

Para quem se lembra do filme da década de 90 “O Feitiço do Tempo¹”, parece que estamos sempre voltando ao “dia da marmota” no mercado de câmbio. Na semana passada, quando escrevemos o Opinião 577, destacamos que este estava disfuncional e discutimos o que poderia ser feito para trazer os preços de volta à racionalidade. Lá, descartávamos um “choque de juros”, achávamos que o momento ainda não requeria o início de um processo de aperto monetário e que uma política de intervenção cambial via swaps era o caminho mais indicado. Além disso, estávamos observando qual o impacto do anúncio feito pelo BCB no dia anterior desse tipo de intervenção. Bem, uma semana depois, estamos sob o impacto do comunicado de uma nova rodada de leilões de swaps, os mercados voltam a pensar em um choque de juros, um processo de aperto monetário retorna aos preços e o mercado voltou a ficar disfuncional. Considerando que as nossas convicções não mudaram nos últimos 7 dias, poderíamos, simplesmente, reproduzir o texto da semana passada. Entretanto, como tivemos muitas novidades lá fora e, na semana que vem, teremos a reunião do COPOM, vamos usar o Opinião de hoje para entender como as reuniões dos principais Banco Centrais do mundo afetam os nossos ativos e para reforçar a nossa certeza de que este não seria o melhor momento de se iniciar um novo movimento de aperto monetário.

Resumindo o que aconteceu nas reuniões da semana, tivemos um FED mais hawkish do que o esperado e um BCE mais dovish. No caso americano, o recado foi bem explícito. O primeiro ponto a ser considerado vem do conhecido “gráfico das bolinhas”. Nele, todos os membros do board do FED (mesmo aqueles que não votam na decisão dos juros do FOMC) colocam as suas expectativas para os níveis de juros ao final de cada ano, o que, no fim, acaba indicando quantas altas eles esperam, obviamente considerando que o ritmo destas seja o mesmo. Até a reunião dessa semana, o “gráfico das bolinhas” indicava 3 altas para esse ano, outras 3 para 2019 e mais 2 em 2020, mas isso mudou na 4ª feira. Agora, o “esquema tático” do FED passou de 3-3-2 para 4-3-1, ou seja, tivemos uma antecipação das altas, tanto que o

¹ Filme de 1993 com Bill Murray e Andie MacDowell

juízo de longo prazo, projetado pelo BC americano, não mudou, mantendo-se em 2,9%. Continuando no âmbito das projeções, todas aquelas referentes à 2018 foram alteradas, corroborando uma política monetária mais apertada. O PIB passou de 2,7% para 2,8%, a Taxa de Desemprego de 3,8% para 3,6% e o PCE (índice de inflação preferido do FED) de 1,9% para 2,1%. Entretanto, mais do que os números, o que foi escrito e dito sobre a economia americana é que impactou mais os mercados. No primeiro caso, ao invés de falar que, com altas graduais dos juros, a economia iria se expandir e a inflação iria convergir para a meta, o FED destacou que aumentos graduais são consistentes com uma economia já em expansão e uma inflação na meta. Além disso, o FED retirou do comunicado o trecho que destacava que os juros ficariam, por algum tempo, abaixo do neutro. Já o destaque da entrevista do presidente do BC americano, Jerome Powell, foi a questão da estabilidade financeira. Segundo ele, “os dois últimos ciclos terminaram com instabilidade financeira e não com inflação”, ou seja, ele parece estar mais preocupado com uma taxa de juros muito baixa gerar alguma instabilidade do que uma taxa mais alta manter a inflação abaixo da meta.

A reação dos mercados a isso tudo, mostrou que esse tom mais hawkish do FOMC já estava bem precificado no mercado de juros, que quase não se alterou, mas teve um impacto relevante sobre as cotações do Dólar no mercado de moedas. Interessante notar que, apesar da decisão mais hawkish do FED ter impactado a performance da moeda americana, foi a decisão mais dovish do BCE que realmente “fez preço” no mercado. Enquanto no primeiro caso, logo após a reunião do BC americano o Dólar valorizou-se 0,6% contra uma cesta de moedas (Dólar Index), tivemos uma puxada de quase 2,0% desse índice na esteira do encontro do BCE.

De fato, o presidente do BCE, Mário Draghi, é mestre em anunciar decisões hawkish com um tom dovish. No caso em questão, ele surpreendeu a todos antecipando a decisão de divulgar o fim do seu programa de compra de ativos (QE). Não que o fim do QE fosse surpreendente, mas ninguém esperava que o anúncio fosse feito agora. Entretanto, a magia está em tirar a atenção do distinto público do que você faz com as mãos. Portanto, enquanto anunciou o fim do QE, Draghi sinalizou que os juros ficarão estáveis até, “pelo menos”, o final do verão do ano que vem no hemisfério norte. Como a expectativa anterior do mercado era de que isso poderia ocorrer perto de junho de 2019, o mercado acabou considerando a decisão do BCE mais dovish por uma promessa de Draghi, enquanto fechou os olhos ao anúncio concreto da reunião, mesmo ambos sob a condição de serem “data dependent”.

Sob a ótica do BCB, o balanço de riscos externos piorou com as reuniões dessa semana, mas isso seria suficiente para ele pensar em iniciar um processo de aperto monetário na reunião do COPOM dessa semana? Ou melhor, o nível atual do Real, ou até um pouco mais desvalorizado, seria um motivo razoável para aumentar a taxa em 0,50 p.p. como o mercado está precificando na curva futura de juros?

Apesar da promessa do início do texto de não “copiar” o Opinião da semana passada, vamos abrir uma exceção nessa parte para manter a coerência do discurso e mostrar que, se nada mudou em termos das discussões, o mesmo pode ser dito com relação às conclusões: “(...) 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 também são os mesmos. Primeiro, mesmo com o Dólar a R\$ 4,00, a inflação para esse ano ficaria em 4,5% e para o ano que vem em 4,20%, ambos ao redor da meta. Derivado desse mesmo cálculo, considerando que o BCB já está olhando mais para a inflação de 2019 do que

para a de 2018, um Real mais desvalorizado agora até não seria tão ruim, levando-se em consideração a meta de inflação para o ano que vem. Um segundo ponto que deve ser levantado é a questão do timing. Se tem um momento em que não se deve tomar uma decisão com impactos de longo prazo é aquele em que você está sob pressão de curto prazo. Ou seja, pode ser até que o BCB tenha que aumentar os juros mais a frente, mas a relação custo/benefício de fazê-lo agora, certamente não seria favorável. Primeiro porque iria, mais uma vez, contra o discurso que ele vem adotando. Segundo, iria consolidar, de vez, a “relação mecânica” entre o câmbio e a política de juros, que tanto o BCB vem tentando evitar. Esse ponto seria particularmente deletério para ele: se com o Dólar ao redor de R\$ 3,80 ele começa a aumentar os juros, em que nível ele terá que colocá-los se o mesmo chegasse a R\$ 4,00?

O texto dessa semana ficou até mais curto do que o normal porque, como estamos “no dia da marmota”, as conclusões da semana passada continuam válidas. Ou seja, não se deve usar os juros nesse momento para conter a desvalorização do Real, seja através do início de um processo de aperto monetário, seja, principalmente, através de um choque nas taxas. Os instrumentos a disposição do BCB para fazer isso são os cambiais, como os swaps e as reservas. Com relação a estas, se por um lado achamos que não deveriam ser utilizadas a “seco” agora, por outro, dada a abertura do cupom cambial de curto prazo nos últimos dias, um leilão de linha para vencimento no 1º semestre do ano que vem poderia aliviar um pouco esse mercado, diminuindo, por tabela, a pressão por hedge.

Se as conclusões sobre o que o BCB deveria fazer se mantêm, o mesmo pode ser dito com relação ao comportamento do câmbio. Continuamos a acreditar que níveis ao redor de R\$ 3,80 parecem mais atrelados à disfuncionalidades do mercado do que a fundamentos. Da mesma forma, mesmo com as intervenções do BCB não acreditamos que o Dólar possa operar

consistentemente abaixo dos R\$ 3,60, seja pelo cenário externo mais desafiador, como ficou provado pelo “saldo” das reuniões dos BCs dessa semana, seja pelos nossos próprios problemas.

Projeção		
	2018	2019
IPCA (%)	4.0	4.2
Câmbio (eop R\$/US\$)	3.6	3.8
Selic (eop %)	6.5	7.5
PIB (%)	1.8	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



Opinião ABC Brasil – 578

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.