

Como ressaltamos na semana passada, a decisão de Donald Trump de elevar as tarifas de importação de aço e alumínio não era preocupante isoladamente, mas como indicação de que esta seria a primeira de uma série de medidas protecionistas por parte dos EUA. O anúncio das sanções contra a China, divulgadas ontem, apenas reforçam essa expectativa e colocam mais uma fonte de incerteza no cenário internacional. Entretanto, apesar da relevância do tema, como já fizemos um estudo detalhado dos possíveis impactos dessas medidas sobre a economia mundial na semana passada, vamos inserir esse assunto no Opinião de hoje para mostrarmos o porquê de achamos arriscado o surpreendente movimento do BCB de indicar pelo menos mais um corte nos juros.

Haviam poucas dúvidas sobre qual seria o resultado da reunião do COPOM dessa semana. Segundo pesquisa feita pelo Broadcast, 59 das 65 casas pesquisadas esperavam a queda de 0,25 p.p. na Selic, enquanto os preços do mercado atribuíam uma probabilidade de 90% a esse movimento. Entretanto, o tom que o BCB daria ao comunicado e, conseqüentemente, qual a indicação para as próximas reuniões, era uma grande fonte de curiosidade. O fato é que, em momentos de final de ciclo monetário, como estamos passando agora, a condução da política monetária passa cada vez mais pela parte da “arte” do que para parte da “técnica”. Isso significa que, as indicações do BCB valem mais do que os modelos, dado que estes, todos podem reproduzir com relativa acurácia, mas o que passa pela cabeça dos integrantes do COPOM, apenas eles podem saber. Daí a importância da comunicação em momentos como este.

Nesse caso, o BCB deixou pouca margem para dúvidas sobre o que está pensando nesse momento. Surpreendendo todo o mercado, mesmo aqueles que advogavam novas quedas, ele explicitou que espera reduzir os juros na próxima reunião: *“Para a próxima reunião, o Comitê vê, neste momento, como apropriada uma flexibilização monetária moderada adicional.”*. Portanto, se para bom entendedor, meia palavra basta, uma queda adicional dos juros para 6,25% a.a. estaria bem encaminhada. Da mesma forma, tentando conter uma possível

“euforia” do mercado com relação a possíveis reduções “ininterruptas” dos juros, ele tentou, também, antecipar o fim do ciclo de afrouxamento monetário para a reunião de junho: *“Para reuniões além da próxima, salvo mudanças adicionais relevantes no cenário básico e no balanço de riscos para a inflação, o Comitê vê como adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária, visando avaliar os próximos passos, **tendo em vista o horizonte relevante naquele momento**”* (grifo nosso). Entretanto, qual a confiança que podemos ter nessas assertivas? Por mais paradoxal que possa parecer, talvez a afirmação de que não mudará os juros na reunião de junho nos parece mais sólida do que a de que deve cortar mais uma vez na reunião de maio. Para explicar isso, vamos ter que considerar duas coisas: a comunicação recente do BCB e a parte em negrito no texto acima.

Voltando no tempo, se nesse comunicado o COPOM praticamente asseverou um novo corte, no da reunião de fevereiro, ele praticamente tinha fechado as portas para uma nova queda: *“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”*. Relembrando o que escrevemos no Opinião referente a essa reunião: *“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%”*. Parece que a sensação de que a indicação do BCB é o que se chama de “close call” é antiga, mas não, necessariamente, verdadeira. Primeiro, vamos entender o porquê do comunicado ter sido tão conservador para, depois, explicar o que mudou até a reunião dessa semana.

A reunião de fevereiro foi realizada no dia 7 de fevereiro, apenas dois dias depois de um dia profundamente estressante nos mercados, quando a aversão ao risco chegou a 37,32 pontos, segundo o índice VIX (alta de 115% em apenas 1 dia!) e o S&P perdeu 4,10%. A sombra sobre o cenário externo benigno para a economia brasileira estava mais forte do que nunca. Ou

seja, o medo de que a volatilidade trouxesse impactos sobre os ativos brasileiros e, conseqüentemente, sobre a inflação, influenciou claramente o tom do comunicado da reunião.

O “problema” é que a economia é dinâmica. Na 6ª feira subsequente à reunião, tivemos a divulgação do IPCA de janeiro que variou 0,29% contra uma projeção do mercado de 0,41%. Obviamente que um erro dessa magnitude não pôde passar despercebido pelo BCB, que ajustou o tom já na Ata da reunião, divulgada uma semana depois do comunicado. Na análise desse documento, no Opinião 561, fizemos o seguinte comentário: *“A diferença entre o que lemos no comunicado e na Ata é que, enquanto no primeiro caso, parecia que apenas com uma mudança estrutural, como a aprovação da Reforma da Previdência, o BCB mudaria de opinião, após ler o documento dessa semana, abriu-se a possibilidade de que surpresas para baixo na inflação poderiam ter o mesmo o mesmo impacto sobre a decisão do COPOM”*. Realmente tiveram. O IPCA de março apresentou variação de 0,32%, não muito distante da mediana do mercado no dia antes da divulgação, 0,31%. Entretanto, no primeiro Focus após a divulgação do IPCA de fevereiro, a mediana do mercado era de 0,40%, ou seja, um erro de 0,08 p.p. com relação ao resultado final do índice. Do ponto de vista do BCB a surpresa também foi expressiva. Considerando as projeções feitas no Relatório de Inflação (RI) de dezembro, ao contrário dos 1,00% esperados para o primeiro bimestre de 2018, o IPCA acabou variando 0,61%, 0,39 p.p. abaixo do projetado. Dessa forma, parece claro que as surpresas para baixo dos números de inflação acabaram sendo determinantes para uma mudança tão forte na perspectiva de final do ciclo de juros, de 6,75% para 6,25%, em tão pouco tempo. Portanto, se isso aconteceu entre fevereiro e março por conta da inflação, por que não pode acontecer até maio devido a um aumento na volatilidade do mercado internacional?

Por outro lado, ao indicar que pretende parar de reduzir os juros na reunião de junho, ele dá uma indicação importante ao afirmar que vai levar em conta o “horizonte relevante” para a política monetária “naquele momento”. Traduzindo o economês, o que ele quis dizer é que na reunião de junho ele já estará olhando para a inflação de 2019 e não mais para a 2018 que, em termos de condução da política monetária, já estará entregue “nas mãos de Deus”. Ou seja, diminui o impacto das surpresas de curto prazo com a inflação sobre o resultado da reunião e aumenta influência das incertezas dos cenários internos e externos. Além disso, se os modelos do BCB indicam um cenário bastante confortável para 2018 com relação à meta, o mesmo não pode ser dito com respeito a 2019. Considerando os dados do último Focus e uma Selic de 6,25% para o final desse ano, ao invés dos 6,50% da pesquisa do BCB, o modelo mostra um IPCA fechando 2018 em 3,8% e 2019 em 4,2%, Bem abaixo do centro da meta para esse ano, mas ao redor desta para o ano que vem. Um ponto relevante a ser considerado a respeito da relação entre a inflação de 2019 e as incertezas é que, para chegar a esse resultado, consideramos um Dólar ao redor de R\$ 3,30 para esse ano e de R\$ 3,40 para o ano que vem. Ou seja, para um cenário tranquilo, essas projeções não nos parecem muito distantes da realidade, mas, não precisamos ser muito criativos para imaginar cenários alternativos onde os níveis de cambio, principalmente para o ano que vem, diferem bastante dos projetados pelo Focus, seja para cima, seja para baixo.

A conclusão é que, ao chegarmos aos estertores do período de afrouxamento da política monetária, a parte da comunicação do BCB fica cada mais relevante para a formação das expectativas dos agentes econômicos com relação à trajetória dos juros. Em condições normais, isso seria o suficiente para reduzir a volatilidade dos mercados. Entretanto, a última coisa que temos visto no passado recente, são situações normais, com um processo inflacionário totalmente novo, no qual estamos verificando a força da inércia inflacionária

atuando para baixo e não apenas para cima, além de um cenário externo altamente volátil. Com isso, fica a sensação de que o BCB tem errado na comunicação e gerado mais volatilidade do que a desejável. Em sua defesa, podemos fazer uso de uma frase famosa de um dos maiores economistas da história, Sir John Maynard Keynes que dizia: *“Quando a realidade econômica muda, minha convicção acadêmica também muda”*. Portanto, por enquanto, a expectativa é de que os juros sejam reduzidos novamente em 0,25 p.p. na próxima reunião e que o ciclo seja encerrado em junho no patamar de 6,25%. Entretanto, lembrando a chamada de uma famosa rádio de São Paulo, *“em 20 minutos, tudo pode mudar”* ... Imagina em 3 meses!

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

| | Projeção | | |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2017 | 2018 | 2019 |
| IPCA (%) | 2,95 | 3,8 | 4,3 |
| Câmbio (eop R\$/US\$) | 3,3 | 3,5 | 3,6 |
| Selic (eop %) | 7,00 | 6,25 | 7,50 |
| PIB (%) | 1,1 | 2,8 | 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.