

As incertezas dominaram a semana. Lá fora, todas as contas que foram feitas pelo mercado a respeito da progressão do Coronavírus, foram por água abaixo com a mudança da metodologia de cálculo de novos casos. Além disso, tivemos as primárias do partido Democrata nos EUA, onde temos, dividindo a dianteira na corrida para a nomeação do concorrente de Donald Trump à presidência dos EUA, um candidato que se declarou socialista e outro que tem como principal destaque, nesse momento, o desafio de se falar o seu sobrenome. Para completar o quadro, o favorito de antes, teve desempenho pífilo nas duas primeiras prévias e o “salvador da pátria” dos candidatos de centro, ainda nem entrou na disputa. Entretanto, como não somos infectologistas para discutir a metodologia de contagem dos novos casos de uma pandemia e, até mesmo os especialistas em política americana não sabem o que dizer sobre quem vai ser nomeado como candidato democrata, vamos usar o Opinião de hoje para falar das incertezas por aqui mesmo. Usando a Ata da última reunião do COPOM e os dados de nível de atividade divulgados ao longo da semana, vamos reavaliar a nossa projeção de crescimento para 2020 e ver como isso pode impactar a política de juros do BCB.

No Opinião da semana passada, após analisar o Comunicado da reunião do COPOM, chegamos à seguinte conclusão: *“Parece que o plano de voo do BCB é de manter os juros por um longo período de tempo, com o próximo movimento sendo de alta nas taxas”*. Para chegar a esse resultado, a palavra usada pelo BCB, *“interrupção”*, ao invés de *“pausa”*, teve um peso decisivo, já que nos parecia mais forte, apesar de ambas serem sinônimas. Entretanto, do que se pode entender do texto da Ata, o BCB parece não concordar com isso, o que muda totalmente a conclusão a que chegamos no Opinião da semana passada.

Para entender o porquê, temos que observar primeiro que, na Ata, o BCB mostrou uma dúvida com relação ao impacto da política monetária sobre o crescimento e, conseqüentemente, sobre a inflação, que não transparecia no Comunicado. Apesar de manter a questão das defasagens da política monetária e das dúvidas com relação aos mecanismos

de transmissão, pontos centrais para a nossa conclusão anterior, o texto mostrou uma surpreendente divisão interna com relação à ociosidade da economia. Enquanto uma parte do COPOM acredita que a ausência dos gastos do Governo na recuperação, com o peso todo recaindo sobre o setor privado, ao contrário do que ocorria no passado, pode estar levando o mercado a superestimar o tamanho da ociosidade da economia, outra acha que o desempenho dos núcleos de inflação, mesmo com o choque do preço das carnes no final do ano passado, seria uma prova de que esta ainda seria elevado. Então, juntando as defasagens da política monetária, as dúvidas com relação aos mecanismos de transmissão e a divisão do COPOM com relação ao tamanho do hiato, chegamos à conclusão de que o BCB está defronte a uma clássica “prova do pudim”. Se no caso do pudim, só podemos saber se ele é bom ou não, depois de prová-lo, no caso da economia, apenas após passar as defasagens e ver como os mecanismos de transmissão funcionam na atual estrutura do mercado de crédito, o BCB poderá chegar a uma conclusão mais robusta a respeito do estado da ociosidade da economia e, conseqüentemente, se o atual ritmo de crescimento será, ou não, um desafio para política monetária daqui para frente. Como isso não se faz em um ou dois meses, o mercado passou a precificar que, provavelmente, nada mudará até a reunião de junho (17/06), com o desempenho no 1º semestre do ano sendo decisivo para ver o que pode acontecer a partir da reunião de agosto (05/08). Caso a economia se recupere como esperado, indicando um crescimento ao redor de 2,0% para o ano como um todo, é provável que o BCB mantenha os juros até o final do ano. Se, ao contrário, os números até a reunião de agosto frustrarem os prognósticos, poderemos ver novas reduções nas taxas.

Essa conclusão parece bastante razoável e, a despeito de aumentar a dúvida com relação ao cenário tínhamos após o Comunicado, quando a manutenção era a aposta majoritária, não deveria causar grande volatilidade nos mercados. Entretanto, como nada parece simples

nesse ano, a questão do Coronavírus, tratada na semana passada, pode embaralhar ainda mais esse cenário.

Nos nossos cálculos, se as projeções para o crescimento da China dos principais bancos internacionais se verificarem, o Brasil poderia ter uma redução de 0,4 p.p. no crescimento do 1º trimestre, via queda das exportações para o país asiático. Por isso, havíamos reduzido a nossa projeção do PIB para 2020 de algo ao redor de 2,5%, com viés de alta, para um número no intervalo entre 2,0% e 2,5%. Um dos motivos para isso é que, mesmo que a China recupere integralmente o que perdeu com a pandemia no 1º trimestre no restante do ano, o PIB em 2020 já seria menor do que o projetado anteriormente por questões estatísticas. Explicando de forma mais clara, para o PIB do ano, o trimestre mais importante é o primeiro, com essa importância decaindo com o andamento dos trimestres até o quarto, quando o impacto para o ano corrente é marginal. Portanto, se o impacto se dá no 1º trimestre e a recuperação no 4º trimestre, o PIB do ano irá ficar menor do que anteriormente precificado, mesmo que os números sejam iguais. Entretanto, obviamente, essa diferença não evapora no ar. Para algum lugar ela tem que ir, e ela vai para o ano seguinte. Por isso, quando observamos a redução das projeções para o crescimento brasileiro por causa do Coronavírus na China, vemos uma redução em 2020 e um aumento em 2021. No Opinião da semana passada havíamos alterado apenas o de 2020 porque nessa semana tínhamos a divulgação de dados de atividade decisivos para fecharmos as projeções para o 4º trimestre e, conseqüentemente, para o ano de 2019 como um todo. Portanto, de posse desses números podemos fechar as projeções para os três anos (2019, 2020 e 2021) em sequência. Infelizmente as notícias não são boas.

Começando por 2019, os dados divulgados ao longo da semana (PMC¹, PMS² e IBC-Br³), acabaram indicando um desempenho mais fraco do que o esperado no final do ano, exemplificado no resultado do IBC-Br trimestral. Nós, por exemplo, esperávamos que os números indicassem um PIB ao redor de 1,0% no 4º trimestre de 2019, com relação ao trimestre imediatamente anterior. Só que, de posse dos dados, nos parece mais razoável esperar algo ao redor de 0,5%. Com isso, a nossa projeção para o PIB do ano passado caiu de 1,2% para 1,1%, o que não parece muito relevante. O problema vem quando observamos o impacto dessa redução da expectativa de crescimento do final de 2019 sobre o PIB de 2020. Como supracitado, o desempenho do último trimestre de um ano tem mais impacto sobre o ano seguinte do que sobre o próprio ano. Como um “belo” exemplo disso, se a queda de 0,5 p.p. na nossa expectativa de crescimento para o 4º trimestre de 2019 tirou apenas 0,1 p.p. no PIB do ano, essa redução impactará o resultado em 2020 em 0,4 p.p. através do “carrego estatístico”, ou seja, quatro vezes mais! Dessa forma, só pelo resultado menor do final do ano passado, deveríamos reduzir a nossa projeção no montante acima. Entretanto, como *“desgraça pouca é bobagem”*, teremos o impacto do Coronavírus no 1º trimestre desse ano que, como também discutido anteriormente, impacta fortemente o PIB do ano corrente. Considerando os cálculos preliminares vistos no Opinião da semana passada, essa questão poderá tirar algo em torno de 0,4 p.p. do crescimento brasileiro no 1º trimestre de 2020, que cairia, conseqüentemente, de 0,5% para 0,1%. Juntando os dois efeitos baixistas, estamos revendo o PIB para 2020 de 2,3% para 2,0%, com viés de baixa. Entretanto, nem tudo é *“desgraça”* nesses cálculos. Se as análises preliminares se confirmarem, o *“grosso”* do impacto do Coronavírus se daria no 1º trimestre, com recuperação nos períodos

¹ Pesquisa Mensal do Comércio;

² Pesquisa Mensal de Serviços;

³ Chamado de PIB do Banco Central;

subsequentes, sendo que esta seria mais forte no 2º semestre. Com essa configuração de crescimento ao longo do ano, a estatística, finalmente, joga a favor do crescimento, com a nossa projeção inicial de 2,5%, para 2021, sendo revista para 2,8%.

Assim como na vinheta da BandNews FM parece que, desde o início do ano, *“em 20 minutos tudo pode mudar”*. Dessa forma, a despeito de não gostarmos de alterar as nossas projeções de ano, principalmente para o nível de atividade, tivemos que fazê-lo duas vezes nos últimos dois Opiniões e, provavelmente, não serão as últimas mudanças até o final do trimestre, dado as incertezas com relação as questões ligadas ao Coronavírus. Se um desafio para nós, imagina para o BCB que tem que decidir a taxa de juros básica da economia. Tudo bem que ele tem mais informações, mas também, mais responsabilidades.

Projeção			
	2019	2020	2021
IPCA (%)	4,31	3,20	3,75
Câmbio (eop R\$/US\$)	4,02	4,21	4,37
Selic (eop %)	4,50	4,25	5,50
PIB (%)	1,10	2,00	2,80

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.