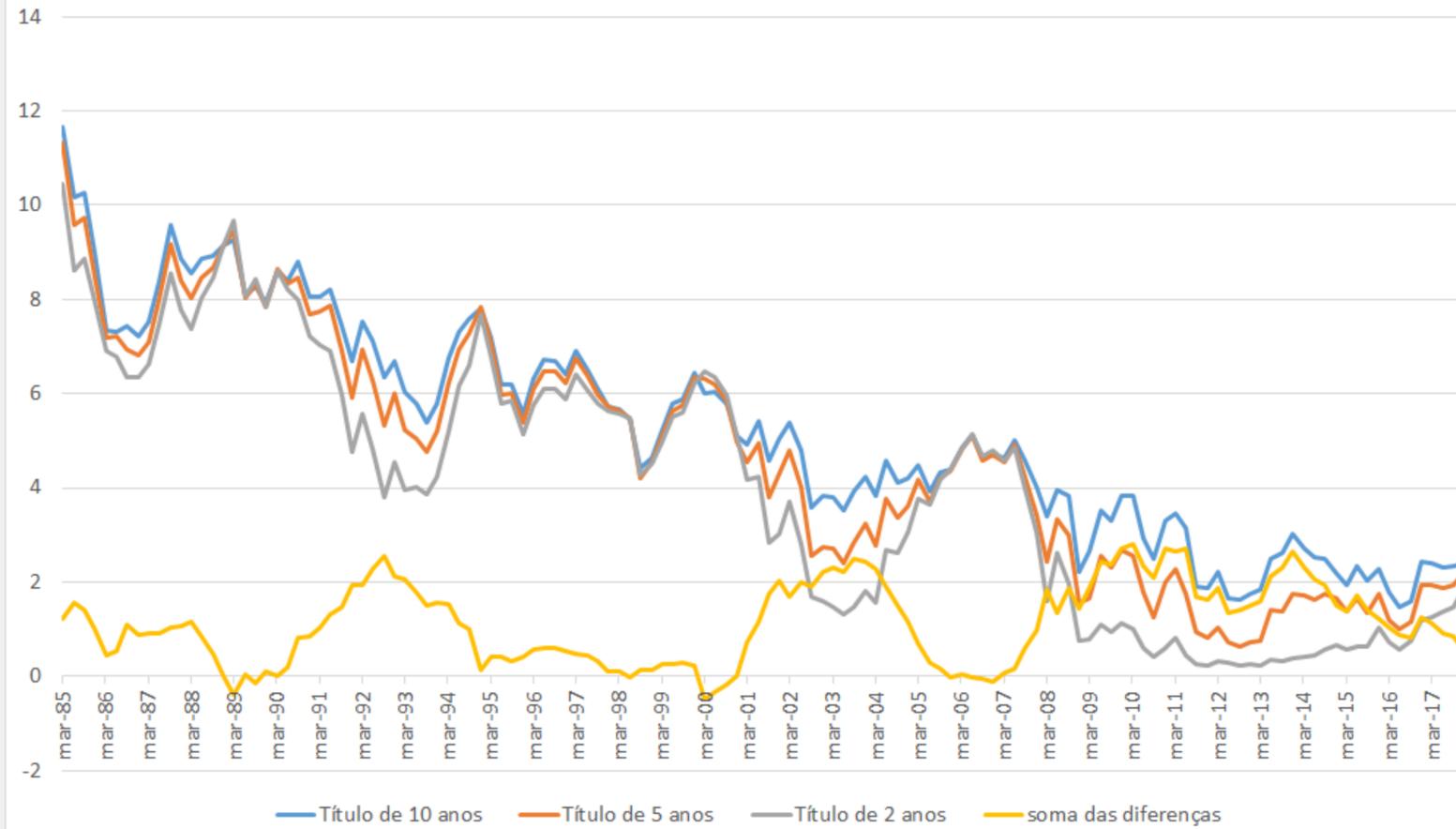




CURVA DE JUROS "FLAT" NOS EUA

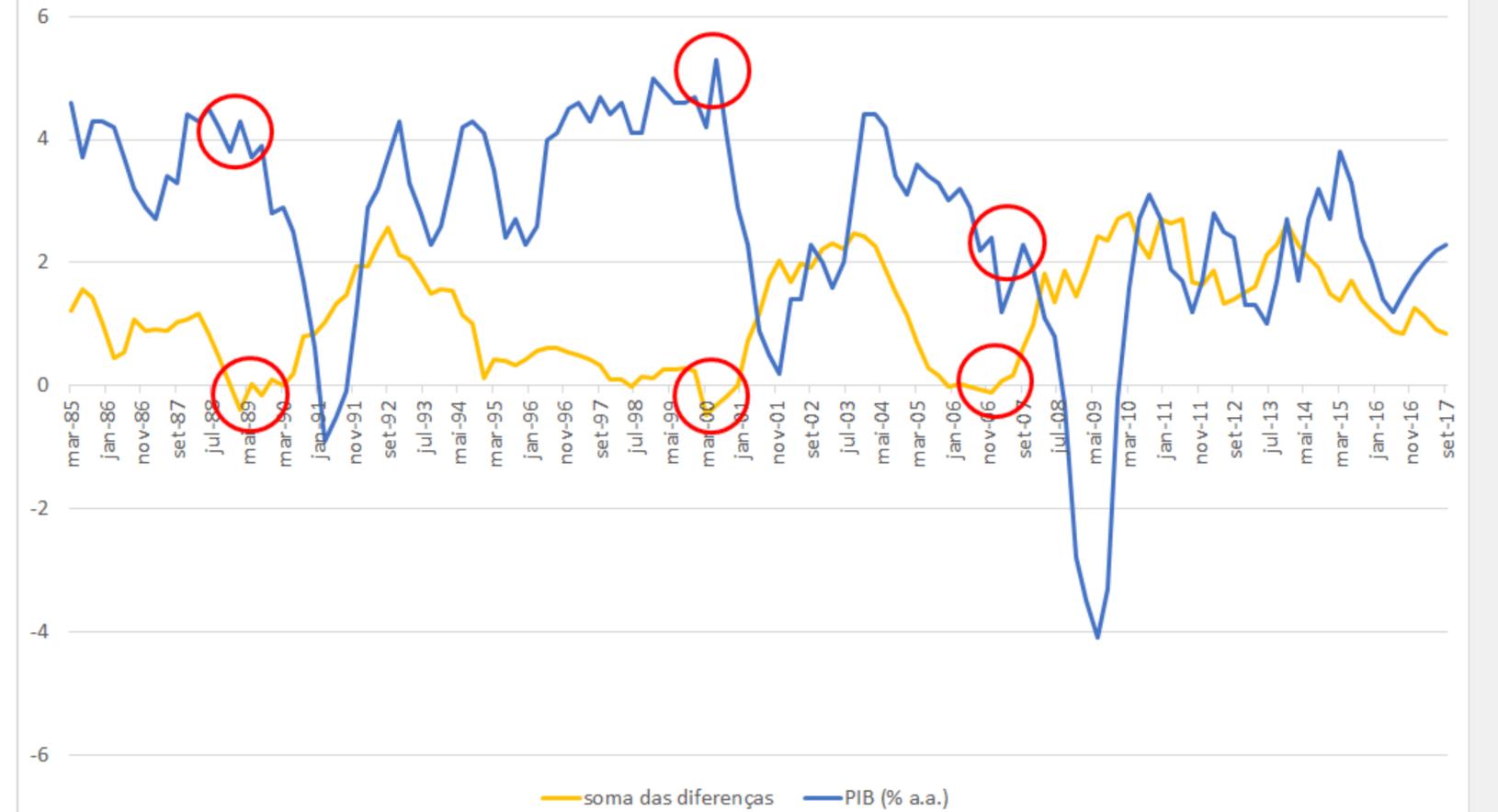
Curva de Juros - EUA (yield)

Fonte: Bloomberg, Gradual Investimentos



Curva de Juros e PIB - EUA

Fonte: Bloomberg, Gradual Investimentos





CONCLUSÃO

Vemos como relevante a possibilidade de alguma realização nos mercados acionários das economias centrais ao longo de 2018 e isto tem que ser observado de perto para se entenderem quais os efeitos no mercado local que, não esqueçamos, tendem a estar também pressionados por razões políticas. É impossível dizer com precisão quando isto ocorrerá, tudo depende do FED e da sua habilidade em subir a taxa básica sem estourar a bolha de ativos.

Como apontamos, os juros de diversos vencimentos estão se aproximando, tornando a curva de juros “flat”, e isto tende a acontecer no final deste ano. Há que se considerarem também os ruídos derivados do campo político externo, em que o presidente norte-americano, Donald Trump, pode sofrer mais pressão da oposição democrata e também dentro do seu próprio partido.





CRÉDITO //





RECUPERAÇÃO CÍCLICA

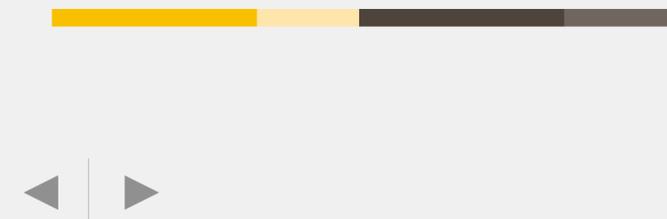
O saldo de crédito da economia chegou ao pico em dezembro de 2015, quando alcançou 53,7% do PIB, e vem caindo desde então chegando em 47% do PIB em novembro de 2017 (último dado realizado). Este processo foi puxado mais pelas empresas, do que pelas famílias. O saldo de crédito para Pessoa Jurídica (PJ) chegou no ponto mais alto em dezembro de 2015, quando alcançou 28,5% do PIB e passou para 21,8% do PIB. Tal queda levou a uma dinâmica de crédito nunca vista antes, onde, em dezembro de 2016, a proporção de saldo por PIB para PJ (24,7%) passou para baixo da linha de Pessoa Física (PF) (24,9%) e manteve tendência de queda, ao passo que a proporção de saldo por PIB para PF se manteve praticamente estável, alcançando o patamar de 25,2% do PIB.

O ano de 2017 ficou marcado pela queda da taxa de juros básica Selic, que trouxe a Selic fim de período para 7,00% a.a.. A queda da Selic fez com que o *spread* para PF passasse de 33,7 p.p. em outubro de 2016 para 26,7 p.p. em novembro de 2017, mesmo patamar do fim de 2015 quando o *spread* já estava em tendência de alta.

Na mesma linha, o *spread* para PJ também caiu. Porém, a ritmo menor do que o apresentado para PF. Para PJ o *spread* passou de 12,4 p.p. em julho de 2016 (ponto mais alto) para 10,7 p.p. em novembro de 2017.

A concessão de crédito total na economia passou por um intenso ciclo de aperto. Desde abril de 2011 o crescimento vem desacelerando paulatinamente, chegando a terreno contracionista em agosto de 2016 e permanecendo aí desde então. Dado o ponto do ciclo econômico no qual nos encontramos hoje, acreditamos que em 2018 haverá expansão do crédito na economia brasileira, em linha com a recuperação, mesmo que ainda em ritmo baixo, da atividade. Soma-se a esse cenário a Programação Monetária para 2018 do Banco Central onde é projetado uma alta de 5,5% em dezembro de 2018 para a Base Monetária restrita.

No entanto, gostaríamos de atentar para alguns pontos. Apesar de esperarmos uma expansão da oferta de crédito na economia para o ano de 2018, não esperamos que tal movimento se traduza em consumo da forma como foi visto no passado. Isto porque concomitante ao processo de desalavancagem das famílias houve também uma troca da carteira de crédito destas. O nível de endividamento das famílias por sua renda passou de 46,1% para 41,4% em outubro de 2017. Já o endividamento das famílias ex-habitação passou do seu pico, em agosto de 2012, de 31,4% para 23,0% da renda das famílias, evidenciando o processo de desalavancagem das famílias dito anteriormente. Com isso, haveria espaço para se pensar que as famílias poderiam retomar crédito, no entanto, nós não trabalhamos com tal hipótese. Isso porque o endividamento das famílias com crédito habitacional passou de uma taxa de 3,1% em janeiro de 2005 para 19,1% da renda em setembro de 2015 e permaneceu praticamente estável desde então (último dado realizado é de novembro de 2017 onde se situava em 18,4%).

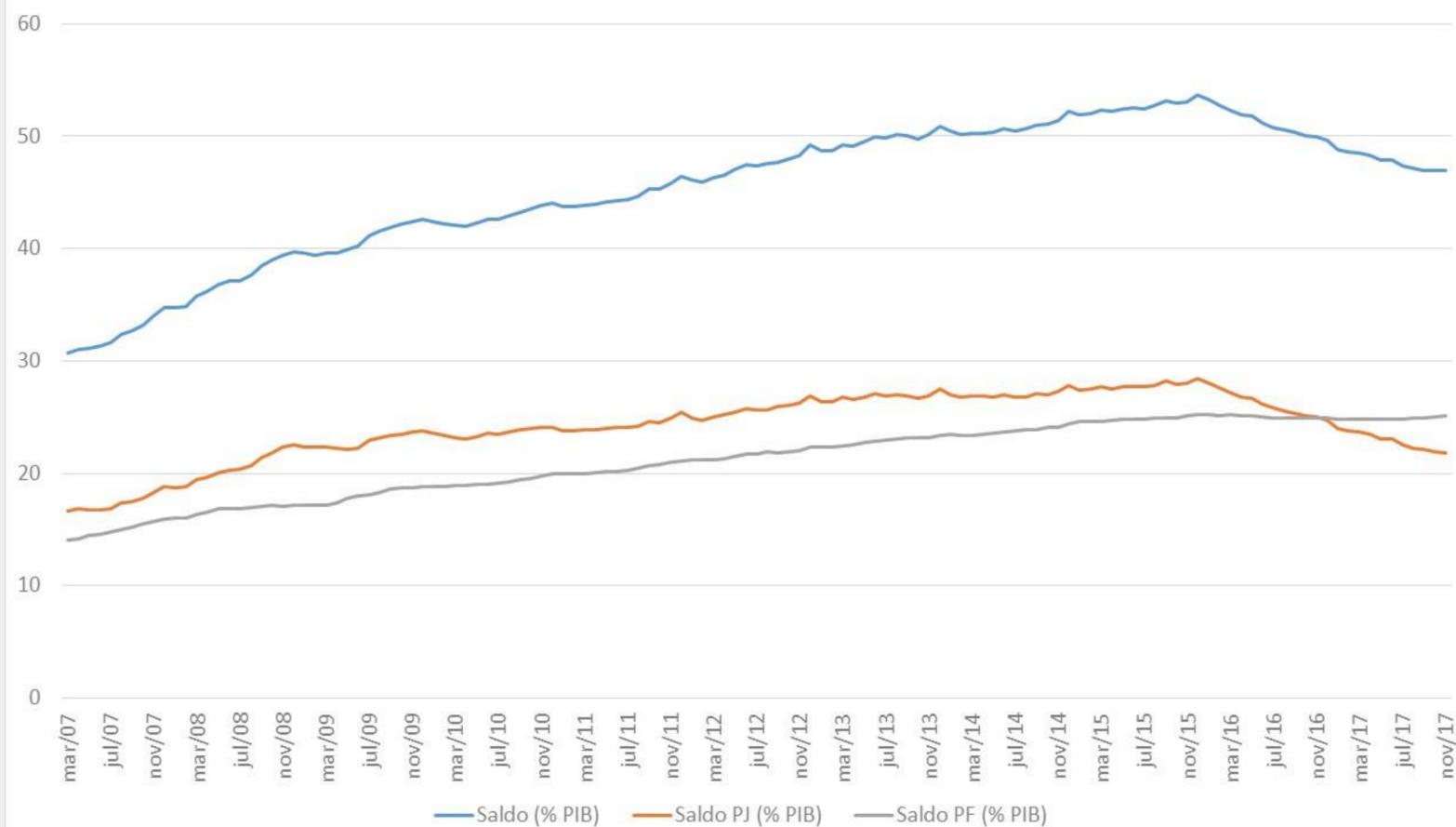




RECUPERAÇÃO CÍCLICA

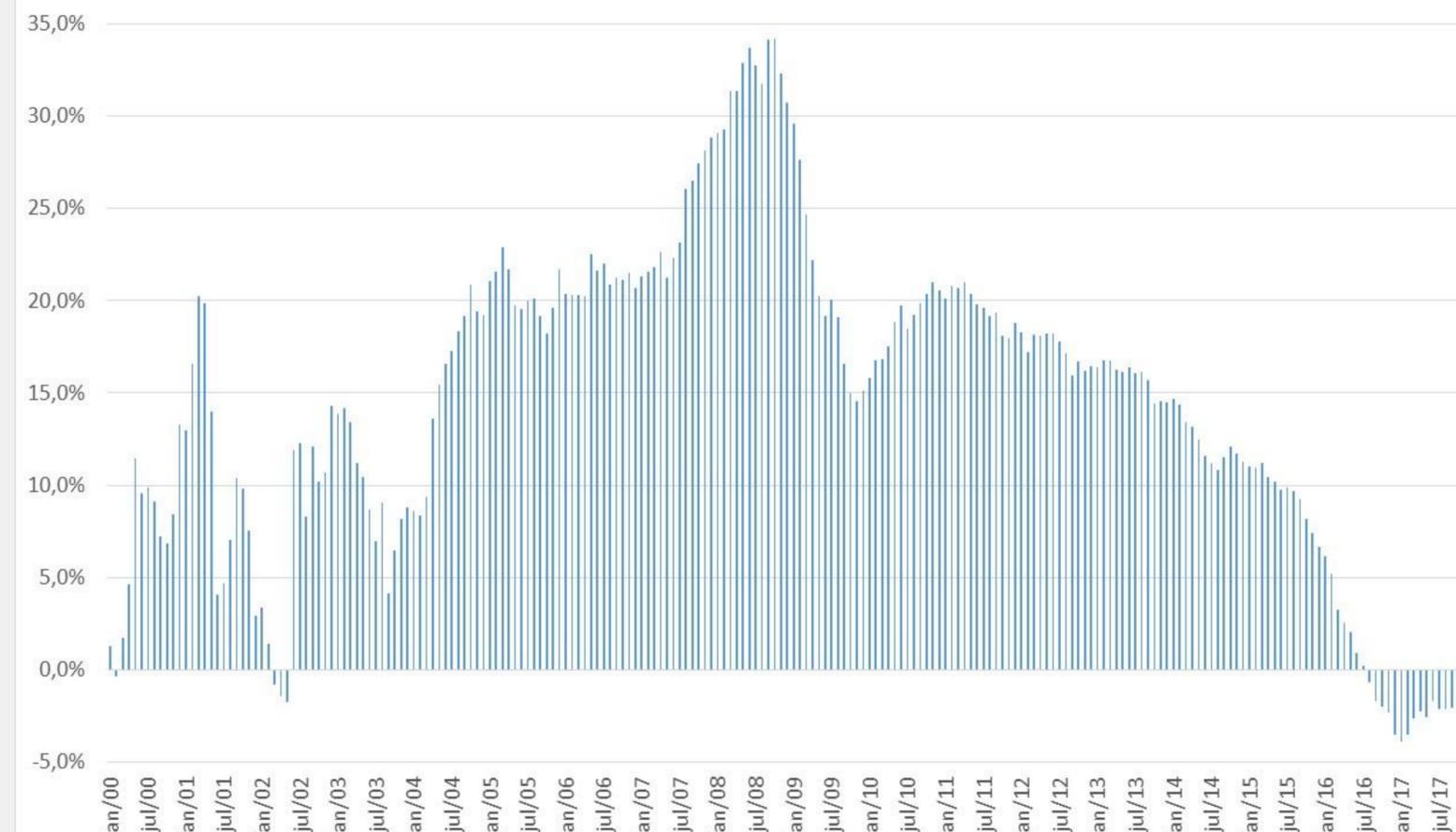
Saldo de crédito (% PIB)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos



Crescimento do total de empréstimos (a.a.)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos





RECUPERAÇÃO CÍCLICA

Spread Pessoa Jurídica (em p.p.)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos



Spread - Pessoa Física (em p.p.)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos

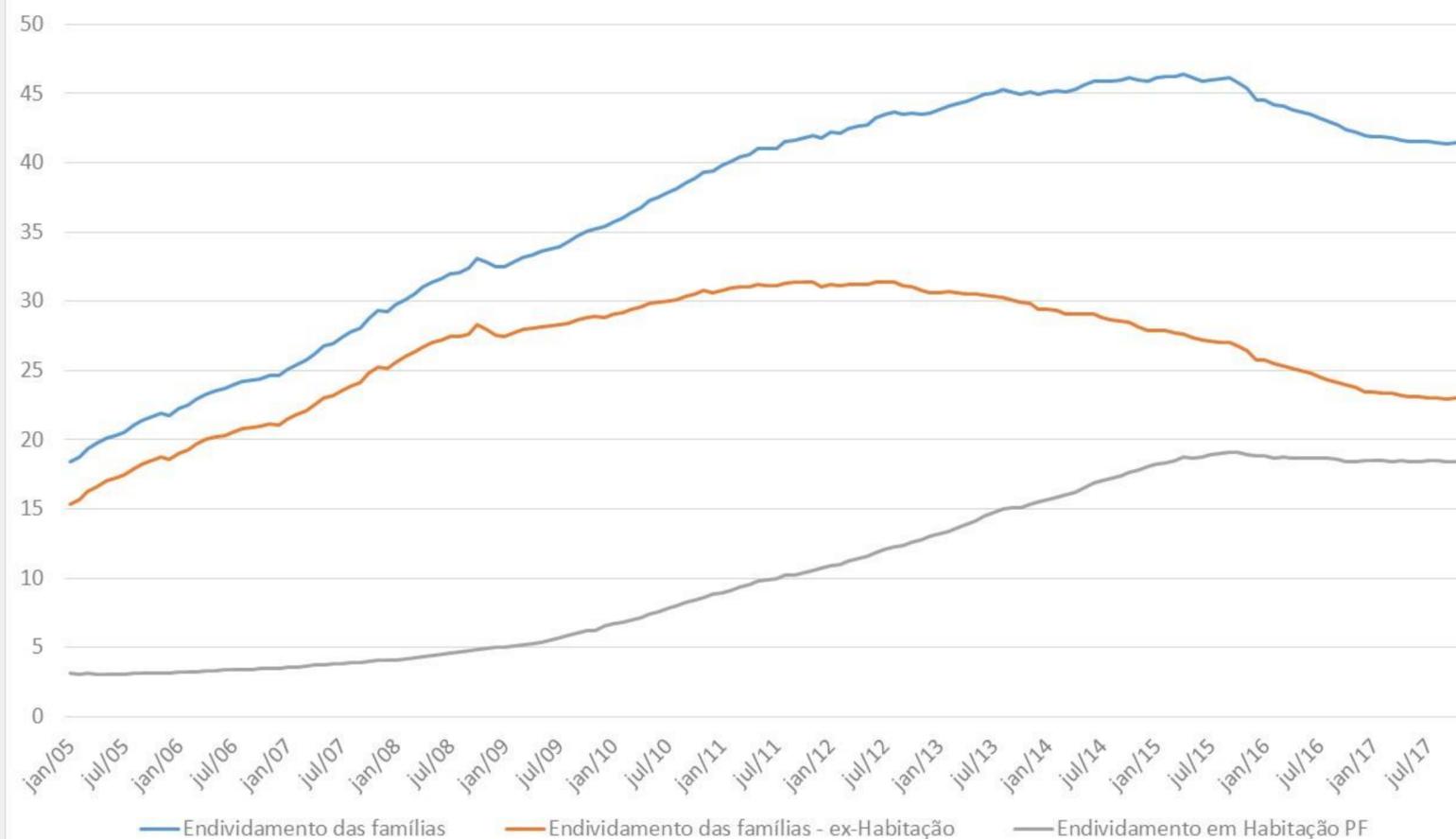




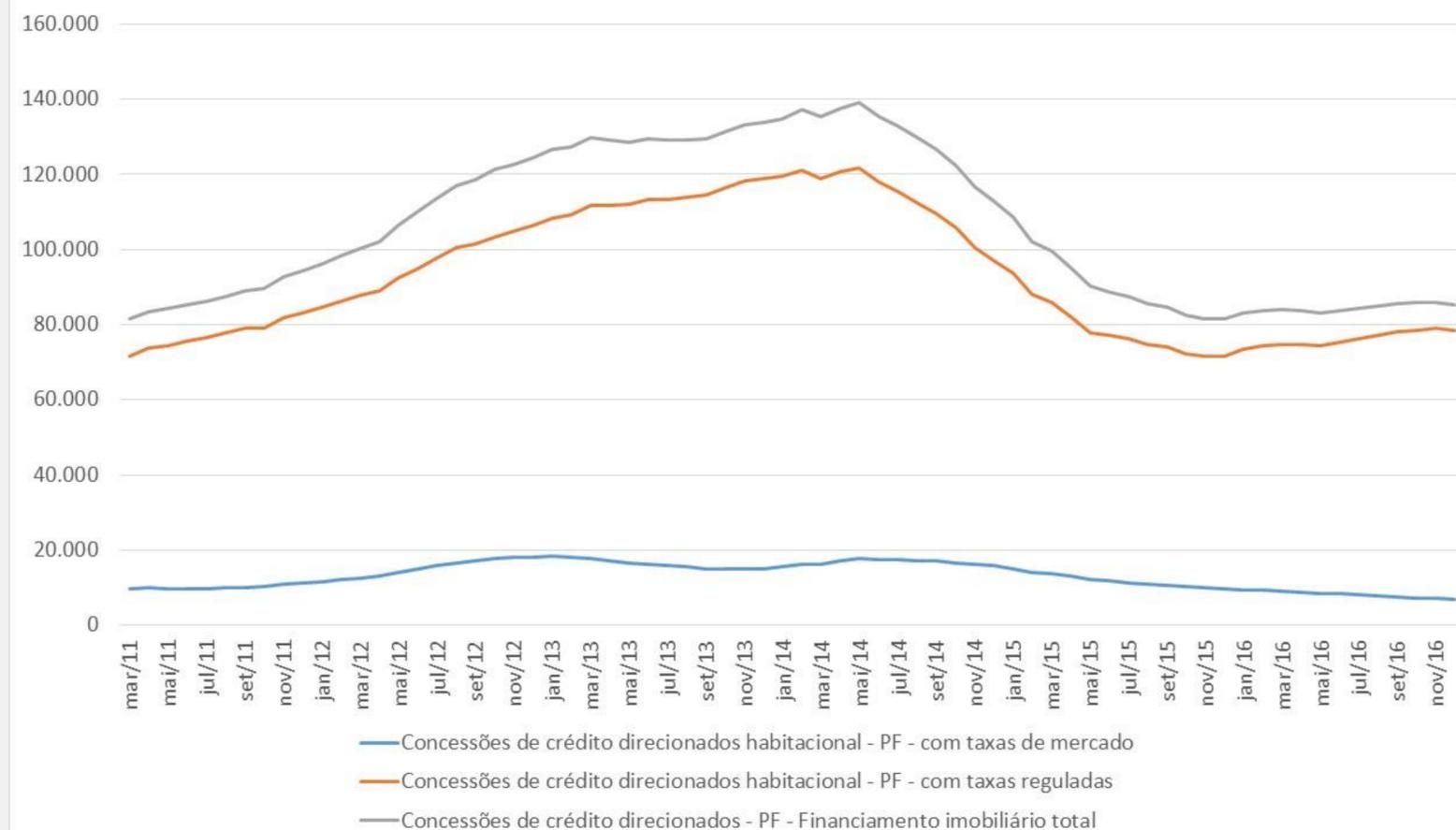
RECUPERAÇÃO CÍCLICA

Endividamento das famílias (% renda)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos



Concessões de crédito direcionados para Habitação (R\$ milhões)





RECUPERAÇÃO CÍCLICA

Este processo de troca da carteira de crédito das famílias fez com que o endividamento das famílias trocasse o caráter habitual de curto prazo para dívidas de mais longo prazo. O diferencial entre as taxas de endividamento das famílias que mantinha uma proporção de cerca de 20 p.p. em 2010 passou para 4,6 p.p. em outubro de 2017.

O crédito livre tem característica mais cíclica, ou seja, a melhora da economia levaria a uma expansão deste. Todavia, não esperamos que o crédito direcionado, e neste caso focamos no habitacional, deva apresentar forte expansão neste ano. Mesmo porque fontes deste financiamento possuem implicações políticas e, com isso, fiscais também, isto é, BNDES e Minha Casa Minha Vida.

Com isso, apesar de entendermos que a condição de crédito sob a ótica da oferta deva melhorar em 2018, não esperamos que tal expansão dê um boost no consumo das famílias pela restrição destas a tomar crédito dado a atual característica de seu endividamento de mais longo prazo.





CÂMBIO //





REAL NA BALANÇA

Uma das hipóteses que trabalhamos é que o mercado está sofrendo de ilusão monetária ao observar de maneira positiva alguns indicadores financeiros, em especial bolsa e dólar, que avançam sobre fundamentos que não são exatamente os que se argumenta que são. Sabemos bem que a bolsa e o dólar oscilam de maneira fundamentalmente ligadas a eventos externos, em especial à variação de commodities.

Tendo isso em mente, e os fatores norteadores deste cenário (veja INTRODUÇÃO), temos um cenário rachado para o câmbio em 2018. Se de um lado temos preocupação com uma eventual realização do S&P nos EUA por conta da elevação dos juros e da baixa volatilidade aliada aos patamares recordes do principal índice acionário do mundo, temos motivos para crer que no curto prazo o Real pode ficar ainda mais forte.

Conspira para isso uma apreciação recente do barril do petróleo que ainda não foi transferida para a moeda local. Como podemos ver no gráfico do Real contra o Petróleo (em escala invertida para facilitar a visualização da relação causal) temos na ponta um movimento do Petróleo ignorado pelo Real e isto pode indicar que ainda há espaço para o Real se apreciar contra o Dólar.

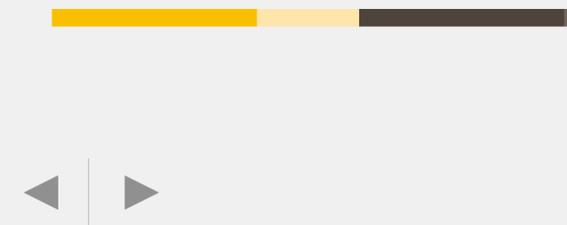
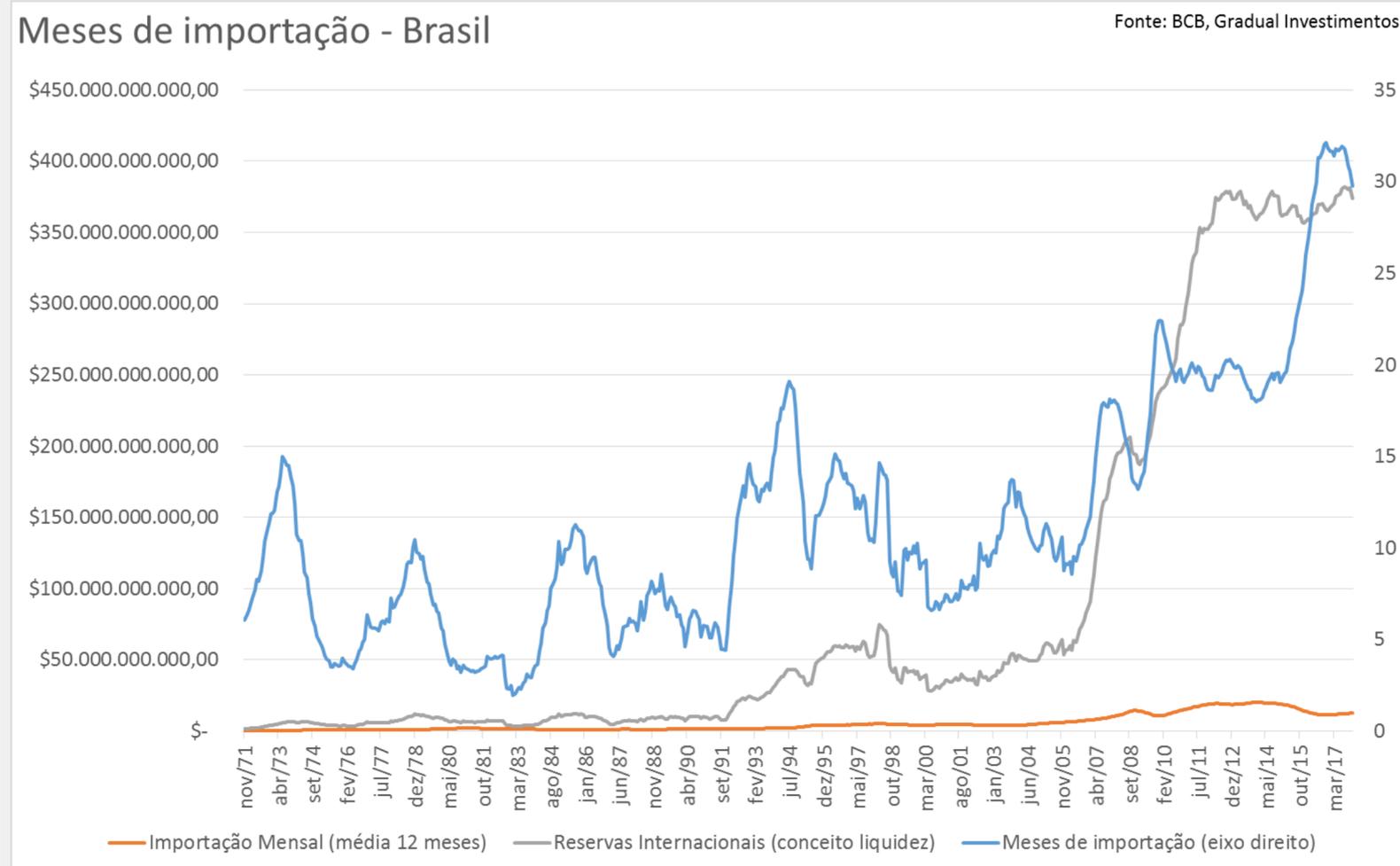
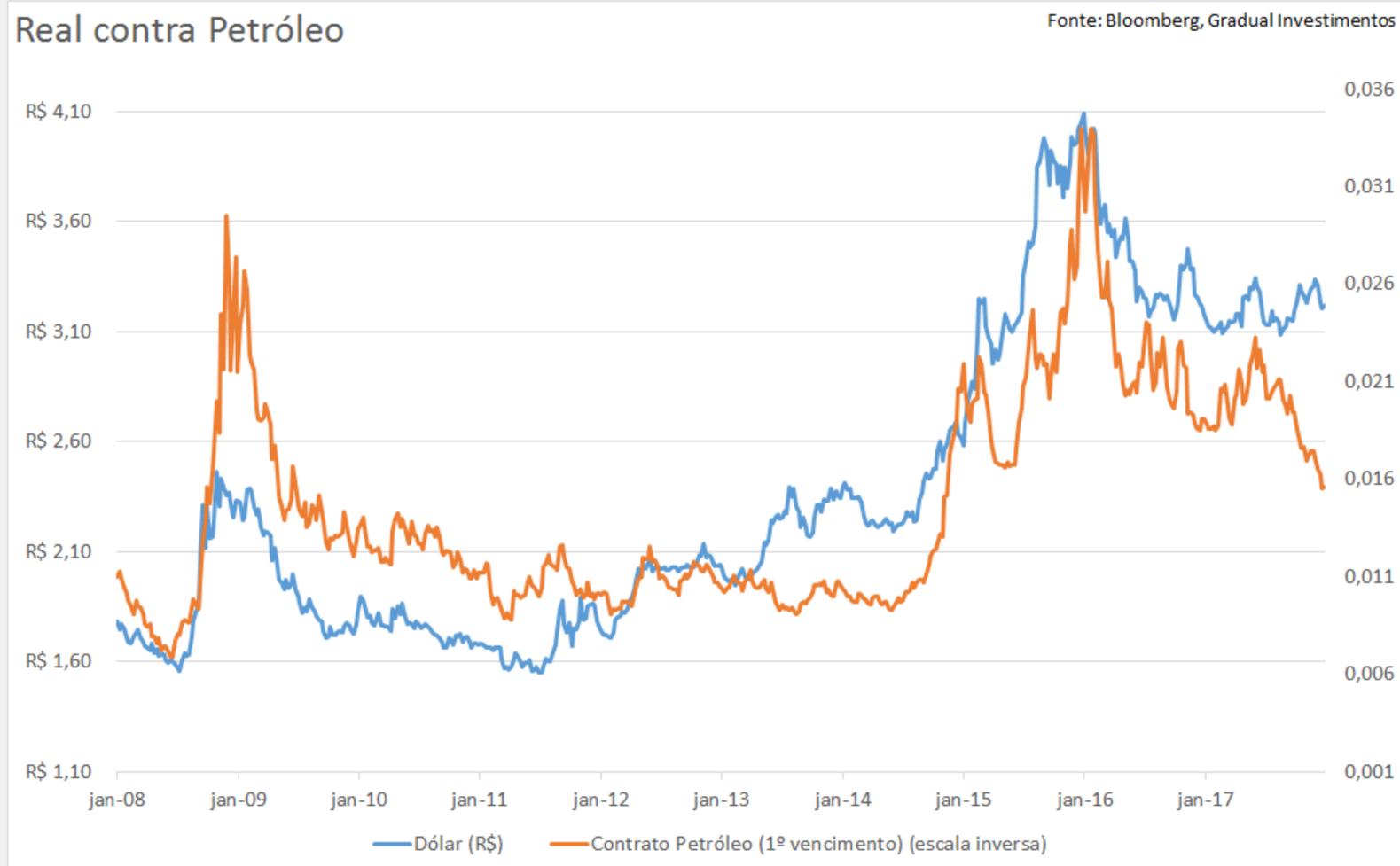
Para além disso, temos um fluxo cambial robusto em direção ao Brasil por conta da elevação das exportações e das importações fracas e como se diz no mercado com muita razão: contra fluxo não há argumentos. A situação é tão atípica que se ponderarmos a média de importação mensal dos últimos 12 meses e compararmos isso com o estoque de reservas em moeda forte chegamos em 30 meses, ou seja, se pararmos de exportar, nossas reservas internacionais “bancam” o país por nada menos que 2 anos e meio.

Este é uma das evidências que nos fazem crer que há ilusão monetária: o mercado vê um Real forte e considera isso positivo, mas na verdade isto é resultado justamente da fraqueza da economia expressa nesse caso pelas baixas importações.





REAL NA BALANÇA

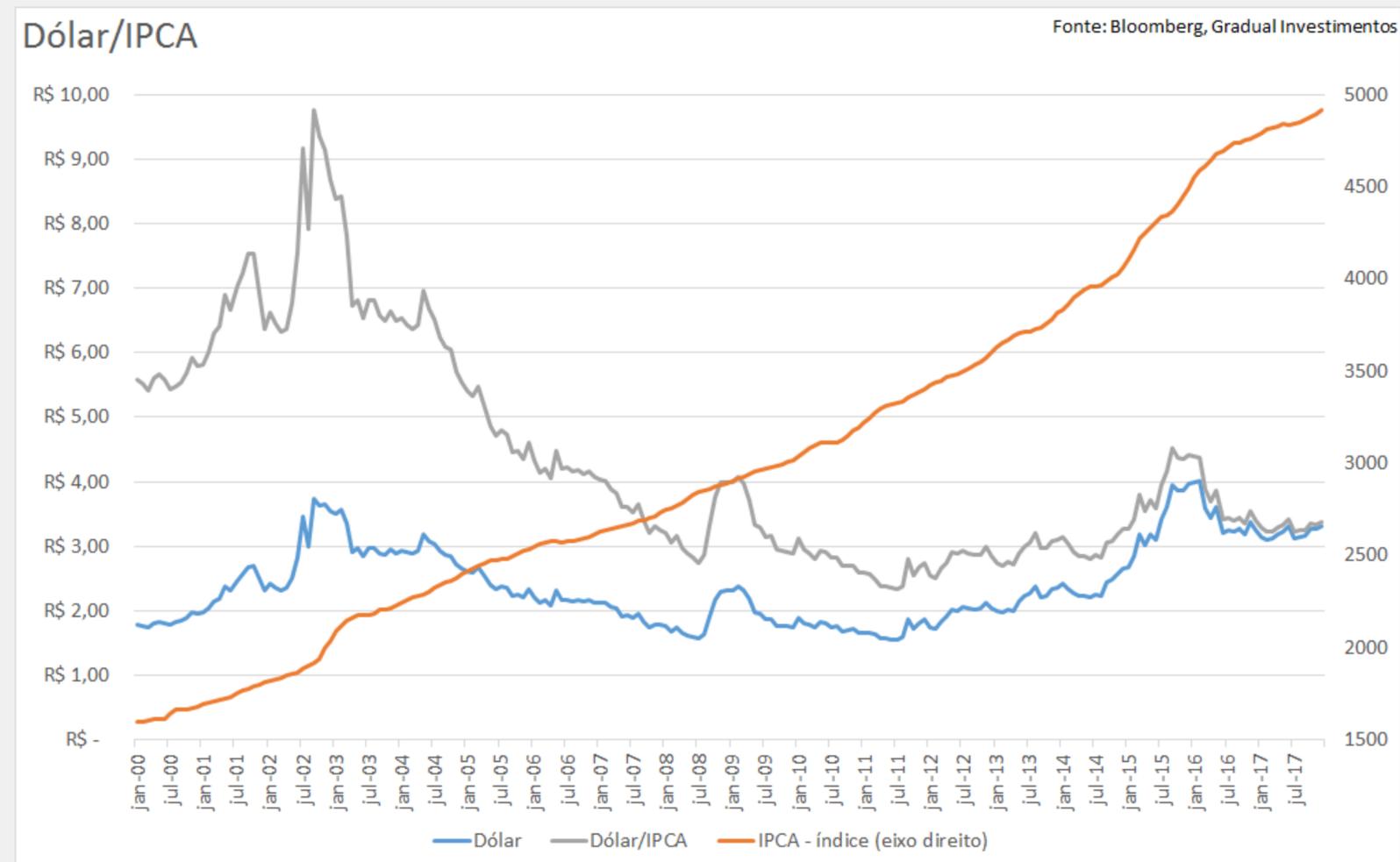




REAL NA BALANÇA

Na verdade, o Real já se encontra extremamente apreciado se deflacionarmos este pelo IPCA como podemos ver no gráfico abaixo (não ponderamos nesta comparação com a inflação dos EUA, o que seria mais correto, apenas queremos mostrar o óbvio: R\$ 3,00 hoje compra menos que R\$ 3,00 em 2000).

Como dissemos na introdução, acreditamos que haverá ruídos significativos nos mercados financeiros ao longo deste ano, logo projetamos o Real mais fraco. Soma-se à isto uma eleição que deverá manter elevada a tensão política uma vez que deve ser inconclusiva em relação à administração fiscal do Brasil dado que deve colocar o atual projeto em suspensão.





FISCAL //





LDO E EC DO TETO: UM OLHO NO PEIXE...

O cenário fiscal brasileiro não é dos mais animadores, mas também está longe do descalabro promovido por parte dos agentes de mercado. Há um tempo temos argumentado que os déficits observados nas contas públicas é efeito maior de uma quebra estrutural por parte das Receitas, do que um aumento propriamente dito nas Despesas, como é possível observar no gráfico abaixo.

O atual governo promoveu, desde seu início em meados de 2016, uma série de mudanças estruturais na economia brasileira que visam cortar gastos e não estimular a outra ponta, as receitas. Nossa desconfiança reside no fato de que nos parece inviável que os cortes sejam tão profundos que leve a linha da Despesa Total abaixo da linha das Receitas Líquidas. Ou, pior, que de fato sejam ainda mais profundos do que o visto até então que inviabilizem o gradual crescimento econômico.

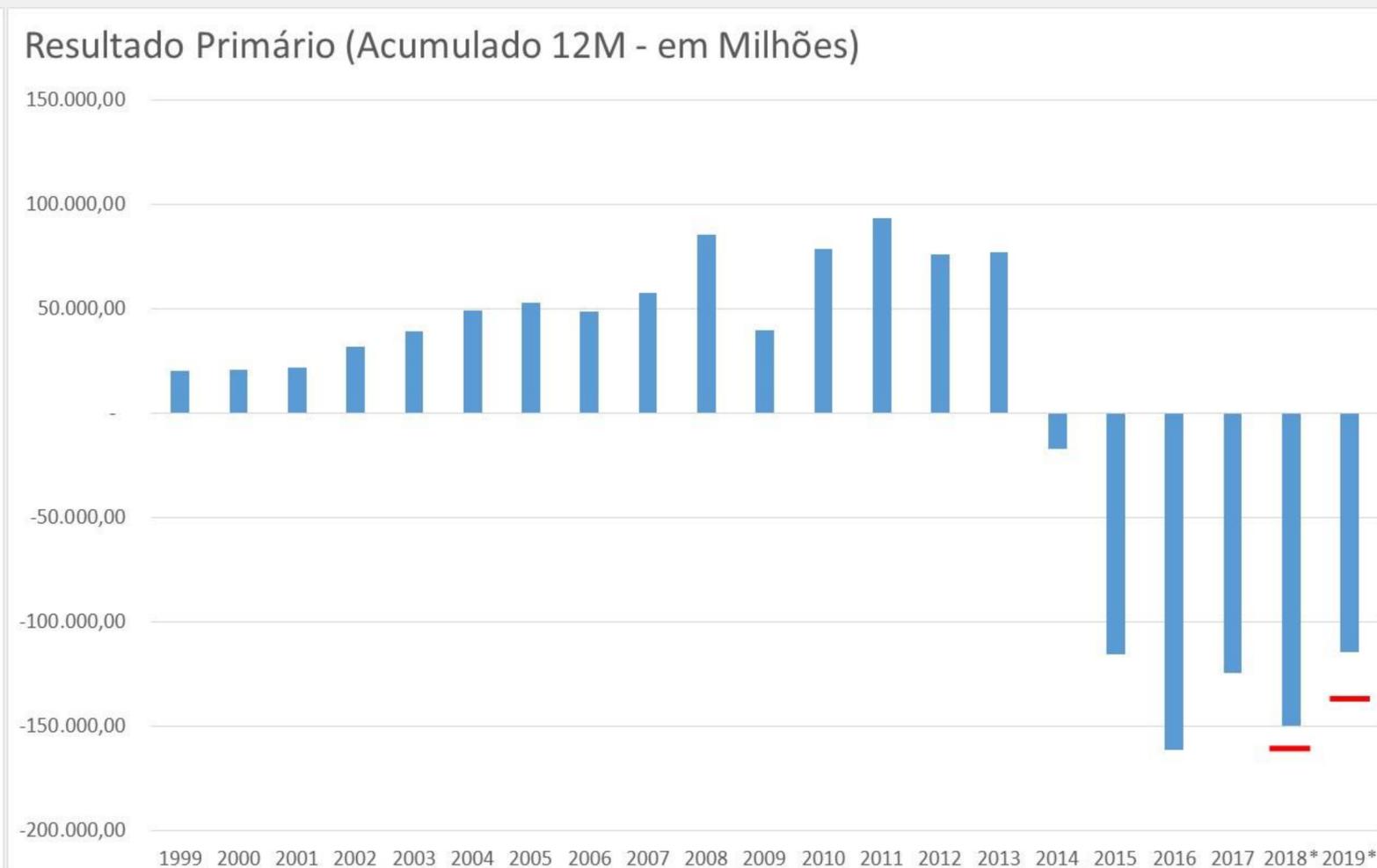
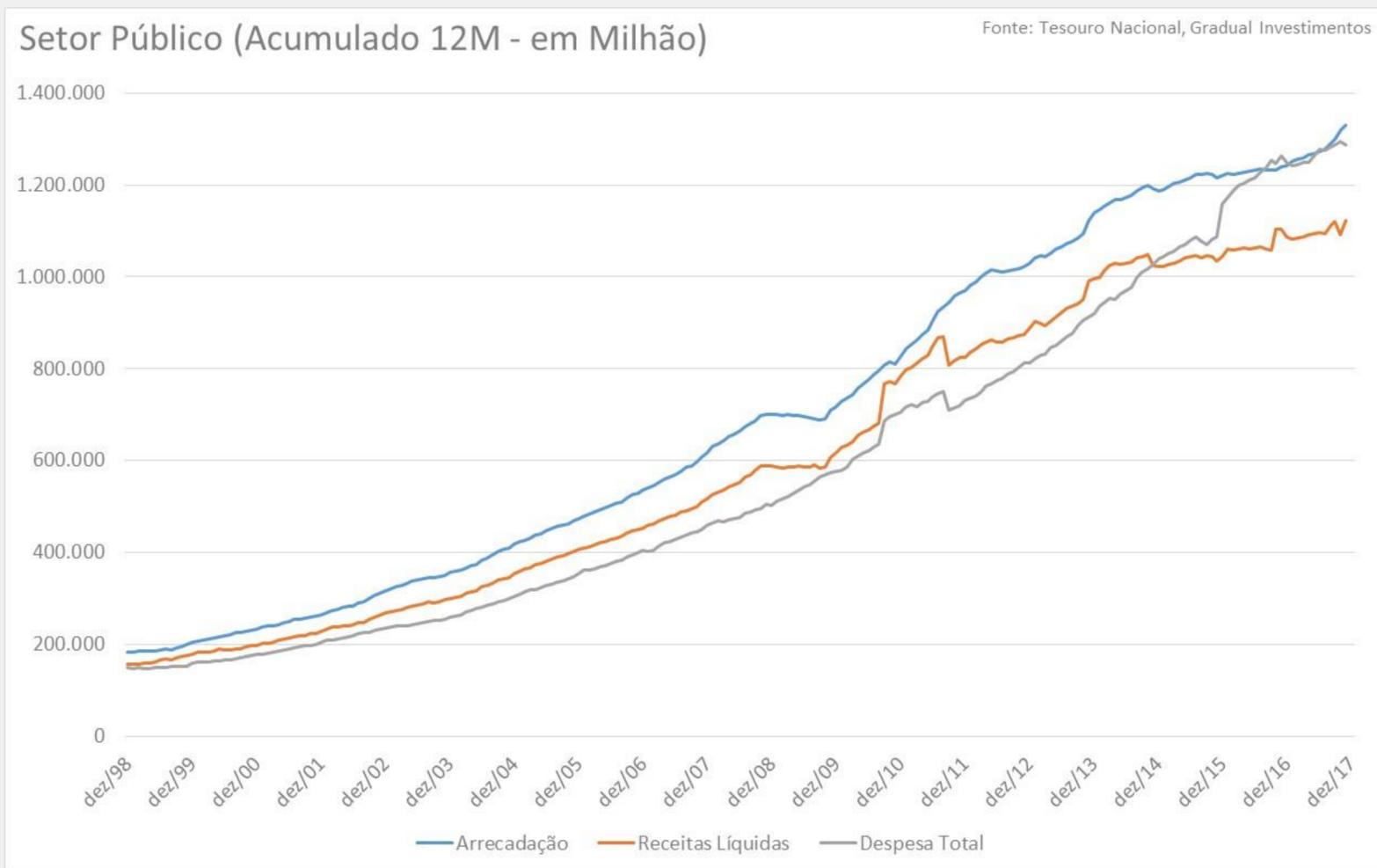
A despeito do que se tornou habitual no discurso por parte de analistas, entendemos política fiscal não apenas como um instrumento que tem como fim apenas promover superávits primários, mas mais que isso, política fiscal deveria atender a três funções: (i) estabilizar a macroeconomia; (ii) redistribuir renda; e (iii) alocar melhor os recursos.

Atualmente, o Brasil conta com dois conceitos para observar a trajetória dos gastos públicos. Segundo o conceito da Lei de Responsabilidade Fiscal (formalmente se chama Lei Complementar nº 101/2000), no qual o resultado fiscal deve estar dentro do estipulado pela Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), projetamos que o déficit do governo central seja de R\$ 149,8 bi para 2018, dentro do estipulado pela LDO de déficit de R\$ 159 bi. Para 2019 esperamos uma redução do resultado primário na comparação com 2018, apresentando déficit de R\$ 115 bi, ainda dentro da meta esperada pelo governo de R\$ 139 bi (no gráfico as linhas vermelhas representam a meta do governo pela LDO aprovada no fim de agosto de 2017 para 2018 e 2019).





LDO E EC DO TETO: UM OLHO NO PEIXE...



Legenda: 2018* e 2019*, projeção Gradual





LDO E EC DO TETO: UM OLHO NO PEIXE...

Como é possível observar, acreditamos que o governo deva conseguir entregar os resultados fiscais dentro do previamente estipulado pelo conceito da Lei de Responsabilidade Fiscal. No entanto, vale lembrar dois fatores de risco que nos preocupam. A primeira é que em nossas projeções já contam com Receitas Extraordinárias, prática essa que vem sendo usada para que o governo consiga alcançar a meta fiscal, e caso os projetos que o governo vem anunciando não se concretizem, teremos que revisar o cenário para uma piora nas Receitas, o que se traduz em piora também do Resultado Fiscal. Apesar de melhorar no curto prazo por aumentar a flexibilidade para que o governo use os recursos, vemos com cautela o processo de privatizações apresentados até o momento, principalmente quando este atinge empresas estratégicas para o desenvolvimento econômico brasileiro.

O segundo fator de risco é que, apesar da trajetória fiscal estar dentro do esperado pela LDO, não vemos como provável que o governo consiga entregar as despesas dentro do limite do Teto dos Gastos (EC 95/2016), sendo este o segundo conceito para observar a trajetória dos gastos públicos. Como é sabido, o atual governo aprovou a Emenda Constitucional 95 (EC 95/2016), onde, para os próximos vinte anos começados em 2017 a Despesa total do governo só pode crescer a mesma taxa de variação da inflação IPCA acumulada 12 meses até junho do ano anterior. O IPCA acumulado até junho de 2017 foi de +3,0%, logo a Despesa do governo central só poderia aumentar nessa mesma proporção. No entanto, projetamos alta de 6,9% para as despesas para 2018, já estourando neste ano o teto dos gastos. Para o próximo ano, esperamos alta de 7,2% dos gastos, com um IPCA em cerca de 3,8% no fim de 2018. Logo, à despeito de esperarmos que o governo entregue o Resultado Fiscal dentro da meta da LDO, projetamos que o governo desrespeite a EC95 para este ano e para o próximo também.

A quebra da EC 95/2016 faz com que o governo esteja proibido de (i) conceder aumento ou reajuste de salários de servidores; (ii) realizar contratações; (iii) receber subsídios ou incentivos; e (iv) fazer concursos públicos. Por fim, apesar de vermos o quadro fiscal melhorando no horizonte observado, estimamos como improvável o cumprimento da EC95.

Por fim, não podemos deixar de mencionar que 2017 apresentou um cenário mais favorável à retomada da arrecadação de impostos, como apresentado no Gráfico com a arrecadação de impostos acima. Dentre os impostos com maior volume de receita, a melhor arrecadação foi observada sobretudo via IPI no setor dos automóveis, crescimento de 43,43% em 2017, no imposto de renda retido na fonte sobre os rendimentos do trabalho, 7,74% de aumento, por conta da melhoria ligeira do emprego no segundo semestre do ano, e a maior arrecadação na contribuição previdenciária dos servidores públicos, que se expandiu 6,52%, acompanhando o aumento salarial dos servidores públicos federais. A melhor arrecadação concentrou-se no segundo semestre e, no acumulado do ano, a arrecadação de recursos públicos via impostos reduziu-se 1,15% entre janeiro e dezembro de 2017. Porém, esta redução na arrecadação foi compensada pelo aumento da receita previdenciária, 1,71% de aumento em 2017, e por receitas administradas por outros órgãos, que se expandiram 46,42% no ano. Dado o cenário esperado por nós para 2018, de crescimento econômico em 2,55%, acreditamos que as receitas crescerão em 2018, inclusive a receita oriunda da arrecadação de impostos, revertendo a trajetória observada nos últimos anos.





INFLAÇÃO //





ACELERAÇÃO SEM DECOLAGEM

O ano de 2017 foi marcado pela forte desaceleração da inflação, pretendemos aqui elencar os principais condicionantes que levaram a isso e apontar o cenário à frente para a evolução do nível de preços. A inflação IPCA encerrou o ano anterior com uma alta de 2,9%, desacelerando em relação aos dois anos seguintes, quando o indicador apresentou taxas de +10,7% e +6,3% em 2015 e 2016, respectivamente. A desaceleração do nível de preços evidencia a demanda anêmica devido à forte recessão que o país passou nos últimos anos. Na abertura dos componentes do IPCA, os preços livres, que representam cerca de 23% do peso do índice, passaram de 6,5% em 2016 para 1,3% em 2017. Na mesma base de comparação, os preços administrados, que tem peso de cerca de 77% do IPCA, passaram de 5,5% para 8,0%.

Trabalhamos com um cenário de recuperação econômica para 2018 ainda gradual. Com isso, esperamos que os preços administrados apresentem alta mais forte que os preços livres, por considerarmos ainda uma demanda não tão aquecida quanto os anos pré-crise. Do lado dos preços administrados, um dos fatores que nos chama atenção é a nova política de precificação da Petrobrás vigente desde a entrada do atual Presidente Pedro Parente, que por um lado traz maior transparência à formação de preços da companhia, mas por outro acaba por dolarizar nossa gasolina, uma vez que a política visa diminuir o *spread* entre preços internacionais vs. preços domésticos. Os recentes acordos da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) visam cortes de oferta na *commodity* globalmente a fim de elevar seu preço, isso somada a política recém descrita de precificação da Petrobrás faria uma pressão altista para o item gasolina (que segundo dados do IBGE de dezembro de 2017 tem peso de 4,15% no índice IPCA). Ademais, o nível que se encontra atualmente nosso câmbio ajuda com que tal dolarização não pese tanto na cesta de bens de consumo, porém eventual desvalorização do Real acaba por trazer maior pressão inflacionária ao item. Dado este cenário, esperamos que os preços administrados encerrem o ano em alta de 5,5%.

Outro componente que pressiona o IPCA é o câmbio e esperamos uma desvalorização do Real ao longo do ano. Cada alta de 1% no câmbio se traduz em +0,04p.p. no IPCA cheio. Trabalhamos hoje com uma estimativa de câmbio de 3,50 (R\$/ US\$) para o fim de período de 2018, ou seja, uma alta de 5,7% em relação ao fechamento do câmbio de 2017. Dado isto, temos cerca de 0,23p.p. para a inflação IPCA do ano advindo do diferencial de câmbio.





ACELERAÇÃO SEM DECOLAGEM

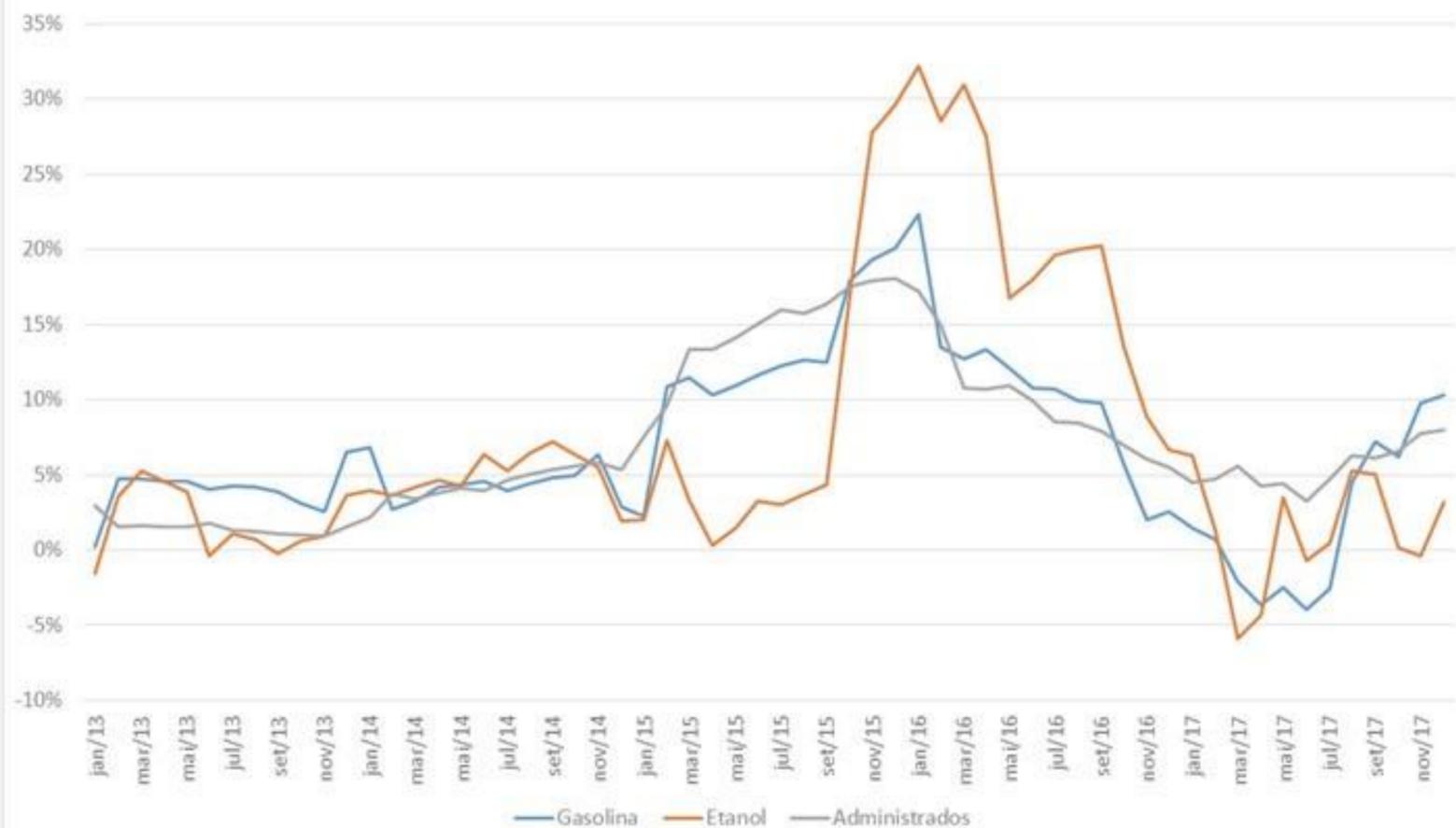
IPCA (Acumulado 12M)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos



Preços Administrados (Acumulado 12M)

Fonte: BCB, Gradual Investimentos





ACELERAÇÃO SEM DECOLAGEM

O grupo Alimentos e Bebidas foi fundamental para a desaceleração do IPCA em 2017. Somente este grupo tem o peso de 21% do índice cheio, o mais alto dos nove grupos que compõe o IPCA. O grupo apresentou média anual de 9,0% no período de 2011 até 2016. Em 2015 apresentou alta de 12,0%, passando para +8,6% em 2016 e, pela primeira vez, queda de 1,9% em 2017. Na abertura do grupo, os Alimentos no domicílio registraram queda de 4,9%, enquanto que os Alimentos fora do domicílio registraram alta de 3,8% no ano de 2017.

A queda abrupta deste grupo veio em decorrência da supersafra que tivemos em 2017, que em relação à safra de 2016 apresentou uma alta de 29,5%, ou +54,8 milhões de toneladas. Segundo o terceiro levantamento (11/01/2018) feito pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) a safra de grãos para 2018 será 6,8% menor do que a de 2017. Logo, acreditamos que tal diminuição da safra deva reverter o quadro deflacionário apresentado em 2017, porém, não esperamos que esta se traduza em inflação nos moldes registrados pré 2017. Isto porque em um simples exercício econométrico feito a partir de uma aplicação de Filtro HP na série de Commodities Agrícolas da Bloomberg nos sugere uma recuperação moderada dos preços agrícolas global. Finalmente, nossa projeção para o Grupo Alimentos é de alta de 4,0% para 2018.

Para além disso, o Grupo Serviços foi outro fator que ajudou na desaceleração do IPCA. De 2005 até 2014 este grupo apresentava altas no acumulado doze meses superiores ao índice cheio. Como já apontamos em outros relatórios, o ajuste fiscal se deu no salário real, e com isso o grupo de Serviços em 2015 apresentou alta de 8,1%, abaixo do IPCA que aumentou 10,7% no mesmo ano. Desde então, o grupo passou a desacelerar o crescimento apresentando taxas de +6,5% e +4,5% em 2016 e 2017, respectivamente. Grosso modo, entendemos Serviços como salários e ao longo dos últimos três anos acompanhamos a troca de salário de admitidos abaixo do salário de desligados para a mesma função. De modo geral, o mercado de trabalho vem passando por uma precarização do emprego, com empregos no setor privado sem carteira assinada e empregos por conta própria avançando ao passo que os empregos no mesmo setor com carteira assinada seguem se deteriorando. Compondo o cenário, temos a Reforma Trabalhista aprovada no fim de 2017, que traz uma série de flexibilizações nas leis de contratação. Acreditamos que esta reforma deva manter o mercado de trabalho aquecido, aumentando a rotatividade dos trabalhadores dado os novos parâmetros de vínculos empregatícios de tal modo que não acreditamos que haverá pressão por parte dos salários. Outro ponto que nos leva a pensar isso é a alta nominal discreta do Salário Mínimo, que foi elevado em 1,8% em 2018, abaixo, portanto, do IPCA de 2017 (+2,9%). Por isso, entendemos que o Grupo Serviços deva seguir tendência de desaceleração, contribuindo para uma alta inflacionária mais contida do IPCA cheio. As novas condições do mercado de trabalho nos sugerem também que à despeito de esperarmos uma alta da massa salarial para o ano de 2018, não acreditamos em uma alta forte na renda do trabalhador, o que deve contribuir para uma evolução do nível de preços mais contida do que a vista anteriormente quando o mercado de trabalho se encontrava mais aquecido.

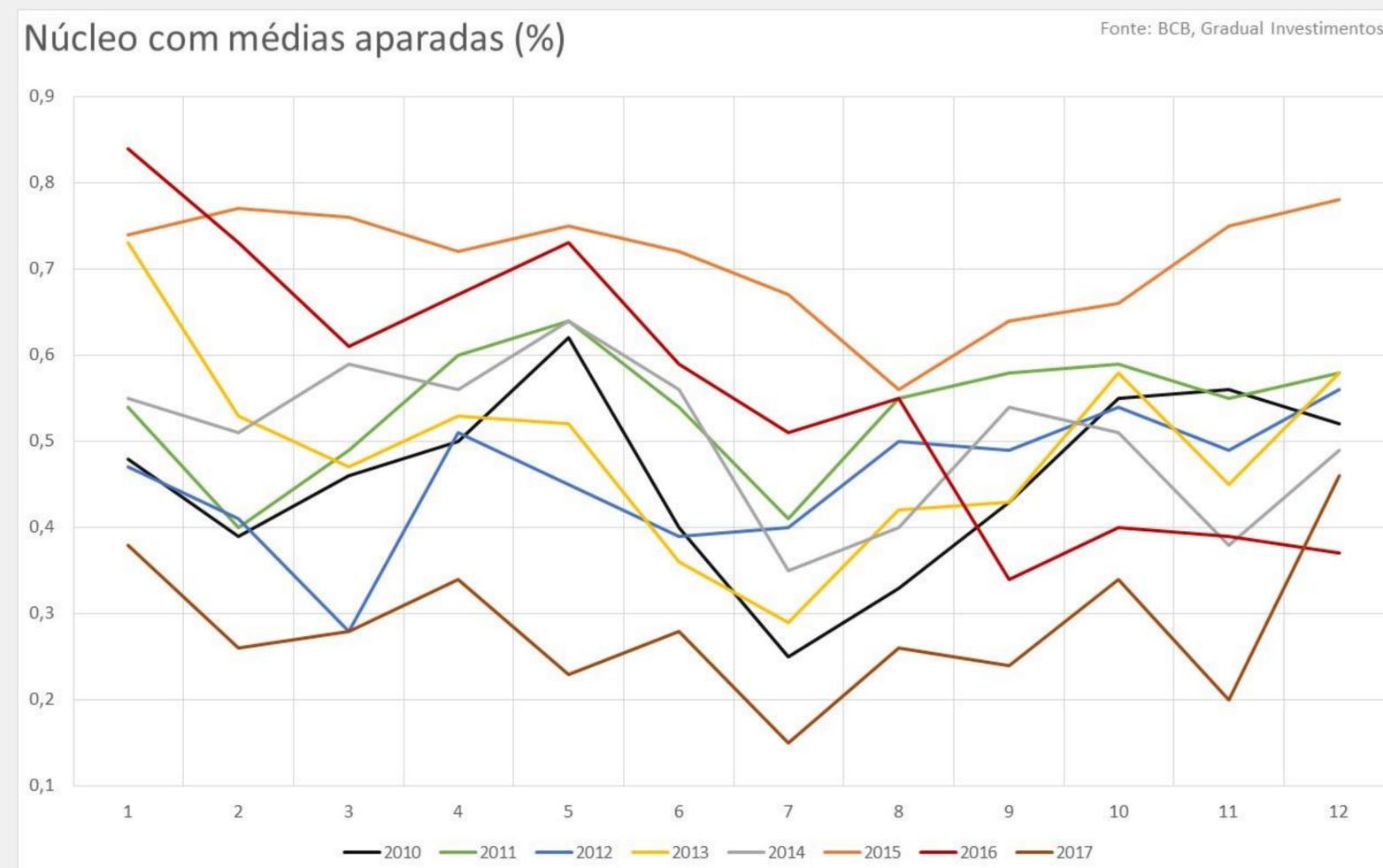
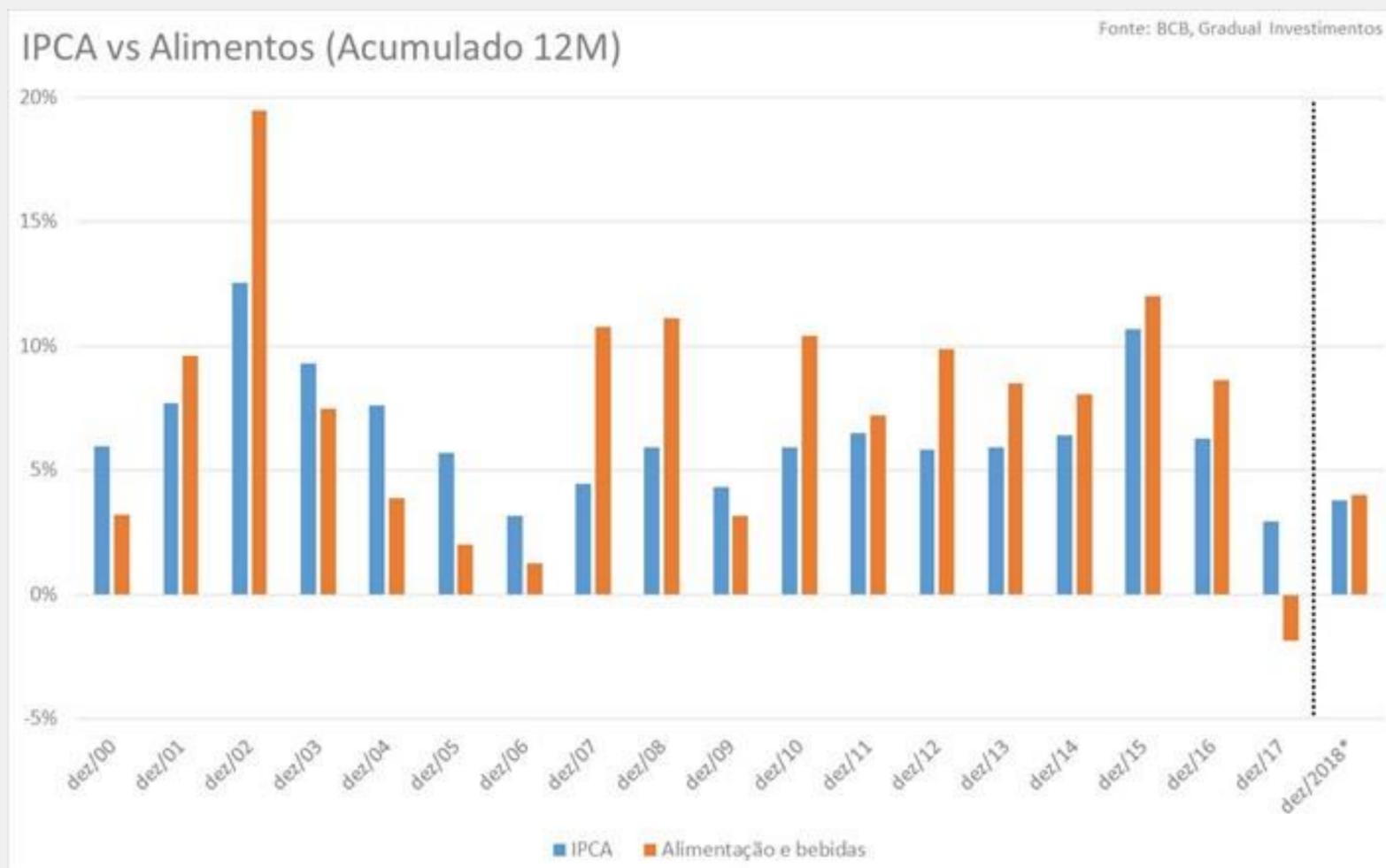




ACELERAÇÃO SEM DECOLAGEM

Por fim, enxergamos a inércia inflacionária para o ano como benigna. Fatores que nos levam a observar isso são: (i) os dados de difusão; e (ii) os dados de núcleos. O Índice de Difusão na média de 2017 ficou em 52,46%, abaixo da média de dados desde agosto de 1999 que é de 62,15%, mostrando que apesar dos itens da cesta que compõe o IPCA estarem subindo, esta alta é em menor quantidade de itens do que o apresentado desde então. O menor nível de difusão apresentado para este recorte temporal se encontra em julho de 2017, quando o índice mostrou que apenas 41,82% dos itens apresentaram alta. O núcleo com médias aparadas calculado pelo BC passou o ano de 2017 todo abaixo das métricas registradas desde 2010. Os núcleos de inflação são utilizados como medida para antecipar os movimentos futuros dos preços ao consumidor.

A junção de todos estes indicadores aqui elencados deve resultar em aceleração do nível de preços na economia abaixo do registrado anteriormente, porém acima do resultado de 2017. Com isso, projetamos que os preços livres tenham uma alta de 3,50% ao passo que o IPCA deva apresentar aumento de 3,80% para 2018.





PROJEÇÕES //





Projeção 2018 (ao fim do trimestre)

	1º trimestre	2º trimestre	3º trimestre	4º trimestre
IPCA (% a.a.)	3,10%	3,70%	3,90%	3,89%
IGP-M (% a.a.)	0,34%	2,96%	4,77%	4,55%
PIB (% a.t.)	0,90%	0,70%	0,80%	1,00%
SELIC	6,75%	6,75%	6,75%	7,50%
Dólar	R\$ 3,25	R\$ 3,30	R\$ 3,40	R\$ 3,50
Taxa de Desemprego	11,70%	11,40%	11,20%	11%





Equipe Econômica //

André Perfeito – Economista Chefe

aperfeito@gradualinvestimentos.com.br

Camila de Caso

ccaso@gradualinvestimentos.com.br

Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1909 Torre Norte - 19º andar Conj. 191 B

São Paulo – SP CEP 04543-907 Brasil

Telefone: (11) 3372-8300 | Ouvidoria/ SAC: 0800 655 1466

www.gradualinvestimentos.com.br

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela Gradual Investimentos e é distribuído gratuitamente, com a finalidade única de prestar informações ao mercado em geral. Não possuindo a Gradual Investimentos qualquer vínculo com pessoas que atuem no âmbito das companhias analisadas, assim como a empresa não recebe remuneração por serviços prestados ou apresenta relações comerciais com as companhias analisadas. Apesar de ter sido tomado todo o cuidado necessário de forma a assegurar que as informações no momento em que as mesmas foram colhidas, a precisão e a exatidão de tais informações não são por qualquer forma garantidas e a Gradual Investimentos por elas não se responsabiliza. Os preços, as opiniões e as projeções contidas nesse relatório estão sujeitos a mudanças a qualquer momento sem necessidade de aviso ou comunicado prévio. Este relatório não pode ser interpretado como sugestão de compra ou de venda de quaisquer ativos e valores imobiliários. Este relatório não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.