

Os BCs americano e brasileiro fizeram o que deles se esperava, reduziram os juros. Entretanto, ao contrário do esperado, foram mais enfáticos com relação à trajetória futura da política monetária. Interessante também foi que as indicações de ambos passaram por um teste importante logo depois da decisão, o relatório de emprego/desemprego por lá e a Pesquisa Mensal da Indústria (PIM), por aqui. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para tentar entender o que “eles” quiseram dizer e as implicações disso para os ativos e para a economia.

Como salientado na semana passada, a expectativa de que o FED iria reduzir os juros americanos em 0,25 p.p. era altamente esperada (91% de chance), deixando a incerteza para o que ele indicaria, tanto no Comunicado, quanto na entrevista do seu presidente, Jerome Powell, realizada após a reunião. Um ponto importante que seria especialmente monitorado era se o FED manteria a parte “(...) *it will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook and will act as appropriate to sustain the expansion (...)*.”<sup>1</sup> no texto e, se Powell voltaria com o discurso de “esperar para ver” que ele havia tentado emplacar tanto na reunião de julho, quanto na de setembro. O primeiro implicaria em novos cortes e o último em uma pausa.

Focando a análise nesses dois pontos, o mais irônico é que houve uma inversão dos papéis. Enquanto no texto ele foi mais conservador, indicando uma pausa, na entrevista ele deu uma amenizada, indicando que, apesar de não prever novos cortes no curto prazo, também não via a possibilidade de haver um aumento no horizonte. No Comunicado, a parte supracitada foi trocada pela seguinte frase: “*The Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook as it assesses the appropriate path of the target range*”

---

<sup>1</sup> “Irá continuar monitorando os impactos das informações recebidas nas perspectivas econômicas e atuará como apropriado para sustentar a expansão” (tradução livre);

*for the federal funds rate.*"<sup>2</sup>, o que foi visto como um sinal de pausa, apesar da mudança ser apenas marginal. Já na entrevista, o presidente do FED afirmou que *"I think we would need to see a really significant move up in inflation that's persistent before we even consider raising rates to address inflation concerns."*<sup>3</sup>, o que, dado o processo de desinflação mundial observada, parece garantir que as taxas permanecerão nesses níveis por um bom período de tempo.

O interessante é que esse discurso foi bem recebido pelo mercado. Como também salientado no Opinião da semana passada, o FED tentou, tanto em julho quanto em setembro, indicar uma pausa e, nas duas vezes, acabou sendo impelido pelo mercado a dar novos cortes. Entretanto, dessa vez, não só o mercado entendeu o recado, reduzindo a probabilidade de um corte adicional de 0,25 p.p. na reunião de dezembro de 30% para 18%, quanto não reagiu negativamente, com o S&P chegando a subir 0,66% após Powell dar a sua entrevista.

Dois pontos salientados pelo presidente do FED durante a entrevista, ajudam a entender tanto a decisão do FED, quanto a reação posterior do mercado. O primeiro é que, entre a reunião de setembro a dessa semana, os riscos internacionais diminuíram, com a distensão na Guerra Comercial entre China e EUA e o fim da chance de termos um Brexit sem acordo. O outro seria que os 0,75 p.p. de corte nos juros americanos, implementados a partir de julho, ainda não foram incorporados na economia americana, de modo que, sobre a base atual, ainda teremos algum impulso a ser absorvido. Ou seja, o FED acredita que há menos chance de que eventos externos possam levar os EUA a uma desaceleração econômica mais robusta

---

<sup>2</sup> "O Comitê continuará monitorando os impactos das informações recebidas nas perspectivas econômicas, ao avaliar qual a trajetória apropriada para o intervalo de variação das FED Funds rates" (Tradução livre);

<sup>3</sup> "Eu acho que precisaríamos ver um aumento realmente significativo e persistente da inflação antes de considerarmos elevar as taxas para enfrentar as preocupações com a inflação" (Tradução livre);

e que, o afrouxamento já feito, será o suficiente para equilibrar os choques que já aconteceram.

A conclusão é que os juros não devem ser reduzidos novamente na reunião de dezembro, salvo alguma mudança importante nos dados da economia americana, e isso não parece ser um tabu, como era anteriormente. Os dados do relatório de emprego e desemprego deram uma “forcinha” para o BC americano vindo mais forte do que o esperado, reforçando a ideia de que a economia americana ainda está mostrando um desempenho razoável e que não há risco de recessão no horizonte, enquanto Donal Trump se “comportar”.

Obviamente que não podemos afirmar que a decisão do FED foi decisiva para a postura mais contundente do BCB na sua comunicação, mas certamente ajudou. Caso o BC americano deixasse uma nova redução dos juros bem encaminhada, talvez os graus de liberdade por aqui seriam menores. As economias estão em momentos distintos do ciclo econômico, com os EUA vindo de um período inédito de crescimento e com uma tendência de desaceleração enquanto o Brasil, após um período recessivo, tentando “pegar no tranco”. Isso já seria um motivo para acreditar que uma coisa não tem nada a ver com a outra, entretanto é inegável que a política monetária é feita de forma relativa entre os países e que os EUA, nessa dança sincronizada, têm lugar de destaque.

Se teve ou não é assunto para uma discussão filosófica, mas, o fato é que, logo após o FED indicar uma pausa na redução dos juros americanos, o BCB tentou frear as especulações de que ele poderia acelerar o corte de juros e/ou derrubar as taxas para níveis abaixo de 4,00% a.a..

No primeiro caso ele foi até bastante explícito ao escrever que: *“O Comitê avalia que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir um ajuste adicional, de igual magnitude”*. Portanto, salvo alguma mudança drástica do cenário até a reunião de dezembro (11/12), o BCB deverá reduzir novamente os juros em 0,50 p.p. fechando 2019 em 4,50% a.a., a taxa mais baixa desde que a Selic foi instituída em 1996. Já a tentativa de frear o otimismo com o nível final que os juros poderiam chegar ao final do ciclo, veio em outra parte do Comunicado: *“O Copom entende que o atual estágio do ciclo econômico recomenda cautela em eventuais novos ajustes no grau de estímulo”*. Podemos ver dois motivos para ele ser tão explícito assim com a sua comunicação. O primeiro seria evitar que a “onda” de revisões para baixo do nível final dos juros nesse ciclo, acabasse gerando um impacto sobre a curva de juros que daria um estímulo mais forte à economia do que a desejada pelo BCB. Devemos lembrar que a Selic é apenas a taxa básica da economia, mas a que é efetivamente utilizada como parâmetro no mercado de crédito é dada pelo mercado futuro de juros. O outro motivo seria reduzir a volatilidade do mercado. Quanto mais este acreditar que a redução dos juros não tem piso, mais vai testar novos limites, ficando mais sensível a mudanças de cenário.

Além disso, o Comunicado trouxe também outras novidades que podem ajudar a prever se o BCB vai se aventurar a levar a Selic abaixo dos 4,50% a.a. no início do ano que vem. Uma delas foi a incorporação da questão da inércia ao risco de uma inflação mais baixa do que a esperada em 2020. Nesse caso, podemos dizer que, se o IPCA ficar abaixo do esperado no último trimestre do ano, aumenta muito a chance do BCB entrar o ano reduzindo os juros, mesmo que em um ritmo mais lento. Vale ressaltar que o primeiro “teste” para essa teoria será na 5ª feira (07/11), quando será divulgado o IPCA de outubro<sup>4</sup>. Podemos dizer que o BCB ter colocado explicitamente essa questão é interessante, mas não podemos dizer que isso

---

<sup>4</sup> Nossa projeção para esse número é de 0,07%;

não fosse uma questão que, implicitamente, estava em toda a discussão sobre os riscos da inflação surpreender para baixo no ano que vem. Já a outra novidade é mais sutil. Ao dizer que *“o atual grau de estímulo monetário, que atua com defasagens sobre a economia, aumenta a incerteza sobre os canais de transmissão”*, ele admite, primeiro, que quanto mais baixa for a taxa, maiores serão as dúvidas com relação ao impacto dela sobre a economia. Derivado dessa questão, ao citar os canais de transmissão, ele leva a discussão para o campo de como as recentes mudanças no mercado de crédito poderão alterar o a reação “normal” deste as alterações das taxas básicas.

Ao juntarmos todas essas informações podemos traçar um cenário no qual os juros devem ser reduzidos em mais 0,50 p.p. na reunião de dezembro, fechando 2019 em 4,50% a.a.. A partir daí teremos que ver o equilíbrio entre os números de inflação e crescimento para ver qual será a relação custo/benefício de ir além desse patamar. IPCAs abaixo do esperado, aumentam as chances de isso ocorrer, reflexo do impacto da inércia da inflação mais baixa em 2019 nas projeções para 2020. Por outro lado, dados de crescimento mais robusto, podem limitar o espaço para quedas adicionais, uma vez que vai aumentar a incerteza ligada aos canais de transmissão.

Por enquanto mantemos a nossa projeção de que os juros vão ficar em 4,50% a.a. ao longo de todo o ano que vem. A base para essa projeção vem do nosso otimismo com relação ao crescimento nesse 2º semestre, que não mudou com a divulgação hoje da PIM de setembro abaixo do esperado. Apesar do número aparentemente ser ruim, no fim, devido à revisão do número de agosto, o crescimento da indústria para o 3º trimestre acabou subindo. Com isso, mantemos a nossa projeção para o PIB como um todo no 3º trimestre em 0,50%, seguido de um crescimento mais robusto, 1,10%, no 4º trimestre, reflexo da concentração da liberação do

FGTS nesse período. Essa trajetória levaria o crescimento da economia brasileira em 2019 para 1,2%. Entretanto, mais importante que isso, é que o carregamento estatístico para o ano que vem seria de 1,30 p.p.<sup>5</sup>, o que, certamente, faria do nível de 2,00% para o crescimento de 2020, atualmente projetado pelo mercado, virar piso das projeções.

<b>Projeção</b>		
	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>IPCA (%)</b>	3,40	3,70
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	4,00	4,16
<b>Selic (eop %)</b>	4,50	4,50
<b>PIB (%)</b>	1,20	2,50

<sup>5</sup> A mesma conta para 2019 indicava um carregamento estatístico vindo de 2018 de apenas 0,50 p.p.;

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.