

Nas últimas semanas temos visto uma maior movimentação dos bancos centrais de economias desenvolvidas na direção de diminuir seus estímulos monetários, implementados desde a crise financeira mundial. Desde 2009 os bancos centrais têm apoiado os mercados financeiros, mantendo as taxas de juros nas mínimas históricas e comprando trilhões de dólar em ativos. A sinalização de que esse momento de bonança pode estar acabando começou pelo Federal Reserve e foi seguido por diversos outros bancos centrais. Neste contexto, vamos utilizar o Opinião desta semana para avaliar o impacto desta mudança de trajetória de política monetária global nos ativos em geral e na economia de países emergentes em especial.

De forma pioneira, em 2014, o Federal Reserve decidiu reduzir o volume de compra mensal de ativos do seu programa de relaxamento monetário (QE<sup>1</sup>). Já em dezembro de 2015, o banco central americano deu início ao ciclo de elevação da taxa de juros, que permanece até hoje. A novidade dos últimos meses foi o anúncio do Fed de que pretende, ainda este ano, começar a reduzir o seu balanço patrimonial, o qual quase duplicou nos últimos anos<sup>2</sup>.

Similarmente, o Banco da Inglaterra (BoE) encerrou a última etapa do seu programa de estímulos lançado depois do referendo do Brexit, em junho do ano passado, e, já começa a pensar em subir os juros. Na última reunião do BoE, a decisão de manutenção da taxa de juros foi apertada, com 5 membros a favor da taxa atual, enquanto os outros 3 defenderam a elevação. O Banco Central do Canadá (BoC) decidiu, na última semana, elevar a taxa de juros pela primeira vez nos últimos 7 anos e o Banco de Reserva da Austrália (RBA) sinalizou um aperto das condições monetárias no futuro próximo.

---

<sup>1</sup> Em inglês: Quantitative Easing.

<sup>2</sup> Em dezembro de 2008 o balanço de Fed totalizava aproximadamente US\$ 2,3 trilhões. Atualmente, este volume é de cerca de US\$ 4,5 trilhões.

No entanto, a grande movimentação do mercado veio depois dos comentários do presidente do Banco Central Europeu (BCE), Mario Draghi, no dia 27 de junho em Sintra. Na ocasião, Draghi reiterou sua confiança na atividade econômica da região e acrescentou que *“a ameaça de deflação já não existe e que as forças reflacionárias estão em jogo”*. Essa declaração foi interpretada como um sinal de que os estímulos monetários na zona do euro estão mais perto do fim do que o esperado anteriormente. A reação do mercado diante da mudança de postura de Draghi também foi significativa: o euro avançou atingindo a máxima dos últimos 10 meses e os juros dos títulos alemães dispararam 10 pontos base.

Nesse cenário, havia grande expectativa para a reunião desta semana do BCE. Apesar da grande maioria dos economistas não esperar nenhuma alteração de política monetária, como de fato ocorreu<sup>3</sup>, existia a perspectiva de que Draghi poderia dar alguma indicação mais clara de quando alteraria o QE. No entanto, quanto a isso, o presidente do BCE apenas sinalizou que uma mudança no programa será discutida e anunciada no outono europeu. Em uma tentativa de tranquilizar o mercado, Draghi foi bem mais cauteloso ao falar sobre inflação, destacando o fato de os preços ainda não mostrarem sinais convincentes de que estão em uma trajetória de alta. Para Draghi, a inflação ainda é muito dependente dos estímulos monetários e, portanto, o BCE tem que ser persistente, prudente e paciente na condução de sua política.

Diante de tantos bancos centrais indicando uma reversão do movimento de estímulos monetários, especulou-se até que os banqueiros centrais deliberadamente coordenaram seus comentários. Embora essa hipótese não possa ser descartada, existem diversos estudos

---

<sup>3</sup> O BCE manteve a taxa de refinanciamento em 0,0%, taxa de depósito em -0,4% e taxa de empréstimo em 0,25%.

acadêmicos recentes que defendem que políticas monetárias coordenadas entre países gerariam um benefício social maior do que decisões monetárias isoladas, o fato é que estes bancos centrais acabaram reagindo a um fator comum importante: a retomada da economia global nos últimos meses.

Mas qual o impacto na liquidez do mercado se os bancos centrais, de forma coordenada ou não, passarem a retirar seus estímulos? Com as políticas ultra acomodáticas, estima-se que o excesso de liquidez na economia global chegou a volumes consideráveis, com isso, mesmo que o Fed comece a reduzir seu balanço em setembro deste ano e o BCE encerre as suas compras no final de 2018, o ritmo de normalização indicado pelos bancos centrais é tão gradual que, no curto/médio prazo, o mercado financeiro continuará apresentando uma liquidez razoável. Nesse sentido, podemos até falar que a política monetária global entrou em uma nova fase, no entanto, ainda é cedo para afirmar que estamos em um ambiente de contração monetária. Se os bancos centrais retirarem os estímulos de forma gradual, como têm sinalizado, a política monetária global continuará expansionista por muitos anos.

Isso significa que os bancos centrais não precisam ter cautela ao anunciar a redução dos estímulos? Os bancos centrais estão sendo muito conservadores em fazer alterações tão graduais destes programas? A resposta é não para as duas questões. Depois da crise financeira, a implementação destas políticas não convencionais, como taxa de juros negativas e compra de ativos, gerou muitas dúvidas. Da mesma forma, a retirada dessas medidas deve provocar diversas incertezas. Economistas e agentes de política monetária não sabem avaliar o impacto exato que a retirada destes estímulos terá sobre as economias. Diante destas incertezas, os mercados financeiros também podem reagir de forma mais forte a esta nova fase da política monetária global. Por enquanto, ainda não vimos movimentações muito

fortes. Os rendimentos dos títulos soberanos apenas reverteram parte das quedas observadas no início do ano depois dos comentários de Draghi em Sintra. No entanto, conforme o processo de redução seja efetivamente anunciado e implementado, podemos ver reações mais intensas.

Além disso, o conservadorismo dos bancos centrais quanto ao ritmo de retirada dos estímulos também parece adequado. Apesar dos últimos resultados positivos de atividade global, em muitos países a inflação continua fraca. De maneira geral, os banqueiros centrais se mostram confortáveis com a recuperação da economia, mas ainda precisam de mais dados que aumentem a confiança de que esta retomada da atividade se traduzirá em crescimento de salários e, conseqüentemente, de preços.

Outro motivo para a cautela dos bancos centrais é o nível da dívida. As taxas de juros ultrabaixas praticadas pelos bancos centrais de países desenvolvidos não só tornaram o endividamento sustentável, mas, também, incentivaram as empresas e as famílias a assumirem mais dívidas. A dívida global como proporção do PIB é maior em 2017 do que antes da crise financeira. Uma reversão repentina de política monetária poderia causar graves conseqüências para a economia global. Em seu relatório anual, o Banco de Compensações Internacionais (BIS), ressaltou os riscos de crédito em várias economias emergentes.

Com isso, chegamos ao último ponto deste Opinião, sobre o impacto destas mudanças nos países em desenvolvimento. Nos últimos anos, as economias emergentes também se beneficiaram desses estímulos. O ambiente de alta liquidez nos mercados internacionais tornou os ativos de países emergentes mais atrativos, o que, por muitas vezes, minimizou efeitos negativos de crises internas. Apesar de, no curto e médio prazo, não esperamos uma

reversão significativa desta liquidez, nos próximos anos os impactos positivos destas medidas tendem a diminuir. Dito isso, caso os fundamentos da economia brasileira estejam sólidos no momento em que a política monetária global passar de expansionista para contracionista, não esperamos grandes impactos negativos no país. No entanto, caso contrário, se o país ainda estiver permeado por crises políticas e de corrupção, com um crescimento econômico medíocre e com as contas fiscais desequilibradas, enfrentaremos desafios ainda maiores para vencer os nossos problemas internos, diante do cenário externo menos favorável.

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.