

Uma das leis de Murphy diz que *“nada é tão ruim que não possa piorar”*. Se, há umas duas semanas atrás, começássemos um Opinião com esta frase, provavelmente seríamos tachados de pessimistas, mas agora, certamente, cerramos fileira entre os realistas. O que vem acontecendo com os mercados desde o Carnaval realmente impressiona, mesmo para quem viu a crise financeira de 2008 ocorrer. Até porque, lá atrás o motivo era concreto e, agora, nos parece um medo injustificado. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para tentar explicar o porquê de acharmos exagerados os movimentos de mercado, principalmente aqui no Brasil, e o que poderemos esperar daqui para frente... além da sensação de que *“nada é tão ruim que não possa piorar”*.

Vamos primeiro aos fatos... Desde que iniciamos o nosso recesso carnavalesco, o índice S&P da bolsa americana já perdeu 11,5% e o Ibovespa 12,8%. Números realmente expressivos. O que também chamou a nossa atenção, foi a rapidez com que as coisas pioraram. Um estudo feito pelo Deutsche Bank, mostrou que a bolsa americana precisou de apenas 6 dias para cair 10% do seu pico prévio, um recorde. A piora mais rápida até agora havia ocorrido em fevereiro de 2018, 10 dias. Já, em um dos maiores crashes da bolsa de valores americana, o de outubro de 1987, demorou em torno de 40 dias para chegarmos ao mesmo nível de prejuízo. Já o Real acumula queda de 6,0% desde então, mais do que todo o ano de 2017 (4,4%), por exemplo.

Após os resultados, vamos aos motivos. Já falamos várias vezes em textos anteriores, que o que os mercados mais odeiam é a falta de parâmetros para a formação de preços. Quando estes faltam, os mercados ficam disfuncionais, uma vez que não conseguem precificar adequadamente o valor dos ativos e, na dúvida, vão para aqueles que são considerados *“reservas de valor”*, como o ouro, por exemplo, que já subiu 9,0% desde o início de fevereiro. Portanto, a pergunta sobre se a desvalorização do Real está exagerada, ou se a bolsa não caiu demais, não fazem sentido nesse momento. Seguindo os fundamentos, diríamos que sim,

mas olhando para a aversão ao risco externo, podemos prever que deve piorar ainda mais antes de melhorar. Mas o que está causando esse medo todo?

Na China, origem do problema, os novos casos já estão quase reduzidos à zero, com os números de pacientes recuperados já superando aqueles que ainda estão apresentando sintomas da doença. O resultado, é que já estamos vendo a retomada da produção chinesa, que deverá ser totalmente recuperada até o final do mês. Isso corrobora a ideia de que esse coronavírus tem as mesmas características de doenças respiratórias comuns, com o seu impacto econômico tendo sido amplificado pela importância atual da China nas cadeias produtivas mundiais e, sobre a saúde pública, pelo aumento da participação da população chinesa na movimentação de pessoas ao redor do mundo. Entretanto, isso não parece aliviar o movimento atual de aversão ao risco porque, o que era um problema chinês, acabou se tornando um problema mundial pelos motivos supracitados e, nesse ponto, temos duas questões relevantes. Primeiro é que, ao contrário da China, o surgimento de novos casos ao redor do mundo não para de crescer. Na verdade, estamos agora passando pelo momento que os chineses passaram em meados de fevereiro, com uma diferença importante, não dá para replicar em países europeus ou nos EUA, as medidas de contenção que foram feitas na China. Ou alguém espera que a ilha de Manhattan seja fechada para conter a proliferação do coronavírus, como foi feito com Wuhan? Nos EUA em particular, a fraqueza da rede de saúde pública, alavanca o medo de que o crescimento da doença nas terras do Tio Sam seja mais rápido do que em outros países desenvolvidos. Por isso, o que deveremos monitorar, considerando o desenvolvimento da doença, será o surgimento de novos casos na Europa e nos EUA, pontos chave para se determinar o impacto da doença sobre a economia mundial o que, no fim, é o que importa para os mercados.

O segundo ponto importante será mensurar como as paralizações da produção, seja para evitar a proliferação do vírus, seja devido à problemas na cadeia de suprimentos, vão afetar o crescimento global. Aqui a incerteza também é total. Apesar da produção da China já estar se recuperando, os impactos sobre a cadeia de suprimentos ainda são incertos. Primeiro porque, além de retomar a produção, a China terá que recuperar a sua cadeia de logística, paralizada durante o período crítico da proliferação do coronavírus, distribuindo primeiro o que ficou parado para, só então, começar a escoar os novos produtos. Isso é particularmente sensível no caso dos transportes marítimos. Um navio demora, em média, 45 dias para ser embarcado na China e desembarcado no Brasil, por exemplo. Ou seja, estamos falando de que, após a paralização das fábricas na China, poderemos ver problemas na produção de diversos países por falta de matérias primas. Para piorar essa questão, com a disseminação rápida da doença por outros países, as paralizações podem ocorrer também para evitar o contágio. Trabalhar de casa é uma opção para algumas atividades ligadas ao setor de serviços, mas não no setor industrial. Qual será poderá ser o impacto disso sobre a economia mundial? Impossível de ser medido por duas questões. A primeira é intuitiva e tem a ver com o nível de estoques de cada fábrica. Como essa informação é estratégica, ninguém abre muito o seu número. O segundo é menos intuitivo e, mais perigoso... a própria interligação da cadeia produtiva. Dificilmente temos hoje uma produção verticalizada, com todas as peças sendo produzidas pelo mesmo conglomerado, sendo o normal uma produção horizontalizada, onde a produção depende de um grande número de fornecedores. Por exemplo, vamos considerar uma fábrica onde apenas 10% das matérias primas vem da China e que os estoques sejam suficientes para um mês de produção. Bem, talvez possamos considerar que a probabilidade de interrupção dessa fábrica, por falta de matérias primas, parece baixo. Entretanto, vamos considerar que dentro dos 90% dos fornecedores fora da China, a média de produtos importados desse país seja de mais de 50%. Ou seja, ao invés de

estar exposta à problemas de entrega de produtos chineses em um nível de apenas 10%, essa fábrica estaria exposta em mais de 55% a esse risco. Sem contar que este estaria sendo subestimado, uma vez que cada produtor também estaria exposto a outros fornecedores, formando uma árvore de probabilidade difícil de ser estimada. Além disso, se você para fabricar um carro, por exemplo, usa ao redor de 3.500 peças, mesmo que apenas 10% delas sejam importadas da China, se apenas uma dessas peças faltar, o carro não poderá ser produzido. Por fim, a despeito de quando se para a produção se ter uma redução dos custos variáveis, a empresa continua incorrendo nos custos fixos, o que nos leva a um outro problema... o capital de giro. Ou seja, além da questão da produção em si, podemos ver empresas financeiramente estranguladas caso a esta não seja retomada rapidamente. Mais uma incerteza para o mercado que odeia incertezas.

Detectada a origem do medo que assola o mercado, vamos à resposta que os governos estão dando a esse problema. Obviamente que, para isso, vamos começar com o que o FED fez, uma vez que esta foi a senha para uma esperada rodada de afrouxamento monetário ao redor do mundo.

Quando falamos de atuação do FED, partimos já para reunião extraordinária feita na última 3ª feira (03/03). Entretanto, o pontapé inicial desse movimento começou mesmo na 6ª feira anterior (28/02), quando o BC americano soltou um comunicado apontando que, ao invés da esperada manutenção dos juros na reunião de março (18 de março), ele estaria disposto a reduzir os juros novamente. Dizemos que esse foi o primeiro passo de um movimento global, porque o FED é como um farol para os demais BCs, uma vez que os seus movimentos têm o condão de alterar as condições de liquidez em todo o sistema. Dito e feito, o primeiro BC a ter uma reunião marcada após essa 6ª feira, o RBA (Royal Bank of Australia), baixou as

suas taxas em 0,25 p.p. na madrugada de 2ª feira para 3ª feira. Fazia sentido, dado que, independente das dúvidas que colocamos acima a respeito da dimensão do choque que virá na esteira dessa doença, certamente ela coloca um viés de baixa para o crescimento mundial. Entretanto, como diria o imperado romano César, *“a mulher de César não basta ser virtuosa, tem que parecer ser virtuosa”*, portanto, ao FED não basta está confiante no desempenho da economia, tem que parecer estar. Infelizmente não foi o que pareceu ao mercado quando ele chamou uma reunião extraordinária e fez um corte de 0,50 p.p., indicando que virá mais na reunião regular do dia 18. A questão não é nem a reunião extraordinária em si, uma vez que o mercado já atribuía alguma chance de ocorrência desse evento, mas o tamanho e a indicação dada. Mesmo considerando que ele poderia fazer essa reunião extra e cortar os juros, os mercados acreditavam que a magnitude seria de 0,25 p.p. com outro corte do mesmo tamanho no encontro regular. Portanto, ao dar mais do que era projetado, ele suscitou a ideia de que estava vendo alguma coisa que o mercado não estava vendo. Lembrando que o que o mercado mais odeia é a incerteza, a perspectiva de que venha algo surpreendente pela frente, foi o suficiente para transformar a euforia inicial em um mau humor terminal. Foi, basicamente isso que fez o índice S&P da bolsa americana oscilar 5,1% entre a máxima do dia (às 12h03) e a mínima (às 16h10).

Essa queimada de largada do FED colocou boa parte dos BCs de países emergentes em uma grande *“saia justa”*. Apesar da expectativa de uma desaceleração da economia mundial, a desvalorização das moedas desses países pode colocar uma pressão sobre as suas inflações que não se verificará nas economias centrais. Olhando para o BCB em particular, ele foi instado a soltar uma nota de esclarecimento na própria 3ª feira, indicando que estava disposto a manter a trajetória de queda de juros na reunião de março (coincidentemente no mesmo dia da reunião do FED, 18 de março), mas afastando a possibilidade de seguir o BC

americano e convocar uma reunião extraordinária para fazer esse movimento. Além disso, o movimento posterior da moeda brasileira, na esteira do medo fomentado pelo FED, faz com que a decisão de reduzir os juros que parecia “tranquila” começasse a ser posta em dúvida. Usando o mercado como barômetro, na 4ª feira (04/03), os juros futuros indicavam uma probabilidade de 11,0% do corte ser de 0,50 p.p., hoje temos que a chance de uma redução 0,25 p.p. está em 84,0%. No mesmo período, a moeda brasileira perdeu 3,0% do seu valor. Se, com o Dólar a R\$ 4,50, a maior preocupação era o efeito deflacionário da perda de dinamismo da economia, a R\$ 4,64, o impacto inflacionário da desvalorização cambial sobre a inflação não pode ser desprezado. Então, o que ele deve fazer? Bem, usando o que aconteceu com o FED como padrão, se o mercado está começando a achar que um corte de 0,25 p.p. seria razoável, o BCB deveria aproveitar e seguir o que está no preço para reduzir o impacto da sua decisão sobre os preços, mesmo que o FED venha a reduzir os juros novamente em 0,50 p.p. como o esperado. Além de limitar a volatilidade, a sua decisão, mais conservadora do que a do FED, poderia até ter um impacto positivo sobre o preço da moeda brasileira, dado que, em termos relativos, a política monetária por aqui estaria mais apertada do que nos EUA.

A famosa frase do filósofo Sócrates, “*só sei que nada sei*”, parece perfeita para o momento atual, mas como não dá para ficar sem Opinião, vamos em frente. O primeiro ponto, a salientar é que, a despeito de considerarmos tudo exagerado nessa questão do coronavírus, temos que respeitar os movimentos do mercado, o que significa dizer que, apenas algum evento externo, como a descoberta de uma vacina e/ou uma estabilização no número de casos fora da China poderá trazer de volta o mercado à racionalidade. Enquanto isso, tentar acertar o movimento será caminho aberto para perder dinheiro. Segundo, com o FED queimando a largada, devemos ter uma rodada de redução dos juros no mundo, Brasil

incluído, mas, se isso pode ser importante lá na frente, por enquanto deverá ser inútil para dar sustentação ao mercado. Finalizando, como diria o samba enredo da União da Ilha de 1978... *“Como será o amanhã, responda quem puder”*.

O número nada auspicioso do Opinião da semana passada, pareceu antever o caos que se instalaria no mundo durante o Carnaval. Portanto, tentando exorcizar as vibrações ruins da semana passada, vamos usar o Opinião de hoje para tentar responder as perguntas que passam pela cabeça de todos nesse momento: O aconteceu para que o mercado piorasse tanto durante as nossas festas de Momo? O movimento não foi exagerado? O pior já passou? Qual o impacto disso tudo na economia brasileira?

Para começar, vamos atualizar o que já sabendo sobre o atual surto de coronavírus, fazendo as mesmas comparações que utilizamos no Opinião 663 com relação ao SARS (Severe Acute Respiratory Syndrome). Apesar do contágio do surto atual ser muito mais rápido e mais espalhado pelo mundo, o seu ciclo vai seguindo o que esperávamos. No texto do início de fevereiro concluímos que: *“se o padrão da SARS se verificar, podemos começar a ver o declínio desses números em mais ou menos duas semanas”*. O que, realmente se verificou para a China. Entretanto, a característica do contágio ser mais rápido do que no caso do SARS, traz uma consequência, o motivo do pânico dessa semana: a disseminação pelo mundo é muito maior agora e, essa, ainda está em aceleração. Quantificando, enquanto o SARS contaminou 8.096 pessoas em 29 países, o surto atual de coronavírus já atingiu 83.732 pessoas em 50 países. Além disso, a doença está chegando de forma mais forte em países “centrais”, com 650 casos

já confirmados na Itália e 2.337 na Coreia do Sul. Fazendo apenas um parêntese na discussão, o 3º lugar onde houve mais casos confirmados até agora foi o navio Diamond Princess (aquele que ficou atracado no Japão), com 705 casos... tempos estranhos. Voltando a discussão central, o que ajuda na disseminação do atual coronavírus é o período de incubação (período no qual o infectado não apresenta sintomas da doença, mas pode transmiti-la) que pode levar até 14 dias, contra 7 dias do SARS, segundo a Organização Mundial da Saúde (WHO, na sigla em inglês). Entretanto, a taxa de mortalidade é bem menor, 3,4%, contra 9,6% do SARS e muito menor do que a pandemia da gripe Influenza A, 21,0%. Portanto, mantemos a nossa análise do início de fevereiro, de que esse novo surto de coronavírus é um evento temporário que segue o padrão normal de propagação, começando em meados de dezembro, com a chegada do inverno e acabando entre abril e maio com a chegada da primavera no hemisfério norte. Se o que está acontecendo não é nada de anormal na história recente, por que essa reação do mercado?

O primeiro motivo é que, dada a elevada liquidez nos mercados globais, os ativos, principalmente o índice S&P da bolsa americana, estavam “esticados”, favorecendo movimentos fortes de correção em momentos de aumento da aversão ao risco. Outro motivo relevante é a importância da China no atual contexto de interligação das cadeias produtivas. Portanto, qualquer problema com a produção por lá, tem efeitos sobre toda a economia mundial, não apenas pela compra menor dos chineses, mas pelo gargalo que pode acontecer na produção ao redor do mundo por falta de matérias primas. Se considerarmos que, esse problema ocorre quando várias economias ao redor do mundo flertam com a recessão, e os BCs tem pouco espaço para reduzir mais os juros para fazer políticas monetárias contracíclicas, temos mais um motivo para correção: a expectativa de uma queda nos resultados das empresas no curto prazo. Dessa forma, o que está acontecendo agora nos

parece mais uma correção em um mercado que vem de um período longo de valorização, do que uma mudança estrutural de patamar. Entretanto, isso não quer dizer que essa correção já acabou, uma vez que ainda estamos vulneráveis a notícias ruins, principalmente aquelas ligadas a paralisação da produção em outros países, inclusive o Brasil, por conta da falta de matérias primas vindas da China e/ou ao aumento substancial de casos nos EUA, a próxima fronteira. Com o VIX (índice de volatilidade do S&P, considerado um bom indicador da aversão ao risco) em níveis mais altos desde agosto de 2011, quando os EUA tiveram a sua nota de crédito reduzida pela S&P de AAA para AA+, todo o cuidado é pouco.

Após tentar entender o que está acontecendo lá fora, vamos nos voltar para a expectativa de qual será o impacto dessa confusão toda associada ao coronavírus no Brasil. O primeiro ponto a destacar é que, a despeito do primeiro caso confirmado desse tipo de gripe em terras brasileira, dificilmente teremos reproduzido aqui a propagação nas ocorrências vistas no hemisfério norte, por um motivo simples: estamos no verão e o coronavírus é um vírus eminentemente de inverno, como, aliás, todo o tipo de gripe. Ou seja, o maior perigo para nós seria que esse vírus continuasse a se propagar no mundo até o nosso inverno, sem que já tenha sido desenvolvida alguma vacina. Pensando apenas em saúde pública, o mais importante agora seria se preocupar com doenças de verão como a Dengue. Por exemplo, os casos dessa doença em 2020 (até 01 de fevereiro) chegaram a 94.129, contra 79.131 no mesmo período do ano passado, uma alta de quase 19,0%. Obviamente que no caso da Dengue é necessário um vetor (o mosquito *Aedes Aegypti*), ao contrário do coronavírus, o que faz o primeiro ser de mais fácil controle do que o último, mas, de qualquer maneira, devemos reforçar que, em termos de saúde pública, o coronavírus não parece se configurar em uma ameaça no curto prazo, como ocorrer em países do hemisfério norte. Entretanto, se isso é

verdade do ponto de vista de saúde pública, o mesmo não pode ser dito em termos econômicos.

No Opinião 665, já havíamos reduzido a nossa projeção de crescimento do PIB do Brasil em 2020 de 2,3% para 2,0%, por conta dos efeitos diretos da redução das importações de produtos brasileiros por parte da China. Entretanto, ainda não “colocamos no preço” que os problemas de fornecimento de matérias primas oriundas das fábricas chinesas possam paralisar a produção por aqui. Segundo uma reportagem de hoje do jornal O Estado de São Paulo, pesquisa feita pela Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletrônica (ABINEE), 57% das empresas ouvidas já apresentavam problemas, 4% operavam com paralização parcial e 15% planejavam paradas parciais. Esse quadro se torna um pouco mais preocupante porque estamos nos aproximando dos Dia das Mães, o que pode comprometer de forma permanente o resultado tanto da indústria quanto do comércio no ano, mesmo considerando que o que deixou de ser produzido for compensado posteriormente. Além desse efeito concreto, o maior risco para o desempenho da economia seria a queda na confiança dos agentes econômicos, como aconteceu no episódio da greve dos caminhoneiros em 2018. A produção pode ser compensada, mas a perda no ímpeto para consumir e investir, não. Portanto, novas revisões para o crescimento brasileiro em 2020, dependerão das notícias sobre possíveis paralizações da produção brasileira em decorrência da suspensão da atividade em várias fábricas na China durante fevereiro, e da evolução dos índices de confiança do empresariado e do consumidor.

Na próxima semana teremos a divulgação do PIB do 4º trimestre de 2019 que, apesar de ser uma visão da economia pelo retrovisor, também poderá alterar as perspectivas para o crescimento em 2020. Sempre lembrando que o número do último trimestre do ano tem um

impacto maior no resultado do ano seguinte do que do ano corrente, vemos o porquê da importância do número do ano passado para o resultado desse ano. O mercado está com uma projeção ao redor de 0,6% de crescimento com relação ao trimestre anterior, um pouco abaixo da nossa, de 0,7%.

A conclusão a que chegamos é que o movimento pode estar exagerado, mas, dificilmente será revertido no curto prazo. Estamos vivendo mais de dúvidas do que de certezas, o que faz com que o mercado perca os parâmetros. Entretanto, devemos lembrar que qualquer gripe tem o seu ciclo e este se encerra com a chegada da primavera no hemisfério norte. Além disso, sempre temos a possibilidade de ser encontrada uma vacina contra esse coronavírus. Certamente ela não estará disponível para uma grande campanha de vacinação durante esse surto, mas o simples anúncio da descoberta será suficiente para reverter o atual pessimismo. Já por aqui, os efeitos mensuráveis, por enquanto, estão restritos ao impacto direto da redução das exportações de produtos brasileiros para a China, ficando a verificar como a paralização da produção chinesa impactará a cadeia de suprimentos por aqui e, como o a agitação dos mercados poderá afetar a confiança dos agentes econômicos na recuperação da economia brasileira. No mais, o que temos a fazer é seguir o conselho de Winston Churchill que, durante a 2ª Guerra afirmou que *“se você está atravessando o inferno... não pare”*.

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

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



## Opinião ABC Brasil – 668

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.