

Conforme nos aproximamos do dia 07 de outubro, as atenções sobre as pesquisas eleitorais aumentam, enquanto a agenda econômica fica cada vez mais relegada a segundo plano. Os resultados desta eleição são preponderantes para o futuro da economia brasileira diante da urgência de organizarmos as contas públicas. No entanto, também não podemos descuidar do cenário externo que continua desafiador, diante, entre outros fatores, do processo de normalização da política monetária nas economias desenvolvidas. Por isso, vamos dar uma trégua às discussões sobre o cenário eleitoral neste Opinião, e fazer uma análise dos últimos acontecimentos externos de política monetária, encerrando com um breve comentário sobre o último Relatório Trimestral de Inflação (RTI) do Banco Central do Brasil (BCB).

Nesta semana, o Federal Reserve decidiu elevar a taxa de juros pela terceira vez no ano. Em linha com as expectativas, o banco central americano, de forma unanime, subiu o Fed Funds em 0,25 p.p., para o intervalo entre 2,00% e 2,25%. Mesmo com as críticas do presidente americano, Donald Trump, aos recentes aumentos de juros, o comitê do Fed manteve a sinalização de que prosseguirá com a retirada dos estímulos monetários. As novas projeções dos membros do BC americano continuaram apontando para mais um aumento dos juros este ano (provavelmente em dezembro), seguido de três altas em 2019 e mais uma em 2020. Novidade desta reunião foi a divulgação das previsões para 2021, que apontaram para manutenção dos juros entre 3,00% e 3,25%. A mediana da taxa de juros de longo prazo, também denominada taxa neutra, sofreu leve alteração, passando de 2,9% para 3,0%.

O movimento de aperto monetário nos Estados Unidos está em linha com os últimos dados de atividade e inflação do país. O PIB americano avançou a uma taxa anualizada de 4,2% QoQ no segundo trimestre deste ano, acima do previamente esperado. Com isso, o Fed revisou para cima a sua projeção de crescimento da economia em 2018 de 2,8% para 3,1%. Vale lembrar que, no começo deste ano, os investidores previam uma expansão do PIB americano próxima de 2,5%. Para 2019 as expectativas também foram alteradas de 2,4%, para 2,5%. Segundo o presidente do BC americano, Jerome Powell, a economia americana tem

sido impulsionada, principalmente, pelos cortes de impostos e aumento do consumo. Da mesma forma, o mercado de trabalho continua dando sinais de fortalecimento, com a taxa de desemprego se mantendo abaixo dos 4,0%. O Fed espera que o desemprego termine o ano em 3,7%, mas caia para 3,5% em 2019 e 2020.

Como o próprio Powell destacou em sua última entrevista coletiva, o Congresso americano impõe ao Fed duas metas: máximo emprego e estabilidade de preços. Quanto à segunda, o BC americano também tem tido um bom desempenho, já que a inflação tem se mantido na meta. O núcleo do PCE, principal indicador de inflação utilizado pelo Fed, subiu 2,0% YoY em agosto, mesmo resultado de julho.

A decisão de elevação dos juros na reunião de setembro e as pequenas mudanças nas projeções já eram esperadas pelo mercado. Assim, o que surpreendeu parte dos economistas (nós inclusive) foi a retirada do termo “acomodatícia” para descrever o atual momento da política monetária. Em um primeiro momento, essa mudança poderia ser entendida como um sinal mais dovish, na medida em que sinalizaria que o Fed teria menos espaço para a retirada dos estímulos monetários. No entanto, o próprio Powell minimizou a importância desta alteração, ao destacar que a remoção do termo não significa uma mudança na provável trajetória de juros. Na verdade, de acordo com o presidente do Fed, a política monetária americana permanece acomodaticia, com a descrição sendo removida porque seu propósito original – esclarecer ao mercado a necessidade de continuar estimulando a economia – não se aplica mais.

O fato do Fed estar se aproximando de uma política monetária neutra, com a possibilidade de implementar uma restritiva, foi muito questionado na entrevista coletiva da reunião de setembro e deve ganhar cada vez mais a atenção dos analistas. A mediana das projeções dos

membros do Fed aponta para uma política monetária neutra no próximo ano, ou seja, com o Fed Funds atingindo a taxa de equilíbrio, de 3,0%, já em 2019. Além disso, a perspectiva do comitê é de que os juros excedam os 3,0% nos anos de 2020 e 2021, tornando a política monetária restritiva. Sobre essa questão, Powell alertou para o fato de que projeções para os próximos 2 ou 3 anos podem ser bastante incertas, no entanto, a existência de uma taxa de juros acima da neutra seria bem possível.

Além disso, 3 pontos levantados pelo próprio presidente do BC americano, nos fazem acreditar que a retirada do termo “acomodatícia” foi apenas uma questão prática e que a taxa de juros neutra de 3,0% não é um limite superior implícito para o Fed. Primeiro, Powell afirmou que conforme a economia evolui, projeções da taxa de juros neutra também podem ser alteradas. Ou seja, embora não haja a expectativa de que os juros neutros voltem para os patamares anteriores à crise de 2008, podemos ver uma alta modesta das estimativas desta variável. Segundo, o presidente do Fed disse que a questão levantada nas reuniões não é sobre a política estar estimulativa, neutra ou restritiva, mas se as decisões tomadas até o momento são condizentes com a recuperação da economia americana. Por fim, Powell disse que os juros projetados em 2020 e 2021 estão apenas modestamente acima do neutro e que, dentro de ciclos monetários, medidas de restrição também são normais.

Resumindo, diante do bom desempenho da economia americana, devemos ter um processo consistente de normalização da política monetária do Fed nos próximos meses. Neste primeiro momento, com o PCE na meta e sem sinais de que a inflação deva acelerar, a expectativa é de aumentos graduais da taxa de juros americana, o que não deveria gerar efeitos significativos de transbordamentos negativos nos países emergentes. No entanto,

uma surpresa para cima nos preços pode levar o Fed a ser mais agressivo na retirada de estímulos, o que teria um impacto adverso nos países em desenvolvimento.

Na reunião desta semana, Powell destacou que países emergentes com problemas internos deverão ter maiores dificuldades nesse processo de normalização da política monetária de economias desenvolvidas. O Brasil se insere exatamente neste grupo, pois, apesar de termos contas externas consolidadas, temos um problema grave de sustentabilidade da dívida pública. Sem as reformas necessárias, estaremos mais expostos a choques externos.

Na última reunião do BCB, os membros do comitê destacaram que, para a inflação no Brasil, há um risco baixista advindo do elevado grau de ociosidade da economia, mas também há o risco altista de interrupção do processo de ajustes em meio à deterioração do cenário externo para economia emergentes. Este último, segundo o próprio Copom, se elevou nas últimas semanas, tornando o balanço de riscos assimétrico. Em outras palavras, caso o próximo governo não dê seguimento às reformas, diante do cenário externo desafiador, o BCB pode começar um processo gradual de elevação de juros já no final deste ano.

Essa percepção foi corroborada pelos resultados dos modelos do BCB divulgados no Relatório Trimestral de Inflação (RTI) nesta semana. No modelo com taxa Selic constante em 6,5% a.a. e câmbio constante em R\$ 4,15/US\$ o IPCA deste ano atinge 4,4%, ainda abaixo do centro da meta. Contudo, em 2019, a inflação foi projetada em 4,5%, acima do centro da meta, que, para o período, é de 4,25%. Dois fatores influenciaram essa elevação das projeções: depreciação cambial que pressionou tanto a inflação subjacente quanto a de preços administrados, e a inércia inflacionária. A revisão para cima nos preços administrados foi considerável, refletindo além da depreciação cambial, os mecanismos inerciais e a evolução de alguns itens específicos como energia elétrica.

Segundo o Relatório Focus, os economistas esperam que o BCB volte a elevar os juros no ano que vem, projetando uma taxa Selic de 8,0% a.a no final do período. Essa trajetória de juros seria suficiente para o IPCA convergir para o centro da meta em 2019? Segundo o modelo do BCB exposto no RTI, a resposta é não. Com base na trajetória de juros do Focus e o câmbio constante em R\$ 4,15/US\$, a inflação atingiria 4,4% neste e no próximo ano, ou seja, abaixo do centro da meta em 2018, mas acima em 2019.

Um dos motivos para a pequena reação do IPCA 2019 ao aperto monetário pode estar relacionado ao momento que os economistas do Focus esperam que a Selic seja elevada. De acordo com as projeções da última semana, a primeira alta de juros só começaria em maio, com uma magnitude de 0,25 p.p., seguida de mais uma elevação de mesma magnitude em junho, acelerando o ritmo de aperto para 0,50 p.p. em agosto, mas voltando para a ritmo de 0,25 p.p. em setembro e outubro, encerrando o ciclo em 8,0%. Considerando a defasagem da política monetária, podemos argumentar que caso o BCB apenas antecipe essas elevações dos juros, mas mantenha a magnitude, a inflação estaria na meta em 2019

Rodamos o modelo do BCB considerando três altas de 0,5 p.p já nas próximas três reuniões: outubro, dezembro e fevereiro. Adotando essa trajetória de juros, no qual a Selic permaneceria estável em 8,0% a.a. a partir de fevereiro do ano que vem e com o câmbio estável em R\$ 4,15/US\$, teríamos um IPCA 2019 em 4,1%, ou seja, ligeiramente abaixo da meta. Esse resultado corrobora nossa expectativa explicitada no último Opinião de que a depender da reação do mercado aos resultados eleitorais, poderemos ver o BCB retomando o ciclo de aperto já este ano, sabendo que, quanto antes começar a elevar a taxa de juros, menor será a magnitude necessária de aperto monetário.

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.