

Na mesma semana em que o BCB reduziu os juros para o nível mais baixo, desde que a Selic foi criada em 1986, tivemos o maior nível de volatilidade nos mercados internacionais desde 2011. Portanto, um Opinião que seria voltado para discutir o que a decisão do COPOM representa para o futuro da política monetária no Brasil, vai ter que dividir o espaço com a especulação sobre se o movimento visto ao longo da semana é apenas uma correção pontual, ou algo mais estrutural.

Começando pela parte mais fácil, o BCB corroborou a expectativa do mercado e reduziu os juros da SELIC de 7,00% para 6,75%, o menor nível da história desta taxa que foi criada em 1986. Como ressaltado na semana passada, o foco da reunião não estava na decisão dos juros em si, mas as indicações sobre os movimentos futuros que poderiam vir no comunicado pós-reunião. Além disso, depois do que aconteceu de 2ª feira, o mercado também tinha curiosidade de como o BCB trataria desse novo cenário internacional de maior volatilidade.

Com relação à questão do que esperar das próximas reuniões, o BCB foi mais explícito do que esperávamos. Relembrando o que dissemos na semana passada: *“Portanto, na nossa opinião, ao baixar os juros em mais 0,25 p.p. na reunião de 4ª feira, o BCB deveria indicar que o ciclo se encerrou, deixando a porta em aberto para novas quedas no médio prazo, caso o cenário se mostre mais positivo do que o projetado. Entretanto, acreditamos mais provável que ele deixe a reunião de março em aberto.”* (grifo nosso). Ao contrário do que prevíamos, ele reescreveu a parte que fala da próxima reunião da seguinte forma: *“Para a próxima reunião, caso o cenário básico evolua conforme esperado, o Comitê vê, neste momento, como mais adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária. Essa visão para a próxima reunião pode se alterar e levar a uma flexibilização monetária moderada adicional, caso haja mudanças na evolução do cenário básico e do balanço de riscos”* (grifo nosso). Se para bom entendedor, meia palavra basta, há pouca dúvida de que a intenção do BCB é parar o atual processo de flexibilização monetária no nível atual, de 6,75%. Entretanto, dessa vez como esperávamos, ele deixou a porta aberta para que essa intenção seja mudada. Mas o que poderiam ser *“mudanças na evolução do cenário*

básico”? Apesar do último número do IPCA ter suscitado a ideia de que surpresas inflacionárias positivas poderiam ser parte destas “mudanças”, consideramos que, pelo menos para a reunião de março (21/03), o evento determinante para uma alteração na intenção do BCB de manter os juros, será a aprovação ou não da Reforma da Previdência. Números mais baixos de inflação em janeiro e fevereiro (os dois números que teremos até a reunião de março) são olhar a política monetária pelo espelho retrovisor. Portanto, como as decisões sobre os juros têm que olhar para frente, apenas algo que mudasse as perspectivas futuras deveria alterar o plano de voo do BCB. A Reforma da Previdência se enquadraria nessa definição, pois levaria o mercado a precificar uma redução na taxa juros real neutra de equilíbrio. Ou seja, para o mesmo nível de inflação, poderíamos ter uma taxa de juros nominal mais baixa. Como não acreditamos na possibilidade da aprovação da Reforma até a reunião de março, mantemos a nossa projeção de que está redução foi a última do atual ciclo de que dos juros, que deverão ser mantidos em 6,75% até, pelo menos, o 1º trimestre de 2019.

Bem, agora vem a parte mais difícil, responder se o atual ajuste nos preços dos ativos ao redor do mundo é temporário ou faz parte de uma mudança estrutural, resultando em um movimento mais persistente do que no primeiro caso. Essa dúvida também está na cabeça do BCB, fazendo parte dos riscos de puxar a inflação para cima, antecipando o nosso prazo para que ele volte a subir os juros: “*O cenário externo tem se mostrado favorável, na medida em que a atividade econômica cresce globalmente. Isso tem contribuído até o momento para manter o apetite ao risco em relação a economias emergentes, apesar da volatilidade recente das condições financeiras nas economias avançadas;*” (grifo nosso).

A nossa resposta inicial seria que o movimento estaria exagerado pelas condições técnicas do mercado, mas tem um fundo estrutural que não pode ser desprezado. Para entender o porquê desse comentário, temos que voltar no tempo para na 6ª feira da semana passada, dia

02/02. Assim como no caso dos desastres aéreos, correções fortes nos mercados nunca tem uma causa isolada, a elas, sempre estão associados vários motivos que, em conjunto, acabam levando ao desastre. Pensando assim, o primeiro fator que devemos levar em consideração seria o relatório de emprego nos EUA. Como já vinha acontecendo nos últimos anos, os números de criação de emprego vieram fortes e, assim como nos últimos meses, o mercado praticamente não reagiu a isso. Entretanto, dessa vez, tivemos uma diferença importante no pacote divulgado: a inflação de salários veio bem acima do esperado. Enquanto a projeção era de crescimento anual da ordem de 2,6%, tivemos uma alta de 2,9%, o maior nível desde 2009. A importância desse resultado é que, não há dúvida de que os EUA estão crescendo acima do seu potencial e não há dúvida, também, de que o mercado de trabalho americano está superaquecido, mas, sem que haja uma inflação nos salários, dificilmente teremos um movimento inflacionário sustentável que justifique um grande aperto monetário. Portanto, o surgimento de um dado que possa fazer a ligação entre a economia superaquecida com a inflação, sem dúvida, mudaria os paradigmas do mercado e, foi isso que aconteceu na 6ª feira passada.

Durante boa parte do mês de janeiro, tivemos uma tendência consistente de alta dos juros dos títulos americanos, as *treasuries*. A de 10 anos, por exemplo, iniciou janeiro com taxa de 2,41%, chegando a 2,79% na 5ª feira passada (01/02). Enquanto isso, o índice S&P 500 subiu 5,55%, o que causava estranheza, uma vez que, como a renda fixa e a variável são bens concorrentes, a elevação de um deveria piorar a performance do outro. A explicação é que, como não havia inflação, não havia preocupações sobre se o FED estaria “atrás da curva”, portanto o aumento das taxas das *treasuries* era visto mais como um movimento técnico do que estrutural, uma vez que, o que estaria prevalecendo era a combinação crescimento sem inflação, maná para as bolsas. Entretanto, na 6ª feira passada tivemos a primeira mudança

nessa dinâmica, com a *treasury* de 10 anos chegando a 2,84% e o S&P 500 caindo 2,10%. Digamos que esse foi o primeiro e principal fator para o “desastre aéreo” de 2ª feira.

A esse primeiro fator, se somaram mais dois ocorridos ao longo do dia: a questão do teto da dívida nos EUA e a operação dos robôs. O primeiro motivo não teria feito preço se não tivéssemos o movimento da 6ª feira anterior, dado que já tínhamos passado por esse problema em janeiro e o estrago havia sido irrelevante. Por fim, o que poderia ser a “cereja do bolo”, acabou sendo preponderante para a volatilidade vista posteriormente: a entrada das ordens de venda vindas dos fundos operados por algoritmos, que transformou a última hora pregão de um ajuste forte, em pânico levando o Dow Jones, por exemplo, a maior queda em pontos da história. Pronto, somando todos os fatores, vimos o S&P 500 caindo 4,10%.

Dali para frente entramos no modo “gato escaldado tem medo de água fria”, ou seja, o tempo de volatilidade próximo das mínimas históricas ficou para trás. Enquanto a média do VIX (índice de volatilidade do S&P) da semana passada foi de 14,5%, sendo de 13,9% até 5ª feira, nessa semana ele passou para 32,0%, tendo atingindo 37,3% na 2ª feira, o nível mais alto desde 2011. Corroborando essa análise temos hoje um movimento que se tornou típico desde que a correção começou no início da semana, o mercado abre melhor, mas não se sustenta ao longo do dia fechando, invariavelmente no terreno negativo. Então, no final dessa história, o que é fundamento e o que é “marola”?

Sem dúvida, o número mais alto na inflação de salários deu um verniz de fundamento ao movimento de aversão ao risco que vimos ao longo da semana. Por isso, podemos associar a manutenção dessa tendência aos próximos números de inflação nos EUA. Caso eles voltem a surpreender para cima, esse movimento de correção vai se manter e pode, até se intensificar. Caso contrário, vamos ter um período de recomposição das perdas anteriores,

que podem não ser total, mas vai dar a sensação de que tudo voltou ao normal. Para corroborar ou não essa nossa hipótese teremos um teste importante já na volta do Carnaval. Na 4ª feira de cinzas teremos a divulgação do IPC americano de janeiro às 11h30. O mercado espera que índice cheio passe de 2,1% para 1,9% na comparação anual e de 1,8% para 1,7% no seu núcleo. Se estivermos certos, qualquer número que mostre aceleração, ao invés de desaceleração, nos números, levará a uma nova correção expressiva nos mercados. E no Brasil?

Bem, o Brasil vinha se beneficiando do ambiente externo favorável que prevalecia até a semana passada. A combinação de crescimento sem inflação nos EUA reforçava o cenário de liquidez abundante, com maior complacência com o risco. Ou seja, o que prevaleceu até agora para os ativos brasileiros foram os movimentos externos, com as questões internas dando apenas o “tempero” aos resultados finais. Na nossa opinião, essa característica deverá perdurar até abril, quando a questão das eleições deverá começar, também, a ser incorporada nos preços. Portanto, a 4ª feira de cinzas poderá definir a fantasia que o mercado vai vestir nas próximas semanas, Arlequim, caso o número de inflação venha bom, ou de Pierrot, se ele surpreender para cima.

Projeção			
	2017	2018	2019
IPCA (%)	2,95	4,1	4,3
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,3	3,5	3,6
Selic (eop %)	7,00	6,75	8,00
PIB (%)	1,1	2,5	2,5

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.