

O cenário para os ativos brasileiros se mantém desafiador porque os ajustes externos continuam atuando, seja devido a uma reprecificação da política monetária americana, seja porque vários países emergentes mostram problemas particulares, que acabam gerando um ajuste geral nos preços de toda a classe. No meio de toda essa confusão, tivemos a reunião do COPOM em que os juros foram, surpreendentemente, mantidos em 6,5% a.a.. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para atualizar o cenário externo e verificar como isso afetou a decisão do BCB dessa semana e poderá afetar a política monetária local daqui para frente.

Mais uma vez, a abertura do livro de Lev Tolstói, *Anna Karenina*, nos parece perfeita para entender o que está acontecendo no mercado: *“As famílias felizes parecem-se todas, as famílias infelizes são infelizes cada uma a sua maneira”*. Enquanto o cenário externo era de excesso de liquidez, todos os problemas dos países emergentes eram minimizados em prol da busca de rentabilidade. Entretanto, quando a fonte seca, e o capital tem que ser mais seletivo, todas as mazelas são colocadas nos preços rapidamente. Ou seja, enquanto não acabar a correção das expectativas do mercado com relação à política monetária americana, não vamos ver alívio nos preços dos ativos dos países emergentes.

No início da semana, a sensação era de que a questão dos juros americanos havia encontrado um equilíbrio, com a taxa dos títulos americanos (treasury) de 10 anos operando ao redor de 3,00%. Com isso, poderíamos ter uma semana mais tranquila, com possibilidade de ajuste nos exageros vistos nas variações nos preços dos ativos dos países emergentes nos últimos dias. Entretanto, números mais fortes da economia dos Estados Unidos, deram novo impulso para as apostas de que o FED terá que ser mais duro na condução da política monetária, com o treasury de 10 anos chegando a 3,10%. O resultado foi que, mesmo com uma certa normalização na situação argentina, as moedas emergentes em geral e o Real, em particular, sofreram bastante. Usando o índice de moedas emergentes do JP Morgan (EMCI), vemos que, tivemos uma perda média de 2,5% desses ativos ao longo da semana, mesmo nível de

desvalorização do Real<sup>1</sup>. Ou seja, o movimento de ajuste das apostas com relação à política monetária nos EUA não arrefeceu ao longo da semana e isso gerou uma nova correção dos ativos dos países emergentes como o Brasil. Portanto, enquanto esse ajuste não for interrompido, não devemos ver um arrefecimento das pressões sobre o Real. A boa notícia é que, com o rendimento do treasury de 10 anos próximo de 3,10%, acreditamos que não há muito espaço para novas correções lá fora, possibilitando uma menor pressão no câmbio por aqui.

Nesse cenário conturbado, tivemos a surpreendente decisão do COPOM de manter os juros em 6,50% a.a., mesmo com todas as suas indicações de que iria reduzi-los em 0,25 p.p.. Pelo que foi dito no parágrafo anterior, seria totalmente razoável defender que o BCB deveria ser mais conservador, entretanto, se ele pode ter acertado no conteúdo, errou totalmente na forma e isso poderá ter consequências mais à frente.

O primeiro erro aconteceu no Comunicado da reunião do COPOM de março. Lá ele se comprometeu com uma nova redução dos juros, mesmo com várias indicações de que poderíamos ter um ajuste no cenário externo. Colocamos isso claramente no Opinião 566: *“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*

---

<sup>1</sup> Em ambos os casos, consideramos como “semana” as cotações até o fechamento de 5ª feira. Enquanto escrevemos esse Opinião, o mercado de câmbio por aqui demonstrava uma disfuncionalidade que não tornava factível qualquer forma de análise;

*altamente volátil. Com isso, fica a sensação de que o BCB tem errado na comunicação e gerado mais volatilidade do que a desejável".* Esse erro não seria capital se, ao longo do período entre as duas reuniões ele tivesse feito um ajuste nas expectativas do mercado, assim como havia feito entre fevereiro e março. Assim chegamos ao segundo erro, a entrevista de Ilan Goldfajn à Globonews na 3ª feira da semana passada (08/05), véspera do início do período de silêncio da Autoridade Monetária antes do encontro do COPOM. Naquele momento, o mercado se perguntava se a desvalorização cambial ocorrida desde a reunião de março (8,8%), seria suficiente para que o BCB voltasse atrás no que havia prometido. Após chegar a precificar quase 90% de chances de um corte de 0,25 p.p., no dia da entrevista, as apostas giravam ao redor dos 65%. Ou seja, qualquer indicação de que o BCB estaria "observando atentamente" o cenário externo, não precisava nem dizer quer estava "preocupado", já seria o suficiente para que o mercado chegasse à reunião dessa semana, mais próximo da manutenção do que da queda. Entretanto, a fala de Ilan foi no sentido contrário. No Opinião da semana passada, descrevemos a sensação dominante do mercado após a entrevista da Globonews: *"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."* Portanto, no nosso entendimento e, ao que parece, também o do mercado, a decisão do COPOM seria baseada no comportamento da inflação e do nível de atividade, com as distorções do mercado de cambio devendo ser resolvidas com instrumentos cambiais. Como resultado, a probabilidade atribuída para um novo corte dos juros voltou a patamares ao redor de 85% e na pesquisa feita pelo Broadcast às vésperas da reunião, nada menos que 53 das 55 casas consultadas, projetavam juros de 6,25% a.a.. Ou seja, Ilan teve a chance de atualizar o discurso do BCB coordenando, assim, as expectativas do mercado em um momento particularmente volátil, mas não o fez.

Chegamos então à reunião em si. Como supracitado, a decisão de manter os juros era totalmente justificada dado o cenário, mas a sequência nos erros de comunicação acabou gerando um estresse desnecessário, intensificado por algumas indicações no comunicado que geraram interpretações perigosas para a condução da política monetária. O primeiro ponto é que o BCB justificou a manutenção dos juros dizendo que: “O Comitê entende que essa decisão reflete a mudança recente no balanço de riscos para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante para a condução da política monetária, que inclui os anos-calendário de 2018 e, em maior grau, de 2019.”. Bastante razoável. Entretanto, um pouco antes no texto, ele havia escrito: “No cenário com juros constantes a 6,50% a.a. e taxa de câmbio constante a R\$/US\$ 3,60\*, as projeções situam-se em torno de 4,0% para 2018 e 2019.”. Considerando que a meta de inflação é de 4,5% para esse ano e de 4,25% para o ano que vem, que temos um intervalo de 1,5 p.p. para cima ou para baixo para absorver choques inesperados e que, mesmo já tendo incorporado boa parte do choque de câmbio no cenário, a inflação estaria confortavelmente abaixo da meta, só podemos concluir que, ou ele está mirando uma inflação mais baixa do que o centro da meta, ou ele considera algum risco adicional a esse cenário que o mercado não está incorporado. Em ambos os casos, são péssimas indicações para as expectativas dos agentes econômicos uma vez que, ao levantar dúvidas sobre o que “quer” e o que “sabe”, o BCB incorpora um prêmio de risco nas projeções que não tinha antes.

Olhando para frente, o BCB indicou que não deve mexer nas taxas nas próximas reuniões: “Para as **próximas reuniões**, o Comitê vê como adequada a manutenção da taxa de juros no patamar corrente” (grifo nosso). A parte em negrito é relevante porque, nos Comunicados anteriores, a expressão era usada no singular, referindo-se apenas à “próxima reunião”. Além disso, um pedaço importante do texto da reunião de março foi suprimido: “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). Juntando as duas coisas, nos parece que o BCB não considera a estabilização dos juros no patamar de 6,50% a.a. como uma pausa no processo de redução dos juros, como parecia em março, mas como um movimento mais duradouro.

Em momentos voláteis como os atuais, a política monetária deve ser conduzida com mais “arte” do que “técnica” e foi, exatamente na primeira, que o BCB pecou nesse momento, fazendo a coisa certa, mas de um modo errado. Entretanto, não achamos que a desvalorização do Dólar que se seguiu à decisão do COPOM, possa ser colocada, totalmente, na “conta” do BCB. O movimento continua a ser externo e só vai cessar quando lá fora se acalmar. Por outro lado, principalmente depois que atrelou à política monetária aos movimentos cambiais, ele não pode se furtar de suavizar desvalorizações exageradas, como a que ocorreu nessa 6<sup>a</sup> feira. Para os próximos passos da política monetária, revimos a nossa projeção dos juros para o final de 2018 de 6,25% a.a. para 6,50% a.a., enquanto mantemos a de 2019 em 7,50% a.a..

<b>Projeção</b>		
	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>IPCA (%)</b>	<b>3.8</b>	<b>4.1</b>
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>
<b>Selic (eop %)</b>	<b>6.5</b>	<b>7.5</b>
<b>PIB (%)</b>	<b>2.2</b>	<b>2.5</b>

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.