

Finalmente conseguimos sair do “Dia da Marmota”! Após uma ação conjunta do BCB e do Tesouro Nacional, passando por mudanças regulatórias do Conselho Monetário Nacional (CMN), o círculo vicioso no qual, a piora no mercado de câmbio impactava o mercado de juros e vice-versa, foi quebrado. Agora, podemos falar dos ativos brasileiros considerando os fundamentos e, não mais, as disfuncionalidades dos mercados. Portanto, aproveitando que nessa semana tivemos a reunião do COPOM e a divulgação do IPCA-15 de junho, vamos usar esse Opinião para discutir, a luz do comunicado pós-reunião, o que podemos esperar para o futuro da economia brasileira em geral e da política monetária em particular.

Como amplamente esperado, o BCB manteve os juros estáveis em 6,5% a.a. pela segunda vez seguida. Entretanto, apesar da decisão em linha com as expectativas, não podemos dizer que foi uma reunião sem emoção. Passamos os dois últimos Opiniões explicando o porquê de não acreditamos que, nem um choque de juros, nem o início de um processo de aperto monetário fariam sentido no atual estado da economia brasileira. Para não dizer que foi preciosismo da nossa parte bater tanto nessa tecla, basta lembrar que, no auge do estresse da semana passada, o mercado de juros chegou a precificar uma elevação na taxa ao redor de 0,60 p.p.. Entretanto, mostrando que as medidas tomadas pelo BCB e pelo Tesouro deram resultado, às vésperas da reunião essa precificação já tinha sido reduzida para 0,07 p.p., muito mais razoável.

Como a manutenção era o resultado mais esperado, as atenções se voltaram para o comunicado pós-reunião, onde o BCB poderia dar alguma indicação sobre os próximos passos da política monetária. Se, ao contrário dos últimos encontros, ele não foi explícito sobre o que pretende fazer, deu várias pistas que podem ser seguidas.

Podemos resumir o recado do BCB repetindo o seu novo mantra: “Não há relação mecânica entre os choques recentes e política monetária”. Em bom português, o BCB quer dizer que não, necessariamente, desvalorizações do Real vão se materializar em níveis mais altos de

inflação. A importância de estressar esse conceito está no nosso passado, no qual, o principal remédio para a perda de valor da moeda brasileira era a elevação dos juros, seja porque o repasse para a inflação era quase imediato e/ou a nossa fraqueza externa suscitava a elevação dos ganhos com aplicações de renda fixa para evitar uma fuga de capitais. Nenhum dos dois motivos se materializam nesse momento. Como as nossas contas externas nunca tiveram tão boas, o BCB focou o texto na questão do nível de atividade como mitigador do repasse cambial: *“É por meio desses efeitos secundários que esses choques podem afetar as projeções e expectativas de inflação e alterar o balanço de riscos. Esses efeitos podem ser mitigados pelo grau de ociosidade na economia e pelas expectativas de inflação ancoradas nas metas. Portanto, não há relação mecânica entre choques recentes e a política monetária”* (grifo nosso).

Em um Box especial do Relatório Trimestral de Inflação (RI) de março, o BCB estimou que o repasse do câmbio para a inflação era de 0,8 p.p. para cada 10% de desvalorização cambial, sendo que, este, se concentrava nos primeiros dois trimestres. Entretanto, nesses cálculos não há nenhuma inferência sobre qual o estado da atividade econômica. Ou seja, não há a pergunta: será que o nível de ociosidade influencia esse repasse? Um texto para discussão<sup>1</sup> do BCB de 2006, mostra que essa questão faz diferença sim e que a intuição aqui funciona: quanto maior o grau de ociosidade da economia, menor será o repasse cambial. Duas consultorias, MCM Consultores e A.C Pastore & Associados, refizeram os cálculos e chegaram a resultados parecidos: quando temos o hiato do produto negativo, para cada 10% de desvalorização teríamos um impacto no IPCA de algo entre 0,2 p.p. e 0,3 p.p., corroborando, portanto, o discurso do BCB.

---

<sup>1</sup> Correa, A. e Minella, A., “Nonlinear Mechanisms of the Exchange Rate Pass-Through: A Phillips curve model with threshold for Brazil”, Banco Central do Brasil, Working Paper n. 122, novembro de 2006;

No comunicado da reunião, o BCB faz algumas simulações para a inflação e uma, especialmente, chama a atenção, aquela em que é mantida constante a taxa de câmbio vigente na semana anterior à reunião do COPOM e os juros estáveis em 6,5% a.a. durante todo o período. O interessante dessa previsão é que ela pode ser comparada diretamente com aquela que tínhamos na reunião passada, em maio, que considerava o Dólar a R\$ 3,60 e chegava em uma projeção, tanto para 2018, quanto para 2019, de 4,0%. Agora, com o câmbio a R\$ 3,70, as previsões passaram para 4,2% e 4,1%, respectivamente. Considerando que o crescimento do PIB utilizado em ambos os cálculos foi o mesmo determinado no RI de março (2,6%), estamos dizendo que o BCB estaria trabalhando com um repasse ao redor de 0,7 p.p., muito próximo, portanto, daquele resultado encontrado no Box do RI de março. Dada a insistência do BCB nesse tema, não só nesse comunicado, mas, também, em todas as suas apresentações recentes, acreditamos que no RI de junho haverá um novo Box atualizando esse cálculo, reforçando a ideia de que, quanto maior a ociosidade da economia, menor será o repasse cambial, da mesma forma que o texto para discussão supracitado.

Essa questão é importante também para a outra variável destacada pelo BCB, como determinante para a mitigação do repasse cambial para a inflação: as expectativas de inflação. Aqui, além da importância de convencer os agentes de que, o nível de ociosidade ajuda a minimizar o impacto do câmbio sobre a inflação, temos também a questão de tentar circunscrever choques de oferta, como da greve dos caminhoneiros, aos resultados de curto prazo, não deixando que os agentes extrapolem isso para frente. Esse tema também foi tratado diretamente pelo BCB no texto: *“O Comitê julga que, no curto prazo, a inflação deverá refletir os efeitos altistas significativos e temporários da paralisação no setor de transporte de cargas e de outros ajustes de preços relativos. As medidas de inflação subjacente ainda seguem em níveis baixos, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária;”* (grifo nosso).

Esse aviso era especialmente importante as vésperas de um número de inflação que certamente viria forte. Dito e feito, o IPCA-15 de junho ficou em 1,11%, bem acima dos 1,00% esperados pelo mercado, com o acumulado do índice chegando a 3,68% em 12 meses. Usando esse número para a projeção do IPCA do final do mês, chegamos à 1,15%, que seria o resultado mais alto para o índice desde janeiro de 2016 (1,27%), levando o acumulado em 12 meses para 4,28%. Seria isso preocupante? Abrindo o IPCA-15 e vendo os itens que mais pressionaram o índice, podemos dizer que não. Nada menos do que 30% de toda o resultado se deveu a dois itens que se tornaram símbolos da greve dos caminhoneiros: a Batata Inglesa e a Gasolina. Enquanto a primeira subiu 45,12% (impacto de 0,07 p.p.), a última chegou a 6,98% (impacto de 0,27 p.p.). Se a esse duo, adicionarmos a Energia Elétrica, que subiu 5,44% (impacto de 0,14 p.p.), devido a passagem da bandeira tarifária de amarela para vermelha nível 2, temos que, apenas 3 itens foram responsáveis por quase 45% do IPCA-15. Portanto, com um resultado tão concentrado assim, temos que fazer eco ao comentário do BCB no comunicado, lembrando que, boa parte desse movimento deverá ser revertido no resultado de julho. Por isso, mesmo considerando que o IPCA acumulado em 12 meses em junho poderá ficar próximo de 4,30%, mantemos a nossa projeção de que, ao final de 2018, ele estará em 4,20%.

As últimas semanas mostraram a necessidade de uma boa comunicação entre o mercado e o BCB. Enquanto essa apresentou ruídos, vimos disfuncionalidades e os preços dos ativos se afastaram dos fundamentos. Com as últimas medidas tomadas e com uma comunicação mais consistente, o BCB voltou a coordenar o mercado, o que é bom para ambos. Com isso, se ainda não saiu do radar a expectativa de elevação dos juros até o final do ano, uma atitude sensata dada a volatilidade tanto interna quanto externa, também não ouvimos mais traders “clamando” por um choque de juros. O mercado parece que “aceitou” que não há “relação

mecânica entre os choques recentes e a política monetária”, o que aumenta os graus de liberdade do BCB. Na nossa opinião os juros serão mantidos em 6,5% a.a. até, pelo menos, o fim das eleições em outubro. Alguma elevação faria sentido apenas se a situação se deteriorasse o suficiente para desancorar as expectativas da inflação de 2019 e diante, o que, não nos parece o cenário básico nesse momento. Portanto, acreditando na comunicação do BCB, mais do que acompanhar o dia a dia do mercado de câmbio, devemos observar como as expectativas de inflação vão se comportar.

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