

Em uma semana em que são divulgados dados do PIB do 3º trimestre, Produção Industrial Mensal (PIM) de outubro e IPCA de novembro, temos o pano de fundo ideal para discutir o que pode se esperar de uma reunião do COPOM. Portanto, a partir da análise dos dados supracitados, vamos projetar o que achamos que vai acontecer na reunião de 4ª feira (11/12) e quais serão os próximos passos do BCB na condução da política monetária.

A divulgação do dado do 3º trimestre de cada ano tem uma peculiaridade interessante que faz dele, tanto um desafio para ser projetado, quanto um divisor de águas para as projeções do ano como um todo: as revisões para trás. Por questões metodológicas, o IBGE revisa os PIBs trimestrais nos dois últimos anos quando divulga o resultado do 3º trimestre de cada ano, fazendo com que toda a base de projeção seja revista, dificultando a projeção do número e alterando todo o “carrego estatístico” das variações passada para o número futuros. Feita essa observação, podemos dizer que o número divulgado na 3ª feira (03/12), foi bom em 3 dimensões. A primeira pelo número em si, que veio melhor do que esperado pelo mercado. A segunda pela composição, que mostrou um crescimento mais sustentado. Já a terceira vem exatamente das revisões dos dados anteriores, que aumentaram o “carrego estatístico” para o final do ano.

O crescimento de 0,6% no 3º trimestre, na comparação com o 2º trimestre, veio acima dos 0,4% esperados pelo mercado e dos 0,5% que projetávamos. Se anualizarmos esse número, tornando-o comparável com as divulgações de outros países, como os EUA por exemplo, poderíamos dizer que o Brasil estaria crescendo a um ritmo de 2,4% na margem. Esse é o melhor resultado trimestral desde o 1º trimestre de 2018 e o melhor 3º trimestre desde 2012. Portanto, só por isso, já teríamos bons motivos para olhar o número com um viés positivo. Mas, quando olhamos a sua composição, temos mais motivos para otimismo.

O primeiro ponto é que o Consumo das Famílias cresceu pelo 5º trimestre seguido e a Formação Bruta de Capital Fixo (Investimento) pelo 2º. Além disso, o setor de Construção

Civil cresceu pelo 2º trimestre seguido, algo que não acontecia desde 2013. Isso é particularmente importante pelo impacto que esse setor tem sobre o mercado de trabalho. Um aspecto importante desse resultado, é que ele se mostra bem aderente com os dados de crédito do setor, mostrando que temos uma base consistente para esperar que esse resultado positivo se mantenha pelos próximos trimestres, com impactos relevantes sobre as Taxas de Desemprego em particular e, principalmente, sobre a formalização do emprego em particular. Por falar em crédito, a recuperação desta variável também pode ser vista no resultado desse 3º trimestre, com o destaque da parte de Serviços sendo, exatamente, aquele referente à Intermediação Financeira, com alta de 1,3% na comparação anual. Por fim, um ponto importante a ressaltar é que o crescimento está ocorrendo, a despeito do relevante ajuste fiscal pelo qual a economia brasileira está passando e do cenário externo nada auspicioso. O Consumo do Governo caiu pelo 2º trimestre seguido e acumula queda de 0,8% nos últimos quatro trimestres, contra uma alta de 1,0% do PIB geral no mesmo período. Esse fato é importante, porque é a primeira vez no Brasil que a recuperação de uma recessão vem sem uma contribuição relevante do setor público, o que nos leva a crer que, a partir do momento em que o Governo retome a capacidade de investimento, teremos uma contribuição adicional relevante para o crescimento. Já a comparação entre a Absorção Interna e o Vazamento Externo, mostra o quanto o cenário externo mais desafiador, com a Guerra Comercial e a Crise na Argentina, impacto a nossa economia. Enquanto a primeira subiu 0,8% com relação ao trimestre anterior, a última apresentou queda de 0,9%. O impacto dos problemas externos sobre o PIB foi medido pelo BCB, que estimou que este tirou 0,5 p.p. do crescimento em 2019.

Mas isso é passado. O importante é olhar daqui para frente e as perspectivas parecem favoráveis. A PIM de outubro, também divulgada nessa semana, apresentou alta de 0,8% na

comparação com o setembro, com revisões de alta para os números anteriores. Esse resultado indica um crescimento de 1,5% da PIM no 4º trimestre, após uma alta de 0,3% no 3º trimestre, o que nos deixa otimistas de que o crescimento do PIB industrial no 4º trimestre deverá ser maior do que os 0,8% do 3º trimestre. Associado a isso, temos que lembrar que, a maior parte da liberação do FGTS se dará no 4º trimestre, o que deverá fazer com que o Consumo das Famílias venha acima do verificado nos três meses encerrados em setembro, assim como o desempenho do Comércio, que cresceu 1,1%. Se considerarmos que boa parte do “estrago” tanto do setor externo quanto do ajuste fiscal já foi sentido, podemos considerar que o crescimento de 0,6% do 3º trimestre seria “pisso” para o resultado do 4º trimestre. Partindo desse pressuposto, poderíamos projetar que, no mínimo, o PIB de 2019 ficaria em 1,1%. Entretanto, considerando que esperamos um crescimento de 1,0% no último trimestre do ano, a nossa projeção foi mantida em 1,2%. Na verdade, dificilmente o número não seria esse, daí a convergência das projeções dos economistas para esse valor, que deve ser vista no boletim Focus das próximas semanas. Qualquer resultado no 4º trimestre entre 0,68% e 1,07%, levaria o PIB de 2019 a 1,2%. Entretanto, se não faz muita diferença para esse ano em qual parte desse intervalo vamos ficar, para o ano que vem isso pode ser determinante. Se o crescimento ficar no limite inferior, o impacto no PIB de 2020 será de 0,9 p.p., já, se ficarmos no limite superior, o impacto passaria para 1,2 p.p.. Como estamos mais próximo da parte de cima do intervalo, nos sentimos confortáveis de manter a nossa projeção de 2,5% para o PIB do ano que vem.

Apesar de mais forte do que o mercado estimava inicialmente, não podemos dizer que um crescimento de 2,5% para 2020 seja um número forte. Isso é importante de observar quando estamos passando por um momento em que o Real parece mais desvalorizado do que deveria ser e os números de inflação estão vindo mais altos.

Como já afirmamos em outros Opiniões, consideramos que níveis de Dólar ao redor de R\$ 4,20 parecem exagerados. Entretanto, pressionado por questões sazonais e impactos pontuais, parece que até o final do ano não deveremos ver o câmbio mais próximo dos R\$ 4,07 que os nossos modelos estruturais indicariam como sendo mais razoável. Mas, com a capacidade ociosa ainda em níveis elevados, mesmo projetando o crescimento de 2,5% para o ano que vem, não vemos sinais de impacto da desvalorização acumulada em 2019, que já chega a 8,5%, sobre a inflação. Portanto, a alta de 0,51% no IPCA de novembro, o maior resultado o mês desde 2015, tem que ser explicada por outros motivos que não o câmbio. Olhando a abertura do número, os vilões ficam claros: Carnes, Jogos de Azar e Energia Elétrica. Apenas esses três itens foram responsáveis por 80% do índice geral. Outras formas de ver que o resultado de novembro reflete mais questões pontuais do que estruturais, são que o índice de difusão ficou quase igual a média dos últimos 12 meses (55,87% vs 55,85%), indicando que não tivemos aumentos generalizados, e que os Serviços Subjacentes, medida preferida do BCB, caiu entre outubro e dezembro, passando de 0,22% para 0,14%. Entretanto, a despeito das pressões serem pontuais, elas deverão continuar a impactar o índice em dezembro, com as Carnes subindo mais ainda e os Jogos de Azar e a Energia Elétrica sendo substituídos pelos Combustíveis. Por isso estamos elevando a nossa projeção para o IPCA de 2019 de 3,50% para 3,80%, com viés de alta.

Obviamente que a combinação de um crescimento mais forte com uma inflação mais alta tem impactos sobre a política monetária. Entretanto, antes de entrar na discussão de quais seriam esses impactos, vamos discutir o que nos parece exagero nesse momento. É certo que a inflação realmente surpreendeu para cima. Considerando o boletim Focus imediatamente anterior à reunião do COPOM de outubro, vemos que a expectativa do mercado era de que o IPCA de novembro ficasse em 0,34%, 0,17 p.p. mais baixo do que o número de hoje. Para o

número de dezembro, a projeção era de 0,35%. Se considerarmos que as projeções para esse resultado estão começando a convergir para algo mais próximo de 0,70, podemos considerar que a surpresa da inflação nos últimos dois meses do ano pode ficar acima de 0,50 p.p. na comparação com o que era esperado ao final de outubro. Isso poderia levar o BCB a esquecer o “compromisso” de reduzir os juros em 0,50 p.p. na reunião da próxima semana? Acreditamos que não. Como vimos anteriormente, os motivos para essa pressão de final de ano estão bem identificados e são concentrados, caracterizando-se como os famosos “choques de oferta”, para os quais, a boa prática da condução da política monetária, indica combater apenas os efeitos secundários. Considerando que que esses efeitos secundários seriam capturados pelas medidas de núcleo e que estas estão confortavelmente abaixo do índice cheio (a média dos núcleos ficou em 0,25%), ainda não vemos esses tais efeitos secundários impactando os números. Outra questão é que, a inflação vinha em níveis tão baixos devido à alta ociosidade da economia, que existe espaço de sobra para absorver esses choques sem colocar em risco a meta de inflação. Mesmo considerando que ao invés de números próximos de 0,70%, o IPCA de dezembro venha mais próximo de 1,00%, a inflação fecharia 2019 próximo de 4,00%, para uma meta de 4,25%. Por esses motivos, achamos que é exagerada a preocupação de que o BCB reduza os juros em menos do que os 0,50 p.p. prometidos na Ata da última reunião, mantendo a projeção de que a Selic feche o ano em 4,50% a.a.. Mas, e daí para frente?

Bem, aqui a discussão fica um pouco mais difícil. Considerando todas as colocações feitas anteriormente, os nossos modelos indicam que haveria espaço para reduções adicionais no início de 2020 mesmo com o Dólar estabilizado em níveis ao redor de R\$ 4,20. Entretanto, a despeito disso, mantemos a nossa projeção de que o corte da próxima semana será o último do atual ciclo. Para entender o motivo, devemos voltar ao que o BCB colocou no último

Comunicado como riscos de alta e de baixa para a inflação em 2020: *“O Comitê ressalta que, em seu cenário básico para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Por um lado, a combinação (i) do nível de ociosidade elevado e (ii) da potencial propagação da inflação corrente, por mecanismos inerciais, pode continuar produzindo trajetória prospectiva abaixo do esperado. Por outro lado, (iii) o atual grau de estímulo monetário, que atua com defasagens sobre a economia, aumenta a incerteza sobre os canais de transmissão e pode elevar a trajetória da inflação no horizonte relevante para a política monetária.”*. Apesar de ainda estar alto, os últimos números de atividade indicam que o nível de ociosidade projetado para o ano que vem deve ser menor agora do que era na reunião de outubro. Já a questão inercial perde relevância, uma vez que a surpresa da inflação nesse final de ano veio para cima e não para baixo. Por outro lado, o risco (iii) certamente se intensifica com um crescimento mais forte dado que, como o BCB pontuou na última Ata: *“Os membros do Copom também refletiram sobre a sensibilidade de variáveis macroeconômicas à política monetária, uma vez que faltam comparativos na história brasileira para o atual grau de estímulo”*. Ou seja, o BCB admite que está dirigindo em uma estrada desconhecida e, nesse caso, quanto maior a velocidade do carro, maior o risco de um acidente. Portanto, dado o recado no Comunicado da reunião de outubro a respeito de novas reduções além daquela de dezembro (*“Na avaliação do Copom, a evolução do cenário básico e do balanço de riscos prescreve ajuste no grau de estímulo monetário, com redução da taxa Selic em 0,50 ponto percentual. O Comitê avalia que a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir um ajuste adicional, de igual magnitude. O Copom entende que o atual estágio do ciclo econômico recomenda cautela em eventuais novos ajustes no grau de estímulo”*) e que cautela e canja de galinha não faz mal a ninguém, acreditamos que os juros serão mantidos em 4,50% a.a. durante todo o ano de 2020. Entretanto, não acreditamos que isso seja explicitado no Comunicado dessa reunião, deixando o espaço ainda aberto para novos cortes.

Projeção		
	2019	2020
IPCA (%)	3,80	3,70
Câmbio (eop R\$/US\$)	4,10	4,21
Selic (eop %)	4,50	4,50
PIB (%)	1,20	2,50

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.