

Foi uma semana em que não faltou emoção. O Dólar continuou a sua trajetória de fortalecimento no mercado internacional, derrubando a Argentina, que voltou a recorrer ao FMI, e colocando em dúvida o espaço para um novo corte de juros na reunião do COPOM da próxima semana. Como já falamos bastante do porquê do movimento da moeda americana, vamos usar o Opinião de hoje para reforçar a nossa projeção de mais um corte dos juros na 4ª feira, mostrando que não faz o mínimo sentido o BCB contradizer o seu discurso anterior devido aos acontecimentos dessa semana.

No último Opinião, fizemos uma longa digressão a respeito das várias facetas do Dólar, mas deixamos de salientar que, aos olhos dos agentes econômicos, ele também funciona como um “canário na mina”. Ou seja, altas repentinas nos seus preços, passam a sensação de que algo está errado. Portanto, o fato da cotação da moeda americana ter passado de R\$ 3,52 no fechamento da semana passada para R\$ 3,59 ao final da última 4ª feira (quase 2% de desvalorização em 3 dias), causou comoção no mercado e na imprensa. Qual foi o motivo desse movimento? O Brasil pode ser contaminado pela crise da Argentina? Até onde pode ir esse movimento? O BCB pode abortar a queda dos juros prometida para a reunião do COPOM da próxima semana? Essas foram as perguntas mais ouvidas e, algumas respostas dadas, nos pareceram totalmente erradas, principalmente, aquelas relacionadas aos motivos da desvalorização e qual a reação que o BCB deveria ter.

Iniciando pelos motivos, podemos dividir o movimento da semana até 4ª feira em duas partes. A primeira, que podemos considerar como “normal”, ocorreu na 2ª e 3ª feira e deveu-se, basicamente, a fatores externos. Para verificar isso, basta recorrermos ao EMCI do JP Morgan, o índice de moedas emergentes que apresentamos na semana passada. Enquanto este mostra uma perda acumulada das moedas emergentes entre a 6ª feira da semana passada e a última 3ª feira, de 1,22%, o Real desvalorizou-se 0,90% no mesmo período. Ou seja, a moeda brasileira apenas acompanhou o movimento externo de fortalecimento do

Dólar que, no caso dos países emergentes, teve o “tempero” dos problemas argentinos¹. Já a segunda parte, ocorreu na 4ª feira, sendo um movimento eminentemente local. Fazendo a mesma comparação acima, enquanto o ECMI ficou praticamente estável ao longo do dia (0,04% de alta), o Real perdeu 0,83% do seu valor. Essa percepção de que o problema era interno foi que causou um mal-estar geral. Mas, o que gerou esse movimento? Uma resposta muito ouvida ao longo do dia foi que, o “culpado”, havia sido o presidente do BCB, Ilan Goldfajn, que, em entrevista na noite de 3ª feira ao Jornal das 10 da Globonews, tinha dado a entender que o compromisso de reduzir os juros na reunião do COPOM da próxima semana, estava mantido. Isso gera outra pergunta: Por que o BCB, sendo “fiel” ao seu discurso, poderia desencadear uma desvalorização da moeda brasileira à revelia do que ocorria nos mercados internacionais? A resposta “oficial” seria que, como o mercado vinha reduzindo a probabilidade de que os juros seriam reduzidos, ao indicar que as taxas realmente cairiam, Ilan causou uma reprecificação das apostas, enfraquecendo o Real. A nosso ver, essa foi a “desculpa” dada pelo mercado para um movimento totalmente especulativo, que tinha como intenção, “chamar” o BCB para colocar swaps cambiais no mercado. Prova disso é que, na 5ª feira, o Real voltou para uma cotação melhor do que estava ao final do mercado de 2ª feira. Pode-se argumentar que ontem foi um dia bom para todas as moedas, mas na 4ª feira também havia sido e, a moeda brasileira, destoou totalmente do movimento. Qual a diferença entre 4ª e 5ª feira? O BCB não atendeu ao “chamado” do mercado e a posição especulativa começou a “queimar”.

Explicado que a perda de valor do Real ao longo da semana não poder ser contabilizada no discurso de Ilan, vamos identificar neste, o que é importante para os cenários daqui para

¹ Não há contaminação da desvalorização do Peso Argentino no EMCI, uma vez que ele não faz parte do índice;

frente. Com relação ao câmbio, especificamente, o que ele disse foi que, enquanto o movimento do Real acompanhar o mercado externo, o BCB deve apenas observá-lo para evitar distorções, não se preocupando com patamares específicos: *“O que está acontecendo no mundo é que o dólar está ficando forte, é a normalização das condições monetárias nos Estados Unidos. O dólar fica forte, todas as outras moedas ficam mais fracas. Não é uma questão de Brasil, Colômbia, México ou Argentina. É uma questão do dólar ficar forte. Então, nesse caso, o que temos de fazer é garantir o bom funcionamento dos mercados. Que a mudança de preço ocorra de uma forma normal. E para isso vamos sempre estar olhando, monitorando, **intervindo quando for necessário**, e não deixar nenhum exagero, nenhum excesso, tudo funcionamento como deveria ser no regime de câmbio flutuante”* (grifo nosso). A parte da fala em negrito, apesar de ser o “pro forma” do discurso de qualquer BCB, pode ter sido a senha para o movimento especulativo de 4ª feira... Até que nível o BCB acharia o movimento como normal?

Mas, o que nos interessa não é o câmbio em si, mas a sua relação com a política monetária e, mais especificamente, se o movimento recente de desvalorização poderia fazer o BCB mudar de ideia e rever a sua estratégia inicial de reduzir os juros em 0,25 p.p. na reunião da próxima semana. Quanto a isso, Ilan não foi claro, mas deixou subentendido: *“Sobre as condições [para decisão de juros], é muito importante saber que o BC, num regime de metas de inflação, ele olha pra inflação, atividade, é isso que importa na decisão. E por oito vezes ao ano, a cada 45 dias, há uma decisão, e essa decisão será tomada na semana que vem, e vamos analisar todas as condições (...) Eu mesmo já fiz trabalhos no passado em que analisamos como mudanças nesse tipo de variável (câmbio) afetam a inflação. Aí depende da atividade, depende se as expectativas de inflação estão ancoradas”*. Olhando para as variáveis que Ilan citou, inflação e nível de atividade, faria sentido ainda cair os juros? Bem, considerando que o BCB explicitou que na próxima reunião ainda estaria olhando para a inflação de 2018, a resposta seria sim e, o IPCA de abril, divulgado ontem, só

reforçou essa ideia. Os 0,22% do índice vieram no piso das expectativas do mercado, ficando 0,11 p.p. abaixo do projetado inicialmente pelo BCB, 0,33%. Além disso, o acumulado em 12 meses chegou a 2,76%, o 10º mês seguido que fica abaixo do piso do intervalo do sistema de metas. Mesmo olhando para frente, a situação não parece complicada. Segundo o último relatório Focus, que saiu antes das confusões do início da semana, o mercado previa uma inflação de 3,49% para o final do ano, com um câmbio de R\$/USD 3,37. Só que, agora, o Dólar está mais para o intervalo entre R\$ 3,55 e R\$ 3,60, e aí? Aí que, fazendo conta, podemos concluir, que, mesmo com essa recente mudança de patamar, o cumprimento da meta de inflação para o final do ano não parece estar sob risco. Primeiro, podemos usar um cálculo, apresentado pelo próprio BCB em um box do seu último Relatório Trimestral de Inflação (RTI), de que, a cada 10% de desvalorização câmbio, teríamos um impacto adicional sobre a inflação entre 0,8 e 0,9 p.p., concentrado nos 2 primeiros trimestres após a mudança de patamar. Portanto, considerando os R\$ 3,37 projetados pelo Focus para o Dólar no final do ano e a passagem para o novo intervalo supracitado, teríamos uma variação ao redor de 6,0p.p., ou seja, após 6 meses (2 trimestres), o IPCA teria passado dos 3,49% anteriormente projetados para algo ao redor de 4,0%, ainda longe do centro da meta para 2018, 4,5%. Outra forma de ver isso, seria projetar os modelos do BCB com essa nova perspectiva cambial. Fazendo isso, e considerando os juros em 6,25% a.a. para esse ano e de 8,00% a.a. para 2019, chegamos a um IPCA de 4,20% e de 4,26%, respectivamente. Se para 2018, continuamos a ter a inflação abaixo do centro da meta, para o ano que vem o resultado está, praticamente, no número que tem que ser alcançado, 4,25%. Entretanto, devemos salientar que, os aumentos dos juros programados para 2019 se concentram no 2º semestre, ou seja, uma pressão cambial maior, na verdade anteciparia a elevação dos juros ao longo do próximo ano, não inviabilizando a redução na próxima reunião.

Vimos que a recente desvalorização do Real não coloca em risco o cumprimento da meta para esse ano e que, para 2019, ela seria totalmente administrável pela política monetária. Além disso, outra questão se levanta quando discutimos se o BCB deveria manter o seu compromisso de reduzir os juros na próxima reunião: a credibilidade do discurso. Após a crise de 2008, a comunicação dos BCs passou a ser considerada uma forma de ferramenta de política monetária, quase tão importante quanto a própria taxa de juros. Basta lembrar que, em 2011, o presidente do Banco Central Europeu (BCE), Mário Draghi, salvou o Euro com apenas um discurso. Portanto, o BC não se deve, continuamente, voltar atrás nas suas indicações a respeito da condução futura da política monetária. Como o BCB já havia voltado atrás entre a reunião de fevereiro, quando indicou que a redução naquele encontro seria a última, e a de março, quando caiu novamente as taxas e sinalizou uma nova queda para maio, nos parece que fazê-lo de novo teria um custo reputacional que não seria coberto pelo ganho de 0,25 p.p. a mais sobre uma inflação que está e, continuará baixa, mesmo com a mudança de patamar do Dólar.

Um dos motivos para esperarmos que a inflação continue baixa, mesmo com a pressão cambial, é o nível de atividade ainda decepcionante. No mesmo Focus, que estamos usando como parâmetro, as projeções para o crescimento desse ano estão em queda, saindo de 2,80% a um mês atrás para 2,70% na última semana. Como já explicitado no último Opinião, a nossa projeção de 2,80%, certamente será revista para baixo após a divulgação do PIB do 1º trimestre no dia 30 de maio, para algo entre 2,00% e 2,50%. Ou seja, a probabilidade maior é que as projeções do Focus para o crescimento também sejam revistas para baixo e não o inverso, o que, em termos de política monetária, significa maior capacidade ociosa e, conseqüentemente, menor pressão inflacionária. Mais um motivo para o BCB não abandonar o seu discurso e voltar a cair os juros na reunião da semana que vem.

A conclusão a que chegamos é que o BCB deveria manter o seu “plano de voo” inicial e voltar a reduzir os juros em 0,25 p.p. na reunião de 4ª feira (16/05), como sinalizado anteriormente. A recente desvalorização do Real não deve ser minimizada, mas colocada dentro da perspectiva de um crescimento aquém do esperado e de uma inflação confortavelmente abaixo do objetivo indicado pelo sistema de metas. Em termos de sinalização, o COPOM deverá indicar a interrupção do ciclo de queda dos juros, o que também fazia parte da estratégia inicial do BCB. Uma coisa que Ilan deixou claro na sua entrevista, foi que os juros não são instrumento de controle de cambial e, portanto, o impacto das mudanças no nível da cotação do Real, deve ser tratado por instrumentos específicos, em momentos de disfuncionalidades momentâneas. Pode parecer purismo técnico, e é. Mas, faz parte do trabalho do presidente do BCB, direcionar o mercado para funcionar segundo o “livro texto” e não deixá-lo “deixar de funcionar” seguindo os movimentos especulativos.

Projeção		
	2018	2019
IPCA (%)	3.8	4.1
Câmbio (eop R\$/US\$)	3.5	3.6
Selic (eop %)	6.25	7.5
PIB (%)	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.