

Sob o impacto do rompimento da barragem do Córrego do Feijão, em Brumadinho, o que não faltou ao mercado ao longo da semana, foi emoção. Entretanto, apesar dos impactos financeiros, econômicos e, principalmente, humanos do evento, o que “fez preço” mesmo foi a reunião do BC americano para definir as taxas de juros nos EUA. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para mostrar o que aconteceu de especial nesse encontro e quais as consequências desse evento para a reunião do COPOM que acontece na próxima 4ª feira (06/02).

Com relação à taxa de juros, nenhuma novidade. Como esperado, ela foi mantida no intervalo entre 2,25% e 2,50%. Entretanto, houve uma pequena “revolução” na comunicação do FED;

A primeira mudança, que já poderia até ser esperada, dado o tom dos discursos feitos por membros do FED desde a última reunião (19/12), foi a substituição da frase do Comunicado pós-reunião em que ele fazia menção a “*novos aumentos graduais nos Fed Funds*”<sup>1</sup>, por outra em que indicava uma estabilidade nas taxas, recorrendo a necessidade de “*ser paciente na determinação de novas altas dos juros*”<sup>2</sup>.

As demais alterações, no entanto, foram bem surpreendentes. Ainda na parte escrita, o FED divulgou um comunicado adicional (algo não usual) sobre a normalização do seu balanço patrimonial (*balance sheet*). Nesse novo documento, o BC americano reiterou que o principal instrumento de política monetária continua sendo a taxa de juros, mas, também desatacou, que está preparado para ajustar o programa de normalização do seu balanço diante dos recentes acontecimentos<sup>3</sup>. O assunto em si não é propriamente novo, já tendo sido citado em

---

<sup>1</sup> “further gradual increases in the target range Fed Fund rate” no original em inglês;

<sup>2</sup> “(...)the Committee will be patient as it determines what future adjustments to target range for Fed Funds rate may be appropriate(...)” no original em inglês;

<sup>3</sup> “The Committee continues to view changes in the target range for the federal funds rate as its primary means of adjusting the stance of monetary policy. The Committee is prepared to adjust any of the details for

entrevistas anteriores do presidente do FED, Jerome Powell, mas, a utilização de um comunicado em separado para isso, foi surpreendente, indicando que, apesar do discurso oficial, o tamanho do balanço patrimonial pode sim ser uma ferramenta importante de controle de liquidez do mercado, ou seja, um instrumento adicional de política monetária.

Na entrevista coletiva que se seguiu à reunião, Powell, não só manteve o discurso *dovish* do Comunicado, como reforçou-o. Primeiro, citou vários “ventos contrários” que poderiam afetar negativamente a economia americana: desaceleração do crescimento da zona do euro e da China, as incertezas com relação ao Brexit, as tensões comerciais, além dos impactos negativos da paralisação do governo americano. Basicamente os mesmos problemas elencados pelo FMI na semana passada, quando da divulgação da revisão do seu Panorama Econômico Mundial (WEO)<sup>4</sup>, tema que tratamos no Opinião anterior.

Além disso, Powell teve dificuldade para responder a uma pergunta sobre se a política monetária ainda estaria acomodaticia, como havia afirmado em dezembro, dizendo, no fim, que ela está “apropriada”. Por fim, ao ser questionado se o próximo movimento na taxa de juro seria de alta ou de baixa, respondeu que isso dependeria dos dados, uma resposta “clássica” de um banqueiro central, mas, uma mudança razoável para quem, há pouco mais de um mês, afirmava que “*novos aumentos graduais nos Fed Funds seriam necessários*”.

Não há dúvida de que o tom da reunião do FED acabou sendo mais *dovish* do que mercado estava esperando. Prova disso, foi que o Dólar Index perdeu 0,70% do seu valor logo após o início da entrevista coletiva de Powell. Entretanto, os motivos que levaram o FED a ter

---

completing balance sheet normalization in light of economic and financial developments.” No original em inglês;

<sup>4</sup> Sigla em inglês;

mudado o tom de forma tão contundente, em um período tão curto de tempo, ainda vão gerar muitas discussões. Uma pista pode ter sido dada pelo próprio Powell. Ao ser questionado sobre restrições de liquidez no mercado, ele disse que o FED não identifica nenhum problema desse tipo, mas que vê os riscos financeiros maiores do que os macroeconômicos, na condução da política monetária. Considerando que vem aumentando o número de análises chamando a atenção para a alavancagem das empresas, não nos parece errado suspeitar que o BC americano pode ter identificado o perigo da combinação de juros mais altos, com nível de atividade mais fraco, para a saúde financeira das empresas. Dessa forma, colocando na balança os riscos, talvez esteja preferindo errar ao subestimar a inflação, ao invés de que criar um problema financeiro que levaria, inevitavelmente, a economia americana a uma recessão.

Para o Brasil, a perspectiva de menos juros nos EUA parece melhor, mas as incertezas com relação ao futuro da política monetária e, principalmente, sobre as motivações do FED, deverão trazer muita volatilidade ao mercado. O efeito líquido dessa mudança de postura do BC americano está em aberto, sendo mais uma incerteza sobre a mesa do BCB para a decisão dos juros por aqui na próxima 4ª feira (06/02).

A reunião do COPOM, que acontecerá na próxima semana, pode ser a última de Ilan Goldfajn como presidente do BCB, uma vez que a próxima só ocorrerá no final de março (20/03), quando o nome de Roberto Campos Neto já deverá ter sido aprovado pelo Senado. Entretanto, certamente esse não será o tema mais sensível da reunião, assim como não será a taxa de juros a ser estipulada, com a sua manutenção nos níveis atuais, sendo unanimemente esperada. Com isso, o foco do mercado estará nas indicações dos próximos passos da política

monetária. Ou seja, o tom do Comunicado pós-reunião será mais importante do que a decisão do COPOM em si. Então o que poderemos esperar desse documento?

A primeira coisa que devemos salientar é que, exatamente devido a atenção que será dada ao tom do Comunicado, o BCB terá que ser extremamente cauteloso para não reforçar a atual tendência de parte do mercado, de projetar um novo movimento de redução dos juros no curto prazo.

Razões para que esse movimento ganhe força não faltam: o crescimento mundial está sendo revisado para baixo, o viés dos principais BCs do mundo é de aplicar uma política monetária menos conservadores, os dados de crescimento da economia brasileira ainda são decepcionantes, não temos pressões inflacionárias e as perspectivas para a Reforma da Previdência são positivas. Ou seja, com tudo isso a favor, por que o BCB não testa novos limites inferiores para o nível na taxa de juros no Brasil, ajudando na recuperação mais rápida da economia brasileira? A resposta começa de trás para frente... porque não temos certeza da aprovação da Reforma da Previdência. Sem isso, as condições financeiras irão piorar, os índices de preços provavelmente não ficarão tão bem-comportados ou, pelo menos, as expectativas de inflação não ficarão ancoradas. Além disso, a taxa de juros neutra de equilíbrio, que é o que importa para a condução da política monetária, não cairá para níveis abaixo de 4,0% como se prevê no cenário da aprovação da Reforma. Ou seja, como a inflação dificilmente ficaria abaixo de 4,0% nesse cenário, o juro nominal de equilíbrio ficaria em torno de 8,0%, deixando pouco espaço para cortes além dos 6,5% atuais. Mas e se a Reforma for aprovada? Bem, nesse caso, até haveria espaço para novas reduções, mas teríamos que chamar a atenção para duas questões. A primeira é que, ao contrário do que uma parte do mercado defende, para nós, “aprovar” a Reforma é “aprovar” a Reforma, ou seja, usando a

famosa frase que diz que *“o jogo só termina quando acaba”*, o BCB não pode considerar o jogo ganho com a aprovação da Reforma da Previdência em 1º turno na Câmara. Certamente seria uma ótima notícia e o mercado, provavelmente, iria colocar no preço a sua aprovação final, mas isso apenas nos traria outras perguntas sobre a questão do nível de juros. A primeira seria o que fazer com a tendência de apreciação do câmbio? Se, por um lado, isso reforçaria a tendência de queda da inflação, abrindo espaço para redução dos juros, por outro poderia colocar em risco a recuperação da economia pela perda de competitividade da indústria, via aumento das importações. Outro ponto relevante é que, a aprovação da Reforma, traria a consolidação da tendência de aumento da confiança dos agentes econômicos, reforçando a ideia de que a economia brasileira poderia se recuperar mais rápido do que o esperado. Será que haveria espaço para a redução dos juros com a economia crescendo mais de 4,0%, na margem, no último trimestre do ano, mesmo com o nível atual de ociosidade?

Como vimos, são perguntas demais para se lançar a uma aposta de corte dos juros antes da aprovação total da Reforma. Mesmo após esse evento, o BCB terá que tomar cuidado para não se “empolgar” com a euforia do mercado com esse evento, o que poderia ser o “ovo da serpente” de um repique inflacionário. A boa notícia é que, como esperamos que a questão da Previdência não seja resolvida antes do fim do 1º semestre, o BCB terá bastante tempo para analisar os cenários internos e externos para tomar a sua decisão.

Posto isso, esperamos que o BCB mantenha o tom neutro do Comunicado da última reunião, mas, mesmo assim, ele terá que tomar cuidado com a reação do mercado ao resultado das projeções do seu modelo. Considerando os juros mantidos a 6,50% a.a. e o cenário de um Dólar a R\$ 3,70, a inflação para 2019 ficaria em 3,80% para 2019 e 3,90% em 2020, ambos confortavelmente abaixo das respectivas metas, 4,25% e 4,00%. Isso certamente iria aumentar

o apetite de quem advoga uma redução dos juros no curto prazo. Como ele vai minimizar esse movimento? Segundo o ex vice-presidente do FED, Alan Blinder, a condução da política monetária é uma combinação de “técnica e arte”, portanto, o Comunicado da reunião da semana que vem será um bom teste para o lado “artístico” do BCB.

<b>Projeção</b>		
	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>IPCA (%)</b>	3,8	4,0
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	4,0	4,4
<b>Selic (eop %)</b>	7,0	8,5
<b>PIB (%)</b>	2,5	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.