

A eleição presidencial parece que vai mesmo se afunilando para uma disputa entre o candidato do PT, Fernando Haddad e do PSL, Jair Bolsonaro. Portanto, já dá para montar cenários de juros e câmbio para os próximos meses. Não que isso vá reduzir em muito as incertezas, como ficará claro ao longo do texto, mas, pelo menos, vamos poder traçar alguns parâmetros a serem seguidos. Para fazer isso, vamos usar o Comunicado da reunião do COPOM dessa semana, que jogou luz sobre o que o BCB está pensando sobre os riscos envolvidos e sobre o futuro da política monetária por aqui.

A decisão do COPOM em si, não trouxe nenhuma surpresa. A manutenção dos juros em 6,5% a.a., a quarta seguida, era mais do que esperada, uma unanimidade entre os analistas. Dessa forma, mais uma vez, o interesse se concentrou no que nos diria o Comunicado da reunião.

Antes de iniciar a análise do texto em si, devemos lembrar que a próxima reunião do COPOM será no dia 31 de outubro, ou seja, apenas 3 dias depois do resultado das eleições. Isso gera um problema adicional para a decisão do BCB, dado que esta pode ser associada ao ambiente político. Portanto, uma estratégia possível para ele seria ir ajustando o discurso entre o 1º e 2º turnos para que, no dia da reunião, o mercado já estivesse em linha com o seu cenário e as críticas políticas minimizadas pela comunicação pregressa. Entretanto, parece que o BCB resolveu antecipar essa estratégia e indicou que o viés para a reunião de outubro é de alta dos juros.

O primeiro sinal disso pôde ser visto nas projeções dos seus modelos, particularmente, naquele em que o Dólar é mantido em R\$ 4,15 e os juros a 6,5% a.a.. O interessante desse cálculo é que, como usa um câmbio próximo ao que está no mercado e a Selic atual, podemos observar se, mantidas essas condições, o BCB teria que subir os juros ou não para manter a inflação na meta. Pois bem, usando esses parâmetros, o modelo projetou um IPCA de 4,50% para 2019, ou seja, acima da meta de 4,25% estipulada pelo CMN para o próximo ano, indicando que, mantido esse nível de câmbio, o BCB já teria motivos para elevar os juros.

Segundo o Comunicado, isso não aconteceu nessa reunião porque as expectativas de inflação estão bem ancoradas, significando que os agentes econômicos ainda não consideram esse patamar do Dólar como o que vai prevalecer no futuro, nos levando a seguinte pergunta: qual deverá ser o comportamento do Dólar daqui para frente?

A resposta a essa pergunta passa por várias etapas, sendo a primeira a mais estranha de todas... dificilmente será o nível atual. O motivo para isso é que, todo o preço no mercado é formado a partir da atribuição de probabilidades para os diferentes cenários. Considerando que, atualmente, boa parte do risco embutido nos ativos brasileiros tem a ver com as eleições, o seu valor atual é uma média ponderada dos possíveis resultados finais desta. Pensando por esse prisma, a subida do Dólar até R\$ 4,20 já embutiria o naufrágio da candidatura de Geraldo Alckmin, o preferido do mercado, e a polarização entre Bolsonaro e Haddad (ou Ciro Gomes). Dando um passo adiante, como as pesquisas de 2º turno indicam um empate, podemos atribuir 50% de chances de vitória para cada um. Portanto a taxa de mercado seria a média dos cenários de vitória de Bolsonaro e de Haddad e como, obviamente, um dos dois vai acabar ganhando, dificilmente no dia 29 de outubro (dia seguinte do 2º turno das eleições), o câmbio estará nos R\$ 4,15 utilizado pelo BCB. Como tentar chegar a números a partir dessa suposição é totalmente inútil, a vantagem dessa abordagem é facilitar o acompanhamento do câmbio e dos juros a partir do que as pesquisas irão mostrar daqui para frente.

Considerando que entre Bolsonaro e Haddad o mercado prefere o primeiro ao último, pesquisas mostrando o candidato do PSL na frente no 2º turno deverão apreciar o Real frente ao Dólar, ocorrendo o inverso quando as chances do ex-prefeito de São Paulo crescerem. No primeiro caso podemos ver o Dólar se aproximar de R\$ 4,00 e, no segundo, ficar mais perto

dos R\$ 4,50. Consequentemente, quanto mais desvalorizado o Real estiver com relação aos R\$ 4,15 utilizados pelo BCB no Comunicado, maior a chance dele subir os juros nas reuniões subsequentes à eleição.

Para reforçar esse recado de que, apesar da manutenção do discurso de que *“não há relação mecânica entre choques recentes e a política monetária”*, uma piora no câmbio poderia precipitar uma elevação dos juros, o BCB incorporou ao Comunicado um parágrafo que não havia sido utilizado anteriormente: *“O Copom reitera que a conjuntura econômica ainda prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural. Esse estímulo começará a ser removido gradualmente caso o cenário prospectivo para a inflação no horizonte relevante para a política monetária e/ou seu balanço de riscos apresentem piora.”* (grifo nosso). A primeira grande novidade deste parágrafo é que o BCB fala explicitamente, pela primeira vez, sobre uma possível remoção dos estímulos monetários, o que, em política monetária, seria um eufemismo para subir os juros. Para que isso seja necessário, ele cita a questão do cenário prospectivo para a inflação e o balanço de riscos. Juntando as duas coisas, teríamos que ter, não só uma desvalorização adicional do Real, como, também uma piora das expectativas de inflação para 2019. Como supracitado, podemos dizer que um dos motivos para que os juros não tenham sido elevados agora, mesmo com os modelos indicando uma piora das projeções é que as expectativas de inflação permaneceram ancoradas. Portanto, caso observemos uma piora das projeções para o IPCA de 2019, reflexo de desvalorizações cambiais adicionais, as chances de uma elevação dos juros na reunião de outubro aumentam muito. Entretanto, se por um lado temos um recado de que poderemos ver o início de um processo de aperto monetário já na próxima reunião do COPOM, por outro, o BCB tenta frear o ímpeto do mercado em precificar um movimento brusco. Isso fica claro com a utilização da palavra *“gradualmente”* ao se referir a como se dará a retirada dos estímulos.

Os acontecimentos da semana nos levaram a mudar uma das nossas projeções e deixar outra *sub judice*. No primeiro caso, subimos a nossa expectativa de câmbio para o final do ano de R\$ 3,90 para R\$ 4,20. O motivo principal seria a derrocada da candidatura de Geraldo Alckmin. Apesar de hoje, o Dólar estar se aproximando dos R\$ 4,00, continuamos a acreditar que valores, consistentemente abaixo de R\$ 4,00 só seriam possíveis com a vitória de um candidato reformista “puro sangue”, como Alckmin. Bolsonaro, apesar de ser visto como mais reformista do que Haddad, ainda traz em si muitas dúvidas quanto a sua real conversão ao liberalismo econômico e/ou a sua capacidade política de implementá-las, ou seja, não nos parece razoável que em um cenário de 2º turno entre Bolsonaro e Haddad o mercado possa precificar patamares de câmbio que achávamos razoável caso Alckmin ainda estivesse no páreo.

Juntando o cenário de 2º turno com as indicações do Comunicado do BCB, podemos considerar que a projeção de manutenção dos juros nas duas últimas reuniões do COPOM desse ano, “subiu no telhado”. Como consideramos que valores acima dos R\$ 4,15 usados pelo BCB no seu modelo, só ocorreriam com a vitória de Haddad, para já cravarmos um movimento de alta ainda em 2018, teríamos que considerar a vitória do candidato do PT o que ainda não nos parece razoável. Desse modo, mantemos, por enquanto, a expectativa de que os juros seriam mantidos no nível de 6,5% a.a. em 2018, subindo apenas no 2º semestre de 2019, fechando o ano em 7,50% a.a..

Talvez nunca as projeções econômicas dependeram tanto de um evento político como agora, o que nos faz lembrar da frase do jogador e treinador do time de beisebol New York Yankees, Yogi Berra: “*é difícil fazer previsões, especialmente sobre o futuro*”.

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