



## *This time is different!* Será?

Por Gestão Verde AM

Não resta dúvida que “*this time is different*” é uma das frases mais perigosas na gestão de portfólio. Por outro lado, assumir que tudo permanece igual, sempre, pode ser igualmente arriscado.

Nosso papel é buscar sempre uma visão correta da realidade, sem dogmas, e estar preparados para aceitar um cenário diferente daquele ao qual estamos acostumados.

O comportamento atual da taxa de juros no Brasil merece uma análise mais detalhada.

Durante boa parte das últimas décadas, os juros no Brasil apresentaram um comportamento tipicamente “pró-cíclico” no que diz respeito a choques externos. Uma perturbação internacional gerava uma depreciação da taxa de câmbio, queda da bolsa e aumento do nível dos juros.

Os mecanismos de transmissão eram muitos, mas incluíam entre outros:

1. o repasse do choque cambial para preços domésticos, sintoma potencializado por uma economia altamente indexada;
2. a necessidade do BC de conter os efeitos da depreciação sobre nosso passivo externo líquido.

O impacto de tais choques sobre a política monetária era amplificado pela política fiscal. Nosso processo histórico de rigidez orçamentária e incapacidade de conter gastos públicos fazia com que a política monetária fosse, normalmente, a única variável de ajuste.



O entendimento desse mecanismo, por parte do mercado, fazia com que choques externos fossem prontamente sentidos na curva de juros domésticas, usualmente de uma forma pró-cíclica.

Em um ambiente de fragilidade fiscal, onde a trajetória da relação dívida/PIB parecia explosiva em vários momentos, tal reação era plenamente justificada. Fazia total sentido demandar prêmios de risco mais altos, dadas as implicações de um choque. Daí também vem a sensação de que quando a taxa de câmbio se desvaloriza, há uma resultante negativa sobre a atividade e a performance dos ativos.

A questão que queremos levantar é se deveríamos observar comportamento semelhante daqui para frente. Existem, claramente, elementos que apontam na direção contrária. Vamos começar com uma breve discussão histórica da relação entre choques externos e juros no Brasil. Antes, no entanto, vamos apenas caracterizar o que deveria ser a função de reação do Banco Central. Dado o sistema de metas para a inflação, toda vez que as projeções de inflação se desviam da meta, o BC se vê na necessidade de ajustar a política monetária para fazer com que a inflação retorne ao seu objetivo. É, portanto, do desvio da inflação em relação à meta que partimos.

**Gráfico 1: Taxa Selic e Desvio das Expectativas de Inflação em relação à Meta 12 Meses à Frente**



Fonte: BCB, IBGE, Verde AM

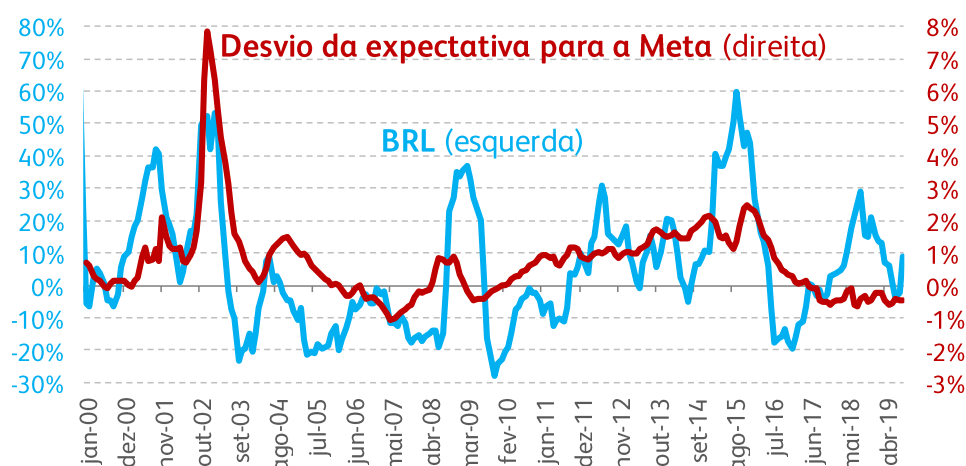
O Gráfico 1 (acima) mostra, no eixo da direita, o desvio das expectativas de inflação em relação à meta 12 meses à frente. Pela maneira como é desenhado o sistema de metas para a inflação, quando a linha vermelha sobe acima de zero, isto é, as expectativas de inflação começam a desviar da meta, o Banco Central deve subir a taxa de juros para fazer a inflação voltar a convergir.



A linha verde mostra que é exatamente isso que ocorreu no Brasil. A taxa de juros sobe sempre que as expectativas de inflação sobem, e a taxa de juros cai sempre que as expectativas de inflação caem, em direção à meta. Há, entretanto, um episódio muito diferente retratado no gráfico, que é o experimento monetário iniciado em 2011, quando, dentro do contexto da “Nova Matriz Econômica”, o BC cortou juros de maneira significativa mesmo quando as projeções de inflação vinham se desviando de maneira sistemática das metas. Naturalmente, o experimento não deu certo e, em 2013, teve de ser abortado.

A sistemática do regime é basicamente a descrita acima. Resta, portanto, estabelecer o vínculo histórico entre a taxa de câmbio e o desvio da inflação para a meta. Se a tese de que “*this time is different*” estiver correta, a contribuição da taxa de câmbio para desvios da inflação em relação à meta deve ter mudado ao longo do tempo.

**Gráfico 2: Variação cambial interanual (%) e Desvio das Expectativas de Inflação em relação à Meta 12 Meses à Frente**



Fonte: BCB, IBGE, Verde AM

O Gráfico 2 (acima) mostra a relação entre os desvios da inflação para a meta (mesma linha vermelha do gráfico anterior, no eixo direito) e a desvalorização do câmbio em 12 meses. E o que se vê, geralmente, é que os grandes movimentos de desvalorização cambial do passado foram componentes importantes para o desvio da inflação para a meta, e isso se verifica ao longo de praticamente todo o histórico. Entretanto, ao longo de 2017 em diante, temos uma mudança muito expressiva de relação entre as variáveis.

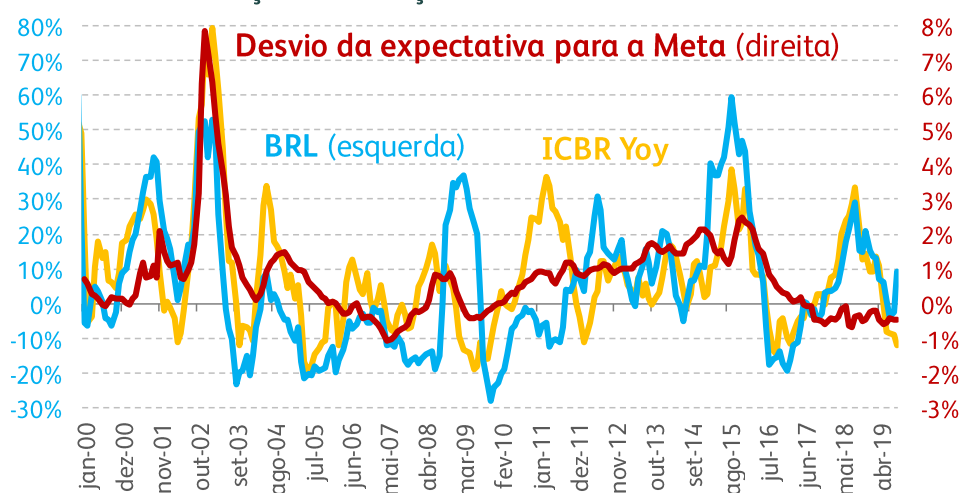
Antes, no entanto, de explorar esta mudança de relação, é necessário fazer um esclarecimento em relação ao câmbio. A rigor, não é apenas o câmbio que influencia a inflação, mas sim o efeito da “inflação externa” sobre os



preços domésticos, ou seja, há que se levar em consideração uma cesta de bens e *commodities* (cujo preço usualmente é em US\$) cotados em R\$.

O Gráfico 3 (abaixo) é a reprodução exata do Gráfico 2, apenas incluindo no eixo da esquerda a variação interanual dos preços de *commodities* (a cesta computada pelo Banco Central de *commodities*, IC-BR), já em moeda nacional – isto é, a variação da cesta incorpora tanto os preços das *commodities* em US\$ quanto a variação da cotação do Real em relação ao Dólar.

**Gráfico 3: Variação cambial interanual (%), variação de preços de *commodities* em Reais (%) e Desvio das Expectativas de Inflação em relação à Meta 12 Meses à Frente**

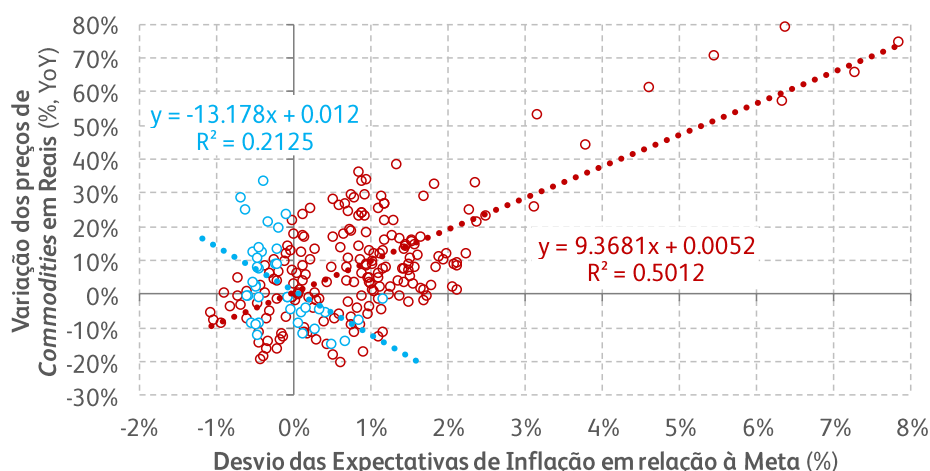


Fonte: BCB, IBGE, Verde AM

O que se vê no Gráfico 3 é que a linha amarela (IC-BR) conta basicamente a mesma história da linha azul, mas com um “*fit*” melhor em relação ao desvio das expectativas de inflação em relação à meta. Ou seja, os preços de *commodities* em Reais explicam melhor a pressão sobre a inflação no Brasil do que apenas a variação cambial.



**Gráfico 4: Correlação entre a Variação de preços de *commodities* em Reais (%) e Desvio das Expectativas de Inflação em relação à Meta 12 Meses à Frente**



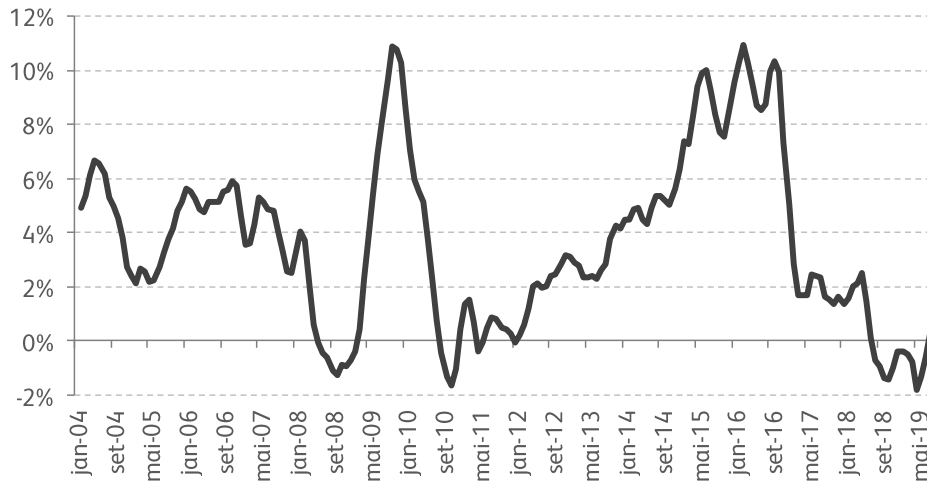
Fonte: BCB, IBGE, Verde AM

Fazendo uma análise de correlação simples, e dividindo a amostra em 2, temos o resultado observado no gráfico acima. Do começo da série histórica no gráfico (janeiro de 2000) até junho de 2016, a correlação entre a variação de preços de *commodities* em reais e o desvio das expectativas de inflação em relação era positivo em 0,71. Já no período de julho/2016 até hoje, a correlação é negativa, -0,46. Evidentemente, há muito mais aqui do que apenas o efeito das *commodities* em Reais. Houve uma mudança dramática de credibilidade no regime de política monetária na Gestão Ilan Goldfajn, a partir do Governo Temer. As expectativas de inflação passaram a ficar muito mais ancoradas na meta, que, aliás, passou a cair ano após ano, em trajetória de convergência para o padrão internacional. Não apenas, mas houve em particular uma mudança importante de postura da política fiscal, parafiscal, e o começo de uma agenda de reformas estruturantes, como a Emenda Constitucional do Teto de Gastos, a criação da TLP, a Reforma Trabalhista, e várias outras. O período curto do Governo Temer foi dos mais reformistas da história recente do País.

A este respeito, aliás, cumpre ressaltar o papel crucial da mudança da política fiscal para esta inversão de correlação. É sabido que o gasto público no Brasil teve historicamente um crescimento muito elevado em virtude do aumento das despesas obrigatórias como Previdência, Pessoal e Assistência Social. O gráfico 5 (abaixo) mostra justamente o crescimento do gasto público obrigatório em termos reais acima do crescimento real do PIB (medido pelo IBC-BR). De 2004 a 2016, o crescimento do gasto público foi 4,2 p.p. maior do que o crescimento do PIB, ao ano.



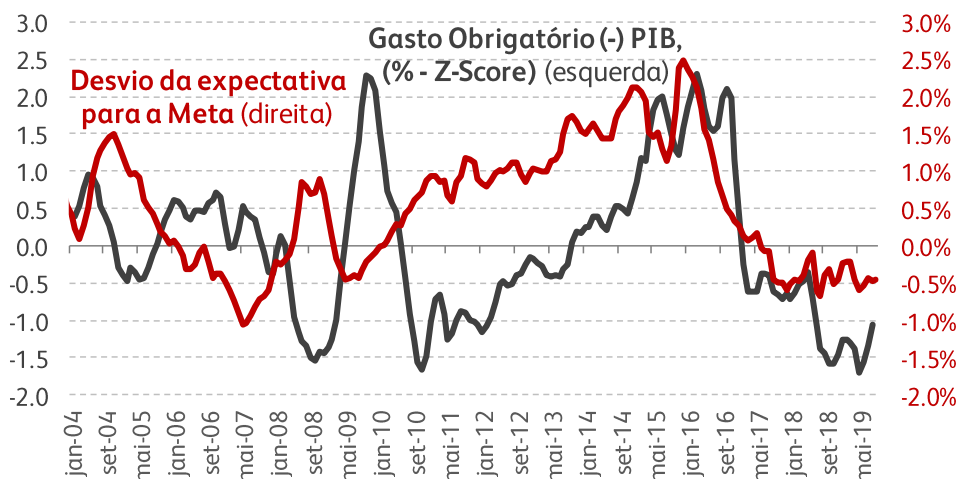
**Gráfico 5: Crescimento do gasto público federal obrigatório acima do crescimento do PIB (% , 12 meses)**



Fonte: STN, IBGE, Verde AM

Já o Gráfico 6 (abaixo) traz o desvio da inflação para a meta e essa variação do gasto público acima do crescimento do PIB, normalizada (Z-Score). Quando a linha preta está em zero significa que, naquele instante, o gasto público está crescendo exatamente na média do período (ou seja, algo perto de 4% acima do crescimento do PIB ao ano), e quanto mais alta está a linha, mais acelerado do que a média histórica está o gasto (medido em desvio-padrão). Historicamente, o crescimento do gasto público sempre funcionou como um atrator da inflação: quanto mais forte o gasto, mais alta a inflação. Isso exacerba o problema do repasse cambial na medida em que cria um “piso” alto para a inflação. No passado, fazia com que a taxa de juros só pudesse cair quando o câmbio se valorizava e que tinha de subir sempre que o câmbio desvalorizava.

**Gráfico 6: Crescimento do gasto público federal obrigatório acima do crescimento do PIB (% , 12 meses) e Desvio das Expectativas de Inflação em relação à Meta 12 Meses à Frente**



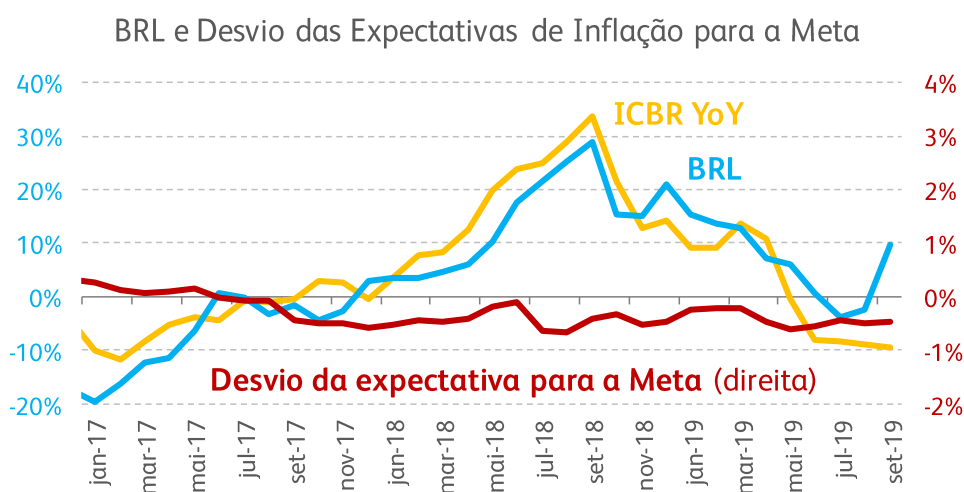
Fonte: STN, IBGE, Verde AM



Não é, portanto, de se estranhar que a mudança muito relevante da postura da política fiscal (e parafiscal) a partir do *impeachment* tenha inaugurado uma nova realidade inflacionária no país, e com ela, a possibilidade de termos taxas de juros muito mais baixas do que o histórico. O “teto de gastos” impõe uma restrição fiscal permanente, possibilitando desta forma a manutenção de taxas de juros muito baixas por um período prolongado.

O conjunto da obra: mudança de patamar na credibilidade do regime monetário, fiscal e parafiscal, bem como a restrição do crescimento de gastos possibilitado pelo “Teto” e pela Previdência – e que deverá ser complementado com uma Reforma Administrativa –, criou uma nova realidade no fundamento para a inflação no País. Evidentemente, vale ressaltar o efeito da recessão provocada pela má gestão de política econômica de governos anteriores. Para encerrar o ponto, é bom notar que mesmo com uma economia em recessão profunda, em 2015 e 2016, a inflação permaneceu elevada. Apenas quando os demais fatores mudaram é que o potencial desinflacionário do hiato se fez sentir sobre os preços.

**Gráfico 7: Variação cambial interanual (%), variação de preços de commodities em Reais (%) e Desvio das Expectativas de Inflação em relação à Meta 12 Meses à Frente, Período Recente**



Fonte: BCB, IBGE, Verde AM

Retomando: houve evolução notável nos fundamentos da inflação no Brasil, e não é à toa que a inflação tem sido muito baixa, com núcleos muito baixos. Tomando apenas o período mais recente da relação entre câmbio, *commodities* e inflação, como no Gráfico 7 (acima), temos o seguinte: as expectativas de inflação não se elevaram em relação à meta de 2017 em diante, mesmo diante de várias adversidades (câmbio e *commodities* em reais com variações muito significativas ao longo de 2018, greve de caminhoneiros, volatilidade eleitoral), e à despeito da queda das metas de inflação.



Ainda, se tomarmos apenas a variação cambial interanual em setembro/2019, perto de 10% YoY, poder-se-ia concluir que alguma pressão inflacionária estivesse prestes a ocorrer. Todo o ponto do texto é mostrar que esta relação hoje não é tão mecânica quanto no passado. Ademais, quando se toma os preços de *commodities* em Reais, temos o resultado oposto: na margem, a despeito do câmbio mais depreciado, os preços de *commodities* estão em queda em relação ao mesmo mês do ano passado, o que apenas reforçaria a capacidade de se fazer a política contra-cíclica atual. O conjunto da obra se traduz num repasse cambial mais baixo do que o histórico.

Para esclarecer: **não** estamos fazendo aqui a hipótese de que não haja sensibilidade da taxa de juros local a choques externos. Existe um nível de choque externo grande o suficiente que contamine a política monetária doméstica. Tampouco estamos defendendo a ideia de que tal estabilidade exista a despeito do arcabouço institucional vigente, muito pelo contrário. Ela é completamente condicionada à manutenção de uma pseudo-normalidade política, da perspectiva de uma política fiscal sensata e de um banco central independente para exercer seu mandato.

Nosso ponto aqui, por ora, é restrito à observação de que enquanto tivermos um hiato de produto largo, credibilidade do Banco Central e perspectiva de estabilidade fiscal, os impactos de choques sobre os ativos domésticos serão muito mais sentidos no câmbio e na renda variável do que nas taxas de juros curtas.

Em outras palavras, em virtude dos avanços descritos acima, hoje há muito mais espaço de política monetária contra-cíclica do que no passado, mesmo a despeito de choques externos. Na medida em que a taxa de juros cai, é razoável esperar que a própria taxa de câmbio se mantenha mais desvalorizada, mas isso não deveria vir carregado de um sentimento negativo sobre a evolução da economia, dado que a associação automática de desvalorização cambial e problemas domésticos deixou de prevalecer. Sob este aspecto, o Brasil está se tornando um país mais normal. É prudente levar isso em conta no processo de construção de portfólio.