

Essa foi a semana das revisões do PIB de 2019. A divulgação do IBC-Br de março, não só fechou a sequência de dados para projetar o 1º trimestre, como acabou com qualquer esperança de que o crescimento brasileiro esse ano seja muito diferente do que foi no ano passado. Como estávamos esperando exatamente esse resultado para atualizar a nossa previsão de crescimento, tanto para o 1º trimestre, quanto para o ano como um todo, vamos usar o Opinião de hoje para rever o nosso cenário para 2019 e como isso pode impactar a política monetária do BCB.

A queda de 0,28% no IBC-Br de março, foi a pá de cal na esperança de que o PIB do 1º trimestre pudesse indicar, para 2019, um crescimento mais robusto para do que aqueles observados nos últimos dois anos. Com esse resultado, o chamado “PIB do BCB” indica uma contração de 0,68% nos primeiros três meses do ano. Obviamente que isso não significa que o PIB calculado pelo IBGE, e que será divulgado no dia 30 de maio, vai indicar uma queda tão forte. Por exemplo, no 2º trimestre de 2018, o IBC-Br indicava uma queda trimestral de 0,63%, mas, o resultado do IBGE, acabou mostrando uma estabilidade (0,00%) com relação ao trimestre anterior. Entretanto, apesar não poder ser levado “pelo valor de face”, essa queda do IBC-Br é uma boa indicação de que não deve vir coisa boa por aí.

De fato, com os resultados de alta frequência, PMC<sup>1</sup>, PIM<sup>2</sup> e PMS<sup>3</sup>, dos últimos meses, já estávamos com o “dedo no gatilho” para revisar o nosso número para o 1º trimestre e, conseqüentemente, para o ano como um todo. O nosso “pudor” em mudar a previsão estava mais associado ao fato de que gostaríamos de ver, primeiro o IBC-Br, para dar “tratos finais à bola”, sem ter que mudar novamente o número em caso de surpresa, do que à esperança de que pudéssemos ser surpreendidos positivamente. Dito e feito. Corroborando o vaticínio

---

<sup>1</sup> Pesquisa Mensal do Comércio;

<sup>2</sup> Pesquisa Industrial Mensal;

<sup>3</sup> Pesquisa Mensal de Serviço;

do Barão de Itararé<sup>4</sup>, “*de onde não se espera nada é que não sai nada mesmo*”, o resultado do “PIB do BCB” apenas confirmou a nossa expectativa de que a previsão de crescimento de 0,2% para o 1º trimestre de 2019 estava muito otimista, assim como a projeção de 1,6% para o ano como um todo. Com isso, revisamos o nosso número para os primeiros três meses do ano, para queda de 0,3% na comparação com os últimos três meses de 2018. Como consequência, a nossa projeção para o ano como um todo, passou para 1,0%. Um ditado português diz, “*depois da queda, o coice*”, o que se adequa bem a situação, de que, se a nossa projeção para o PIB do 1º trimestre de 2019 se verificar, aumentam as chances de que o resultado do 4º trimestre de 2018 seja revisado para baixo, o que levaria o crescimento para esse ano a ter mais um rebaixamento. A título de exemplo, caso haja uma revisão dos atuais 0,13% de crescimento para uma estabilidade (0,0%), o PIB para 2019 seria revisado para 0,9%. Mas o que o resultado do final de 2018 tem a ver com o resultado desse ano? A resposta parece até paradoxal, mas, da forma como é calculado<sup>5</sup>, para o PIB do ano, é mais relevante o número do 4º trimestre do ano anterior do que 4º trimestre do próprio ano. Por exemplo, uma alta de 1,0% no último trimestre de 2019, teria um impacto sobre o crescimento de 2020 de 0,7 p.p., enquanto que o mesmo crescimento no último trimestre do ano que vem impactaria o PIB em 0,2 p.p.. Outra questão que coloca um viés de baixa para essa projeção é que, mesmo sem revisões no PIB do 4º trimestre de 2018, para chegarmos ao 1,0% supracitado, teríamos que ter um crescimento médio nos próximos três trimestres de 0,6% sendo que, a última vez que isso aconteceu foi em 2013.

Considerando que a nossa projeção no início do ano era de alta de 2,5%, com viés de alta, podemos nos perguntar: O que aconteceu desde então? Para responder a essa pergunta,

---

<sup>4</sup> Pseudônimo do jornalista Apparício Torelly;

<sup>5</sup> Média de (t)/Média de (t-1);

vamos voltar para ver o que escrevemos no Opinião 605 para justificar essa projeção e quais os riscos que víamos nela: *“Ambas nos levam a conclusão final, de que temos que fazer a Reforma da Previdência para que tenhamos um choque positivo na economia e as “expectativas futuras” puxem para cima a “situação presente”<sup>6</sup>, gerando um ciclo virtuoso ao contrário do que aconteceu este ano (2018)”. Ou seja, para que as melhores previsões acontecessem, seria necessário que as perspectivas de uma aprovação rápida da Reforma da Previdência se materializassem levando o otimismo da virada do ano a puxar a economia, caso contrário, o marasmo da economia iria acabar minando a confiança. Infelizmente, foi a última situação que acabou vingando.*

Em janeiro desse ano, a confiança do consumidor (ICC) atingiu 98,7 pontos, uma alta de 18,3% com relação a setembro de 2018, vésperas da eleição. O mesmo ocorreu com a confiança do empresariado (ICE)<sup>7</sup>, que subiu 8,0% no mesmo período. Entretanto, como salientamos no Opinião 605, essa melhora do humor era baseada nas “expectativas futuras”, que subiram 21,2% no caso dos consumidores e 10,4%, no caso dos empresários, e não na “situação presente”, que apresentava uma melhora muito mais modesta, 10,2% e 2,6%, respectivamente. Portanto, como o otimismo inicial com a Reforma da Previdência foi se esvaindo, o mesmo acabou ocorrendo com a confiança. Comparando esse pico de janeiro com o último dado disponível, o de abril, tivemos uma queda de 10,2% no ICC e de 3,4% no ICE. Corroborando a nossa análise anterior, o que puxou para baixo não foi a “situação presente” que estava ruim e continuou ruim, mas a “expectativa futura” que caiu 12,3% no caso dos consumidores e 4,0% no caso dos empresários. Dessa forma, ao invés de entrarmos em um ciclo virtuoso, onde a perspectiva de aprovação da Reforma aumentaria a confiança,

---

<sup>6</sup> “situação presente” e “expectativas futuras” são os dois sub-índices que compõem os índices de confiança;

<sup>7</sup> Ambos medidos pela FGV;

aumentando o consumo e o investimento, sustentando, com isso, o otimismo dos consumidores e dos empresários, acabamos em um círculo vicioso, onde as “caneladas” do Governo acabam diminuindo o otimismo com a aprovação da Reforma, reduzindo o ímpeto da demanda dos agentes econômicos, não deixando que os números da economia melhorarem, minando, por fim, o otimismo geral.

Bem, a explicação pode parecer plausível, mas o que interessa agora é responder à pergunta: o que pode ser feito para destravar a economia? Apesar de ser repetitiva, a resposta a essa pergunta é uma só: aprovar a Reforma da Previdência. Parece que até os políticos já se renderam a essa obviedade. As últimas declarações, tanto do presidente da Câmara, Rodrigo Maia, quanto do relator da proposta na Comissão Especial, Samuel Moreira, vão na direção da aprovação da Reforma, a despeito das confusões políticas do executivo. Mas será que o BCB não poderia reduzir os juros para ajudar enquanto isso não acontece? A resposta é não. Primeiro porque não achamos que isso resolveria o problema, podendo causar outros. Segundo, o próprio BCB na Ata da última reunião do COPOM, divulgada nessa semana, deixou claro que não deve ir por esse caminho. A despeito de reconhecer que a recuperação da economia está aquém do esperado, reconhecendo, inclusive, que o PIB do 1º trimestre desse ano poderá vir no terreno negativo, considera que a Reforma é o principal evento para reverter esse cenário: *“Os membros do Copom debateram, também, outros fatores que poderiam restringir o crescimento econômico, diante da necessidade de ajustes profundos na economia brasileira, especialmente os de natureza fiscal. Concluíram que a manutenção de incertezas quanto à sustentabilidade fiscal tende a ser contracionista. Reformas que geram sustentabilidade da trajetória fiscal futura têm potencial expansionista, que pode contrabalançar efeitos de ajustes fiscais de curto prazo sobre a atividade econômica, além de mitigar os riscos de episódios de instabilidade com elevação de prêmios de risco, como o ocorrido em 2018.”*. Ou seja, o que vai determinar o desempenho da

economia brasileira daqui para frente vai ser a Reforma da Previdência, com o BCB pouco podendo fazer para resolver a pendenga. Voltando ao nosso primeiro ponto, uma frase do escritor inglês John Heywood espelha bem a situação em que nos encontramos, na qual a falta de confiança dos agentes faz com que qualquer medida de curto prazo se mostre inócua: *“um homem pode muito bem levar um cavalo até a água, mas ele não pode obriga-lo a bebe-la”*. De que adianta reduzir os juros se ninguém que tomar crédito?

A conclusão é que, ao que parece, o Brasil continua *“não perdendo oportunidades de perder oportunidades”*, como diria o avô do nosso presidente do BCB. Mais uma vez as condições estavam dadas para uma recuperação mais forte da economia brasileira em 2019, como era verdade em 2017 e 2018, mas, mais uma vez, vamos adiar essa perspectiva para o próximo ano por inapetência política. Difícil dizer se mais um ano com crescimento ao redor de 1,0% é causa da perda de confiança dos agentes econômicos, ou consequência disso, mas, não há dúvida de que a fonte desse dilema foi, é, e vai continuar sendo, a Reforma da Previdência. Ou seja, enquanto não tirarmos esse assunto da frente, dificilmente, vamos discutir temas mais pertinentes ao crescimento em si, ao invés de fofocas políticas, como agora.

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