

O comportamento do Real nos últimos meses tem sido um tema muito presente no debate econômico. Entre inúmeras "idas e vindas" da moeda desde o início do ano, vale notar que a cotação cedeu para perto de R\$3,60 no início de fevereiro (em meio aos passos iniciais da reforma previdenciária no Congresso), aumentando daí para acima de R\$4,00 em meados de maio (contando com alguns ruídos políticos domésticos) e tornando a apreciar para R\$3,70 na última quinzena de julho (após a aprovação da reforma na Câmara em 1º turno). A tendência seguinte – e que perdura até o momento – é de depreciação de nossa moeda, sendo corroborada pelas trajetórias das médias móveis de cinquenta (R\$4,10) e de duzentos dias (R\$3,95).

Em nossa avaliação, este movimento recente decorre de fatores domésticos e globais que merecem alguma ponderação. Domesticamente, o Banco Central (BC) exibiu uma postura bem mais estimulativa do que o esperado ao indicar que há espaço nas projeções de inflação para novos cortes de 50 bps na taxa Selic, levando-a para um novo piso histórico – de 4,5% segundo nosso cenário básico. Este cenário foi, inclusive, reforçado pelas projeções oficiais para o IPCA em 2021 – todas levemente abaixo do centro da meta para o referido ano, conforme publicado no último relatório de inflação. No âmbito externo, o *Federal Reserve* (FED) sinalizou, em sua última reunião, que o espaço para cortes adicionais na taxa dos *Fed funds* está menor agora. E o presidente da instituição, Jerome Powell, sugeriu também que os próximos passos de política monetária serão mais *data dependent*, denotando uma abordagem mais cautelosa à frente. Esta cautela também foi ressaltada por diferentes *FED speakers* no decorrer desta última semana. Nenhum se mostrou convicto quanto a novos cortes de juros, à exceção de James Bullard (*St. Louis FED*).

Vale notar também que a taxa real de juros observada aqui no Brasil (2%) situa-se algo acima da média praticada em países comparáveis (1,9%), mas supera bastante a mediana desta

amostra (1%)¹. Quanto à volatilidade, por outro lado, o BRL exibiu o segundo maior desvio-padrão (0,68%) nos últimos trinta dias, abaixo somente da Argentina (1,18%). Ao calcularmos, portanto, a relação taxa real/volatilidade (quanto maior, melhor), existem outros países – tais como África do Sul, México, Índia e Rússia – que se situam em melhores condições de risco/retorno quando comparados ao Brasil. Outro ponto é que, para países com *real rates* ao redor de 2%, a volatilidade situou-se em 0,40% (em média), ao passo que a volatilidade do BRL foi de 0,68% no último mês. Este quadro pouco muda quando estendemos o desvio-padrão para os últimos noventa dias ou analisamos as taxas reais *ex-ante*.

O ponto principal, aqui, é que a atratividade do Real para o capital de curto prazo ficará ainda mais prejudicada, ao passo que o seu custo enquanto instrumento de *hedge* será menor, conforme temos ressaltado em nossos relatórios. E isso tende a acentuar ainda mais o seu "alto beta". Avaliamos que, em função de sua amplitude/liquidez e correlações intrínsecas, o mercado de BRL tende a ser, naturalmente, o “palco” para operações de *hedge* dentro do amplo universo de países emergentes. Dessa forma, tanto os fatores domésticos como os externos – além de fatores técnicos de mercado – apontam para um Real mais fraco ao longo dos próximos trimestres e sem o menor sinal de redução da sua volatilidade inerente.

Neste contexto, como o BC tende a calibrar suas ações de política monetária e cambial?

Em termos de política monetária, nossas simulações – baseadas em modelos econométricos de pequeno porte – indicam haver certo espaço no quadro inflacionário atual para a absorção de choques (permanentes) na taxa de câmbio até o patamar de R\$4,30, aproximadamente.

¹ A amostra utilizada nesta análise refere-se a: Brasil, Peru, Colômbia, México, Argentina, Rússia, Turquia, Índia, África do Sul, China, Japão, Coreia do Sul, Austrália, Nova Zelândia, Tailândia, EUA, Canadá e Área do Euro.

Considerando o ano-calendário de 2020, o IPCA projetado neste caso supera em 0,10 pontos percentuais (p.p.) o centro da meta fixada pelo CMN para o período (4%). E, caso o BRL alcance R\$4,40, este desvio inflacionário sobe para 0,2 p.p. Estas simulações supõem taxa Selic em 4,50% ao final de 2019 – em linha com o nosso cenário básico. Ou seja, uma reação de política monetária tenderia a ser observada nestes níveis de taxa de câmbio, tudo mais constante. Neste contexto, de início, alguma mudança no *forward guidance* do BC seria implementada – retirando a menção ao "ajuste adicional" provavelmente.

Vale a ressalva de que o "espaço" no quadro inflacionário doméstico continua evidente, dado que inexistem sinais de pressão de demanda sobre o IPCA. O IPCA-15 de setembro, divulgado esta semana, exibiu variação de 0,09% no mês, praticamente estável frente ao 0,08% observado em agosto e mantendo sua variação interanual em 3,2% A/A. Mais importante, a média dos núcleos de inflação – que são índices menos voláteis que o *headline* e se aproximam mais da tendência estrutural dos preços – manteve-se no "confortável" patamar de 3,0% A/A pelo segundo mês seguido. Sem incômodo algum para a condução da política monetária doméstica. Em adição, o índice de dispersão diminuiu para 47% no mês, patamar muito abaixo de sua média histórica (ao redor de 62%).

Quanto à política cambial, em um contexto de alta volatilidade dos preços de ativos domésticos, a atual postura cautelosa das intervenções do BC seria intensificada. Ou seja, a autoridade seguirá atuando – mediante o uso dos diferentes instrumentos em suas mãos – para evitar disfunções ou desequilíbrios no mercado cambial. Este aspecto foi, inclusive, repetidamente mencionado pelos membros do BC ao longo desta semana. E isso nos sugere que movimentos atípicos da moeda, descolados de um *driver* global comum (DXY) ou muito associados a fatores pontuais (Argentina, por exemplo), demandariam alguma atenção.

Ainda no Brasil, os dados do CAGED em agosto mostraram criação líquida de 121 mil postos de trabalho formais no mês, acima do esperado (+100 mil) e do apurado em julho (+44 mil postos). Após ajuste sazonal, o saldo subiu para perto de 60 mil considerando a média móvel de três meses, indicando que a tendência de recuperação do mercado de trabalho segue positiva e gradual. Tal dinâmica também é observada nos dados recentes de confiança econômica apurados pela FGV (principalmente em comércio, serviços, construção e consumidor), ainda que o índice de confiança industrial (ICI) tenha mostrado estabilidade na margem em setembro – melhor do que apontado em sua prévia.

No contexto internacional, avaliamos que é reduzida a probabilidade de sucesso da iniciativa democrata de levar adiante o *impeachment* contra Donald Trump. Isto porque o partido republicano predomina no Senado e esta Casa exerce papel relevante durante o processo, ainda que os Democratas detenham a maioria na Câmara. Outro aspecto que pesa em favor do presidente é a sua (ainda elevada e estável) aprovação junto ao eleitorado, fruto do desempenho favorável do mercado de trabalho principalmente.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	3.50	4.00
Câmbio (eop R\$/US\$)	4.00	4.16
Selic (eop %)	4.50	4.75
PIB (%)	0.80	2.50

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.