

Mais uma vez, o destaque da semana fica por conta da desvalorização do Real frente ao Dólar. Os motivos variam um pouco. Pode ser a Guerra Comercial entre China e EUA, problemas na Turquia e/ou Argentina, ou uma pesquisa eleitoral considerada ruim para os candidatos reformistas mas, a verdade é que, essa é a 4ª semana na qual a moeda brasileira atinge máximas de mais de um ano ao longo dos dias. Dessa forma, como já discorremos sobre todos os assuntos supracitados nos Opiniões das semanas anteriores, vamos usar o texto de hoje, para discutir o que o BCB poderia fazer frente a esse movimento, em meio a volta das especulações de que ele teria que subir os juros na próxima reunião, ou intervir de forma mais intensa no mercado de câmbio. Até agora, discutimos muito quais seriam as causas dos recentes movimentos do Real, mas, pouco, quais seriam as suas consequências.

Para iniciar a discussão, a primeira pergunta que devemos nos fazer é: “consideramos que o nível do Dólar, ao redor de R\$ 4,10, é permanente ou transitório?”. Pode parecer preciosismo, mas a resposta pode fazer uma diferença muito grande. Em termos práticos, se os agentes econômicos não acreditam nesses valores, eles tentam postergar o máximo possível fechar negócios a esses níveis. Como sabemos que boa parte da volatilidade do câmbio vem da eleição presidencial e ninguém sabe qual vai ser o resultado da mesma, espera-se que esse evento passe para se tomar qualquer decisão. Se isso vale para o dia a dia da economia, também vale para o dia a dia das projeções. Enquanto observamos que as cotações do Dólar passaram de R\$ 3,75 para R\$ 4,15 (10,7% de alta), no pior momento da semana, as projeções do boletim Focus saíram de R\$ 3,70 para R\$ 3,75 (1,4% de alta).

A consequência dessa paralisação dos negócios, pode ser visto nos resultados do nível de atividade. Apesar de ser como “dirigir olhando pelo retrovisor”, o PIB brasileiro do 2º trimestre pode ser um bom ponto de partida. O crescimento de 0,2% com relação ao trimestre anterior veio em linha com as projeções, mostrando o impacto da greve dos caminhoneiros sobre o crescimento. As quedas expressivas da indústria pelo lado da oferta (-0,6%) e das exportações pelo lado da demanda (-5,5%), são a parte mais visível do choque desse evento,

mas, a antecipação das discussões eleitorais talvez seja o efeito mais deletério. Foi isso que precipitou a fragilidade da moeda brasileira e paralisou a economia. A consequência é que, as projeções iniciais do 3º trimestre mostram que este não vai compensar as perdas do 2º trimestre, como esperado inicialmente, fazendo com que a nossa projeção para o PIB em 2018 tenha sido reduzida de 1,2% para 1,0%.

Por outro lado, o fato dos analistas não ajustarem as suas projeções de câmbio aos recentes movimentos do Real, acabam, indiretamente, influenciando as expectativas de inflação. No mesmo período que a moeda brasileira perdeu 10,4% do seu valor, as projeções para o IPCA no fechamento de 2018 passaram de 4,11% para 4,17%. Ou seja, ao mesmo tempo que essa volatilidade excessiva do Dólar acaba paralisando os negócios, reduzindo as expectativas de crescimento econômico, o mesmo movimento inibe a incorporação das variações cambiais às projeções de inflação. Pensando apenas em termos econômicos, essa combinação já seria o suficiente para se descartar qualquer elevação dos juros na próxima reunião do COPOM (19/09). Entretanto, a ansiedade do mercado anda junto com as oscilações cambiais, fazendo com que momentos como este sejam propícios para especulações de “choques” ou “aumentos preventivos” nos juros. Qual seria a chance de isso ocorrer?

Respondendo rapidamente a essa pergunta... baixíssima. Como mostrado no Opinião da semana passada, apenas com o Dólar acima de R\$ 4,20 começaríamos a ter a inflação em 2019 acima da meta (4,30% x 4,25%). Com a taxa acima de R\$ 4,70 chegaríamos a uma inflação de 4,70%, acima da meta, mas confortavelmente abaixo do teto do intervalo (5,25%). Entretanto, todas essas projeções consideram que as projeções de inflação seguem as do boletim Focus, ou seja, aquelas que não incorporam as recentes variações cambiais. Pensando nisso,

decidimos fazer uma hipótese alternativa... E se as projeções começassem a incorporar os novos níveis de câmbio?

Para fazer isso, vamos seguir a projeção de repasse cambial feita pelo próprio BCB no Relatório de Inflação (RI) de março<sup>1</sup> de que, a cada 10% de desvalorização cambial temos um impacto de 0,4 p.p. no IPCA no 1º trimestre pós-choque, 0,2 p.p. no 2º trimestre pós-choque e 0,2 p.p. no 3º trimestre pós-choque. Esses impactos seriam totalmente incorporados às expectativas de inflação do Focus, respeitando os períodos. Além disso, mantemos a Selic constante a 6,5% a.a. durante todo o horizonte de projeção. Partindo de um Dólar a R\$ 4,20, chegamos a uma inflação de 4,60% em 2018 e de 4,50% em 2019, ou seja, ambos acima do centro das suas respectivas metas (4,50% e 4,25%, respectivamente).

A conclusão a que chegamos é que o BCB não teria nenhum motivo para pensar em subir os juros nesse momento, dado que as condições macroeconômicas não dão subsídios para isso. Pelo que vimos acima, para que esse cenário mudasse, precisaríamos que o Dólar chegasse a níveis bem mais altos e/ou as expectativas de inflação rapidamente incorporassem a atual patamar cambial. Por enquanto, nenhuma das duas premissas se verificam. Entretanto, devemos lembrar que a próxima reunião do COPOM será a última antes das eleições, sendo que a de novembro, irá ocorrer apenas 3 dias após o 2º turno do pleito. Isso é importante porque lá, o evento que causa tanta incerteza à incorporação das variações cambiais aos cenários, tanto dos agentes econômicos, quanto dos analistas, deixa de existir. A consequência é que ambas as hipóteses que desencadeariam uma elevação dos juros poderão se verificar. Ou seja, se podemos prever a manutenção dos juros na reunião de setembro com relativa tranquilidade, apesar de o mercado estar precificando uma alta de, pelo menos, 0,25

---

<sup>1</sup> <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2018/03/ri201803b10p.pdf>

p.p., para as duas últimas reuniões, a certeza não pode ser a mesma, apesar de o nosso cenário básico ser de manutenção. Entretanto, com essa volatilidade no mercado cambial, podemos dizer que as discussões a respeito dos próximos passos do BCB na condução de juros ficam até em segundo plano quando discutimos se ele deveria intervir ou não para controlar a desvalorização do Real.

No Opinião da semana passada, fizemos a seguinte afirmação: *“Ao que parece, ele (BCB) está seguindo a “cartilha” que ele mesmo anunciou, de só atuar no mercado de câmbio quando observar disfuncionalidades, ou seja, em situações de falta de liquidez, como aconteceu na virada de maio para junho, quando a procura por hedge cambial fez com que a “porta ficasse pequena”.* Ou seja, o BCB parecia ter uma estratégia de intervenção e estava sendo coerente com a mesma. Na sequência do texto, perguntamos se a disfuncionalidade do mercado não poderia ser endógena com os níveis alcançados pelas cotações do Dólar. A resposta foi: *“Claro que sim e, então, o BCB entraria para atuar”.* Aqui está a diferença entre o que aconteceu nessa semana do cenário anterior: os níveis alcançados pela moeda americana acabaram produzindo a disfuncionalidade que atraiu o BCB para o mercado, o que não havia ocorrido até então. Claramente o movimento do Dólar nessa 5ª feira foi diferente do que vinha sendo observado, mesmo que a variação percentual do dia não estivesse assim tão longe do que já havia acontecido anteriormente. Se essa teoria estiver correta, não devemos esperar que o BCB venha com alguma política de dar uma “ração diária” de swaps como vimos em junho, com as atuações, portanto, sendo muito mais imprevisíveis. Ou seja, não poderemos nos fixar em níveis para determinar a probabilidade maior ou menor de atuação do BCB, apesar de reconhecer que isso pode ser endógeno como foi essa semana.

Os movimentos cambiais dessa semana trouxeram o BCB de volta ao cerne das discussões do mercado, seja através da condução da política monetária, seja através das intervenções no

mercado de câmbio. Com relação ao primeiro, devemos ter em mente a frase repetida *ad nauseam* pelo BCB sobre essa questão: “*não há relação mecânica entre a política monetária e os choques recentes*”. Na nossa interpretação, ela quer dizer que apenas os tais efeitos secundários seriam combatidos com juros o que, na prática, significa que teríamos que ter, primeiro, uma piora das expectativas de inflação, o que não foi vista até agora. Talvez porque os agentes econômicos ainda não considerem esses patamares de Dólar como sendo permanentes. Já em relação às intervenções, não devemos nos ater a níveis, mas a movimentos. O mercado gosta dos primeiros, mas o BCB parece inclinado a olhar os últimos.

<b>Projeção</b>		
	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>IPCA (%)</b>	4,2	4,1
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	3,7	3,9
<b>Selic (eop %)</b>	6,5	7,5
<b>PIB (%)</b>	1,0	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.