

Quando comparado ao Comunicado, a Ata da última reunião do COPOM pode ser considerada menos conservadora. Já o Relatório Trimestral de Inflação (RTI) de dezembro, quando comparado aos dois, pode ser considerado insosso, sem nenhuma novidade relevante. Portanto, a partir da comparação dos textos, vamos discutir o porquê de mantermos a nossa projeção de que os juros deverão manter-se em 4,50% a.a. até o final de 2020, mostrando que o “nome do jogo” daqui para frente será muito mais o nível de atividade do que a inflação.

Na semana passada, a nossa análise sobre o Comunicado da reunião do COPOM indicava que o texto havia colocado um viés de fim de ciclo, mas que as projeções haviam deixado a porta aberta para um novo corte na reunião de fevereiro de 2020. O que mudou na Ata foi que, os motivos que nos levaram a acreditar que esta foi a última redução nos juros básicos, foram reforçados, enquanto os que deixavam margem para novas quedas, minimizados.

Começando pelos últimos, devemos lembrar que o que mais surpreendeu o mercado no Comunicado foi a previsão de inflação para 2020 no modelo híbrido¹. Considerando a diferença das principais variáveis relevantes para o modelo entre as reuniões de outubro e novembro, a expectativa era de que os cálculos indicassem uma piora para o cenário de 2020, fato que não ocorreu. Numericamente falando, o Dólar usado passou de R\$ 4,05 para R\$ 4,20 e a taxa de juros esperada para o final 2020 se manteve em 4,50% a.a., mas com a importante mudança de que ela cairia na reunião de fevereiro para 4,25% a.a., mantendo-se nesse nível até o final do 3º trimestre, quando voltaria para 4,50% a.a.. Ou seja, apesar da taxa de final de período ser a mesma, a média cairia de 4,50% a.a. para 4,33% a.a.. Além disso, as projeções de crescimento para 2019 e 2020, passaram de 0,9% para 1,2% e de 1,8% para 2,2%, respectivamente. Portanto, tudo levava a crer que a inflação projetada seria maior do que os

¹ O Modelo Híbrido seria aquele no qual o BCB utiliza a taxa de juros da pesquisa Focus e a taxa de câmbio constante em um nível determinado pelo valor de mercado nos dias que antecederam a reunião do COPOM;

3,7% calculados na reunião de outubro. No nosso caso, esperávamos algo próximo de 3,9%. Entretanto, ela se manteve no mesmo patamar (3,7%). Se considerarmos que o modelo serviria para indicar o espaço que o BCB teria para reduzir os juros e que a meta de inflação para o ano que vem será 4,00%, esse número indicaria, que, mesmo reduzindo os juros para 4,25% a.a. na primeira reunião de 2020 e só voltando a 4,50% a.a. no último trimestre, a inflação estaria, nas palavras da Ata de outubro “abaixo da meta”. Frisamos essa expressão usada naquele documento, porque exatamente a mudança dessa qualificação para “ligeiramente abaixo da meta”, foi um dos motivos para que o mercado considerasse a Ata mais conservadora do que o Comunicado. Se 3,7% é 3,7% e a meta ainda é 4,0%, porque em outubro era “abaixo”, dando ideia de tranquilidade no espaço para reduções, e agora é “ligeiramente abaixo”, dando a ideia de um espaço restrito para arriscar? A única resposta que passou pela nossa cabeça, e parece que na cabeça do mercado também, é que ele queria dar um recado e, este foi dado, exatamente na parte em que o Comunicado parecia indicar espaço para novos cortes. Sensação semelhante ficou após a resposta do diretor de Política Econômica, Fábio Kanczuk, à pergunta sobre se as projeções não indicavam espaço para mais estímulos monetários em 2020: *“Não há uma ligação mecânica entre uma coisa e outra. Essa projeção mostra um cenário que é o cenário base. O COPOM analisa uma gama de outros cenários, como uma gama de outros modelos”*.

Se o espaço para novas reduções de juros indicado pelo modelo foi minimizado tanto na Ata quanto na entrevista pós-RTI, as preocupações com os níveis atuais da Selic, só foram reforçados. Nesse ponto, podemos destacar três questões que foram levantadas pelo BCB: i) os tais mecanismos de transmissão; ii) a desintermediação financeira e iii) a mudança na estrutura do mercado de crédito.

Antes de entrar nessas questões diretamente, gostaríamos de chamar atenção para a importância da redução dos juros não apenas no barateamento do crédito, mas, principalmente, na mudança estrutural da tomada de decisão dos agentes econômicos. Já discutimos essa questão aqui quando analisamos a piora das contas externas, mas podemos estendê-la para o mercado de crédito também. Em uma das últimas apresentações do BCB² apresentou um gráfico (slide 20), muito interessante e ilustrativo do que queremos dizer. Lá ele coloca conjuntamente a trajetória da queda da Selic e o crescimento do número de pessoas na bolsa de valores, mostrando que as duas variáveis têm uma relação negativa³. Mas porque ele fez isso? Provavelmente para mostrar que a queda dos juros está alterando a decisão de poupança dos investidores. Como deixar o “dinheiro parado” na renda fixa não dá mais um retorno satisfatório, os agentes econômicos têm que colocar o “dinheiro para trabalhar”. Isso serve para o mercado de ações, o mercado imobiliário ou para as decisões entre investir ou consumir. Portanto, ao dizer que os *“membros do COPOM também refletiram sobre a sensibilidade de variáveis macroeconômicas à política monetária, uma vez que faltam comparativo na história brasileira para o atual grau de estímulo”*, o BCB se mostra preocupado com a incerteza associada a todas essas mudanças estruturais na economia brasileira oriunda da redução dos juros.

A questão dos mecanismos de transmissão foi colocada explicitamente pelo BCB como um dos riscos altista para a inflação em 2020: *“(...) aumenta a incerteza sobre os canais de transmissão e pode elevar a trajetória de inflação no horizonte relevante para a política monetária”*. Mas o que seriam esses tais “mecanismos de transmissão”? A passagem da redução de juros para a inflação se dá por meio do canal do crédito que seria como um “cano” em um sistema

² https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_RCN_BOFA%20Merryll%20Lynch_v1.pdf

³ Nesse caso específico, a queda da Selic veio acompanhada do aumento do número de investidores na Bolsa de Valores;

hidráulico, onde a vazão da água depende do diâmetro e da desobstrução do mesmo. Por isso, nas suas apresentações, o BCB sempre chama a atenção da sua agenda BC# que trata exatamente da questão de aumentar o calibre e limpar o “cano” do sistema hidráulico do crédito. Sobre esse assunto, vale a pena destacar três novidades: i) Lei do Cadastro Positivo; ii) Home Equity e iii) Duplicata Eletrônica. Portanto, além de não sabermos como a queda dos juros vai mudar estruturalmente o mercado de crédito, não sabemos qual a capacidade de vazão desse novo “encanamento” após a reforma do sistema hidráulico do mercado de crédito. Kunczuk também externalizou essa preocupação ao dizer que *“estamos vivendo uma experiência nova nesse sentido. Várias medidas foram tomadas ao mesmo tempo. Isso aumenta um pouco a incerteza sobre qual vai ser o efeito global da queda dos juros, porque você tem várias medidas ao mesmo tempo, transmitindo mais potência na política monetária”*.

A questão da desintermediação financeira, tem tudo a ver com os dois assuntos anteriores. Basicamente, quando trata disso, o BCB está falando sobre a capilarização do mercado de crédito, tanto pelo crescimento do mercado de capitais, quanto pelo surgimento das fintechs. Com relação as últimas, será difícil mensurar o impacto do cadastro positivo sobre esse mercado, uma vez que, o maior ativo dos bancos atualmente é o monopólio da informação de crédito dos seus clientes, o que será democratizado por esse mecanismo. Já o mercado de capitais tem sido uma alternativa de capitação para empresas e os números provam isso. Em 2017, o saldo de títulos de dívida emitidos pelas empresas não-financeiras, segundo o BCB, representava apenas 20% do mercado de crédito bancário. Já no último dado disponível, de outubro desse ano, esse percentual já chegou a 40%. Outra forma de ver como esse mercado está florescendo, é comparar a taxa de crescimento do crédito “intermediado” no ano, 8,5%, com o do mercado de capitais, 26,5%. Como não se sabe onde esse movimento vai parar, porque nunca aconteceu antes, o BCB coloca essa questão explicitamente como uma das suas

preocupações: *“Alguns membros do Copom destacaram que as mudanças no mercado de crédito e na intermediação financeira, como o maior papel desempenhado pelo crédito com recursos livres e pelo mercado de capitais, podem impactar a transmissão da política monetária.”*

Observando esse fragmento da última Ata, notamos que ele cita também a questão da proeminência do crédito com recursos livres em relação ao direcionado. Como os próprios nomes sugerem, o primeiro reflete melhor as demandas da economia e apresenta taxas competitivas, ao contrário do último, que tem destinação direcionada e taxas subsidiadas, o que acaba por desincentivar a presença do capital privado no mercado de crédito. Na mesma apresentação supracitada do BCB, agora no slide 21, ele mostra a importância desse movimento, ao colocar no gráfico a trajetória das concessões liquidas do crédito ampliado, desde 2013. O que podemos notar é que, dos R\$ 250 bilhões concedidos no início da série, quase 60% do total era de crédito direcionado. Esse valor chegou a 83% em 2014, mas, desde 2016, temos uma retração dessa modalidade que atualmente responde por um saldo negativo de R\$ 63 bilhões, contra um crescimento do crédito livre de R\$ 220 bilhões. Essa estrutura do mercado de crédito também é inédita e se enquadra na política de redução da participação do Estado na economia.

A inflação vem surpreendendo para cima, como ficou claro hoje na divulgação do IPCA-15. O choque do preço das carnes vai fazer com que o IPCA desse ano fique acima dos 4,0%, algo impensável até um mês atrás. Entretanto, como o próprio nome sugere, um “choque” é um impacto pontual que só deve ser combatido pela política monetária se tiver efeitos colaterais sobre o restante da economia. Por isso, não acreditamos que a variável chave para determinar se o BCB terá espaço ou não para reduções de juros adicionais no início de 2020, seja a inflação, mas a atividade econômica. Quanto mais forte vierem os dados dos últimos meses de 2019, principalmente os das vendas de natal, mais as preocupações sobre os mecanismos

de transmissão da política monetária estarão na cabeça do BCB. Portanto, como achamos que os números virão bons, as suas últimas manifestações apenas reforçaram a nossa expectativa de que os juros ficarão estáveis em 4,50% a.a. até o final de 2020.

Brasil	BANCO ABC BRASIL	
	2019	2020
IPCA (%)	4,25	3,70
Câmbio (eop R\$/US\$)	4,10	4,21
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.