

A análise de que a greve dos caminhoneiros tinha sido uma divisora de águas na percepção de risco do mercado com relação ao cenário político/eleitoral brasileiro, ficou reforçada ao longo dessa semana. O que aconteceu nos mercados de juros e câmbio nos últimos dias, não teve nenhuma relação com fundamentos, sendo um movimento, em parte especulativo e, em parte, técnico, com um retroalimentando o outro. Daí a importância da entrevista coletiva do presidente do BCB, Ilan Goldfajn. O reforço da atuação do BCB no mercado de derivativos e a separação explícita entre política monetária e câmbio, podem ter o condão de quebrar esse círculo vicioso que vimos nos últimos dias. Portanto, como base nas declarações do presidente do BCB, vamos tentar explicar como chegamos até aqui e como poderemos evoluir daqui para frente, sob esse novo cenário de atuação da Autoridade Monetária.

Para iniciar a discussão, vamos nos lembrar do que falamos no Opinião da semana passada a respeito do impacto da greve dos caminhoneiros sobre o sentimento do mercado a respeito das eleições: *“(...)ao contrário do que se acreditava inicialmente, de que a questão da redução da presença do Estado na economia e a necessidade de um ajuste fiscal já era algo pacificado no discurso eleitoral, o que ficou claro é que o eleitor parece querer mais intervenção do Estado na economia e não quer pagar a conta por isso. Portanto, a tendência daqui para frente é o fortalecimento dos discursos extremistas, enfraquecimento do centro e a retirada do discurso reformista. Além disso e, até por conta disso, a expectativa para as próximas pesquisas eleitorais é de um fortalecimento do cenário Bolsonaro contra Ciro Gomes no 2º turno. Ou seja, não há boas notícias para um mercado que necessita da esperança de que alguém, minimamente comprometido com um ajuste fiscal, tenha chance de ganhar as eleições em outubro.”* Ou seja, o mercado já começou a semana sob essa perspectiva, que só ficou mais forte após a pesquisa divulgada pelo site Poder360, que reforçou o cenário Bolsonaro/Ciro no 2º turno. Com isso, ao contrário do que vinha acontecendo nas últimas semanas, os movimentos dos ativos brasileiros não seguiram o movimento externo e tiveram uma dinâmica de piora própria. Para corroborar essa percepção, basta ver que o Dólar Index mostrou que a moeda americana perdeu 0,40% do seu valor frente a uma cesta das principais

moedas internacionais. Já o índice de moedas emergentes do JP Morgan, perdeu 0,50% do seu valor frente ao Dólar. Enquanto isso, o Real se desvalorizou 3,8%. Portanto, a perda de valor da moeda brasileira não foi reflexo só de um movimento externo de fortalecimento do Dólar nem, tampouco, parece que foi resultado apenas de uma perda generalizada das moedas emergentes. O problema, dessa vez, foi nosso mesmo.

O que começou com um movimento de aversão ao risco por conta da mudança da equação eleitoral, após a greve dos caminhoneiros, se transformou em um círculo vicioso entre os mercados de câmbio e juros, onde a piora de um retroalimentava a deterioração do outro. Além da natural questão do Dólar ser considerado uma medida de risco para o mercado brasileiro, o que, por si só, já seria motivo suficiente para gerar uma piora na curva dos juros, outras questões começaram a emergir na esteira do pânico que se instalou no mercado. A primeira, que pode ser considerada até normal, ligava a piora do câmbio a piora do cenário de inflação, podendo levar o BCB a ter que elevar os juros antes do final do ano. Já a segunda, um possível choque nas taxas para conter a alta do Dólar, podemos colocar na conta dos exageros que sempre vêm junto com momentos como os vividos pelo mercado ao longo da semana. Aqui podemos começar a analisar a entrevista de Ilan.

Apesar da questão do swap cambial ter chamado mais a atenção do mercado, certamente, o motivo principal do presidente do BCB ter se dignado a dar uma entrevista coletiva, tem relação com as especulações de que poderia haver uma reunião extraordinária do COPOM para elevar os juros de forma expressiva para conter a alta do Dólar, ou que o BCB estaria pensando em iniciar um novo processo de aperto monetário na próxima reunião regular, marcada para o dia 20/06. O primeiro ponto importante levantado por Ilan para refutar a primeira especulação, foi deixar claro que os juros são instrumentos de política monetária e

não de controle cambial e que, para esse tipo de intervenção, o BCB tem outros instrumentos, inclusive os swaps cambiais. Reforçando essa mensagem, ele lembrou que a alta recente não se deu por saída de Dólares do mercado à vista, mas por uma busca por hedge no mercado futuro. Isso pode não parecer relevante na discussão, uma vez que, no final, o resultado é o mesmo, desvalorização do Real. Entretanto, se o fim é o mesmo, a forma de atuar do BCB muda muito de uma situação para outra. Enquanto no cenário de fuga de capitais o instrumento cambial mais adequado é o leilão de linha e/ou a venda de reservas e, um choque de juros, poderia até funcionar, no caso de uma busca por hedge, certamente a elevação das taxas não seria o melhor caminho para acalmar o mercado. Portanto, ao indicar que não vê problemas de fuga de capitais, Ilan quis, ao mesmo tempo, indicar que os swaps seriam o melhor instrumento e que estava descartada a ideia de um choque de juros.

Já na questão de iniciar um novo ciclo de aperto monetário, apesar de não ser tão enfático quanto na questão do choque de juros, Ilan tentou desinflar um pouco esse balão de ensaio. Para isso, voltou a lembrar que não há “relação mecânica” entre a política monetária e o câmbio e, para reforçar a ideia de que não passa pela cabeça do BCB esse tipo de movimento nesse momento, falou que a transferência da desvalorização cambial para a inflação pode ser mitigada pela fraqueza da economia e pela ancoragem das expectativas da inflação. Com relação à última, podemos até considerar que ela seria endógena ao processo de piora do câmbio, mas a primeira, como discutimos no Opinião da semana passada, é uma realidade cada vez mais presente nas projeções dos agentes econômicos. Juntando tudo, mesmo considerando um Dólar mais perto de R\$4,00, como no fechamento de ontem, acreditamos que, dificilmente, o BCB corroboraria as especulações do mercado e aumentaria os juros na próxima reunião, seja através de um choque, seja através do início de um novo processo de aperto monetário.

Os motivos para a entrevista de Ilan parecem bem explicados, como também o que esperamos da política de juros daqui para frente. Mas, e com relação ao que “realmente” interessa a todos, essa política de venda de swaps vai funcionar? Para onde pode ir o Dólar?

Já lembrando da máxima que diz que o câmbio é “o cemitério dos economistas”, vamos tentar responder a essas questões. Pelo que está sendo visto hoje, a resposta à primeira pergunta parece ser positiva, mas com uma ressalva temporal, que nos leva a resposta da segunda. A questão é que a queda de mais de 4% nas cotações do Dólar nessa 6ª feira, após a entrevista de Ilan ontem e da atuação do BCB na manhã de hoje, reforçaram a questão de que, boa parte do movimento que fez a moeda americana sair de níveis ao redor de R\$ 3,75 no início da semana para R\$ 3,91 no fechamento de ontem, foi especulativo. Ou seja, não se fundamentava em busca “real” por proteção, mas em especulação e/ou movimento técnico de “stop loss”. Portanto, ao “entrar pesado” no mercado futuro, que no Brasil é maior do que o à vista, ele consegue transformar o círculo vicioso em virtuoso, o que ajuda a explicar o desempenho de hoje. Já com relação ao nível, podemos voltar ao que dissemos no Opinião da semana passada, quando o espectro da greve dos caminhoneiros já pairava sobre o mercado de câmbio, mas este ainda não estava disfuncional como ao longo dessa semana: *“Como o risco eleitoral aumentou, um pedaço do nível atual do Dólar, ao redor de R\$ 3,75, deve-se a incorporação deste nos preços. Portanto, se antes cotações acima de R\$ 3,60 não nos pareciam sustentáveis, tudo mais constante, agora nos parecem razoáveis”*. Ou seja, a despeito do movimento de hoje, não devemos nos empolgar com números muito abaixo de R\$ 3,70, mesmo sob intervenção do BCB. Os motivos são variados, mas, em resumo, podemos perguntar: *“Qual mesmo seria a boa notícia que podemos ter no curto prazo que faria as cotações voltar a níveis abaixo de R\$ 3,60?”*. A tendência dos juros nos EUA deve ser de mais altas e não de menos. Os nossos pares emergentes deverão continuar com seus problemas

idiossincráticos, como a possível vitória de Lopez Obrador nas eleições mexicanas, a provável interferência de Erdogan na política econômica turca e os impactos do acordo com o FMI sobre a política argentina. Além disso, os nossos próprios fantasmas deverão continuar a nos assombrar, com a crescente probabilidade de novas paralisações de setores importantes da economia, diante da fraqueza política do Governo, da radicalização do discurso populista, tanto de esquerda quanto de direita, e da baixa probabilidade de que as próximas pesquisas eleitorais tragam boas notícias para o mercado.

Concluindo, dentre as opções que o BCB tinha na mesa nesse momento, podemos dizer que ele usou a mais razoável. Ao descartar peremptoriamente um choque de juros e lembrando que o atual nível de atividade pode mitigar o repasse cambial para a inflação, Ilan reforçou os instrumentos cambiais para a solução do problema. Além disso, reforçou a ideia de que o problema do câmbio não era fuga de capitais, mas busca por proteção, potencializando a operação de swap cambial. Posto isso, ao anunciar um volume expressivo de derivativo a ser colocado em um espaço curto de tempo (USD 20 bilhões até o fim da semana que vem) e tirando do mercado o “conforto” de que o estoque máximo alcançado pelos swaps no passado (USD 115 bilhões) poderia ser um limitador para a sua atuação, o BCB incutiu no mercado um sentimento importante para impedir movimentos especulativos: o medo de ser atropelado pelo movimento. Ou seja, existe uma probabilidade não desprezível de que vejamos taxas abaixo de R\$ 3,70 nos próximos dias, mas o mundo e, no fim, nós mesmos, não devem nos ajudar a esperar “mergulhos” mais ambiciosos. A próxima semana será decisiva para ver se essa estratégia do BCB vai dar certo. Enquanto ele estará na “jugular” do mercado, vamos ter mais uma pesquisa eleitoral sendo divulgada no domingo e, lá fora, teremos números de inflação nos EUA e reuniões dos BCs dos EUA, Zona do Euro e Japão. Por fim, devemos lembrar que, se o mercado de câmbio se acalmou, o mesmo não pode ser dito do

mercado de juros que ainda passou essa 6ª feira pressionado, o que coloca mais uma fonte de risco para a aparente tranquilidade do Real.

Projeção		
	2018	2019
IPCA (%)	3,8	4,1
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,6	3,8
Selic (eop %)	6,5	7,5
PIB (%)	2,0	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.

