



ADAUTO LIMA  
Economista-Chefe da Western Asset Brasil

MARCELO GUTERMAN, CFA  
Product Specialist da Western Asset Brasil

## A desvalorização cambial e o BC: o que esperar da política monetária

### Sumário

- Considerando que a função do Banco Central é buscar a estabilidade de preços no horizonte relevante da política monetária, acreditamos que a ideia de dar um choque nos juros para evitar novas depreciações do Real erra ao considerar a estabilidade da taxa de câmbio como primordial na função de reação do BC.
- Muito mais que somente uma questão de desequilíbrio do Balanço de Pagamentos, ou uma readequação dos portfólios globais, a depreciação mais recente do Real reflete também a crescente insegurança dos investidores com o problema fiscal brasileiro.
- Apesar do período recessivo da economia brasileira ter ficado para trás, a ociosidade da economia continua muito grande. A recuperação deste hiato do produto deve demorar muito tempo, o que, em nossa avaliação, deve limitar o *pass-through*.
- Não esperamos que o BC volte a subir a taxa de juros nas próximas reuniões do COPOM, e se e quando o fizer, não o fará de forma abrupta, mas através de um processo gradualista.
- O maior fator de risco para o nosso cenário reside em uma desancoragem das expectativas e da taxa de câmbio em função do quadro eleitoral e a perspectiva de que a adequação fiscal de médio/longo prazos está ameaçada.

Seja por fatores externos, seja por elementos idiossincráticos, o Real se depreciou de forma expressiva desde o final de março, movimento que se acelerou no final de maio com a crise dos caminhoneiros. A forte depreciação cambial reacendeu a discussão (com reflexo nos preços de mercado) sobre a necessidade do Banco Central dar um choque nos juros para evitar novas depreciações do Real.

Em nossa avaliação, esta visão erra ao considerar a estabilidade da taxa de câmbio como primordial na função de reação do Banco Central. Estamos sob um regime que combina metas de inflação com câmbio flutuante, no qual a função do Banco Central é buscar a estabilidade de preços no horizonte relevante da política monetária e não defender um patamar para a taxa de câmbio. Assim, não é de se esperar que o Banco Central faça uma mudança significativa da taxa de juros com o objetivo de evitar nova depreciação do Real, reagindo apenas aos efeitos secundários da depreciação para a inflação (o chamado "*pass-through*").

A visão de que as autoridades monetárias devem reagir rápida e fortemente para defender a taxa de câmbio e não aos seus efeitos sobre a economia está relacionada ao regime de câmbio fixo, sob o qual estivemos no período 94-98, anterior ao regime de metas de inflação. Sendo assim, não esperamos que o Banco Central volte a subir a taxa básica de juros nas próximas reuniões do Copom, e se e quando o fizer, não o fará de forma abrupta e sim, usará o processo gradualista que tem caracterizado a atuação do Banco Central desde a adoção do regime de metas de inflação.

Em nossa avaliação, as decisões do Copom nos próximos meses deverão basear-se no novo patamar de equilíbrio da taxa de câmbio e em qual será o efeito líquido dessa depreciação sobre a inflação no horizonte de tempo relevante, que, entendemos, seriam os efeitos sobre o IPCA de 2019.

Assumindo que o atual patamar do câmbio prevaleça (ao redor de R\$ 3,75), esperamos que o IPCA de 2018 fique ligeiramente acima de 4%, mas ainda abaixo da meta de 4,5%, e que em 2019 a inflação continue ao redor de 4%. Neste cenário, acreditamos que o Copom inicie um ajuste gradual da Selic em 2019, mas não vemos a necessidade de um ajuste expressivo, pois acreditamos que a economia ainda apresentará ociosidade significativa dos fatores de produção.

### Como chegamos até aqui?

Uma série de fatores domésticos e internacionais estão influenciando o Real desde março.

Externamente, temos a mudança de percepção sobre a dinâmica de crescimento da economia dos EUA, com reflexos sobre a percepção da política de juros do Fed (a taxa de juros dos títulos de 2 anos do Tesouro dos EUA saiu de 1,8% a.a. no final de 2017 para 2,5% a.a. no final de abril). Mais crescimento e juros mais altos nos EUA acabaram por criar um cenário de fortalecimento do dólar americano contra a grande maioria das moedas de outros países. Não foi diferente com países emergentes. Neste período, várias moedas de países emergentes se depreciaram de forma intensa, como reflexo do menor diferencial de juros com os EUA e da readequação de portfólios em escala global. Alguns países reagiram rapidamente subindo suas taxas de juros, enquanto outros fizeram apenas pequenos ajustes, e muitos sequer alteraram suas taxas de juros.

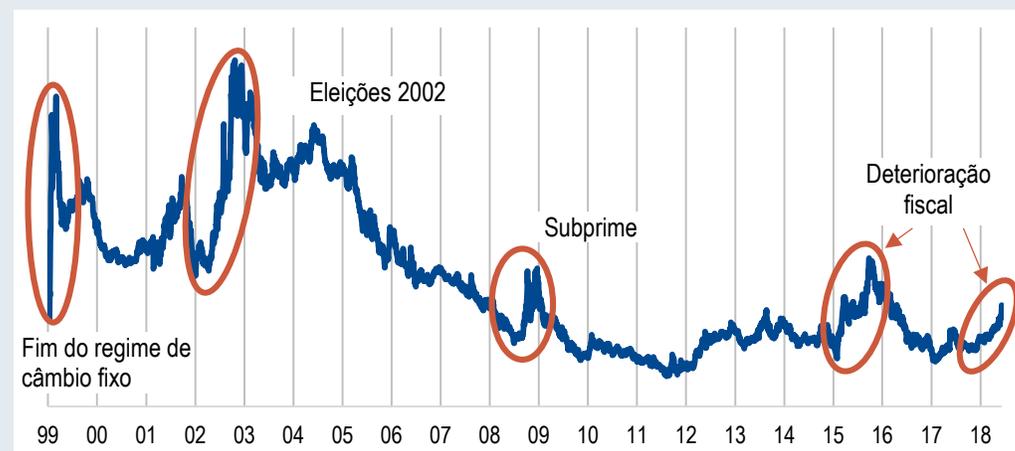
No cenário doméstico, a greve dos caminhoneiros precipitou um novo ajuste do Real, uma vez que antecipou e deixou mais incerto o cenário da eleição presidencial de outubro. Além disso, trouxe à luz a incerteza sobre a dinâmica fiscal do próximo governo. A solução dada para a greve, que incluiu aumento do subsídio ao diesel e tabelamento dos preços dos fretes, deixou os investidores preocupados com o grau de populismo que poderemos observar na campanha eleitoral, assim como aumenta a preocupação com futuras resistências a ajustes fiscais mais complexos, como a Reforma da Previdência. Ou seja, muito mais que somente uma questão de desequilíbrio no Balanço de Pagamentos ou uma readequação de portfólios globais, a depreciação mais recente do Real reflete também a crescente insegurança dos investidores com o problema fiscal brasileiro.

### O Brasil precisa de um choque de juros?

Em um regime de câmbio flutuante, a primeira resposta a uma crise, seja ela de caráter externo ou idiossincrática, se dá pela depreciação da taxa câmbio. A depreciação leva a um ajuste da Conta Corrente, ao ajustar o preço relativo dos bens transacionáveis, além de reduzir o valor dos ativos estrangeiros denominados em moeda local. Assim, a autoridade monetária não tem necessidade de potencializar os efeitos do choque sobre a economia doméstica.

Além disso, sabemos, pela teoria e por eventos passados, que a taxa de câmbio tende a sofrer um “overshooting” em relação à taxa que deve prevalecer em um novo equilíbrio (maior que o equilíbrio anterior, mas menor que o pico atingido durante o processo). Desde a adoção do regime de metas de inflação e do câmbio flutuante, passamos por alguns períodos de depreciação do Real por diferentes motivos, como podemos observar no Gráfico 1. Em todos esses episódios, houve um *overshooting* inicial da taxa cambial, para depois retornar a um novo patamar, que prevalece por um período mais longo de tempo.

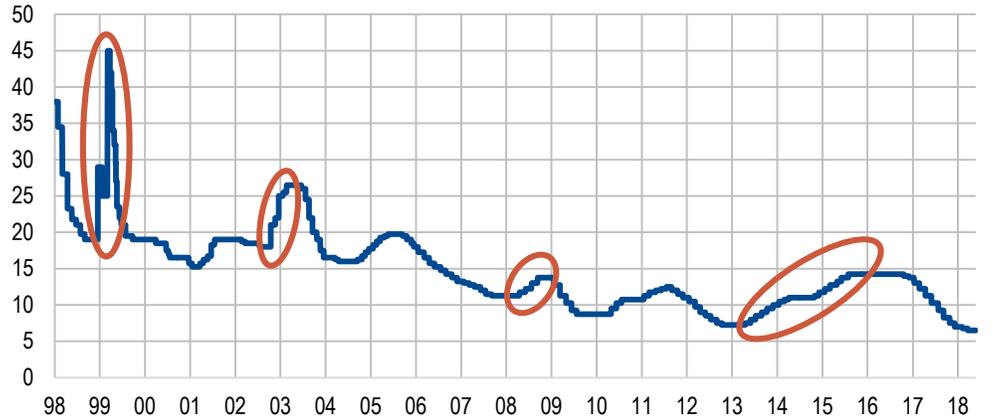
Gráfico 1: Real vs. Moedas Emergentes



Média das moedas da Turquia, Rússia, México, África do Sul, Colômbia e Índia  
Fonte: Bloomberg, Western Asset

Por isso, a autoridade monetária não deve reagir imediatamente, subindo os juros para conter a desvalorização da moeda, pois ao fazê-lo estaria tentando anular o primeiro mecanismo de defesa da economia, representado pela própria desvalorização cambial, e aumentaria os efeitos do choque negativo sobre a economia doméstica.

Gráfico 2: Choques e elevações de juros



Fonte: Banco Central

No Gráfico 2, podemos observar que, excetuando a desvalorização de 1999, quando transitamos de um regime de câmbio fixo para o atual regime de metas de inflação, o Banco Central não adotou o choque de juros como resposta à desvalorização cambial, limitando-se a adequar a política monetária aos efeitos da depreciação sobre a inflação. Mesmo em 2002, quando, diante da incerteza sobre o futuro fiscal na transição presidencial, vivemos uma depreciação do Real ainda maior que a de 1999, o Banco Central elevou a taxa Selic de forma mais gradual do que havia feito em 1999. Em outros episódios de depreciação mais acelerada do Real, como em 2008 (Crise do Subprime), 2012-2013 (tributação de fluxos e Tapering pelo Fed), ou 2015 (perda do Investment Grade e crescente insegurança com a sustentabilidade da dívida), o Copom optou por ajustes graduais da taxa básica de juros.

Esta questão de um potencial choque de juros ganhou relevância depois que Argentina e Turquia decidiram utilizar este expediente para estancar a desvalorização de suas moedas. A Argentina aumentou os juros básicos de 27% para 40% ao ano, enquanto a Turquia elevou a sua taxa básica de 8,00% para 17,75% ao ano.

Mas Argentina e Turquia enfrentam situação externa bem diversa do Brasil. No que se refere ao déficit em conta corrente, o Brasil encontra-se em situação muito mais confortável. Enquanto Argentina e Turquia enfrentam déficit em suas contas externas da ordem de 5% do PIB, o Brasil tem um déficit de apenas 0,5% do PIB. Em termos de reservas internacionais, a situação do Brasil é bem melhor se comparada com esses dois países: enquanto as reservas do País pagam cerca de 40 vezes o déficit anual em conta corrente, esta relação é de apenas 1,6 vezes para a Argentina e 1,7 vezes para a Turquia.

Além do desequilíbrio externo, ambos também apresentavam inflação elevada, muito acima da meta estabelecida. A Turquia, por exemplo, tinha meta de inflação de 5% e a inflação acumulada nos últimos 12 meses de 10,85% em abril de 2018 e com tendência de alta. Na Argentina, a situação não era diferente: a inflação estava em 26,5%, muito acima da meta estabelecida de 15% para o ano de 2018.

Portanto, um choque de juros como na Argentina ou Turquia não parece ser o caso. Mas o que dizer de uma elevação de juros para combater os efeitos secundários do choque cambial? Países como Índia e Indonésia recentemente elevaram as suas taxas básicas de juros, justamente com este objetivo. Ao contrário de Argentina e Turquia, o aumento foi comedido, 0,50% na Indonésia e 0,25% na Índia. Aumentos típicos de um início de ciclo de aperto monetário, não um choque de juros para atrair capitais. Será que o Banco Central do Brasil precisará fazer o mesmo movimento?

### O Brasil precisa de um novo ciclo de aperto monetário?

O problema na Índia e na Indonésia é a conjunção de uma economia aquecida com uma inflação com pouca margem de manobra, o que dificulta a absorção de choques externos. No Gráfico 3, podemos comparar a situação do Brasil com a desses dois países. Podemos observar como a inflação do País está distante do limite superior (mais de 2 pontos percentuais), contra 1,5 ponto no caso da Índia e um ponto percentual no caso da Indonésia.

**Gráfico 3: Inflação e Meta de Inflação**



Fonte: Bloomberg, Bancos Centrais

Assim, o Banco Central tem mais margem de manobra do que Índia e Indonésia. Portanto, é muito cedo para afirmar que o Brasil necessariamente seguirá os passos desses dois países, e também iniciará um ciclo de aperto monetário.

Por outro lado, vale a pena investigar qual seria o nível de câmbio que empurraria o Banco Central nessa direção. Para tanto, precisamos estimar o *pass-through* do câmbio, ou seja, quanto da desvalorização da moeda é transmitida para o índice geral de preços ao consumidor.

### Estimando o *pass-through* cambial

Há uma extensa literatura sobre o impacto cambial na inflação que nos auxilia na mensuração da magnitude e do horizonte de materialização deste repasse, para, assim, assumirmos possíveis respostas da política monetária (veja box).

#### Estudos sobre o *pass-through* cambial

Em Goldfajn e Werlang (2000)<sup>1</sup>, os autores fazem um modelo em painel com 71 países entre 1980 e 1998 e encontram indícios de que o hiato do produto, o tamanho da desvalorização da taxa de câmbio, a inflação corrente e o grau de abertura da economia são importantes elementos para determinar a intensidade do *pass-through*. Em um estudo recente, Marodin e Portugal (2018)<sup>2</sup> analisam os impactos da depreciação cambial no IPCA no período de 2000 a 2015. Os autores encontram evidências de existência de dois regimes distintos para o repasse cambial e para a variância dos choques sobre a inflação. Sob um regime “normal” da economia, o *pass-through* de longo prazo para o IPCA é muito próximo a zero. Já em um regime de “crise”,

1 Goldfajn, Ilan; Werlang, Sergio R. da C. The *pass-through* from depreciation to inflation: a panel study. Banco Central do Brasil Working Paper, n. 5, 2000.

2 Marodin, Fabrizio Almeida e Portugal, Marcelo Savino. Exchange Rate *Pass-Through* in Brazil: a Markov switching estimation for the inflation targeting period (2000-2015). Banco Central do Brasil Working Paper, n. 473, 2018.

esse repasse pode chegar a até 10%.

Em um Box recente no Relatório de Inflação de Março de 2018 (“Condicionamentos internamente consistentes para câmbio, incerteza econômica e risco-país”), o Banco Central avalia a interação entre as variáveis e como isto pode influenciar o *pass-through* para a inflação ao consumidor. Se, por um lado, a depreciação cambial costuma gerar pressões inflacionárias, por outro, o aumento da incerteza econômica afeta decisões de investimento e consumo e, conseqüentemente, a atividade econômica, o que por sua vez age como canal desinflacionário. O estudo mostra a diferença no curto e longo prazo do *pass-through* quando temos apenas um movimento da taxa de câmbio, sem que esta afete o prêmio de risco-país e a incerteza na economia, e quando a depreciação leva a uma deterioração destes elementos. O estudo conclui que o *pass-through* é rápido em ambos os cenários, com os efeitos sobre a inflação atingindo valores próximos do máximo já no trimestre seguinte à depreciação. O máximo se dá três trimestres após a depreciação, e fica próximo a 9% nos dois cenários. Após o terceiro trimestre, o efeito acumulado sobre a inflação entra em declínio. Um segundo aspecto é que o efeito inflacionário do choque cambial é mitigado, em parte, pelos impactos negativos sobre a atividade no cenário em que se observa o aumento do risco. Mas, como o próprio estudo diz, o impacto inflacionário do câmbio é maior do que os efeitos desinflacionários neste cenário de risco (após um ano, os preços sofrem um repasse de 9% da depreciação, enquanto que após o segundo ano, o aumento do risco leva uma redução de 1% na inflação). Por fim, o estudo aponta que os impactos do câmbio se manifestam rapidamente sobre a inflação, enquanto que os efeitos da incerteza e do prêmio de risco-país operam com maior defasagem.

Elementos como o hiato existente na economia quando do choque cambial e a ancoragem das expectativas de inflação afetam o *pass-through*. Em momentos do ciclo econômico em que há baixa utilização dos fatores, o repasse cambial é menor do que em períodos de pleno emprego, o mesmo acontecendo em economias com expectativas de inflação bem ancoradas.

É o que podemos observar hoje na economia brasileira, que enfrenta uma elevada ociosidade dos fatores, tanto da mão-de-obra quanto da utilização da capacidade instalada. Isto fica evidente quando observamos a tendência recente do IPCA. A inflação dos serviços recuou de forma significativa em 2017 e esta tendência permanece no primeiro semestre de 2018 (nossos dados dessazonalizados apontam para uma inflação de serviços entre 2,0% e 2,5% em termos anualizados). O mesmo se verifica com o grupo Produtos Industriais, que registra inflação acumulada de 1,3% nos últimos 12 meses e em termos dessazonalizados apresenta inflação inferior a 1,0% a.a.

Considerando estes elementos, vamos procurar fazer um “*educated guess*” para o *pass-through*, observando o histórico dos ciclos de desvalorização cambial nos últimos 20 anos, conforme podemos observar no Gráfico 4..

Gráfico 4: Câmbio R\$ / US\$ (média 21 dias úteis)



Fonte: BDS

Na Tabela 1, colocamos os valores referentes a cada um desses ciclos.

	1º ciclo	2º ciclo	3º ciclo	4º ciclo	5º ciclo		6º ciclo
					1ª parte	2ª parte	
Data inicial	jan-99	fev-01	abr-02	ago-08	set-14	jul-15	fev-18
Data final	mar-99	nov-01	out-02	jan-09	jun-15	fev-16	jun-18
Período (meses)	2,8	8,5	6,0	4,8	8,9	7,1	3,8
Δ dólar	64%	34%	66%	47%	36%	28%	18%
Δ Inflação 12m	7,29 pp	1,71 pp	9,26 pp	-0,33 pp	3,96 pp	-0,17 pp	1,10 pp
Passthrough	11%	5%	14%	-1%	11%	-1%	6%

*Em amarelo, uma simulação*

Nesta tabela, apresentamos as datas inicial e final de cada ciclo, a variação do dólar neste período e a variação da inflação de 12 meses, medida pelo IPCA, em pontos percentuais, entre a data do início da desvalorização da moeda e a máxima inflação atingida, o que ocorre normalmente entre 6 a 9 meses após o fim do ciclo de desvalorização. O *pass-through* é calculado pela divisão entre a variação da inflação e a variação cambial.

O 5º ciclo foi dividido em duas partes, em função do comportamento da inflação: a primeira mostra um impacto significativo da desvalorização cambial na inflação, enquanto o impacto na segunda parte não é significativo.

Podemos observar dois padrões de comportamento: no 1º, 2º, 3º e 1ª parte do 5º ciclo, houve um *pass-through* que variou de 5% a 14%. Já no 4º ciclo e na 2ª parte do 5º ciclo, não houve impacto. A característica desses dois últimos ciclos foi a recessão: tanto em 2009 quanto em 2015/2016 tivemos desaceleração expressiva da atividade econômica, o que deve ter limitado o *pass-through*. E o que esperar neste novo ciclo de desvalorização cambial?

Apesar do período recessivo já ter ficado para trás, a ociosidade da economia continua muito grande. A recuperação deste hiato deve demorar ainda muito tempo, o que, em nossa avaliação, deve limitar o *pass-through*. Apesar disso, para sermos conservadores, trabalhamos, como hipótese, com um *pass-through* de 6%, aproximadamente o mesmo nível do 2º ciclo. Com esse *pass-through* e uma desvalorização de 18% (com

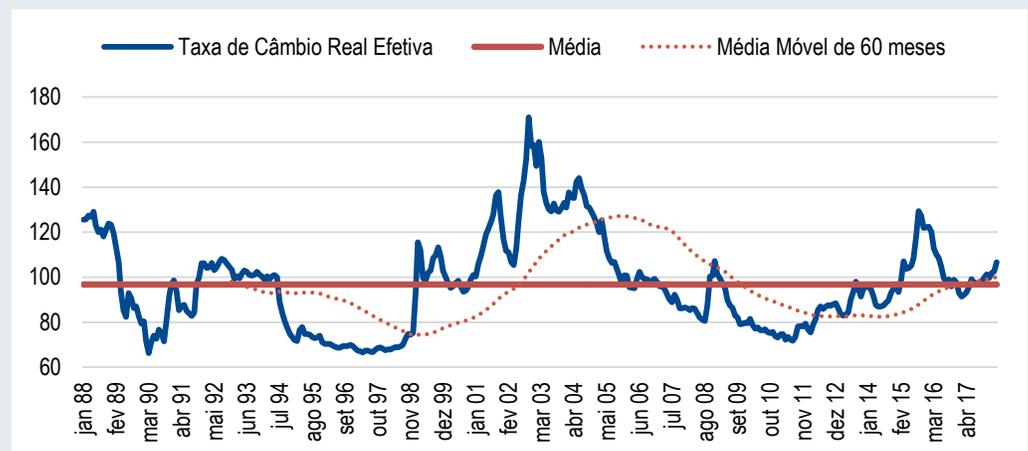
o dólar a R\$ 3,80), o impacto no IPCA seria de aproximadamente 1,1 ponto percentual. Considerando que o IPCA estava em 2,9% no início do ciclo de desvalorização, isto significaria um IPCA de aproximadamente 4% para 2018, ainda bastante abaixo do centro da meta, de 4,5%.

### O que poderia levar a desvalorizações adicionais do câmbio?

Prever movimentos cambiais é um desafio para economistas, especialmente mudanças no curto prazo. Assim, é complicado afirmarmos se o atual patamar de R\$/US\$ 3,75 já representa um patamar de equilíbrio da taxa de câmbio ou se podemos ter depreciações adicionais.

Entretanto, podemos usar alguns fundamentos para analisarmos a taxa de câmbio. Primeiramente, usando o tradicional modelo de Paridade do Poder de Compra (PPC) – Gráfico 5, vemos que o Real está depreciado em termos reais em mais de 6% (até abril) quando consideramos a média histórica (1988-2018). Na desvalorização de 1999, nesta mesma métrica, o Real estava apreciado em 14% no período que antecedeu a desvalorização, aproximadamente 10% em 2008, perto de 15% em 2012 e ao redor de 6% em 2013. Por outro lado, em 2002 e 2015, o Real estava depreciado em termos reais, ou seja, outros fatores determinaram a depreciação e não a PPC (voltaremos posteriormente a estes períodos).

**Gráfico 5: Taxa de câmbio efetiva real (jun/94 = 100)**



Fonte: Banco Central

Um segundo fundamento é o déficit na Conta Corrente do país quando das depreciações cambiais, lembrando que déficits em Conta Corrente precisam ser financiados pela Conta de Capital do Balanço de Pagamentos. Em um regime de câmbio fixo, este financiamento poderia vir de fluxos de capitais autônomos atraídos pelo aumento da taxa de juros doméstica. No entanto, em um regime de câmbio flutuante, a simples depreciação real da taxa de câmbio pode levar a este ajuste.

Quando observamos o saldo em Conta Corrente atual (Gráfico 6), vemos que temos um déficit insignificante (aproximadamente 0,5% do PIB), muito abaixo dos registrados quando de depreciações anteriores (entre 3 e 5% do PIB). Ou seja, uma pequena depreciação real já seria suficiente para termos uma Conta Corrente próxima ao equilíbrio.

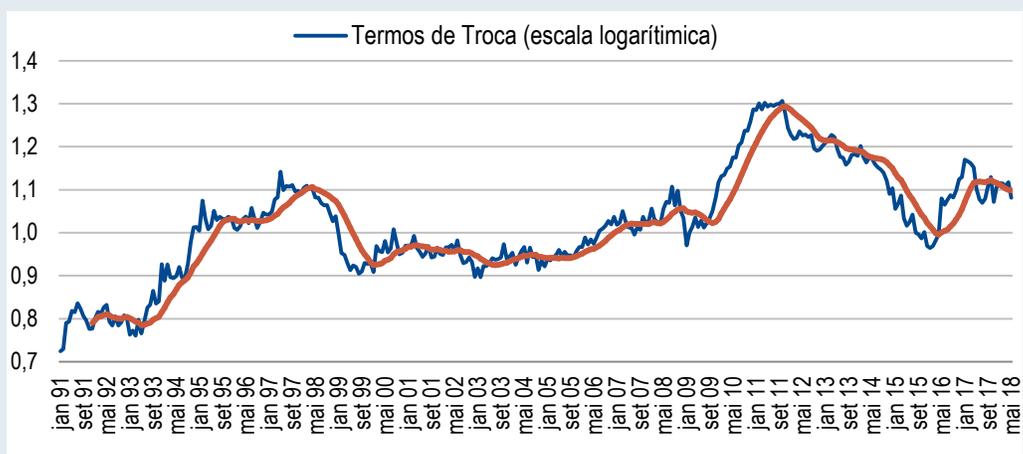
Gráfico 6: Conta Corrente



Fonte: Banco Central

Um outro elemento importante a determinar a taxa de câmbio são os Termos de Troca (Gráfico 7), uma vez que choques que alterem fortemente a relação entre os preços de exportação e os preços de importação levam a um reequilíbrio da taxa de câmbio real no médio prazo. Ao contrário de períodos passados (2008 e 2013-15), quando tivemos uma forte queda dos Termos de Troca, hoje esta relação permanece estável há alguns meses, em um patamar favorável ao Brasil.

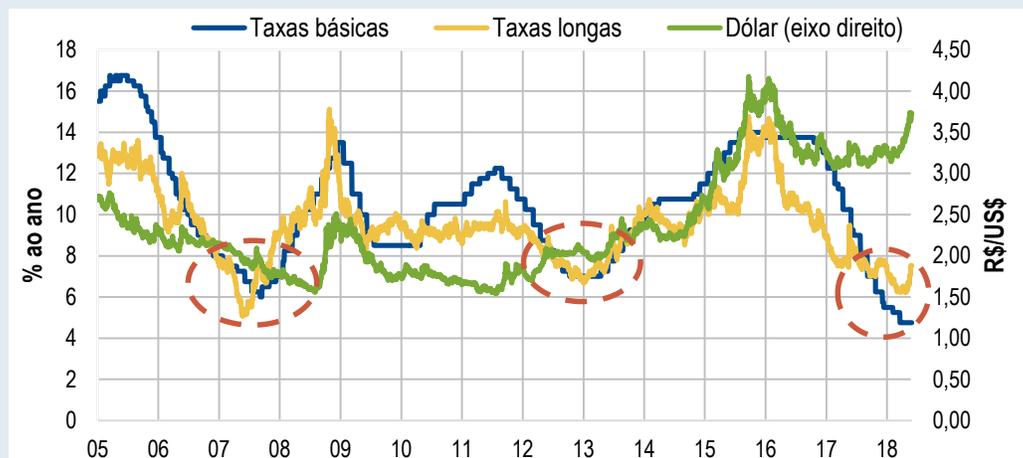
Gráfico 7: Termos de Troca



Fonte: FUNCEX

O diferencial de taxas de juros entre Brasil e EUA é outro fundamento que pode explicar a taxa de câmbio. No Gráfico 8, podemos observar que, de fato, o diferencial entre as taxas básicas de juros (Selic e Fed Funds) está em seu ponto histórico mais baixo (4,5%). O recorde anterior havia sido de 6,0% durante um breve período de duas semanas em setembro de 2007. Por outro lado, quando observamos as taxas mais longas (Brasil 5 anos e EUA 10 anos), este diferencial, que hoje está em 7,5%, já foi mais baixo. Por exemplo, entre maio e outubro de 2007, este mesmo diferencial ficou abaixo de 7%. Também no final de 2012 este diferencial ficou por um breve período abaixo de 7%. De qualquer modo, o diferencial atual de taxas está próximo das mínimas históricas.

Gráfico 8: Diferencial das taxas de juros Brasil - EUA



Fonte: Bloomberg

No entanto, nos dois períodos anteriores em que este diferencial esteve baixo o câmbio apresentou comportamento benigno: em 2007 o Real continuou a se valorizar, enquanto em 2012 o câmbio permaneceu relativamente estável. Assim, apesar do diferencial de taxas ser um dos fatores que potencialmente explicam o câmbio, está longe de representar o fator decisivo.

Se nenhum dos fundamentos anteriores justificam uma depreciação adicional do câmbio, uma possível escalada do risco fiscal pode sim significar novas desvalorizações da moeda.

### O rombo fiscal e as eleições

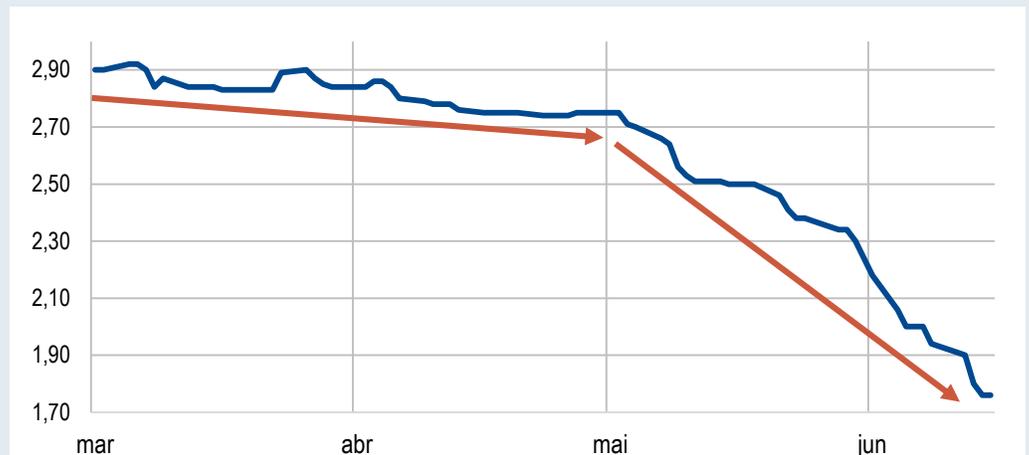
Vivemos quadro semelhante em 2002 e 2015, quando a percepção dos agentes sobre a dinâmica perversa e insustentável da dívida pública, mesmo que fortemente denominada na moeda doméstica, provocou uma realocação de portfólios na direção de ativos em moeda estrangeira. Aqueles processos de depreciação cambial ocorreram concomitantemente à desancoragem das expectativas inflacionárias.

Em ambientes como estes, a melhor resposta (e, provavelmente, a única que leva a uma saída virtuosa da crise) é a adequação da política fiscal, através de uma sinalização clara e crível de mudança nos parâmetros de déficits primários de curto, médio e longo prazos. A política monetária, nessas situações, atua no sentido contrário ao esperado, pois apertos monetários só pioram a percepção do quadro fiscal, impactando novamente a moeda e criando um ciclo vicioso no qual mais juros levam a novas depreciações da moeda local e ao aumento da expectativa de inflação. É o chamado quadro de dominância fiscal.

### Elementos mitigantes do *pass-through*

Conforme podemos observar no Gráfico 9, as expectativas para o PIB de 2018 já vinham declinando desde março, em função de dados decepcionantes de atividade ao longo do 1º trimestre.

Gráfico 9: Expectativa para o PIB 2018



Fonte: Banco Central

A partir de maio, três choques aceleraram a queda das expectativas do crescimento do PIB: a desvalorização do Real, a subida das taxas de juros de longo prazo e a eclosão da greve dos caminhoneiros. Com um crescimento abaixo dos 3% ao ano, o hiato do produto somente se fechará se o crescimento potencial do PIB cair. Sendo assim, deveremos conviver ainda por muito tempo com uma ociosidade na economia bastante grande, o que deve inibir o repasse da desvalorização cambial.

Além do elevado hiato, um segundo elemento importante é o patamar inicial da inflação. Enquanto em depreciações anteriores o IPCA encontrava-se, na melhor das hipóteses, próximo à meta (na maioria das vezes estava mais próximo ao teto), hoje o IPCA está abaixo do piso da banda de inflação (3%) há um longo período de tempo. Os dados preliminares de junho apontam para um IPCA acima de 1% devido aos efeitos da greve dos caminhoneiros, o que deve elevar o IPCA para algo próximo a 4% no acumulado dos últimos 12 meses, ainda assim abaixo da meta de 2018 de 4,5%. Assim, os efeitos do *pass-through* elevariam a inflação nos próximos meses, mas esta tenderia a permanecer abaixo da meta estabelecida para este ano, dada uma desvalorização próxima à observada até agora.

A ancoragem das expectativas também joga um papel importante no repasse cambial. Se, em choques passados, estas se moveram para cima forte e rapidamente, muitas vezes para o teto da meta, hoje vemos um movimento gradual e estas permanecem abaixo da meta no horizonte relevante da política monetária.

Por fim, assumindo que o Real não entre num novo espiral de depreciação, o que ao nosso ver estaria mais associado à uma forte deterioração com o quadro fiscal para os próximos anos (eleições) do que a novos choques vindos da economia global, a depreciação teria maior parte do seu impacto na inflação de 2018, com efeitos residuais em 2019.

### Conclusão

Diante do exposto, esperamos que o Banco Central não atue de forma tempestiva e agressiva à recente depreciação do Real. Não é função do Banco Central controlar a taxa de câmbio, e sim atuar quando o mercado se torna disfuncional (através, por exemplo, de operações de swap cambial e linhas de câmbio). A política monetária deve focar na convergência da inflação à meta no horizonte relevante de tempo. No caso atual, o Banco Central já mira primordialmente no IPCA de 2019. Em um quadro de expectativas ancoradas e em que o câmbio se estabilize próximo ao patamar atual, esperamos que o Banco Central espere por mais

informações sobre os efeitos dos choques que a economia brasileira sofreu nos últimos meses (depreciação cambial, greve dos caminhoneiros e piora da confiança) para então definir os próximos passos da política monetária. Mesmo que o Copom opte por ajustar a Selic por conta dos efeitos secundários do câmbio sobre a inflação, acreditamos em um ajuste gradual e contido, uma vez que o hiato do produto e o controle das expectativas limitam este repasse.

Como dito anteriormente, o maior risco para este nosso cenário reside em uma desancoragem das expectativas e da taxa de câmbio em função do quadro eleitoral e a perspectiva de que a adequação fiscal de médio/longo prazos está ameaçada. Neste caso, nos movemos para um cenário de múltiplos equilíbrios e a resposta da política monetária passa a ser incerta. Acontece que, mesmo se esse cenário de dominância fiscal vier a se materializar, o que ainda não é líquido e certo, ainda assim um choque de juros não se mostra a resposta adequada aos desafios que o país enfrenta.

### As posições da Western Asset no mercado de taxas de juros

A partir de março, quando começou a ficar clara a desaceleração da recuperação do PIB, a Western Asset aumentou o seu posicionamento na parte mais curta da curva de juros, mais especificamente no vencimento Jan/2020. Este vencimento reflete a política monetária a ser adotada nos anos de 2018 e 2019, que é justamente o horizonte relevante para o Banco Central.

Depois do Copom de março, em que o BC não só cortou a Selic como sinalizou novo corte na reunião seguinte, o nosso posicionamento se mostrou correto. No entanto, depois do início do ciclo de desvalorização do Real, este cenário começou a ser desafiado. Como explicamos ao longo deste artigo, acreditamos que os fundamentos que nos levaram a tomar esta posição permanecem, em grande parte, os mesmos: apesar do câmbio no nível atual (R\$/US\$ 3,75), o BC terá espaço para manter a Selic nos atuais patamares por um tempo ainda razoavelmente longo, pelo menos até o final do ano ou mesmo até o 1º trimestre de 2019. Esta convicção ampara-se nos seguintes fatores:

- 1) O Fed não deve acelerar o ritmo de normalização da política monetária, uma vez que a inflação deve continuar ao redor da meta de longo prazo;
- 2) O grau de ociosidade da economia ainda é muito grande;
- 3) O ritmo de retomada do crescimento do PIB vem diminuindo e vai diminuir ainda mais, dados os três choques que atingiram a economia: desvalorização cambial, aumento dos juros de longo prazo e choque de confiança após a paralisação dos caminhoneiros;
- 4) O Brasil está em posição de não precisar de um choque de juros para atrair capitais que equilibrem as contas externas.

O único fator que nos parece mais incerto são as eleições, que podem afetar negativamente o risco-país durante a campanha eleitoral. Este é um risco que deve ser monitorado.

*A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br) – Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com). Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, conj. 152 - São Paulo – SP - 04543-011.*

*As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material de divulgação, constituem julgamento dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. A Western Asset acredita que as informações apresentadas neste material de divulgação são confiáveis, mas não garante sua exatidão. Este material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.*

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2018. Este material é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada

Ouvidoria Western Asset: 1) telefone (11) 3478-5088, de segunda a sexta, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website: [www.westernasset.com.br](http://www.westernasset.com.br); 3) e-mail [ouvidoria@westernasset.com](mailto:ouvidoria@westernasset.com); ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, nº 1.455, 15º andar, conj. 152, São Paulo – SP, CEP 04543-011.