

Juros baixos por (muito) mais tempo

Maurício Molan*
mmolan@santander.com.br
+55-11-3012-5179
Lucas Nobrega Augusto*
luaugusto@santander.com.br
+55-11-3553-5263

- Acreditamos que existem fatores estruturais e transitórios que têm impedido a recuperação mais rápida da economia brasileira após o substancial impulso proporcionado pela política monetária e pela recuperação da confiança das famílias e das empresas.
- Entre os fatores estruturais, destacamos a significativa desaceleração dos gastos do governo e o papel dos bancos públicos, com os últimos tendo se tornado muito mais conservadores nos últimos anos em termos de propensão a emprestar.
- Quanto aos elementos transitórios, destacamos indicadores de confiança e exportações de manufaturados. O primeiro foi drasticamente afetado em meados de 2018 pela greve dos caminhoneiros e a incerteza em torno das eleições. O segundo foi afetado pelo agravamento do cenário macroeconômico na Argentina, levando a um colapso nas exportações de produtos manufaturados para aquele país.
- Outro fator importante é que, embora a aprovação da reforma da previdência no final de 2019 seja provável, em nossa opinião, as dificuldades políticas serão significativas.
- Apesar de estimarmos que o atual patamar de juros seja estimulativo, não acreditamos que seja suficiente para acelerar o ritmo de crescimento no curto prazo.
- Acreditamos, no entanto, que a taxa Selic não será reduzida antes de esclarecermos o resultado da reforma previdenciária.
- O ritmo mais lento de crescimento do PIB levou a uma trajetória diferente das expectativas de hiato do produto, que esperamos um provável estreitamento apenas em 2021. Portanto, estamos alterando nossa projeção de taxa Selic para o final do ano de 2020 de 8,5% para 6,5%, mantendo nossa projeção para 2019 em 6,5%.

Composição do PIB e Taxa Selic (%)			
Componentes	2018	2019F	2020F
PIB Total	1,1	2,3	3,0
Agricultura e Pecuária	0,1	2,0	2,5
Indústria	0,6	1,6	3,3
Serviços	1,3	2,4	2,9
Consumo das Famílias	1,9	2,2	3,0
Consumo do Governo	0,0	-0,2	0,6
Formação Bruta de Capital Fixo	4,1	4,5	7,0
Exportações	4,1	2,7	3,2
Importações (-)	8,5	3,5	3,7
Taxa Selic	6,5	6,5	6,5



Revisão da Selic

Acreditamos que o fraco crescimento do consumo das famílias está relacionado principalmente a choques transitórios que afetaram negativamente a confiança e as condições financeiras no segundo e terceiro trimestres de 2018. Como a situação já melhorou em termos do clima geral da economia, **esperamos ver melhores números relacionados a vendas, crédito e serviços nos próximos meses** (ver [Por que o consumo desacelerou em 2018 e o que esperar para 2019?](#), 11 de março de 2019).

No entanto, reconhecemos que o crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2019 será, provavelmente, mais fraco que o esperado anteriormente, em partes como consequência de um decepcionante desempenho do setor manufatureiro no quarto trimestre de 2018, especificamente associado a segmentos mais sensíveis às exportações para a Argentina (veja [Economic Derby: Rivals or Teammates?](#), 19 de fevereiro de 2019). Estimamos que no primeiro trimestre de 2019, o crescimento do PIB foi de 0,3% em termos dessazonalizados (em relação ao trimestre anterior).

Como destacamos em nosso relatório [10 Macro Propositions for 2019](#), 7 de janeiro de 2019, outro importante fator que contribui para um PIB mais baixo é que, **embora esperemos que a reforma da previdência social seja aprovada até o final de 2019, as dificuldades políticas serão significativas**. Entendemos que a estrutura da reforma é impopular e que o governo não tem uma maioria confortável no Congresso. Assim, a liderança do governo enfrenta um cenário desafiador na coordenação do apoio à sua proposta, o que poderia levar à volatilidade nos preços dos ativos.

Em nosso relatório de 27 de fevereiro, [Is The Glass Half Empty ou Half Full?](#), revisamos nossa projeção para o PIB de 2019 de 3% para modestos 2,3%; e mantivemos nossa projeção de expansão de 3,0% em 2020.

Em circunstâncias normais, esperaríamos um impulso adicional da política monetária. No entanto, acreditamos que a taxa Selic não será reduzida antes que tenhamos clareza sobre o resultado favorável ou não da reforma previdenciária. Não esperamos uma definição antes do segundo semestre do ano. A essa altura, acreditamos na materialização de um ritmo de crescimento mais forte do consumo, tornando o impulso monetário adicional desnecessário.

De qualquer forma, **nossa revisão de queda para o crescimento do PIB levou a uma trajetória diferente das expectativas de hiato do produto, que esperamos um provável estreitamento apenas em 2021**. Portanto, um aumento da taxa Selic no próximo ano não será necessário, em nossa opinião. **Assim, estamos alterando nossa projeção da taxa Selic para o ano de 2020 de 8,5% para 6,5%, mantendo nossa projeção para 2019 em 6,5% ao ano.**

Atividade econômica mais fraca: Mais do que os olhos podem ver

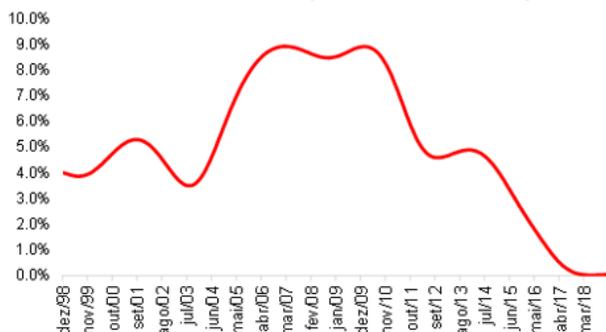
Acreditamos que existem fatores estruturais e transitórios que têm impedido a recuperação da economia brasileira em consequência do impulso substancial proporcionado pela política monetária e pela recuperação da confiança das famílias e das empresas.

Fatores Estruturais

Entre os fatores estruturais, destacamos a significativa desaceleração dos gastos do governo, ilustrada abaixo pelo ritmo de expansão dos gastos do governo central a preços constantes. É importante enfatizar que, embora essa medida sugira uma contração da demanda do setor público por bens, serviços e mão-de-obra, ainda é discutível se a política fiscal se tornou contracionista nos últimos anos. A maioria dos bancos centrais (incluindo o Banco Central do Brasil) comumente leva em conta o superávit primário ao desenvolver uma postura de política fiscal (veja o quadro do [Relatório Trimestral de Inflação, BCB](#), junho, 2011).

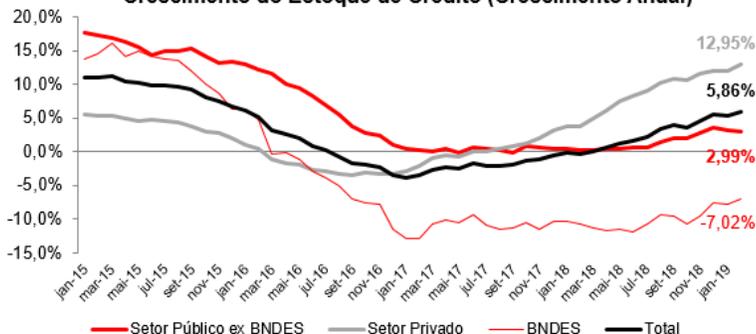


Gastos do Governo (Crescimento Anual %)



Fonte: IBGE

Crescimento do Estoque de Crédito (Crescimento Anual)



Fonte: BCB

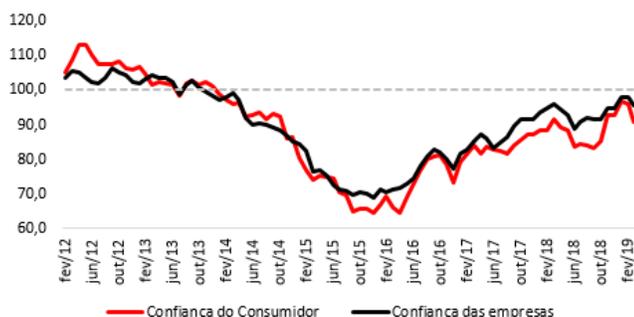
Outro fator estrutural que poderia estar criando dificuldades para uma aceleração do crescimento do PIB é o papel dos bancos públicos. Essas instituições, que representam 51% do total de ativos do sistema financeiro, se tornaram muito mais conservadoras nos últimos anos em termos de sua propensão a emprestar, em clara oposição à postura prevalecente antes de 2017 (ver quadro acima).

Esses aspectos foram mencionados recentemente como razões por trás de uma provável redução nas taxas de juros neutras no Brasil. **Além de considerações fiscais e parafiscais, o nível das taxas de juros compatíveis com a inflação estável é provavelmente menor atualmente** devido à diminuição das taxas de juros no mundo, menor prêmio de risco no Brasil e expectativas de inflação ancoradas concedidas por um Banco Central crível.

Fatores Transitórios

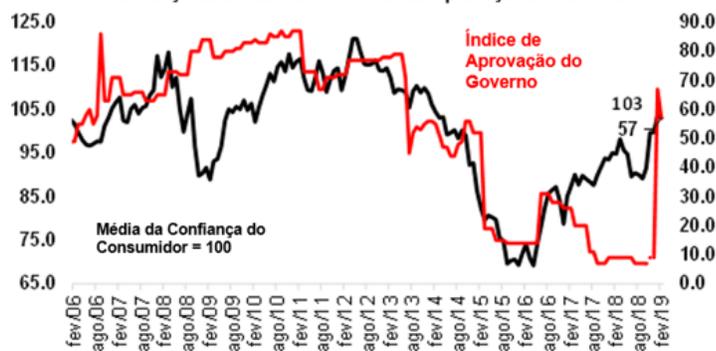
Quanto aos elementos transitórios que vêm contribuindo para as expectativas frustradas de recuperação, destacamos a confiança e as exportações de manufaturados. O primeiro foi drasticamente afetado em meados de 2018 pela greve dos caminhoneiros e a incerteza em torno das eleições. Já detalhamos esta questão em [“Por que o consumo desacelerou em 2018 e o que esperar para 2019?”](#), 11 de março de 2019. A conclusão é que acreditamos que o lento ritmo de crescimento do consumo das famílias é uma consequência direta da deterioração das expectativas observadas entre o segundo e terceiro trimestre do ano passado. O processo de recuperação dos indicadores de confiança já começou; no entanto, em nossa opinião, ganhará força com a aprovação de uma sólida reforma da previdência social e, conseqüentemente, poderemos observar as vendas no varejo, o crédito para pessoas físicas e a demanda por serviços voltando a subir a partir do quarto trimestre de 2019.

Confiança dos Consumidores e Empresas Ajustados Sazonalmente



Fonte: FGV

Confiança do Consumidor vs Índice de Aprovação do Governo

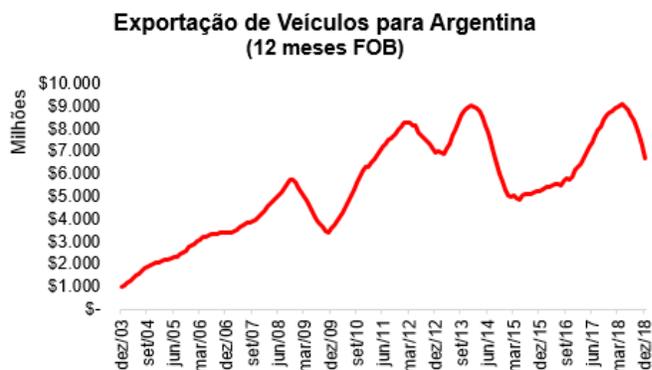


Fontes: FGV e IBOPE

Além da confiança, houve um agravamento substancial do cenário na Argentina, também a partir de meados de 2018, o que resultou em uma profunda recessão e levou a um colapso das exportações de manufaturados para aquele país. Também exploramos essa questão em [“Economic Derby: Rivals or Teammates?”](#), 19 de fevereiro de 2019. Embora o Brasil continue sendo uma economia fechada, com o comércio total respondendo por não mais do que 29% do PIB, as exportações de manufaturados são relevantes para a dinâmica da produção industrial (representam cerca de 15%). O impacto das vendas contratadas no exterior contribuiu para a reversão dos setores da tendência de alta que prevaleceu até maio de 2018.



Fontes: MDIC



Fontes: MDIC

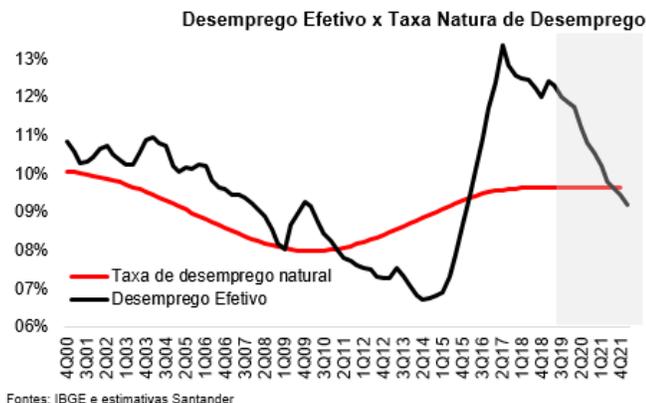
Para agravar o problema, o trágico colapso da barragem em Brumadinho já reduziu a atividade de mineração no primeiro trimestre deste ano. A fraca demanda por mão-de-obra tem sido uma das consequências mais significativas do enfraquecimento da produção industrial e ajudou a interromper a tendência de queda do desemprego no quarto trimestre de 2018.

Política Monetária: Juros baixos por (muito) mais tempo

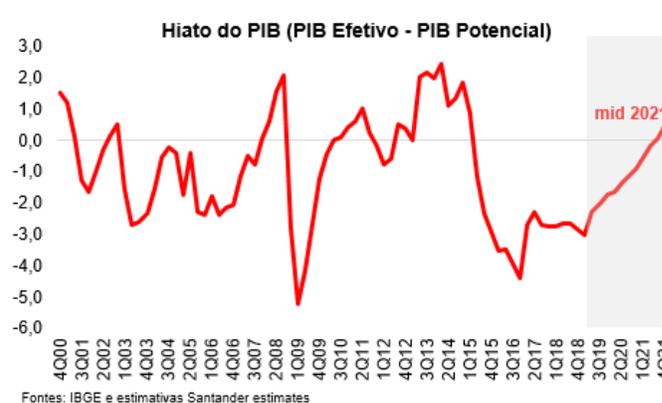
Considerando choques permanentes e temporários, acreditamos que a política monetária atual não é suficiente para sustentar um crescimento substancial da atividade econômica. Apesar de vermos o nível atual da taxa de juros como estimulativo, não seria suficiente, em nossa visão, para acelerar o ritmo de crescimento no curto prazo.

No entanto, apesar do consenso das previsões de inflação estarem consideravelmente abaixo da meta do Banco Central, **não esperamos que a autoridade monetária reduza as taxas de juros para aumentar o estímulo por três razões principais:** (i) o cenário internacional desafiador (ver nosso relatório recente, [Grandes Desafios e Riscos Elevados no Cenário Global: E o Brasil Com Isso?](#), 22 de janeiro de 2019); (ii) eventual frustração em relação à reforma da previdência pode levar à deterioração dos preços dos ativos no Brasil (incluindo a taxa de câmbio) e requerer uma drástica reação à política monetária, o que não seria positivo para a credibilidade do Banco Central; e (iii) a esperada turbulência no processo de reforma previdenciária, trazendo volatilidade aos preços dos ativos, como vimos recentemente. O agravamento das condições financeiras, especialmente os níveis mais altos de câmbio, reduzem significativamente o apelo das taxas de juros mais baixas.

Vale a pena notar que acreditamos que uma versão diluída da reforma da previdência social será aprovada até o final deste ano. Assim, até lá, esperamos níveis de confiança mais elevados, melhores condições financeiras e, conseqüentemente, melhora do consumo das famílias e uma política monetária expansionista mais eficaz. Nesse cenário, qualquer redução nas taxas de juros para novos estímulos na atividade econômica não seria mais necessária.



Fontes: IBGE e estimativas Santander



Fontes: IBGE e estimativas Santander estimates

Por último, mas não menos importante, considerando nosso cenário revisado de crescimento mais lento neste ano e um declínio gradual do desemprego, estimamos que o estreitamento do hiato do produto irá demorar mais para ocorrer (isso acontecerá apenas em 2021, em nossa visão). **Portanto, parece razoável que o Banco Central mantenha as taxas de juros no nível baixo atual por muito mais tempo.**



Este material foi preparado pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e não constitui uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários. Ele pode conter informações sobre eventos futuros e estas projeções/estimativas estão sujeitas a riscos e incertezas relacionados a fatores fora de nossa capacidade de controlar ou estimar precisamente, tais como condições de mercado, ambiente competitivo, flutuações de moeda e da inflação, mudanças em órgãos reguladores e governamentais e outros fatores que poderão diferir materialmente daqueles projetados. A informação nele contida baseia-se na melhor informação disponível, recolhida a partir de fontes oficiais ou críveis. Não nos responsabilizamos por eventuais omissões ou erros. As opiniões expressas são as nossas opiniões no momento. Reservamo-nos o direito de, a qualquer momento, comprar ou vender valores mobiliários mencionados. Estas projeções e estimativas não devem ser interpretadas como garantia de performance futura. O Banco Santander (Brasil) S.A. não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar essas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído, publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem expressa autorização do Banco Santander (Brasil) S.A..

©2019 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados

