

### Copom

#### Copom: Esperando pelo Melhor, mas Preparado para o Pior

Maurício Molan

- Apesar da forte depreciação cambial recente, o cenário para a inflação segue totalmente alinhado com o objetivo da autoridade monetária.
- Isso deve ser suficiente para que o Copom anuncie a manutenção da taxa básica de juros em 6,5% ao ano ao final da próxima reunião do Copom (dia 19 de Setembro).
- Nossos modelos sugerem que somente uma taxa de câmbio persistentemente acima de R\$ 4,30 / US\$ poderia elevar o IPCA para um nível superior à meta em algum ponto de 2019.
- Considerando que a variação cambial recente tem como principal componente a incerteza associada ao cenário eleitoral, o BC tende a considerar o choque atual como temporário.
- Adicionalmente, não há indicações, até o presente momento, de propagação do choque para a inflação via efeitos de segunda ordem.
- É importante levar em conta, no entanto, que a taxa de câmbio está perto de apresentar níveis e comportamento não mais compatíveis com uma política monetária expansionista.
- Por esse motivo, acreditamos que o Copom tende a ser mais enfático na sinalização, através do comunicado e da ata, de que estará pronto para fazer o que for necessário para manter ancoradas as expectativas de inflação mesmo em um cenário substancialmente mais adverso do que aquele que predomina hoje.
- Entendemos que, diferentemente de uma política de ajuste fino, uma situação de “stress” poderia levar a autoridade monetária a promover elevações mais substanciais da taxa básica de juros ainda em 2018.

Figura 1. R\$/USD (média 12 meses ant. a t0 = 100)

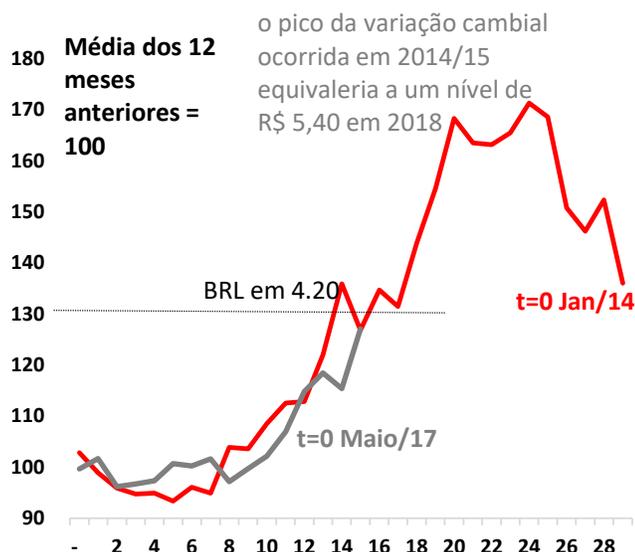
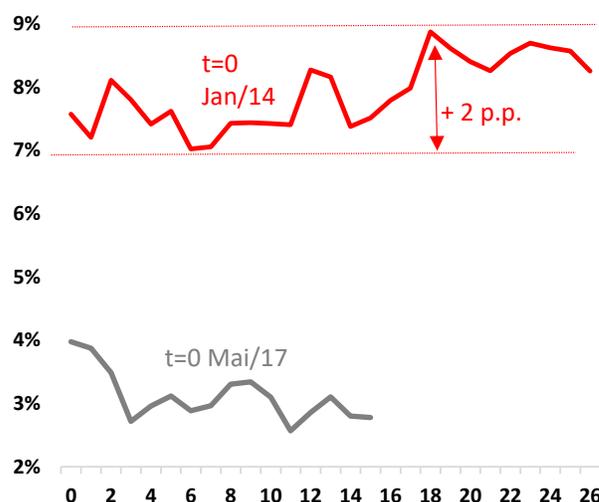


Figura 2. Inflação de Não-Comercializáveis





## Esperando pelo melhor...

A percepção consensual do mercado (com a qual concordamos) é de que o Banco Central do Brasil irá anunciar na próxima quarta-feira que a Selic permanecerá estável em 6,5% ao ano até a reunião seguinte. Ainda que tenha ocorrido substancial aumento da volatilidade de preços de ativos e intensificação de crises cambiais em economias emergentes, entendemos que a referida decisão está alinhada ao regime de metas de inflação. Afinal, **as próprias projeções do Banco Central para o IPCA em 2018 e 2019, ainda que superiores às registradas na reunião anterior (por incorporar um real mais fraco), provavelmente persistirão consistentes com as metas para o período relevante.**

Nossa expectativa para as projeções de IPCA resultante dos modelos do BC assumindo câmbio estável em R\$ 4,20 / US\$ e Selic em 6,5% são:

- Para 2018: de 4,1% (em 01 de Agosto/18) para 4,6% (em 17 de Setembro/18), vis-à-vis meta de 4,5%.
- Para 2019: de 3,8% (em 01 de Agosto/18) para 4,3% (em 17 de Setembro/18), vis-à-vis meta de 4,25%.

Lembramos que, de acordo com a ata da última reunião, “o Copom entende que deve pautar sua atuação com foco na evolução das projeções e expectativas de inflação, do seu balanço de riscos e da atividade econômica”.

**A propósito, sobre atividade econômica, os últimos indicadores seguem apontando para uma performance fraca da demanda doméstica.** Os gráficos a seguir mostram, à esquerda, nosso indicador (em bases diárias) de condições financeiras (veja “Piora das Condições Financeiras Aumenta Chance de Selic Baixa por Mais Tempo”, 30 de Agosto de 2018, [clique aqui](#)) e à direita a dinâmica das expectativas. Em ambos os casos a deterioração tem se mostrado mais intensa do que o esperado após a greve dos caminhoneiros.

Figura 3: Índice de Condições Financeiras<sup>1</sup>

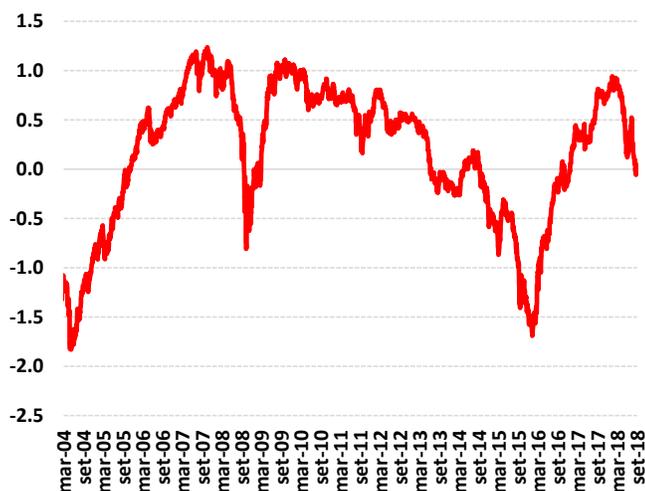
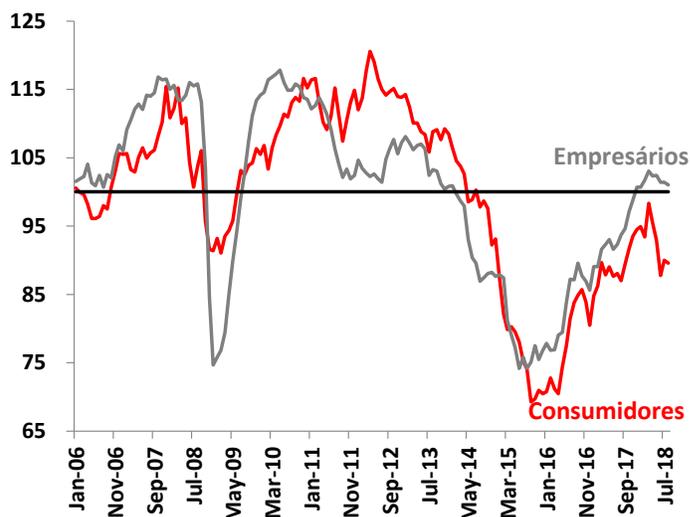


Figure 4. Confiança de Consumidores e Empresários



Fontes: Santander e FGV

Em termos de balanço de riscos, a preocupação mais importante está relacionada à deterioração dos mercados em economias emergentes, que se refletiu de forma mais intensa na depreciação do real. **Em relação a este tipo de choque, o Copom expressa claramente: “Choques que produzam ajustes de preços relativos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva (i.e., na propagação a preços da economia não diretamente afetados pelo choque)”.**

Utilizamos a comparação ilustrada nas figuras a seguir para avaliar o tema dos efeitos secundários do choque de preços relativos gerado pelo enfraquecimento da moeda brasileira. As duas conclusões mais importantes são as seguintes:

<sup>1</sup> Para o SAN-ICF, valores positivos representam condições financeiras estimulativas, enquanto valores negativos correspondem a condições financeiras contracionistas.



- 1) Ainda é cedo para avaliar qual deve ser o impacto da depreciação sobre a inflação total (o repasse corrente para os preços dos bens chamados “tradables” [transacionáveis]). A Figura 7, tomada juntamente com a Figura 5, ilustra que existe uma defasagem entre a variação cambial e o aumento de preços desse grupo de bens.
- 2) Pelo menos até o momento, os grupo de produtos classificados como não “tradables” mostra dinâmica completamente oposta (bem mais benigna) àquela que ocorria ao final de 2015. Esta é, provavelmente, a mais importante indicação de ausência de efeitos relevantes de segunda ordem decorrentes da variação cambial – pelo menos até o momento.

Figura 5. R\$/USD (média 12 meses ant. a t0 = 100)

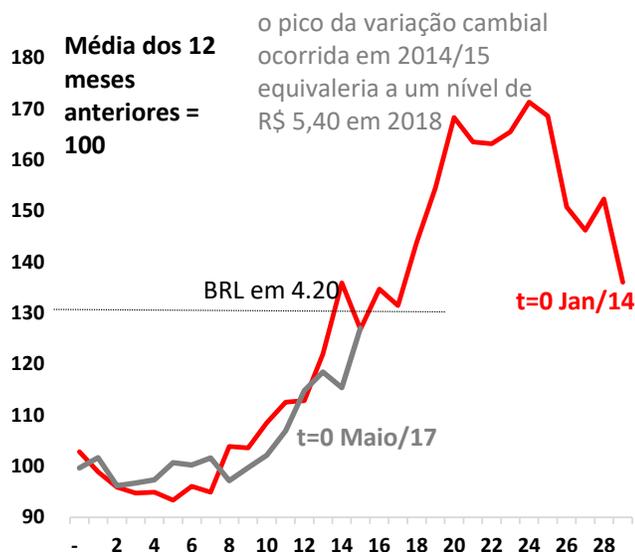


Figura 6. Inflação - Não-“Tradables” IPCA

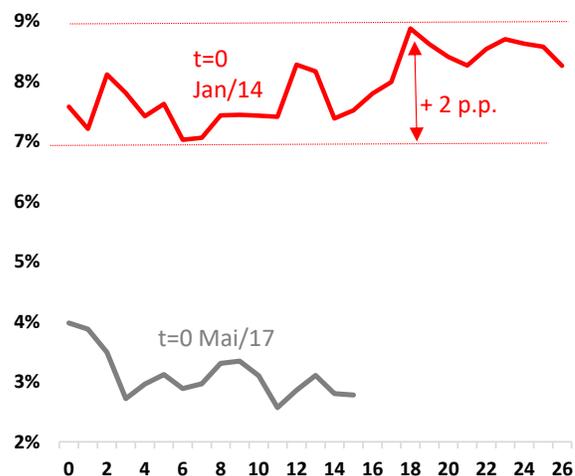
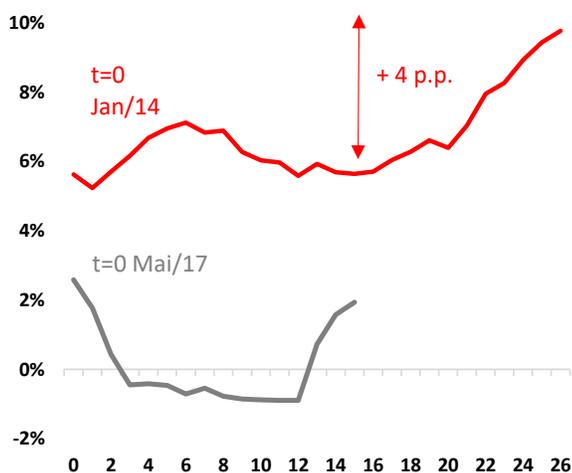
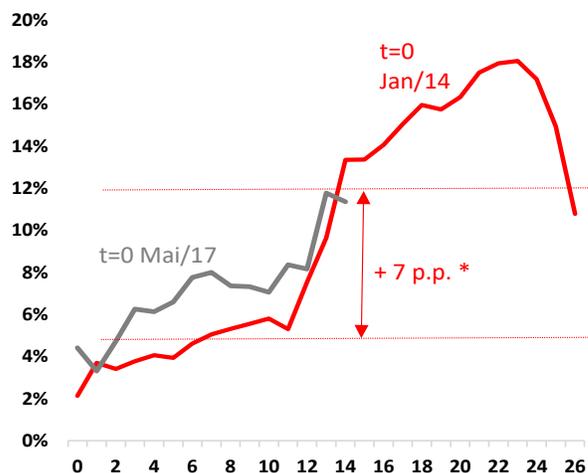


Figura 7. Inflação – “Tradables”



Source: Santander based on IBGE data.

Inflação 8. - Administrados\*



Source: Santander based on IBGE data.

\* Lembrando que o salto em preços administrados entre t+10 e t+15 (os cinco primeiros meses de 2015) ocorreu por conta de uma correção em preços repesados de tarifas elétricas e combustíveis.



Os fatores e evidências apresentados sugerem que o aumento da volatilidade no mercado financeiro e a magnitude da depreciação cambial ocorrida até o momento não são suficientes para gerar uma resposta de política monetária. Como parte importante da variação do real está ligada às incertezas eleitorais, o Copom tem razões para considerar o choque atual como temporário. Além do mais, não há indicações de que a mudança de preços relativos esteja se propagando pela economia através de efeitos de segunda ordem.

### **...mas preparado para o pior**

Tendo enfatizado que as condições macroeconômicas atuais se mostram totalmente consistentes com uma taxa básica de juros em nível expansionista, é importante chamar a atenção para o forte crescimento do risco associado a cenários extremos. **Não se esqueça que a reunião seguinte do Copom ocorrerá nos dias 30 e 31 de outubro, apenas alguns dias após o segundo turno das eleições presidenciais.**

É bastante provável que a definição do próximo presidente, e, conseqüentemente, do futuro, em termos de diretrizes e formuladores de política econômica, proporcione um ambiente de menos incerteza e tranquilize o mercado de ativos financeiros. Mas não podemos descartar a possibilidade de que a nova liderança não seja percebida como tendo vontade ou capacidade de controlar a inflação e de realizar o necessário ajuste das contas públicas.

Nesse caso, é possível que os níveis de volatilidade e a magnitude da depreciação cambial exijam da autoridade monetária uma resposta contundente. Nossa visão é de que os atuais membros do Copom não hesitarão em realizar o ajuste necessário, cumprindo com o mandato estabelecido pelo regime de metas, ainda que uma troca de comando na autoridade monetária seja sinalizada pela liderança política recém-eleita.

**Por esse motivo, acreditamos que o Copom será mais enfático em sinalizar, através do comunicado e da ata, que está pronto para fazer o que for preciso pelas condições de mercado para evitar instabilidade financeira e desancoragem das expectativas de inflação.**

**Em nossa visão, essa ação passa por uma mudança não sutil da frase que sinaliza os próximos passos da autoridade monetária como dependentes da evolução do cenário econômico, do balanço de riscos e das projeções de inflação. A gravidade do momento e o leque de possibilidade associado aos cenários eleitorais demanda uma mensagem mais poderosa.**

Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

