

Se saímos do “dia da marmota” dos mercados na semana passada, a sensação de que as coisas não mudam continua, quando observamos quais são os artífices dos movimentos dos ativos brasileiros nas últimas três semanas. Do lado externo, não há um dia que passe sem que se atribua a alguma declaração de Donald Trump a respeito da sua cruzada contra tudo e contra todos no comércio internacional, a movimentação dos preços. Por aqui, também não temos um dia sem que o BCB esteja no foco do mercado, seja através das suas intervenções no mercado de câmbio, seja através do COPOM, ou através dos documentos divulgados. Se com relação à Trump, pouco temos a acrescentar ao que já dissemos sobre a combinação explosiva de um presidente americano voluntarista, viciado em tweets e com ideias erradas sobre a economia, no caso do BCB temos um conjunto razoável de novas informações para retornar ao tema da política monetária já explorado no Opinião da semana passada.

No texto da última 6ª feira, tínhamos a disposição a decisão do COPOM e o seu comunicado pós reunião. A manutenção dos juros em 6,5% a.a. já era esperada, ficando a dúvida sobre as indicações que seriam dadas para os próximos passos do BCB em um cenário em que, parte do mercado, chegou a clamar por um novo período de aperto monetário ou, até mesmo, um choque de juros. Se o texto acabou não sendo definitivo sobre o que ele vai fazer, foi bastante intuitivo sobre o que passa na sua cabeça, tanto que nos levou a seguinte conclusão: *“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”*. Com os textos dessa semana, essa expectativa apenas foi reforçada.

Usando como base o Relatório Trimestral de Inflação (RI) de junho, notamos uma coerência no discurso do BCB quanto a questão de que *“não há relação mecânica entre choques recentes e política monetária”*. Ao contrário do que esperávamos, não veio nenhum Box explicitando, numericamente, que o repasse cambial para a inflação é tanto menor quanto maior for a ociosidade da economia. Entretanto, assim como no comunicado e, posteriormente, na Ata

da reunião do COPOM, a recorrência das citações quanto a importância dessa relação intuitiva, nos leva a crer que o BCB leva isso fortemente em consideração ao projetar as suas próximas ações. Como prova, podemos notar que no intervalo de seis páginas ele usou três vezes esse argumento: i) *“Nos meses seguintes, a despeito dos efeitos defasados da depreciação cambial observada desde o final de abril e da alta projetada para passagens aéreas, em julho, espera-se que a reversão dos efeitos do desabastecimento, a sazonalidade favorável dos preços de alimentos e a elevada ociosidade dos fatores de produção favoreçam o arrefecimento das taxas mensais”*; ii) *“Ressalte-se, que apesar da aceleração projetada para os próximos meses, a retomada da atividade em ritmo mais gradual que o esperado e a propagação inercial do baixo patamar inflacionário são fatores que contribuem para manutenção da inflação em patamar reduzido, sobretudo no segmento de serviços e em medidas de inflação subjacente”*; iii) *“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”* (grifos nossos).

Na mesma linha, a estimação dos seus modelos mostra pouca preocupação com a possibilidade de um repique inflacionário, mesmo considerando os recentes choques vindos da desvalorização cambial e da greve dos caminhoneiros. Dos quatro modelos que o BCB disponibilizou no RI, acreditamos que o mais relevante, nesse momento, seja aquele em que ele mantém os juros e o câmbio estáveis durante todo o período. Isso porque, para saber o quanto a recente desvalorização pode ser deletéria para o cenário prospectivo de inflação, a utilização do Dólar a R\$ 3,70 e os juros a 6,50% a.a., nos parece mais razoável do que, por exemplo, o Cenário de Mercado, onde temos uma valorização cambial em 2019. Posto isso, observando os resultados desse modelo, vemos que não há nenhuma indicação de perda do controle inflacionário durante todo o horizonte de projeção, com o IPCA fechando 2018 em

4,2% (meta de 4,50%), 2019 em 4,1% (meta de 4,25%) e 4,1% (meta de 4,00%). Com relação ao fato desta última projeção estar acima da meta, apenas reforça a ideia de que os juros não poderão ficar em 6,50% a.a. “*ad eternum*”.

A questão do choque cambial também fica mais forte nesse modelo do que nos outros. Enquanto no Cenário de Mercado, na comparação com o RI de março, a taxa sai de R\$ 3,30 para R\$ 3,63, desvalorização de 10%, no cenário com câmbio e juros constantes, a comparação é entre um Dólar de R\$ 3,25 com um de R\$ 3,70, desvalorização de quase 14%. A partir dessa expressiva perda de valor do Real, temos que a inflação para 2018 passou de 3,6% para 4,2%, um aumento expressivo, que parece embutir um repasse cambial ao redor de 0,04 p.p. para cada 10% de desvalorização, mais parecido com os modelos que incorporam a diferença do repasse com e sem ociosidade, do que aquele estimado pelo BCB no RI de março que estava em torno de 0,08 p.p. para o mesmo nível de desvalorização. Contribuiu para isso, a revisão do PIB de 2018, que passou de 2,6% para 1,6%, no mesmo período. Por fim, reforçando a questão de que não há motivos para se iniciar um processo de aperto monetário, vemos que, para todos os modelos, a probabilidade da inflação ficar abaixo do piso do sistema de metas é maior do que ficar acima, tanto em 2018, quanto para 2019, horizontes mais relevantes para a política monetária no curto prazo.

O BCB, ao contrário das reuniões de fevereiro e abril, não se comprometeu com os próximos passos da política monetária, uma atitude sensata, dadas as incertezas internas e externas. Entretanto, se não foi explícito com relação ao que vai fazer com os juros nas próximas reuniões, deu indicações mais concretas de que o plano de voo, nesse momento, parece ser de manutenção dos juros. O que poderia alterar esse quadro no curto prazo? Uma piora

expressiva das expectativas de inflação de 2019 para frente, o que ainda não aconteceu, mesmo com a incorporação de um câmbio mais desvalorizado para esse ano.

Essa questão das expectativas de inflação também será crucial na discussão de outra novidade da semana com relação ao BCB: a redução da meta de inflação para 2021. Segundo a legislação que rege o Sistema de Metas de Inflação, na reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN) de junho, são confirmadas as metas para os dois anos subsequentes e determinada a do terceiro. Ou seja, na reunião marcada para essa semana, o Conselho deveria confirmar as metas para 2019 e 2020 e estipular a de 2021. Até a recente turbulência nos mercados internos e externos, era dada como certa que a última seria estabelecida abaixo daquela de 2020 (4,00%). Entretanto, com o aumento da incerteza, essa unanimidade começou a refluir, com as expectativas sobre qual seria a decisão do CMN chegando ao dia da reunião divididas. No fim, como esperávamos, as metas para 2019 e 2020 foram mantidas (4,25% e 4,00%, respectivamente), enquanto que, para 2021, foi estipulada em 3,75%. Automaticamente, duas perguntas surgiram com relação a conveniência da decisão. A primeira questiona o fato do CMN indicar uma redução dos graus de liberdade da política monetária no futuro, ao mesmo tempo em que a incerteza aumenta no presente. Mais importante, o Governo atual deveria deliberar sobre a redução de uma meta que deverá ser cumprida pelo próximo, sendo que as incertezas com relação ao comprometimento deste com o Sistema aumentaram nos últimos meses? A segunda, sempre retorna quando se reduz a meta de inflação: com a meta menor, o BCB não vai ter que fazer uma política monetária mais apertada em um momento em que o nível de atividade “patina”?

A primeira pergunta é mais fácil de ser respondida e podemos dividir em duas partes. Com relação ao aumento da incerteza no curto prazo, principalmente com relação a questão das

eleições presidenciais, o BCB tem que traçar um cenário para o futuro, independente de quem estiver na cadeira do presidente. Para isso tem que considerar que os agentes são racionais, ou seja, quem ganhar as eleições fará os ajustes que a economia brasileira precisa. Nessa altura do campeonato parece que isso é uma quimera, mas se formos para esse lado, até o próprio sistema de metas pode estar sob risco, portanto, o cenário básico tem que ser aquele em que as coisas vão dão certo. Já na questão de ser uma decisão que “invade” o próximo Governo, basta lembrar que as metas para 2019 e 2020 já haviam sido reduzidas anteriormente e também fazem parte da próxima gestão. Então, qual a diferença?

Com relação à segunda pergunta, temos que retomar a questão das expectativas de inflação e recorrer ao conceito da taxa de juros real. A taxa de juros nominal, que é aquela que comumente observamos, na verdade é a combinação da taxa real com a inflação esperada. Portanto, não necessariamente, ao reduzir a meta, o BCB estaria “condenado” a ter que manter uma taxa de juros nominal mais alta para alcançá-la. Para ver isso, basta considerar que, para uma dada taxa real, o que vai definir a taxa nominal, vai ser a expectativa de inflação. Como exemplo, vamos voltar no tempo e ver o que aconteceu quando o CMN estipulou a meta de inflação de 2020 em 4,00%, abaixo, portanto, dos 4,25% estipulados para 2019. No dia 29 de junho de 2017, dia da reunião, a meta para 2020 estava em 4,25%, igual a de 2019, segundo o boletim Focus. Já no dia seguinte, a meta já havia sido ajustada para 4,00%. Portanto, se considerarmos que uma taxa de juros real neutra de equilíbrio razoável para a economia brasileira, nesse momento, seria de 4,00% a.a., antes do dia 29 de junho a taxa nominal neutra seria de 8,25% a.a., tendo passado para 8,00%, já no dia seguinte. Ou seja, com a queda da expectativa de inflação, a redução da meta de inflação implicou em uma redução da taxa de juros esperada e não de um aumento! A “palavra mágica” aqui, se chama credibilidade. Como a inflação em 2021 está muito distante para ser projetada, mesmo por

modelos de pequeno porte, sob a administração de um BC crível, os agentes econômicos tendem a tomar a meta de inflação como um norte para fazer as suas contas. Portanto, considerando-se que o BCB não perdeu credibilidade desde 29 de junho de 2017, o que deveremos ver nos próximos dias no Focus, será a redução das expectativas de inflação para 2021 dos atuais 4,00%, para 3,75% de forma que, no fim, a taxa de juros nominal esperada passaria de 8,00% para 7,75%.

A semana realmente foi bastante profícua em termos de sinalizações sobre a política monetária, tanto no curto, quanto no longo prazo. O RI de junho fechou o ciclo de documentos do BCB, reforçando a ideia de que não passa pela sua cabeça iniciar um novo ciclo de aperto monetário nesse momento. O mantra de que “não existe relação mecânica entre os choques recentes e a política monetária” nos leva a crer que a variável relevante para que ele mude de ideia não será o nível do Dólar, mas o das expectativas de inflação. Enquanto estas estiverem ancoradas, não haverá elevação dos juros. Olhando mais para frente, a estratégia do BCB em continuar a redução da meta nos parece correta, uma vez que, ao manter a trajetória de queda, evita especulações a respeito do porquê de não manter a tendência anterior. Mas, para que ela dê certo, é necessário que o BCB mantenha a sua credibilidade, o que é verdade com essa diretoria. Veremos se continuará a ser com a próxima. Ou seja, a conclusão final é que o sucesso da estratégia de política monetária, tanto no curto, quanto no longo prazo, depende do comportamento das expectativas de inflação. Para o BCB fica o recado: “A mulher de César não basta ser virtuosa, tem que parecer ser virtuosa”.

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