

O dilema do Copom

Sumário Executivo

- O registro pelo IBGE de uma contração de 0,2% no PIB do primeiro trimestre em relação ao trimestre anterior, feitos os devidos ajustes sazonais, certamente gerou frustração, mas passou longe de causar surpresa diante dos seguidos sinais de fraqueza da atividade que se sucederam ao longo destes primeiros meses do ano. Na esteira desse resultado, deve se esperar nova rodada de revisões baixistas nas projeções de crescimento do produto neste ano, a começar da nossa, que cai de 1,1% para 0,6%.
- De um lado, a enorme expectativa alimentada pela posse do governo Bolsonaro e sua agenda ambiciosa de reforma do Estado (ajuste fiscal, traduzido em especial pela PEC da Previdência e por uma série de privatizações), assim como de melhora do ambiente regulatório e de negócios, tem se esvaído rapidamente, conforme demonstrado pelos índices de confiança do consumidor e dos empresários em diversos segmentos econômicos ao longo dos primeiros meses do ano.
- Por outro lado, é importante considerar também, que para além das dúvidas quanto ao futuro dessa agenda e, em particular, da reforma da previdência, o recrudescimento das tensões comerciais entre EUA e China e seu decorrente impacto sobre uma já fragilizada economia global também conspira para acentuar ainda mais o quadro local de incertezas que cerca as decisões de consumo e de investimento das famílias e das empresas.
- Em função do desalento com a retomada da atividade doméstica, cresce a demanda por novos estímulos ou medidas para reverter essa trajetória. De um lado, todas as declarações do ministro Paulo Guedes e de seus principais auxiliares no Ministério da Economia vão na direção de negar qualquer medida fiscal com esse intuito. Além da crença de que seria pouco eficaz, essa postura se deve também e, sobretudo, a uma restrição pragmática: não há espaço no orçamento federal para ampliação quer do gasto público, quer da renúncia fiscal. Muito pelo contrário.
- Sendo assim, as pressões e expectativas têm se concentrado sobre o Copom, que através de um novo corte da taxa Selic, supostamente daria um impulso à economia doméstica. Os defensores da tese de que há espaço para nova redução da taxa básica de juros usam como principais argumentos a própria fraqueza da economia e o nível atual das chamadas medidas de inflação subjacente e, em particular, aquelas mais sensíveis ao ciclo econômico, que em sua maioria, estão em patamar inferior ao centro da meta de inflação. Embora aparentemente atraente, essa narrativa nos parece equivocada, ou no mínimo incompleta, uma vez que atribui de forma preponderante à política monetária (taxa de juros) a tarefa de promover o crescimento econômico.
- Tudo indica que os defensores de nova (e imediata) redução da taxa básica de juros atribuem pouca ou mesmo nenhuma relevância aos sucessivos choques e incertezas que a economia doméstica tem experimentado no passado recente na determinação do seu ritmo de expansão.
- Nós, ao contrário, como temos repetido seguidamente ao longo dos últimos vários meses, acreditamos que esse conjunto de indefinições tem gerado posturas bastante cautelosas por parte de famílias e empresas. Obviamente que incertezas são inerentes à atividade econômica cotidiana e portanto, nunca deixarão de existir, o que por si só não deveria ser freio à ação da autoridade monetária. Porém, no que diz respeito especificamente à reforma da previdência, parece mais que recomendável que o Copom resista à tentação e ou pressões por uma queda iminente da Selic e aguarde por uma maior definição quanto ao seu desfecho.
- Uma redução agora da taxa básica, sem que se vislumbre qual será o formato final (no que tange à potência fiscal) da PEC da Previdência pode apenas gerar uma pressão maior sobre a taxa de câmbio (em função de uma queda adicional do diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa), gerando riscos potenciais sobre o comportamento futuro da inflação, sem que se produza como contrapartida um impulso à atividade doméstica.
- Vale dizer também que as expectativas de inflação para 2020 e 2021, colhidas pelo próprio Banco Central junto a mais de 100 analistas de mercado, encontram-se exatamente no centro da meta desses dois anos, o que por si só já seria um freio a uma redução da Selic.

Ocorre, porém, que essas projeções para o IPCA dos próximos dois anos incorporam altas da taxa básica em relação ao patamar atual, o que sugere que, se mantidas as demais condições, juros menores nos próximos meses levariam a inflação para além do centro da meta.

- Assim, a hipótese de um corte da Selic apenas depois de encaminhada a reforma previdenciária nos parece mais razoável, mas não necessariamente inequívoca, sobretudo porque se a reforma for robusta, o grau de incerteza econômica deve experimentar uma importante redução, o que provavelmente seria suficiente para acelerar decisões de consumo e de investimento sem a necessidade de um estímulo monetário adicional.
- Uma atividade econômica bastante fraca e as enormes incertezas que cercam o ambiente local e o externo compõem um intrincado dilema que certamente divide o Copom atualmente.

Cenário

Apesar de toda a expectativa favorável para este início de ano, sucessivos resultados negativos registrados pela indústria, varejo e serviços condenaram a economia a um desempenho decepcionante no primeiro trimestre.

Nesse sentido, o registro pelo IBGE de uma contração de 0,2% no PIB do primeiro trimestre em relação ao trimestre anterior, realizados os devidos ajustes sazonais, certamente causou frustração, mas dificilmente surpreendeu alguém e, se foi esse o caso, talvez tenha sido por sua magnitude e não por sua direção.

Na esteira desse resultado, é bastante provável que se registre uma nova rodada de revisões baixistas nas projeções de crescimento do produto neste ano, agora com predominância de valores inferiores a 1%.

Nós mesmos já consideramos que o resultado mais provável é uma expansão de meros 0,6%, insuficiente sequer para superar o crescimento populacional de cerca de 0,8% estimado para o ano, o que implica numa ligeira queda no PIB per capita do ano.

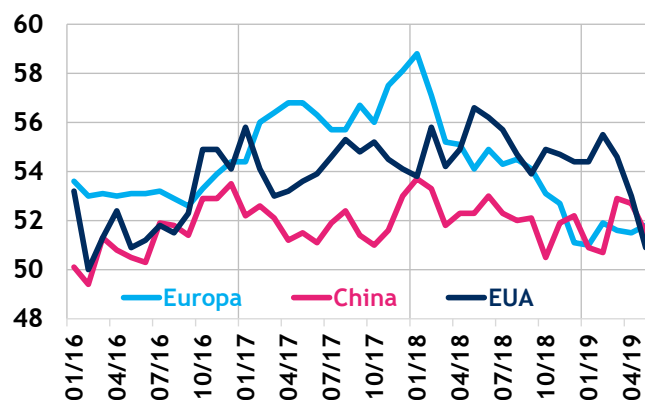
Como vários dos fatores condicionantes da atividade econômica no primeiro trimestre ainda se mantêm presentes, as expectativas de uma retomada mais forte neste segundo trimestre se mostram pouco promissoras.

E quais são, afinal, esses fatores explicativos do desempenho pífio da economia ao longo dos últimos meses e trimestres e que podem (devem ?) persistir, em maior ou menor grau, no futuro próximo? Embora a lista seja grande e diversa, elencamos a seguir aqueles que acreditamos ser os principais:

1) Cenário internacional adverso

Em função de i) medidas implementadas em 2017 pelo governo chinês para reduzir o elevado grau de endividamento de empresas, indivíduos e do próprio Estado, juntamente com o ii) processo de aperto monetário empreendido pelo *Federal Reserve (Fed)* e, não menos importante, as consequências deletérias da iii) guerra comercial entre EUA e China, o ritmo de expansão global sofreu uma forte desaceleração em 2018, que só não foi mais acentuada porque estímulos fiscais adotados pelo governo Trump sustentaram o vigor da economia norte-americana ao longo do ano passado. Esses efeitos, porém, são cada vez menores, e os sinais de que a maior economia do planeta também começa a perder fôlego vão se acumulando.

Gráfico 1: Indicador de atividade industrial (PMI)



Fonte: Bloomberg.

Elab.: Porto Seguro Investimentos.

Esse conjunto de fatores comprometeu seriamente o desempenho industrial global, inquestionavelmente a principal vítima de tarifas comerciais mais elevadas. Embora a *priori* só afetasse os produtos negociados entre EUA e China, seus impactos foram além, uma vez que as cadeias de suprimentos de vários segmentos da manufatura normalmente estão espalhadas por vários países, com destaque para os arranjos industriais vigentes na Ásia, Europa e América do Norte.

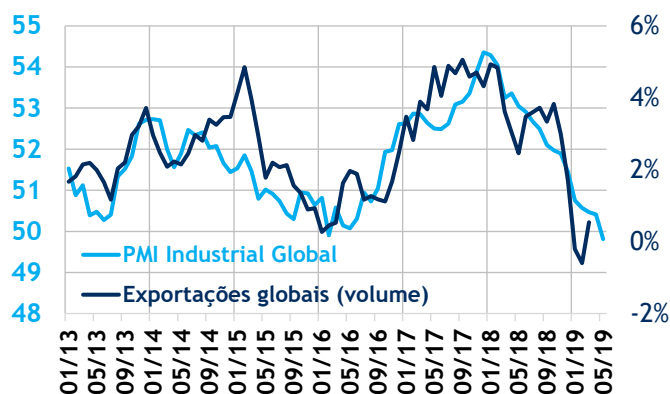
Sendo assim, exportações de produtos chineses sobretaxados pelos EUA acabaram por afetar a produção de insumos e matérias primas utilizadas pela China mas adquiridas em outros países.

Além disso, a indefinição quanto às negociações entre os dois países também afetaram as decisões de investimento de várias empresas mundo afora, pois a manutenção ou não das tarifas poderia recomendar a alteração do destino desses investimentos.

Não por acaso, ao longo dos últimos trimestres, os volumes do comércio internacional registraram uma significativa redução em seu ritmo de expansão. Da mesma forma, indicadores globais associados ao

investimento em máquinas e equipamentos também apresentaram piora acentuada.

Gráfico 2: Indicador de atividade industrial (PMI) e exportações globais (12M, MM 3M)



Fontes: Bloomberg e WTM. Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

Para além desse quadro global já suficientemente desafiador, a profunda crise econômica da Argentina, um importante parceiro comercial do Brasil, sobretudo no que diz respeito a produtos manufaturados, completou um conjunto de condições bastante adversas para a atividade doméstica.

Havia a expectativa de que esse ciclo de desaceleração global fosse revertido a partir deste início de 2019, na esteira da interrupção do ciclo de alta dos juros pelo *Fed*, de um conjunto (modesto) de medidas de estímulo anunciado pelo governo da China e, sobretudo, da iminência de um acordo comercial entre China e EUA.

Entretanto, o recrudescimento das tensões entre esses países desde o início de maio é um revés inesperado para as visões mais otimistas com o crescimento global ao longo deste ano. No caso da vizinha Argentina, a indefinição quanto ao resultado da eleição presidencial do final do ano tampouco deve ser de alguma ajuda para melhorar a demanda por nossos produtos industriais e, conseqüentemente, a atividade dos segmentos mais expostos ao comércio exterior.

2) Contração do gasto público

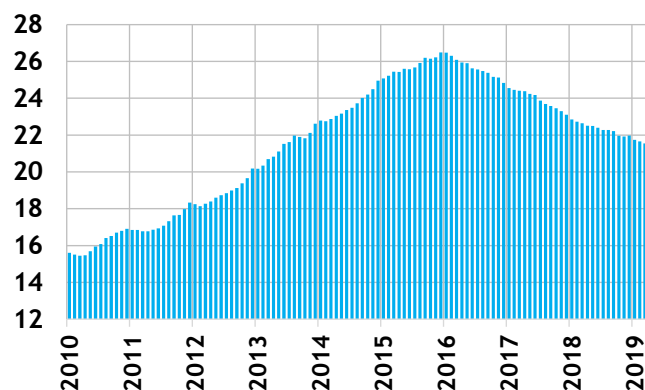
O colapso das finanças de vários estados e municípios e, em menor grau, da União, ao longo dos últimos anos tem gerado uma forte contração da demanda agregada desses entes, seja no que diz respeito ao investimento, seja em relação aos seus gastos correntes (contrariamente, os gastos com o funcionalismo e o pagamento de benefícios previdenciários seguem crescendo). Embora suficientemente grave com o que já se sabe, a verdadeira dimensão dessa crise é desconhecida, uma vez que os dados referentes às esferas estaduais e municipais são escassos, e aqueles disponíveis tendem a subestimar a real profundidade da crise.

No que diz respeito às contas federais, em que há mais e melhores informações à disposição, o tamanho do ajuste em suas despesas pode ser visto através do comportamento das despesas discricionárias (que incluem os investimentos), que passaram de 2,5% do PIB em 2014 para 1,8% no ano passado. Mesmo no caso das chamadas despesas obrigatórias, exclusive o pagamento de benefícios previdenciários e a folha de salários dos servidores (ativos e inativos), o patamar observado em 2018 era o mesmo de 2014 (4,9% do PIB).

3) Redução do crédito subsidiado

Durante a primeira metade da década, o BNDES e outros bancos públicos promoveram uma significativa expansão da oferta de crédito com taxas de juros subsidiadas, alcançando projetos e setores específicos que, diante daquelas condições, experimentaram um crescimento mais acelerado, mas que se mostrou apenas temporário e obtido às custas de uma simultânea elevação da dívida pública, à medida em que o Tesouro Nacional buscava esses recursos a preços de mercado e os repassava, por intermédio dos bancos estatais, às empresas e pessoas físicas elegíveis para obter tais condições favorecidas.

Gráfico 3: Crédito direcionado (% do PIB)



Fonte: Bacen.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

Ocorre que em muitos casos, a demanda por determinado produto ou serviço só se justificava mediante a obtenção do subsídio, isto é, não teria se materializado se dependesse de financiamento a taxas de mercado. Diante do forte encolhimento daquela prática (oferta de crédito subsidiado) nos últimos três anos, setores e/ou projetos que outrora exibiram um desempenho superior à média daqueles que não obtiveram as mesmas vantagens agora estão em posição inversa, uma vez que sua competitividade ou mesmo viabilidade nas condições atuais é significativamente menor.

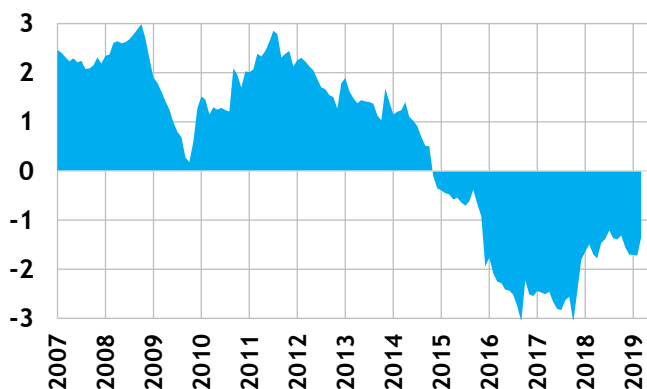
É bem verdade que a redução desses subsídios cruzados (em que parcela dos agentes paga uma taxa de juros maior para “financiar” ao menos parte das taxas favorecidas obtidas por outros) deveria promover uma

redução na taxa média de juros da economia (quando todos pagam, o valor médio pago por cada um pode ser menor), mas até agora os benefícios de uma taxa de juros menor em média para a ampla maioria dos agentes ainda não se traduziu em mais investimento ou consumo, uma vez que o grau de incerteza sobre o futuro tem se mantido elevado.

4) Incerteza com a sustentabilidade das contas públicas

Se o forte e abrupto declínio (em larga medida, mais compulsório do que propriamente voluntário, diga-se) do gasto público corrente já tem parcela importante na explicação do fraco desempenho da atividade doméstica nos últimos anos, o quadro fiscal, de uma forma mais ampla, tem relevância ainda maior, à medida em que as dúvidas quanto à dinâmica da dívida pública têm aumentado bastante ao longo da década, levando os agentes econômicos a adotar uma postura mais cautelosa quanto a suas decisões de consumo e investimento.

Gráfico 4: Resultado primário do setor público (12M, % do PIB)



Fonte: Bacen.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

Até que se consolidem os meios para a reversão dos resultados primários negativos registrados nos últimos anos (e ainda esperados para os vários próximos), os prêmios de risco-país seguirão superiores àqueles que poderiam ser obtidos numa condição fiscal mais saudável. Isso tanto limita o espaço de queda dos juros como mantém a taxa de câmbio mais depreciada. Adicionalmente, mantém sempre presente o risco de um flerte com o financiamento inflacionário em caso de deterioração adicional. Parece desnecessário elaborar com mais profundidade os impactos que tais condições geram sobre a produção e o emprego.

Assim, embora a reforma da previdência não seja uma panaceia que resolverá todos nossos desequilíbrios fiscais, ela é uma condição mais que necessária para que se caminhe nessa direção. Não por acaso, a até aqui atribulada tramitação da reforma proposta pelo governo Bolsonaro tem gerado uma frustração entre os agentes

econômicos diante das elevadas expectativas alimentadas com a posse do novo governo.

5) Sucessivos choques afetando a confiança dos agentes

Além de um quadro internacional menos benigno e as enormes incertezas quanto à condição estrutural do financiamento público no médio e longo prazo, o passado recente também experimentou eventos de grande relevância que contribuíram para afetar negativamente o grau de confiança de empresários e consumidores, com destaques óbvios para a greve de caminhoneiros em maio passado e a campanha eleitoral ao longo do terceiro trimestre de 2018.

Em meio a esse cenário de desalento com a retomada da atividade, cresce a demanda por novos estímulos monetários e fiscais para reverter essa trajetória. De um lado, todas as declarações do ministro Paulo Guedes e de seus principais auxiliares no Ministério da Economia vão na direção de negar qualquer medida fiscal com esse intuito. Além da crença de que seria pouco eficaz, essa postura se deve também, e sobretudo, a uma restrição prática: não há espaço no orçamento das três esferas de governo para qualquer ampliação quer do gasto público, quer da renúncia fiscal. Muito ao contrário.

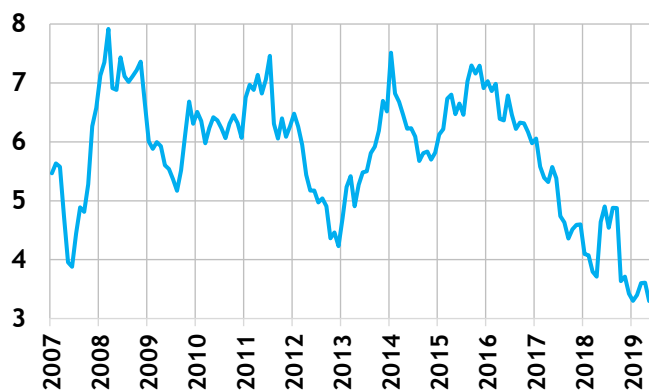
Sendo assim, as pressões e expectativas se voltam ao Copom, que através de uma nova redução da taxa Selic, poderia promover um maior dinamismo da economia doméstica. Os defensores da tese de que há espaço para nova redução da taxa básica de juros usam como principais argumentos a própria fraqueza da economia e o nível atual das chamadas medidas de inflação subjacente e, em particular, seus componentes mais sensíveis ao ciclo econômico, que em sua maioria, estão em patamar inferior ao centro da meta de inflação.

Embora aparentemente atraente, essa narrativa nos parece equivocada, ou no mínimo incompleta, uma vez que os defensores de nova (e imediata) redução da taxa básica de juros atribuem pouca ou mesmo nenhuma relevância aos sucessivos choques e incertezas que nossa economia tem experimentado no passado recente na determinação do seu ritmo de expansão, conforme mencionado anteriormente.

Nós, ao contrário, como temos repetido seguidamente ao longo dos últimos vários meses, acreditamos que esse conjunto de indefinições tem gerado posturas bastante cautelosas por parte de famílias e empresas. Obviamente que incertezas são inerentes à atividade econômica cotidiana e portanto nunca deixarão de existir, o que por si só não deveria servir de freio à ação da autoridade monetária. Porém, no que diz respeito especificamente à reforma da previdência, parece mais que recomendável que o Copom resista à tentação e/ou a pressões por uma queda da Selic e aguarde por uma maior definição quanto ao seu desfecho.

Uma redução agora da taxa básica, sem que se vislumbre qual será o formato final (no que tange à potência fiscal) da PEC da Previdência pode apenas gerar uma pressão maior sobre a taxa de câmbio (em função de uma queda adicional do diferencial entre a taxa juros doméstica e a externa), gerando riscos potenciais sobre o comportamento futuro da inflação, sem que se produza como contrapartida um impulso à atividade doméstica.

Gráfico 5: Diferencial de taxas reais de juros (5 anos) Brasil x EUA (%)



Fontes: Anbima e Bloomberg. Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

Nesse sentido, é curioso observar que na mediana das projeções exibidas pelo Relatório Focus divulgado semanalmente pelo Banco Central, as expectativas para o IPCA de 2020 e 2021 (o horizonte relevante para a política monetária) estão exatamente no centro da meta para cada um desses dois anos, ao passo que a Selic projetada embute elevações em ambos os anos em relação ao patamar atual.

Em outras palavras, considerando-se a mediana atual das opiniões dos economistas participantes daquele levantamento, não apenas não há espaço para cortes da taxa básica de juros como, mais que isso, é necessário uma ligeira elevação para que se alcance os valores estipulados como meta de inflação para os próximos dois anos.

Quanto à hipótese de um corte da Selic apenas depois de encaminhada a reforma previdenciária, ela nos parece mais razoável, mas não necessariamente inequívoca, sobretudo porque se a reforma for robusta, o grau de incerteza econômica deve experimentar uma importante redução, o que provavelmente será suficiente para acelerar decisões de consumo e de investimento sem a necessidade de um estímulo monetário adicional. Esse parece ser o dilema que o Copom vive atualmente.

Vale dizer, porém, que diante dos sinais mais recentes de membros do Federal Reserve, incluindo o *chairman* Jerome Powell, na direção de um possível afrouxamento da política monetária dos EUA ainda neste ano, esse dilema do Copom poderia ser mais facilmente resolvido,

já que abriria espaço para um corte na taxa local sem que se reduzisse o já historicamente baixo diferencial de juros ora vigente, evitando-se assim uma depreciação da moeda local e, conseqüentemente, potenciais pressões inflacionárias decorrentes da desvalorização cambial.

Quadro de projeções

		2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB	var. acum. %	-3,5	1,1	1,1	0,6	2,2
IPCA	var. acum. %	6,3	3,0	3,7	4,0	3,9
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,26	3,31	3,88	4,00	4,15
Selic	%, dez	13,75	7,00	6,50	6,50	6,50

(p): projeções

José Pena

Economista-Chefe

jose.pena@portoseguro.com.br

Bruno Campos

Economista

bruno.campos@portoseguro.com.br

Porto Seguro Investimentos

Alameda Ribeiro da Silva, 275 - 1º andar - São Paulo - SP
01217-011

Central de Atendimento: (11) 3366-3370

SAC: 0800-727-2763

SAC para deficientes auditivos: 0800-727-8736

Ouvidoria: 0800-727-1184

porto.investimentos@portoseguro.com.br

www.portoseguro.com.br/investimentos

Considerações Legais: A Porto Seguro Investimentos é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.