

Os mercados se preparam para mais uma reunião do BC americano. Como colocado no Opinião da semana passada, consideramos que uma frustração com a política monetária nos EUA seria um dos maiores riscos para a economia mundial, junto com uma piora na Guerra Comercial. Exatamente por isso, vamos usar esse acontecimento para discutir até onde os juros podem chegar aqui no Brasil aproveitando que, no mesmo dia que o FED decidirá os juros por lá, o nosso BCB terá a sua reunião do COPOM.

No Opinião da semana passada, concluimos que o FED deve entregar a redução de 0,25 p.p. nos juros esperada pelo mercado, não por convicção, mas por medo. Aparentemente não estamos vendo nos EUA nada além de uma desaceleração cíclica, que poderia se intensificar com um recrudescimento da Guerra Comercial. Entretanto, como nada indica que isso vai acontecer, a estratégia de “esperar para ver”, que o BC americano vem tentando implementar desde o primeiro corte dos juros em julho, talvez fosse a melhor a seguir nesse momento. Basta lembrar do “*middle cycle adjustment*” ou do “*insurance cut*”. O problema é que, toda vez que o FED tenta passar esse recado, temos uma reação forte dos mercados, aumentando as chances de ocorrer a tal da profecia autorrealizável: ele não precisa reduzir os juros porque a economia americana não está entrando em recessão, mas se não reduzir os juros, a reação dos mercados pode resultar em uma recessão. Posto isso, na semana passada concluimos que, no curto prazo, isso deve dar sustentação ao preço dos ativos, mas, em prazos mais longos, aumenta o risco de uma nova crise financeira. Entretanto, para o que nos interessa hoje, a reação dos mercados à decisão do FED em si, essa aparente dicotomia entre o que ele gostaria de fazer e o que ele “tem” que fazer, deve causar um desconforto pontual. Estando o corte de 0,25 p.p. muito bem precificado (91% segundo cálculos da Bloomberg), as atenções vão se voltar para a entrevista pós-reunião de Jerome Powell que, se mantiver o padrão das últimas duas reuniões, vai tentar levar o mercado para uma visão mais conservadora a respeito dos juros americanos (será mais *hawkish*). Considerando o que

aconteceu nas últimas duas vezes que ele tentou isso, podemos dizer que a reação dos mercados ao combo “decisão/entrevista” deverá ser de neutra para negativa.

Com o BC americano entregando o que se espera dele, o BCB poderá considerar o cenário externo neutro, apesar de ainda desafiador, para tomar a sua decisão.

A despeito de todas as discussões nos últimos dias sobre a possibilidade de que ele poderia acelerar o ritmo de corte de juros de 0,50 p.p. para 0,75 p.p., mantemos a nossa projeção de que a primeira opção é a que vai prevalecer. Como consequência, não “compramos” a ideia de que ele possa chegar ao final do ano com uma taxa abaixo de 4,50% a.a., assim como vemos como arriscado precificar algo abaixo de 4,0% a.a. para o final do ciclo de redução dos juros, que poderia se estender para o início de 2020.

Para não ficarmos apenas no “achismo”, simulamos o modelo de pequeno porte do BCB, aquele que ele usa no Comunicado e na Ata para embasar as suas decisões. Para tornar a discussão mais interessante, além de tentar estimar os números que virão nos documentos do BCB, simulamos alguns cenários prospectivos para câmbio e juros. Como parâmetros fixos em todas as simulações, usamos o crescimento do PIB projetado pelo Focus (0,88% para 2019 e 2,00% para 2020) e os preços administrados, já incorporando o recente aumento dos preços das loterias (5,00% em 2019 e 4,60% em 2020).

Começando pelo modelo que deve aparecer no Comunicado, usamos os juros a 5,00% a.a. (considerando a redução de 0,50 p.p. da reunião) e o Dólar a R\$ 4,05. Observando o resultado da inflação para 2020 (a que interessa nesse momento), vemos que realmente há espaço para ele manter o discurso dos últimos Comunicados de que *“o Comitê avalia que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo”*,

indicando que deveremos ter uma nova redução dos juros na reunião de dezembro (11/12). Segundo os nossos cálculos, com esse cenário, o IPCA fecharia 2020 em 3,60%, bem abaixo da meta para o ano (4,00%). Feito isso, vamos ver se o nosso cenário de juros para o final do ano também é compatível com a convergência para a meta para o ano que vem. Mais uma vez o modelo garante que sim, com a inflação em 2020 ficando em 3,80%. Se “esticarmos a corda” um pouco mais, reduzindo os juros para 4,00% a.a. no início de 2020, ainda assim chegaríamos com o IPCA a 3,90%. Portanto, a partir desse cenário haveria espaço para o BCB ir além do nível de 4,50% a.a. que projetamos, tanto para o final de 2019, quanto para o final de 2020. Mas então porque não mudar as projeções? Porque, para chegar, a inflação de 3,90% ao final de 2020 com os juros a 4,00% a.a., consideramos que o Dólar ficaria estável em R\$ 4,05 e a economia iria crescer 2,00% no ano que vem. Como acreditamos que a moeda americana deverá ficar acima de R\$ 4,10 e o PIB vai subir até 2,50% (vide as nossas projeções no final do texto), a inflação não ficaria mais ao redor da meta de 4,00% em 2020.

Aqui é importante fazer um parêntese para falar sobre a nossa projeção de crescimento. Com a alteração no calendário de liberação do FGTS, de modo que os recursos, ao invés de serem diluídos entre o 4º trimestre de 2019 e o 1º trimestre de 2020, se concentrem nos últimos 3 meses desse ano, alteramos a nossa projeção de crescimento para 2019 de 1,00% para 1,20%. Para 2020, apesar de mantermos em 2,50%, tivemos reforçado esse nível, uma vez que, só de “carrego estatístico”, já teríamos um crescimento de 1,30 p.p.. Outro fator importante a destacar seria que, para chegar ao crescimento de 1,20% nesse ano, teríamos que estar crescendo no 4º trimestre entre 1,00% e 1,50% na margem (entre 4,0% e 6,0% anualizado) o que, apesar das dúvidas se isso seria um ponto fora da curva devido ao FGTS, ou o início de um processo de crescimento mais sustentado, certamente colocaria uma certa pressão sobre a política monetária.

Bem, feita essa ressalva, podemos estender a nossa análise para o quanto o nosso cenário resistiria a um choque no câmbio. Para um Dólar acima de R\$ 4,20 a “nossa” taxa a 4,50% a.a. já não resistiria ao limite da meta de inflação para 2020. Por outro lado, se tivéssemos uma desvalorização do Dólar para níveis próximos de R\$ 3,95, os patamares ao redor de 4,00% a.a., ou até baixo disso seriam altamente prováveis.

O ex-vice-presidente do FED, Alan Blinder, escreveu que a política monetária é “*uma parte técnica e uma parte arte*”. Pelo que foi visto ao longo desse Opinião, podemos dizer que o BCB reduzir os juros até o nível de 4,50% a.a. seria a parte da “*técnica*”, daí para frente entraria a “*arte*”. Estamos entrando em patamares de taxa nunca antes testados e, não apenas no que diz respeito à taxa nominal, mas, também, com relação à taxa real. Considerando os juros à 4,50% a.a. e a inflação na meta de 4,0%, estamos falando de uma taxa real de 0,50% a.a.. Seria cômico se não fosse trágico, lembrar que no governo Dilma chegamos a ter uma taxa próxima dessa, só que com a os juros a 7,25% a.a., totalmente incompatível com a inflação de 6,59%, acima do teto da meta.

A conclusão a que chegamos é que não devemos ter novidades nas reuniões tanto do FED quanto do BCB. Entretanto, podemos dizer que a situação do nosso BC é bem mais confortável do que do seu par americano. Se por aqui não há dúvida sobre o que ele deve fazer, a dúvida ficando apenas sobre a intensidade, lá, tanto a direção quanto o tamanho do movimento estão em questão. Além disso, o efeito colateral de um possível erro de percepção seria bem maior lá do que aqui. Por fim, lá temos Donald Trump para atazanar o FED, coisa que Jair Bolsonaro ainda se abstém de fazer. Essa diferença de posição entre os dois BCs vai além da mera questão de desconforto com a situação, enquanto por aqui a reação do mercado

deve ser neutra, por lá poderemos ter muita volatilidade e, dificilmente, o mercado (e, principalmente, Trump) vai gostar do que Powell terá a dizer.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	3,40	3,70
Câmbio (eop R\$/US\$)	4,00	4,16
Selic (eop %)	4,50	4,50
PIB (%)	1,20	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.