

Na semana que vem teremos a reunião do COPOM. Apesar de haver pouca chance de que o resultado seja outro que não uma nova queda de 1,00 p.p. na taxa SELIC, o encontro não deixará de ter os seus atrativos. Com as mudanças nas metas fiscais, problemas políticos se acumulando e números melhores de atividade por um lado e inflação ameaçando fechar o ano abaixo do piso (3,0%) e a aprovação da Taxa de Longo Prazo (TLP) por outro, o BCB poderá dar alguma indicação do quão perto estaremos do final do ciclo e a qual velocidade pretende alcançá-lo. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje, para discutir os recentes resultados econômicos e políticos e como estes poderão impactar a política monetária, seja através do tamanho do ciclo, ou quanto tempo as taxas de juros poderão ficar em níveis expansionistas, sem que isso implique em números de inflação acima da meta.

Antes de iniciarmos a análise, propriamente dita, devemos lembra que, no Opinião da semana passada, dividimos o horizonte de previsão em “Antes da Eleição (AE)” e “Depois da Eleição (DE)” e que essa distinção continua valendo. Ou seja, as projeções contidas no período AE guardam uma certeza muito maior do que aquelas feitas para DE, quando o resultado do pleito será mister para definir quais os cenários possíveis. Posto isso, vamos começar a definir até onde os juros poderão ir, a partir das informações contidas na Ata da última reunião do COPOM.

O primeiro ponto relevante a ser salientado, é a grande probabilidade de que o resultado da reunião de 4ª feira (06/09) seja uma redução dos juros de 9,25% a.a. para 8,25% a.a.. Isso ficou claro quando a Ata diz: *“(…)Concluíram por sinalizar, para a próxima reunião do Copom, uma possível flexibilização de mesma magnitude da adotada nesta reunião, mas que dependerá da permanência das condições descritas no cenário básico do Copom e de estimativas da extensão do ciclo”*. Portanto, poderíamos concluir que, se nada de ruim ocorresse, haveria outra queda de 1,00 p.p. nos juros na reunião de setembro. Bem, pelo lado dos ativos, a sensação é que as coisas estão relativamente melhores. O Dólar fechou o dia 26/07 (dia da última reunião) em R\$ 3,13 e agora está ao redor de R\$ 3,15, ou seja, praticamente estável, enquanto a bolsa de valores

passou de 65.000 pontos para níveis ao redor de 72.000 pontos, uma alta de mais de 9,0%. Da mesma forma, os números de inflação continuaram a surpreender para baixo. O IGP-M apresentou uma deflação de 1,71% no acumulado em 12 meses até agosto, enquanto o IPCA deverá fechar o mês ao redor de 2,60% na comparação anual, o menor resultado desde fevereiro de 1999. Já na parte política, as coisas não andaram tão bem, impactando as contas fiscais.

Durante o período entre as reuniões, tivemos a votação da denúncia contra o presidente Michel Temer. Apesar da vitória deste, por um placar até mais dilatado do que o esperado, ter sido vista inicialmente com uma demonstração de força, o custo desta acabou mostrando um Governo que saiu menor do que entrou nessa discussão. A consequência foi a redução da probabilidade de aprovação da Reforma da Previdência. Ato contínuo, as dificuldades de aprovar medidas que aumentariam as receitas e/ou reduziriam as despesas, tornaram inevitável a revisão das metas para este e para os próximos três anos, aumentando o “buraco” das contas públicas em um total de R\$209 bilhões. Se pegarmos outra parte da última Ata, poderíamos até ver um risco de, não só o BCB reduzir o ritmo da próxima reunião, como também indicar que o tamanho do corte dos juros poderia ser menor do que o anteriormente esperado, por conta dessa revisão da meta: *“O Copom ressalta que a extensão do ciclo de flexibilização monetária dependerá de fatores conjunturais e das estimativas da taxa de juros estrutural da economia brasileira. O Comitê entende que **a evolução do processo de reformas e ajustes necessários na economia (principalmente das fiscais e creditícias)** é importante para a queda das estimativas da taxa de juros estrutural.”* (grifo nosso). Entretanto, para não deixar margem para dúvidas, o próprio presidente do BCB, Ilan Goldfajn, deixou claro em

entrevista para o jornal Folha de São Paulo¹, que a questão da revisão das metas fiscais não alterava a percepção da Autoridade Monetária com relação ao espaço para queda dos juros: *“A gente sempre falou que essa questão (revisão da meta fiscal), o curto prazo, é menos relevante do que a trajetória das contas públicas. Precisamos que as contas públicas estejam em ordem”*. Portanto, ao que parece, a aprovação da Taxa de Longo Prazo (TLP) e da Reforma da Previdência, parecem mais importantes do que a revisão da meta fiscal, o que nos leva a crer que a expectativa inicial de uma queda de 1,00 p.p. na reunião da próxima semana não estaria sob risco.

Da mesma forma, acreditamos que, dificilmente o patamar final dos juros fugirá de algo entre 7,0% a.a. e 7,5% a.a.. Em recente discurso², o diretor de Política Econômica do BCB, Carlos Viana, chamou a atenção para o fato de que a taxa de juros real ex-ante³ no Brasil está, atualmente, entre 3,0% a.a. e 3,4% a.a., dependendo das variáveis utilizadas, salientando que, esses patamares são expansionistas do ponto de vista da atividade econômica. Ou seja, considerando que as taxas de juros nominais consideradas nesses cálculos estão entre 7,0% a.a. e 7,5% a.a. e que, esse comentário de Carlos Viana não teria sido feito “de graça”, acreditamos que o BCB estaria satisfeito com esses patamares de juros para o final do ciclo.

Os juros devem cair 1,00 p.p. na próxima reunião e devem fechar o ano entre 7,0% a.a. e 7,5% a.a., mas quanto tempo poderão ficar nesses patamares? Acreditamos que essa seja a pergunta relevante a ser feita a partir de agora e os documentos do BCB deverão cada vez mais focar na sua resposta. Tentando antecipar um pouco as contas que podem estar sendo

¹ <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/08/1913221-consumo-puxa-recuperacao-lenta-da-economia-diz-presidente-do-bc.shtml>

² http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apontamentos_USP_PUC.pdf

³ Aquela que usa projeções de inflação para os próximos 12 meses, assim como cálculos de juros nominais para prazo de 1 ano;

feitas no âmbito do COPOM, rodamos os modelos considerando um crescimento entre 1,5% e 2,0% para 2018, a inflação fechando 2017 em 3,2% e o câmbio em R\$ 3,30 no final desse ano, R\$ 3,50 em 2018 e R\$ 3,60 em 2019. Partindo dessas premissas, projetamos que a inflação fecharia o ano que vem em 4,40% e 4,20% em 2018, ou seja, em ambos os casos, abaixo das metas para aqueles anos (4,5% e 4,25%, respectivamente). Com esses números, poderíamos considerar que o patamar entre 7,0% a.a. e 7,5% a.a. poderia ser mantido até o final de 2018, com certa tranquilidade. Entretanto, consideramos que mantê-lo durante todo o ano de 2019 seria arriscado. Apesar da inflação do ano fechado estar ainda abaixo da meta, se as nossas projeções de crescimento se confirmarem, estaremos já com o hiato do produto fechado, fazendo com que a manutenção da taxa real de juros no campo expansionista passe a ser inflacionária. Além disso, temos que trabalhar com as defasagens da política monetária. Ou seja, a partir do meio de 2019, as ações do BCB já estarão mirando 2020. Portanto, apesar dos modelos indicarem que com os juros a 7,5% a.a. a meta seria cumprida em 2019, consideramos que, em algum momento entre março e setembro, o BCB iniciaria um processo de aperto monetário que levaria os juros para algo entre 8,0% a.a. e 8,5% a.a..

O BCB ao afirmar que está olhando para a sustentabilidade de longo prazo das contas públicas e para a taxa de juros estrutural, indica que está mais interessado nesta última parte da discussão do que no tamanho do corte na próxima reunião, ou os juros do final do ano. Daí a importância de se aprovar as medidas estruturantes como a Reforma da Previdência e a TLP. Quanto mais avançarmos nessa pauta, menor será a taxa neutra de longo prazo e, conseqüentemente, mais tempo os juros poderiam ficar em patamares próximos de 7,0% a.a. e, no momento do inevitável aperto monetário, eles iriam para patamares menores.

	Projeção		
	2017	2018	2019
IPCA (%)	3,2	4,2	4,3
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,3	3,5	3,6
Selic (eop %)	7,5	7,5	8,0
PIB (%)	0,5	2,0	2,5

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.