

Dias que Pararam o País – Avaliação Preliminar

Mauricio Molan e time
mmolan@santander.com.br
 +55-11-3012-5724

- Os dias de paralisação no transporte de cargas resultaram em escassez de importantes insumos e interrupção da produção em diversas indústrias. Neste relatório, pretendemos fornecer estimativas preliminares do efeito dos eventos do final de maio sobre importantes variáveis econômicas.
- Em nossa visão, o impacto sobre a atividade econômica será significativo. Diante dos acontecimentos, revisamos nossa projeção de crescimento do PIB no 2T18 de 0,8% t/t para 0,2% t/t. Além disso, acreditamos que os efeitos negativos sobre a confiança do empresariado e dos consumidores devem prejudicar consumo e investimentos no próximo semestre.
- Estimamos um impacto total negativo de 0,7 p.p. sobre o crescimento do PIB este ano, considerando efeitos diretos e indiretos (via canal da confiança). Somando isso ao fraco desempenho da atividade no 1T18, revisamos nossa projeção de crescimento em 2018 para 2% (contra 3,2% anteriormente). Para 2019, continuamos com a expectativa de crescimento de 3,2%.
- Acreditamos que as medidas recentemente anunciadas pelo governo custarão R\$ 14,4 bilhões até o final de 2018, o que deve ser compensado apenas parcialmente diante do plano de financiamento apresentado até agora.
- Mais importante que os custos, as receitas sofrerão queda adicional devido aos impactos da paralisação sobre a atividade, segundo nossa avaliação. Acreditamos que essa perda será entre R\$ 20-25 bilhões (algo em torno de 0,25% do PIB), o que deverá forçar o governo a realizar novos cortes de gastos entre 3 e 10 bilhões de reais para que a meta de déficit de R\$ 159 bilhões seja atingida.
- Em relação à inflação, esperamos que os efeitos da paralisação se manifestem significativamente no curto prazo (dados para maio e junho) e de forma neutra no longo. À medida que a normalização das atividades avance, a inflação para o ano retornaria a um patamar próximo ao que esperávamos antes da crise. Desse modo, mantemos nossa projeção de 3,5% em 2018.
- Por fim, não acreditamos que exista risco relevante de maior aperto monetário devido à paralisação. Nosso cenário assume impactos de magnitude semelhante sobre oferta (distorções na cadeia produtiva) e demanda. Além disso, com a inflação abaixo da meta e a perspectiva negativa para a atividade econômica, o balanço de riscos tende a levar à manutenção de baixas taxas de juros à medida que as incertezas se dissipem. Mantemos, portanto, nossa projeção de Selic a 6,5% a.a. pelo menos para os próximos quatro trimestres.

Figura 1. Impacto Fiscal das Iniciativas de Redução do Preço do Diesel em 2018 e Medidas Anunciadas

	Impacto		Medidas Anunciadas		
	MinFin (restante 2018)	Santander 2018			
CIDE (-5 centavos)	1,7	1,7	Fim da desoneração da folha de pagamento	4,0	
PIS/Cofins (-11 centavos)	2,3	3,2			
Subsídio para Petrobras (corte de 30 centavos)	9,5	9,5	Folga fiscal	5,7	
			Corte de gastos	3,8	
	13,5	14,4		13,5	

Fontes: MinFin e Banco Santander.

Figura 2. PIB: Revisão nas Projeções (%)

Componentes	Crescimento Real do PIB (%)					
	2Q17	2015	2016	2017	2018 (anterior)	2018 (atual)
PIB Total	0,7	-3,5	-3,5	1,0	3,2	2,0
Agropecuária	-2,3	3,3	-4,3	13,0	-0,5	-3,0
Indústria	-0,4	-5,8	-4,0	0,0	3,4	2,8
Serviços	0,8	-2,7	-2,6	0,3	3,0	1,7
Consumo Doméstimo	1,2	-3,2	-4,3	1,0	4,3	3,0
Consumo do Governo	-0,1	-1,4	-0,1	-0,6	0,3	0,1
Investimentos	0,0	-13,9	-10,3	-1,8	7,0	4,5
Exportações	1,2	6,8	1,9	5,2	3,7	3,3
Importações (-)	-3,4	-14,2	-10,2	5,0	9,4	8,7

Fontes: IBGE e Banco Santander.



Diante do aumento de 14% no preço do diesel em apenas 10 meses, combinado com a queda nas receitas devido ao fraco desempenho da atividade e maior competição (aumento de 40% na frota como resultado de subsídios via crédito), os caminhoneiros decidiram paralisar suas operações em 22 de maio, reivindicando redução no preço do diesel, cortes nas tarifas de pedágio e preço mínimo de frete.

Após onze dias de bloqueio rodoviário, o resultado foi escassez de suprimentos (acompanhado de aumento nos preços), problemas de mobilidade (falta de combustível para carros, ônibus e aviões) e interrupção na atividade de diversos setores. Consequentemente, diversas concessões foram realizadas pelo governo, as quais são resumidas na Figura 1. Em nossa visão, elas resultarão em um custo fiscal difícil de ser totalmente compensado. Nesse estudo, fornecemos um levantamento preliminar acerca do impacto fiscal das medidas anunciadas, assim como o efeito sobre o crescimento econômico (significativamente negativo, segundo nossas estimativas). Acreditamos que o impacto inflacionário será pouco relevante para o ano como um todo, apesar dos prováveis (e fortes) impactos de curto prazo.

Impacto na Atividade: Expectativa de Redução de 0,7 p.p no Crescimento do PIB

Os efeitos sobre o crescimento tendem a ocorrer em três frentes: i) perda de atividade durante os dias de paralisação; ii) perda de atividade durante o período de normalização e retorno às operações usuais; e iii) redução nos níveis de consumo e investimento devido à piora na confiança de consumidores e empresários.

Evidências preliminares apontam para prejuízos nos três setores principais da economia. Para a indústria, acreditamos que será possível recuperar boa parte da produção perdida ao longo dos próximos meses, principalmente devido ao baixo nível de utilização da capacidade. Já para os setores de serviços e agropecuária, algumas perdas parecem irreversíveis. A perda de rebanhos nos próprios locais de produção (falta de alimento) ou nas estradas (bloqueios impedindo o transporte) e a não provisão de serviços por motivos de demanda e oferta dificilmente serão recuperadas.

Em geral, esses efeitos devem ser capturados pelos indicadores de atividades de maio e junho, piorando bastante o cenário de crescimento do PIB no segundo trimestre: passamos a projetar alta de 0,2% em comparação com o primeiro trimestre do ano (valor significativamente abaixo da nossa expectativa anterior, de 0,8% t/t). Há, porém, perspectiva de recuperação no terceiro trimestre de 2018, puxada principalmente pela indústria (efeitos da normalização da produção e base de comparação mais deprimida).

O Lado da Demanda

Um importante efeito adicional deverá ser a perda de crescimento via redução na confiança. Com base em eventos anteriores e na relação entre confiança e outros indicadores (taxas de juros reais, câmbio, expectativa de crescimento e mercado de trabalho, por exemplo), assumimos como premissa que tanto a confiança do consumidor quanto a do empresariado registrarão queda de 5% (em relação ao cenário original) nas próximas leituras, retornando aos níveis observados ao final de 2017, que parecem consistentes com um ritmo apenas moderado de recuperação da atividade doméstica¹.

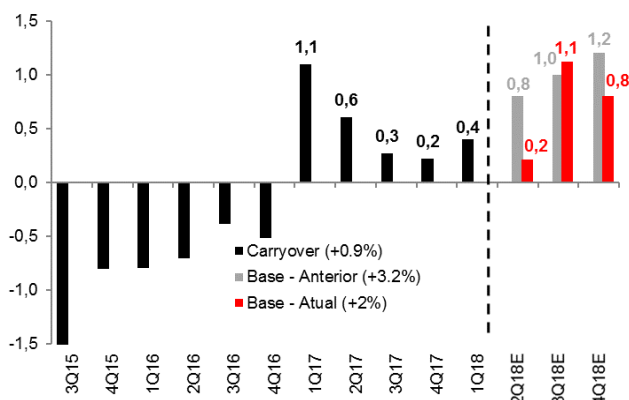
Efeito Total

Os impactos da paralisação só pioraram o cenário de baixo crescimento da economia brasileira, em linha com a elevação do PIB em apenas 0,4% no primeiro trimestre deste ano, em comparação com os últimos três meses de 2017. Dessa forma, passamos a projetar crescimento de 2% para o PIB Brasileiro em 2018, muito abaixo da expectativa anterior, de 3,2%. Para 2019, mantemos a projeção de 3,2% de expansão, especialmente devido aos efeitos defasados e cumulativos da política monetária expansionista e à dissipação de algumas incertezas relevantes do ambiente macroeconômico (assim como dos efeitos da paralisação no transporte de cargas).

¹ Estimou-se um modelo VAR (Vetores Auto Regressivos) em que o crescimento do PIB está relacionado à confiança (empresarial e consumidor), taxa de juros reais e crescimento do PIB mundial.

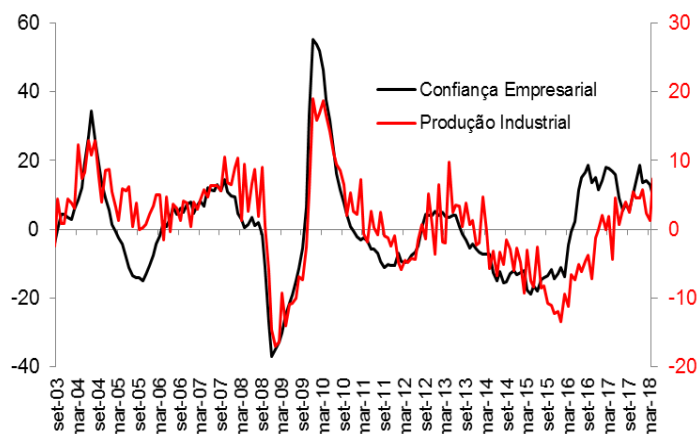


Figura 3. Crescimento Real do PIB (% t/t) – Cenários para 2018



Fontes: IBGE, FGV e Banco Santander.

Figura 4. Produção Industrial versus Confiança (%)



Fontes: IBGE, FGV e Banco Santander.

Impacto Fiscal: Meta Para 2018 Torna-se Mais Desafiadora

Como resposta às reivindicações dos caminhoneiros, uma das medias anunciadas pelo governo foi a redução de 46 centavos no litro do diesel pelos próximos 60 dias. Decompondo esta redução, observamos que 16 centavos resultaram do corte permanente de imposto – 5 centavos da CIDE e 11 centavos do PIS/Cofins – e 30 centavos restantes vieram com a redução temporária de 10% no preço do diesel cobrado na refinaria (preço da Petrobras). Além disso, vale destacar outras três medidas: (i) fim do pedágio para caminhões vazios em estradas municipais e estaduais; (ii) exigência de que 30% da frota da CONAB para caminhoneiros independentes; e (iii) definição de preço mínimo para o frete, ajustado duas vezes ao ano.

O custo fiscal dos cortes de impostos e do programa de subsídio² estimado pelo Ministério da Fazenda gira em torno de R\$ 13,5 bilhões. Segundo anúncio do governo, essas medidas seriam financiadas pelo fim da desoneração da folha de pagamento em 28 setores produtivos, pela “folga fiscal” de R\$ 5,7 bilhões estimada para abril e por um corte de gastos adicional de R\$ 3,8 bilhões. Entretanto, ressaltamos que a paralisação impactará também as receitas do governo via atividade econômica. Logo, estimamos que a perda total de receitas será entre R\$ 20 bilhões (impacto da arrecadação) e R\$ 25 bilhões (se também forem afetadas as receitas não recorrentes – concessões planejadas para o ano, por exemplo).

Antes da crise dos combustíveis, nossa estimativa para o déficit primário em 2018 era de R\$ 140 bilhões, abaixo da meta de R\$ 159 bilhões. Agora, esperamos que essa folga seja consumida diante do custo a ser incorrido com as medidas anunciadas. Além disso, acreditamos também que serão necessários novos cortes de gastos entre 3 e 10 bilhões de reais.

Impacto na Inflação: Forte no Curto Prazo e Neutro no Longo Prazo

Diante da escassez de oferta, alguns bens sofreram significativo aumento de preço durante a paralisação, tais como combustíveis e alimentos *in natura*. Isso já se refletiu no resultado do IPCA de maio (+0,44% m/m) e também afetará, em maior magnitude, a leitura de junho (projetamos variação mensal de 0,86% m/m). Porém, uma vez que os preços tiverem seu comportamento normalizado, não há razões, em nossa visão, para persistência da alta observada até o final do ano. Portanto, esperamos que os preços retornem, ao longo dos meses seguintes, para algo em torno do que já projetávamos antes da paralisação.

Pode-se argumentar que os eventos de maio causariam um deslocamento permanente na curva de inflação, alterando a projeção para o final do ano. O maior custo do frete poderia gerar um “efeito contágio” sobre os preços de outros bens, resultando em pressão de alta na inflação; já a queda temporária de 13% no preço do diesel e a redução das tarifas de pedágio agiriam em sentido inverso, causando pressão de baixa. Esta pressão, entretanto, seria mitigada pelo baixo peso do diesel no IPCA e a (até então) pequena duração do corte no preço do combustível. Enquanto isso, o aumento nas tarifas de frete teria impacto atenuado diante da folga inflacionária atual, o que provavelmente conteria o mencionado “efeito contágio” (se de fato ocorrer).

² Programa de subsídio é considerado um gasto extraordinário, isto é, não é incluído no teto de gastos.

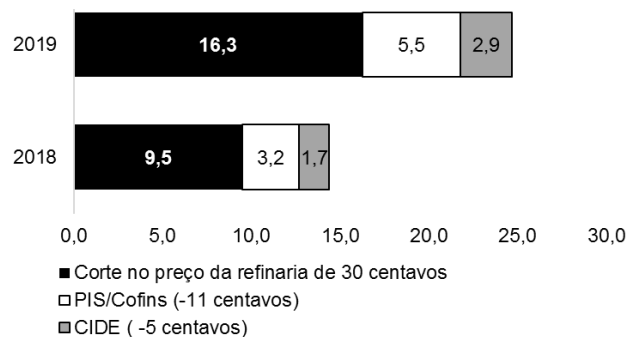
**Figura 5. Impacto Orçamento 2018 (R\$ bilhões)**

	Estimativa Santander (antes crise)	Estimativa Santander (após crise) *	Δ	Estimativa Santander (após crise) **	Δ
Receita Total	1467	1447	-20,3	1441	-25,9
Receita Administrada	894	878	-15,6	878	-15,6
Arrecadação Líquida para o RGPS	409	404	-4,7	404	-4,7
Receitas Extraordinárias	73	73	0,0	69	-4,8
Receita Líquida	1223	1203	-20,0	1198	-25,6
Despesa Total	1363	1362	-1,3	1356	-7,0
Despesas Obrigatórias	1244	1244	0,0	1244	0,0
MP 540 (fim da desoneração folha de pagamento)	12	8	-4,0	10	-2,7
Subsídio à Petrobras		10	9,5	10	9,5
Despesas Discricionárias	107	100	-6,8	93	-13,8
Resultado Primário	140	159		159	

Fontes: estimativas Santander.

* Paralisação afeta somente arrecadação.

** Paralisação afeta receita tributária e receitas não recorrentes

Figura 6. Impacto das Medidas em 2018 e 2019 (R\$ bilhões)

Fontes: estimativas Santander.

Programa de subsídios (corte de 30 centavos no preço da refinaria) estimado para 2019 baseado no preço do petróleo em US\$ 68/barril e câmbio BRL/USD 3,50 (em média).

Diante disso, mantemos a projeção de 3,5% para o IPCA no final de 2018 (variação acumulada em 12 meses), já contemplando nossas hipóteses sobre o comportamento dos preços dos combustíveis e da taxa de câmbio.

Impacto nos Mercados: Alimentando as Incertezas

A paralisação adicionou outro elemento de incerteza à percepção dos agentes, resultando em impacto negativo sobre os preços de ativos – fato demonstrado pelo enfraquecimento do real e pela maior inclinação da curva de juros. Mesmo assim, ressaltamos a necessidade de olhar para alguns fundamentos da economia. Haverá impacto fiscal, porém acreditamos que ainda seja possível atingir a meta fiscal de 2018. O verdadeiro desafio será reverter o déficit estrutural de 2% do PIB ao longo dos próximos anos. Não acreditamos que os eventos de maio, os quais são de curto prazo, tenham prejudicado ainda mais esse desafio.

Em relação às contas externas, apesar da provável queda nas exportações – efeito das perdas de produção e dificuldade de transporte –, acreditamos que as importações também sofrerão queda diante do enfraquecimento da moeda e da atividade econômica. Em nossa visão, um superávit comercial na ordem de US\$ 50 bilhões ainda é bastante factível. Ademais, esperamos que o cenário de baixa vulnerabilidade externa do Brasil não será alterado por piora no déficit em transações correntes ou redução na entrada de capitais mais voláteis (investimento em portfólio e capital de curto-prazo), uma vez que o investimento direto estrangeiro é capaz de fazer frente às necessidades de financiamento do País.

Até o momento, não vemos motivos para revisar nossa projeção (R\$/US\$ 3,50) para a taxa de câmbio no final de 2018. Apesar dos efeitos significativos de curto prazo, a paralisação não parece ser um fator decisivo para mudanças nos fundamentos econômicos no médio prazo, sendo apenas uma fonte adicional de incerteza e volatilidade para os próximos meses. Por fim, não acreditamos que haverá riscos relevantes de aperto monetário, ao menos no curto prazo. Nosso cenário assume impactos sobre a oferta (cadeia produtiva prejudicada) e demanda em magnitude semelhante. Com a inflação abaixo da meta e o balanço de riscos negativo para a atividade doméstica (crescimento mais baixo), não alteramos a expectativa de que a taxa Selic permanecerá em 6,50% a.a. pelo menos nos próximos quatro trimestres.

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.. ©2017 Banco Santander (Brasil) S.A.. Direitos reservados