

Na semana passada, usamos o Opinião para falar da febre suína, especulando sobre os seus possíveis impactos inflacionários e utilizando esse assunto como gancho para a reunião do COPOM dessa semana. Apesar de não ter tido nenhuma menção a esse assunto, como chegamos a conjecturar, o Comunicado pós-reunião pode ser utilizado para reforçar a nossa percepção de que os juros deverão ficar estáveis por um bom período. Para desenvolver esse tema, vamos usar o documento do BCB como base, para revisitar os nossos cenários e avaliar onde estão os principais riscos para a política monetária.

Assim como a decisão em si de manter os juros em 6,5% a.a., o texto do Comunicado do COPOM não trouxe grandes novidades. Se pelo lado da inflação, ele reconheceu a pressão no curto prazo, ao reescrever a frase *“O Comitê avalia que diversas medidas de inflação subjacente se encontram em níveis apropriados ou confortáveis, inclusive os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária”*, sem a palavra *“confortáveis”*, por outro, também chamou a atenção para a fraqueza da economia ao afirmar que *“(…) o risco associado à ociosidade dos fatores de produção tenha se elevado na margem”*. Ou seja, a sua conclusão de que *“o balanço de riscos para a inflação mostra-se simétrico”*, parece bem coerente com o cenário indicado no documento. Entretanto, ele elenca alguns riscos externos e internos, que podem fazer com que esse balanço possa pender para algum lado e é, exatamente essa lista, que nos interessa nesse Opinião.

Começando pelos riscos externos, o Comunicado fala o seguinte: *“O cenário externo permanece desafiador. Por um lado, os riscos associados à normalização das taxas de juros em algumas economias avançadas mostram-se reduzidos no curto e médio prazos. Por outro lado, os riscos associados a uma desaceleração da economia global permanecem”*. Realmente o risco de normalização das taxas de juros, notadamente nos EUA, está mais contido nesse momento, mas isso não significa que não teremos intercorrências. O fato dos mercados não esperarem mais aumentos dos juros pelo FED, não é garantia de tranquilidade. O problema é que essa percepção está diretamente ligada ao enfraquecimento do nível de atividade ao redor do mundo o que fez, inclusive,

com que os mercados flertassem com a possibilidade de recessão nos EUA. Por hora, esse cenário mais pessimista parece descartado, mas a simples possibilidade de que isso possa ocorrer, está fazendo com que os números de atividade nas principais economias mundiais sejam acompanhados com lupa. Obviamente que, dada a volatilidade inerente aos dados de alta frequência, esse foco ainda vai trazer muitas movimentações aos ativos ao redor do mundo. Por enquanto, parece que estamos no melhor dos mundos para os mercados emergentes, com uma baixa probabilidade de ocorrência de um aumento de juros nos EUA no curto prazo, ao mesmo tempo isso não significando que a economia americana esteja entrando em recessão. Mas, um evento ocorrido nessa semana pode trazer o risco de recessão na economia americana de volta para o “jogo”.

A questão da guerra comercial entre a China e os EUA sempre foi o assunto mais importante para o mercado, desde que começou em meados de 2018. Entretanto, depois que Donald Trump adiou a entrada em vigor de mais uma rodada de aumento das tarifas de importação sobre USD 200 bilhões de produtos importados, a questão parece ter entrado em banho-maria. O mercado acompanhava com interesse, mas as idas e vindas das negociações não “faziam preço”. Agora, parece que as preocupações com esse tema voltarão ao foco. Supreendentemente, no último final de semana, o presidente americano twittou que iria, não só impor as tais tarifas adiadas em março, como já tinha mais USD 350 bilhões de produtos chineses na mira. Por seu turno, os chineses já afirmaram que vão retaliar, sem especificar como. O fato é que as negociações continuam e é a isso que o mercado está se apegando para não entrar, ainda, no modo aversão ao risco. Entretanto, como, lá atrás, o impacto dessa guerra comercial foi o principal motor para as previsões de recessão nos EUA, o recrudescimento da mesma poderá trazer a mesa novamente esse assunto, com impacto deletérios sobre os preços das commodities e, conseqüentemente, sobre os ativos brasileiros.

Podemos dizer que, desde hoje, o cenário externo ficou mais “desafiador” do que o BCB estava indicando no Comunicado de 4^a feira.

Com relação aos riscos internos para a inflação, o BCB elencou (i) o nível de ociosidade elevado e (ii) uma frustração das expectativas sobre a continuidade das reformas e ajustes necessários na economia brasileira. Além disso, avaliou que, se o cenário externo piorar para os países emergentes, o risco (ii) ficaria intensificado.

O risco (i) vem atraindo mais as atenções do mercado quando o assunto é o cenário futuro de inflação. Por conta disso, alguns choques inflacionários, como o da febre suína levantado no Opinião da semana passada, estão sendo minimizados. A preocupação não é sem propósito. Nesta semana, tivemos a divulgação de dois importantes indicadores de nível de atividade do mês de março, a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) e a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) e, em ambos, os números decepcionaram. Na semana que vem será a vez da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), que fechará a tríade do IBC-Br e, a não ser que tenhamos uma grande surpresa, o “PIB do BC” deverá apresentar um desempenho negativo no 1^o trimestre na comparação com o 4^o trimestre de 2018. Isso não significa, necessariamente, que o PIB “oficial” venha negativo também, mas aumenta muito a probabilidade de que isso ocorra. Por enquanto, a nossa projeção de um número ao redor de zero nessa base de comparação, levaria o PIB em 2019 a algo ao redor de 1,5%, mas, qualquer “escorregada” para baixo, jogaria a projeção para níveis mais próximos dos 1,1% dos últimos dois anos.

A pergunta seria se, nesse cenário, não muito favorável para a economia brasileira, haveria espaço para uma nova rodada de queda dos juros. Para responder a essa pergunta, temos que ir para o risco (ii) elencado pelo BCB. Claramente, nesse caso, ele está se referindo à Reforma da Previdência. Sobre esse assunto, parece cada vez mais claro que a possibilidade

de não termos uma Reforma parece pequena. A despeito da fraca articulação do Governo, parece que a ideia de que algo tem que ser feito a esse respeito já está cristalizada no espectro político, a ponto do deputado Paulinho da Força (Solidariedade) ter afirmado que o Centrão deveria lutar para aprovar uma Reforma que, ao mesmo tempo em que não inviabilizasse a economia brasileira, não alavancasse a posição do presidente Jair Bolsonaro para uma possível reeleição. Uma definição perfeita do termo popular “*não colocar azeitona na empada de ninguém*”. Ou seja, mesmo na parte do espectro político com visões mesquinhas a respeito da relação economia/política, a não aprovação da Reforma não entra na equação. Entretanto, isso não significa que o resultado final vai ser bom.

Quanto mais Bolsonaro tentar se afastar da “velha política”, mais a ideia de Paulinho se consolidará nos bastidores do Congresso e maior será a probabilidade de chegarmos ao fim com a aprovação de uma Reforma diluída suficiente para não ser bem recebida pelo mercado. Qual seria esse nível? Difícil dizer, dado que as expectativas do mercado são adaptativas. Por exemplo, nesse momento, uma reforma abaixo de R\$ 600 bilhões de economia nos próximos 10 anos (50% da proposta original), seria mal vista pelo mercado. Entretanto, devemos lembrar que, a proposta final do governo de Michel Temer, que estava pronta para ir ao plenário da Câmara, era de uma economia, no mesmo período, de R\$ 450 bilhões. Voltando no tempo, não havia dúvida de que a sua aprovação seria bem recebida pelo mercado. De qualquer forma, para o que nos interessa nessa discussão, o único cenário em que consideramos que a fraqueza da economia brasileira seria tal que, mesmo com os choques de oferta que estamos vislumbrando, haveria espaço para cortes nas taxas de juros, seria aquele no qual teríamos uma Reforma “meia boca”, que não seria boa o suficiente para fazer a economia brasileira sair do marasmo de um crescimento entre 1,0% e 1,5%, mas também não seria tão ruim, a ponto de causar estragos nos ativos brasileiros.

Outro ponto que reforça a nossa ideia de que os juros ficarão estáveis até o final do ano, é a percepção de que o problema principal da economia brasileira não é o juro básico da economia. O presidente do BCB, Roberto Campos, vem reforçando essa tese com uma argumentação simples: desde o final de 2016, a Selic foi reduzida de 14,25% a.a. para 6,50% a.a. e, nem por isso, tivemos uma retomada expressiva do PIB brasileiro. Interessante que nas suas últimas apresentações, Campos tem chamado a atenção para o spread bancário, mostrando que um dos motivos para esse aparente paradoxo é que a queda na taxa básica de juros não está chegando ao consumidor final. Entretanto, ao invés de focar nas causas “normais”, como cunha fiscal, falta de concorrência e etc, ele joga luz sobre os entraves burocráticos ligados às garantias dos empréstimos. Por exemplo, pegando a última apresentação disponível no site do BCB¹ e indo para o slide 13, nos deparamos com uma tabela onde ele compara a situação do Brasil com a média dos países emergentes. Lá temos que os juros por aqui (6,50% a.a.) não são muito diferentes da média dos emergentes (5,4% a.a.), assim como não é a inflação (3,75% x 3,60%), nem a inadimplência (2,9% x 2,7%), mas, enquanto o spread bancário por aqui é de 17,0 p.p., os países emergentes tem, em média, um spread de 4,65 p.p.. Um dos motivos para isso, segundo a tabela, seria a porcentagem na recuperação do crédito de 62% lá fora e de apenas 13% por aqui, além do tempo para que essa recuperação ocorra, 1,7 anos nos demais países emergentes contra 4 anos no Brasil. Isso nos leva a crer que, o BCB dá um peso maior para ações que destravem o canal do crédito, do que para uma nova rodada de afrouxamento monetário, na sua estratégia para alavancar o crescimento da economia brasileira. A tal agenda BC+.

¹ https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_Presidente_RCN_Eurasia_26_4_2019.pdf

A conclusão é que, olhando sob os números atuais de inflação e crescimento, parece que o caminho está pavimentado para que o próximo movimento do BCB seja na direção da redução dos juros. Entretanto, a quantidade de cenários em aberto torna essa projeção esteja mais próxima de uma aposta. Como se dará o desenlace da guerra comercial entre China e EUA que, ao que parece, recomeçou? A Reforma da Previdência vai ser aprovada ou não? Em caso afirmativo, qual o tamanho e quando ocorrerá essa aprovação? Qual será a reação da economia a aprovação da Reforma? O choque de oferta da febre suína será compensado por uma economia mais fraca? Muitas perguntas e poucas certezas. Ou seja, muitos motivos para apostarmos na manutenção dos juros até o final do ano.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	4,3	4,3
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,7	4,0
Selic (eop %)	6,5	7,5
PIB (%)	1,6	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.