

Nessa semana tivemos a reunião do BCB e de um dos principais BCs do mundo, o Banco Central Europeu (BCE). Interessante que, apesar de momentos completamente diferentes do ciclo de política monetária, em ambos os casos, o que mais interessou aos mercados foram os comunicados, não as decisões de juros em si. Considerando que o grande impacto sobre as perspectivas de juros nos EUA, nas últimas semanas, se concentra no meândrico processo de decisão de Donald Trump a respeito do próximo presidente do BC americano (FED), nos parece que a política monetária fica cada vez mais baseada nas indicações do que nos fatos. O Opinião de hoje vai se concentrar, exatamente, no que nos disseram os comunicados do BCB e do BCE e no que a decisão de Trump pode alterar as perspectivas de juros nos EUA para os próximos meses.

Por aqui, ninguém esperava que o BCB fizesse algo diferente que não fosse cortar os juros em 0,75 p.p., uma redução do ritmo com relação a queda de 1,00 p.p. que vinha sendo adotada nas últimas 4 reuniões. E, por que isso aconteceu? Porque o BCB, através da sua comunicação, coordenou as expectativas do mercado para que, essa decisão, já fosse totalmente esperada. Para isso, no comunicado da reunião de setembro, ele colocou a seguinte frase: *“Para a próxima reunião, caso o cenário básico evolua conforme esperado, e em razão do estágio do ciclo de flexibilização, o Comitê vê, neste momento, como adequada uma redução moderada na magnitude de flexibilização monetária”*. Mais claro que isso, só se dissesse qual seria o número. Portanto, como não se esperava surpresas com relação à taxa, a curiosidade ficou por conta, novamente, do comunicado. Haveria uma nova clara indicação de qual seria o resultado da próxima reunião? O BCB daria alguma “dica” a respeito do final do atual ciclo de queda dos juros? Para responder à primeira questão, basta dizer que a frase supracitada foi repetida, *ipsis litteris*, no comunicado. Ou seja, salvo algum ajuste daqui para frente no seu discurso, o BCB vai cortar os juros em 0,50 p.p. na reunião de dezembro, fechando 2017 com a Selic em 7,00%a.a.. Bem, se com relação à próxima reunião as “coisas” parecem bem encaminhadas, no caso do final do ciclo, nenhuma “dica”. Parece que, acertadamente, o

COPOM não quer se comprometer com esse tipo de indicação, uma vez que isso não traria ganho nenhum na condução da política monetária, tirando graus de liberdade do BCB, em um momento de bastante incerteza, tanto interna, quanto externa, além de ainda faltar muito tempo para a primeira reunião de 2018, em fevereiro (07/02). Apesar de não ter sido tão explícito nesse ponto, quanto foi na indicação do que pretende fazer em dezembro, acreditamos que os números dos seus modelos colocam um viés para que os 7,00%a.a. do final de 2017 sejam o piso para o atual ciclo de redução dos juros: *“No cenário com trajetórias para as taxas de juros e câmbio extraídas da pesquisa Focus, as projeções do Copom situam-se em torno de 3,3% para 2017, 4,3% para 2018 e 4,2% para 2019. Esse cenário supõe trajetória de juros que encerra 2017 e 2018 em 7,0% e eleva-se para 8,0% ao longo de 2019.”*. Olhando para 2017 e 2018, certamente haveria espaço para quedas adicionais dos juros no início do ano que vem. Entretanto, considerando as defasagens da política monetária, a partir de março do ano que vem, o BCB já estaria olhando para 2019, quando a inflação está ao redor da meta, segundo os seus modelos. Estrategicamente pensando, será que não vale mais a pena manter os juros um pouco acima do piso máximo, evitando assim, a necessidade de elevar os juros antes de 2019? Ou mesmo reduzir novamente as taxas em algum momento de 2018, ao invés de ter que subir caso o cenário se deteriore? Já lembramos aqui que o ex vice-presidente do FED, Alan Blinder, afirmava que a condução da política monetária é feita parte na técnica e parte na arte, mas vale a pena relembrar. Até aqui predominou a técnica, daqui para frente veremos como está o lado “artístico” do BCB. Na 3ª feira (31/10), sai a Ata da reunião, onde podemos ver se novas “dicas” serão dadas sobre o fim do ciclo de queda dos juros, ou não.

Situação parecida se deu na reunião do BCE. Pouca atenção foi dada ao anúncio das taxas, já que a manutenção estava altamente “no preço”, com os holofotes se concentrando no comunicado e, principalmente, na entrevista pós reunião do seu presidente, Mário Draghi,

maior expoente dessa nova era dos BCs onde, parte da política monetária, é feita no “gogó”. Aqui a questão não era se o BCE iria mexer nas taxas, mas como se daria o projeto de redução do balanço patrimonial do BC europeu, processo que já se iniciou nos EUA. Para falar a verdade, a Zona do Euro está dois passos atrás dos americanos, uma vez que estes já estão efetivamente reduzindo o seu balanço, enquanto os europeus ainda estão na discussão de quando parar de comprar ativos. Mas nem por isso o tema é menos espinhoso. Primeiro, porque vários dirigentes do BCE já se manifestaram incomodados pela recente apreciação do Euro e, um final das compras mais agressivo ou antes do esperado, poderia levar a uma nova rodada de fortalecimento da moeda europeia. Segundo, porque o BCE vem comprando 7 vezes mais do que a oferta líquida dos títulos elegíveis para a operação. Isso força o BCE ser bem cuidadoso com o montante dessas compras, tanto porque tem que evitar o fim do estoque de ativos que ele pode comprar, quanto porque, mudanças abruptas desse montante, poderiam gerar variações expressivas nos juros desses títulos, mexendo com todo o mercado de dívida soberana.

No fim, o anúncio de diminuir o ritmo mensal de compra de ativos, de € 60 bilhões para € 30 bilhões, a partir de janeiro de 2018, mantendo esse novo patamar até setembro do mesmo ano, não surpreendeu. Entretanto, a decisão de deixar em aberto o término do programa acabou sendo considerada mais dovish, levando a uma depreciação de 2,0% do Euro nos últimos dois dias. Essa questão do fim do programa foi, inclusive, considerada por Draghi, o maior ponto de discórdia da reunião. Portanto, a decisão mais importante do BCE, durante algum tempo, foi tomada ontem. Daqui para frente, o importante será observar os números de inflação para ver se o BCE anunciará, antes de setembro, qual o horizonte para o fim do programa.

Pelo lado da política monetária nos EUA, a situação parece um pouco mais complicada porque, apesar de também estar sendo influenciada, nesse momento, mais por questões subjetivas do que por resultados econômicos, essas questões subjetivas dependem das decisões de Trump, o que, não nos parece uma situação confortável. Um exemplo pôde ser visto hoje. O PIB dos EUA no 3º trimestre, um dado econômico extremamente importante, foi divulgado e o resultado veio forte, mostrando que a economia americana cresceu a um ritmo de 3,0% na comparação com o trimestre anterior, quando o mercado esperava um crescimento de 2,6%. Além disso, o deflator implícito do PIB, talvez a medida mais ampla de inflação da economia, subiu 2,2% YoY, acima dos 1,7% YoY projetados pelos analistas. Ou seja, hoje era um dia para que as taxas de juros americanas subissem e o Dólar ganhasse força no mercado internacional. Mas aconteceu exatamente o contrário, por que? Porque fontes disseram que Donald Trump estaria inclinado a indicar Jerome Powell para substituir Janet Yellen em fevereiro de 2018, quando acaba o mandato desta. Como este é considerado mais dovish do que o outro “concorrente”, John Taylor, o mercado tirou um pouco do preço, a possibilidade de uma política monetária mais apertada nos EUA. Na semana que vem será divulgado o número de criação de vagas de emprego na economia americana em outubro, o que seria um fator que poderia mexer com os mercados, mas, certamente, o que vai “fazer preço” será a decisão de Trump sobre o FED, que ele prometeu anunciar até o dia 03/11. Do mesmo modo que, qualquer avanço na Reforma Tributária do Presidente terá mais impacto do que um número mais forte da economia.

O ex-presidente Itamar Franco tinha uma frase que dizia... “Os números não mentem, mas os mentirosos usam os números”. Parece que em termos de política monetária ao redor do mundo, apesar dos resultados econômicos continuarem relevantes para o acompanhamento das decisões futuras dos BCs, a comunicação tem tido um peso cada vez maior nas reações

dos mercados. Existe espaço para uma redução mais forte dos juros no Brasil? Talvez sim, mas a sinalização do BCB de que haverá uma *“uma redução moderada na magnitude de flexibilização monetária”*, praticamente descarta essa possibilidade, a não ser que os seus dirigentes mudem de discurso até a próxima reunião. De que está dependendo a visão do mercado com relação aos aumentos de juros americanos no próximo ano? Do nome escolhido por Donald Trump ser mais ou menos dovish. Quando o mercado vai precificar o fim do programa de compras de ativos do BCE? Quando Draghi determinar. Como a política monetária em todo o mundo está andando em terreno desconhecido, dependemos cada vez mais de “guias”, por isso, ajustamos sempre as nossas bússolas às suas orientações.

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

