

Brasil - Atividade Econômica**Grandes Desafios e Riscos Elevados no Cenário Global:
E o Brasil Com Isso?**Lucas Nobrega e Rodolfo Margato
+55-11-3553-5263
+55-11-3553-1859

- O crescimento da economia mundial parece ter uma clara trajetória de desaceleração neste e no próximo ano. Resta então a seguinte dúvida: devemos observar uma perda de velocidade drástica do PIB global (incluindo riscos de recessão em economias relevantes) ou apenas uma suavização em sua dinâmica de expansão?
- A economia brasileira, por sua vez, após dois anos de crescimento tímido, deve estar preparada para um crescimento robusto em 2019 e 2020. Inflação e juros baixos, contas externas equilibradas e retomada da confiança - em linha com sinais de avanço na agenda de ajuste fiscal - sustentam essa expectativa. No entanto, a piora do ambiente global atrapalharia esta recuperação? Caso sim, em qual magnitude?
- O nosso cenário base prevê uma desaceleração apenas moderada da economia global e, com isso, espaço para expansão do PIB brasileiro em 3% em 2019 e 2020 (em média).
- Porém, de acordo com nossas simulações, um quadro mais adverso para a economia global poderia retirar, em termos acumulados, cerca de 2 pontos percentuais do crescimento do PIB Brasileiro no mesmo período.
- Ou seja, apesar de não ser suficiente para reverter a tendência de aceleração do crescimento ante os últimos anos, a piora do quadro internacional exerceria um impacto nada desprezível sobre a atividade econômica doméstica. Isto é, o retorno do PIB Brasileiro aos níveis pré-recessão ficaria ainda mais distante.

De Olho na Tempestade - Conjuntura Econômica Internacional

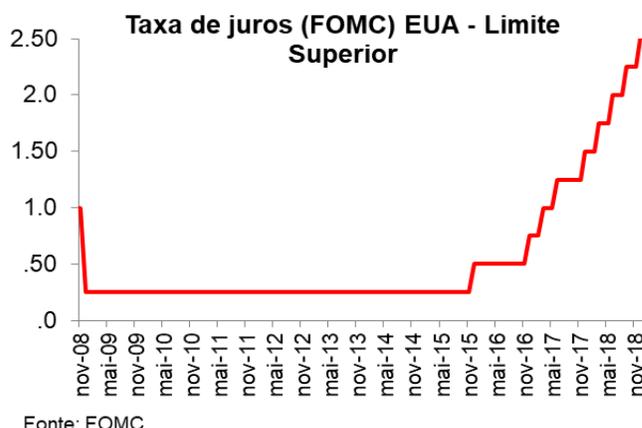
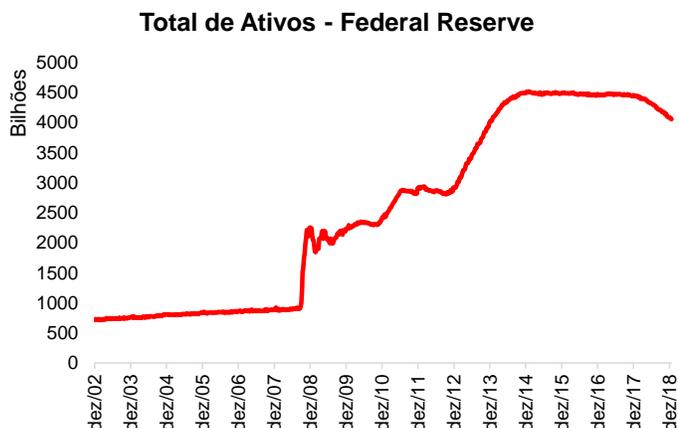
O balanço de riscos do cenário econômico global piorou no período recente. Incertezas elevadas sobre o processo de saída do Reino Unido da União Europeia (o chamado *Brexit*), tensões comerciais envolvendo Estados Unidos e China e a crise migratória na Europa são apenas alguns dos fatores que vêm trazendo nervosismo aos mercados financeiros e impactando a atividade econômica ao redor do mundo.

Acreditamos que os próximos capítulos do quadro internacional não serão animadores: **o crescimento mundial - tema em grande destaque no debate econômico corrente - parece ter uma clara trajetória de desaceleração nos próximos anos.** Dessa forma, o foco de análise se volta para a magnitude desta desaceleração: **observaremos uma perda de velocidade drástica do PIB mundial (com riscos de recessão em economias relevantes) ou apenas uma suavização em sua dinâmica de crescimento?**

Os Estados Unidos apresentaram crescimento expressivo em 2018. As políticas monetária e fiscal expansionistas (destaque para a redução de impostos corporativos) e o mercado de trabalho bastante apertado (taxa de desemprego no menor patamar em várias décadas) criaram um ambiente propício para impulsionar a atividade econômica da maior economia do mundo. **Manter este ritmo de crescimento, porém, parece um enorme desafio.**

Em nossa avaliação, a diluição dos efeitos da política fiscal expansionista e os impactos da chamada “guerra comercial” com a China (que reduz o ritmo de expansão do comércio mundial) já podem ser notados na economia americana. Além disso, a política monetária não é mais tão estimulativa quanto antes. O *Federal Reserve* (Banco Central dos Estados Unidos) está reduzindo seu balanço de ativos e, conseqüentemente, enxugando a liquidez do mercado. Nesse sentido, a normalização da taxa de juros também faz sua parte em frear o ímpeto da atividade doméstica, em que pese o ritmo bastante gradual deste ajuste, conforme exibido no gráfico abaixo. Portanto, **esperamos desalavancagem das famílias e empresas americanas ao longo dos próximos trimestres.**

Não fosse o bastante, o governo de Donald Trump enfrenta um quadro político fragilizado. A perda da maioria na Câmara, o *shutdown* (paralisação parcial das atividades do governo) mais longo da história, o relacionamento diplomático instável com China e Rússia e algumas investigações judiciais envolvendo assessores (entre outras pessoas próximas) exemplificam esse cenário bastante desafiador para o presidente americano.



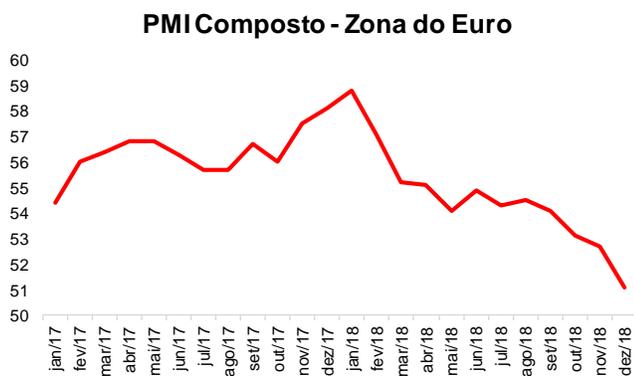
Fonte: FOMC

E não podemos falar que a situação na Europa seja mais animadora. Em linhas gerais, os países europeus parecem ter sentido a piora das condições financeiras globais e os menores níveis de confiança de empresários e consumidores. Com isso, o PIB das maiores economias da região apresentou recentemente um desempenho muito inferior às expectativas (como exemplo, o PIB da Alemanha chegou a contrair no 3º trimestre de 2018).

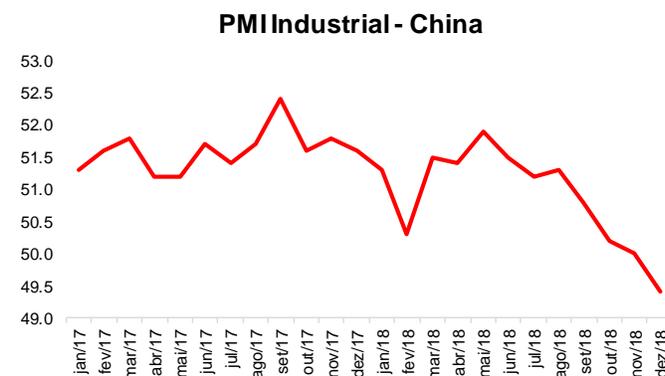
No centro da crise migratória e substancialmente afetada pelo menor ritmo de expansão do comércio global, avaliamos que a zona do euro dificilmente exibirá uma recuperação acelerada nos próximos anos. Isso torna bastante ingrata a missão do Banco Central Europeu de estimular a atividade econômica da região, alimentando dúvidas sobre o cenário de elevação da taxa de juros básica do conglomerado em 2019 (o “plano de voo” original prevê aumento de taxa no 2º semestre do ano).

Ademais, **o cenário político europeu também mostra contornos pouco auspiciosos.** Angela Merkel, representante icônica da União Europeia, deve deixar a liderança na Alemanha. Na França, Emmanuel Macron padece com os intensos protestos dos “coletes amarelos”, vendo sua popularidade em queda. Já na Itália, o governo populista esbarra em grave crise fiscal e creditícia. Por fim, no Reino Unido, a primeira-ministra Theresa May sofreu uma derrota histórica, após o Parlamento britânico rejeitar sua proposta de acordo para o *Brexit* (o que pode levar a distintos desfechos, desde uma saída desordenada da União Europeia - *hard Brexit* - até uma reversão da decisão de saída do bloco). Em suma, o ambiente político europeu está repleto de pressões, frustrações e dúvidas.

Por fim, **a atividade econômica chinesa, que por anos tem cumprido sua meta de crescimento, apresentou dados consecutivos de perda de fôlego no período recente.** Principal alvo da “guerra comercial”, o gigante asiático anunciou no início deste ano diversas medidas visando impulsionar o mercado de crédito local e, consequentemente, consumo e investimentos. Resta saber se tais estímulos serão suficientes para manter o ritmo de crescimento econômico do país em um cenário global mais adverso.



Fonte: Markit



Fonte: Markit

No entanto, o Brasil parece estar na contramão do ciclo econômico mundial. Vale lembrar que, ao longo dos últimos anos (oficialmente entre meados de 2014 e final de 2016), o país experimentou uma das mais profundas e longas recessões de sua história, justamente em um momento de aceleração do crescimento econômico global. Beneficiado pela liquidez relativamente ampla e maior apetite por ativos emergentes no mundo (baixa aversão ao risco), **o Brasil foi bem sucedido em diversos ajustes em sua economia que, após dois anos de crescimento tímido, deve estar preparada para um crescimento robusto nos próximos anos.** Porém, o famigerado interregno benigno no cenário internacional não se faz



mais presente (muito pelo contrário) e, no âmbito doméstico, avanços na agenda de ajuste fiscal são condições necessárias para a materialização de um cenário positivo.

Em resumo, as águas até então calmas no exterior agora estão agitadas, e existe no horizonte uma tempestade que pode se intensificar ou ser apenas passageira. Logo, nosso objetivo no presente estudo é tentar mensurar e avaliar como diferentes cenários para o crescimento econômico mundial poderiam impactar a recuperação da economia brasileira neste e no próximo ano.

Cenários – O Tolo, O Chato e O Bom

As economias de Estados Unidos, Europa e China corresponderam, juntas, a aproximadamente 65% do PIB mundial em 2017. Então, utilizamos os dados destas economias para construir uma *proxy* do PIB global, julgando a evolução das mesmas como bastante representativa para o nosso propósito de estudo. **Além do nosso cenário base (ou seja, ao qual atribuímos maior probabilidade), apresentamos um cenário estressado/pessimista e outro otimista, sempre com maior interesse nos impactos sobre a economia brasileira.**

Como disse o célebre pensador Ariano Suassuna: “O otimista é um tolo. O pessimista, um chato. Bom mesmo é ser um realista esperançoso”.

1) “O BOM”. Nosso cenário base contempla uma desaceleração moderada do PIB mundial em 2019 e 2020. No que diz respeito à economia dos Estados Unidos, cremos, por um lado, em contínua redução dos estímulos monetários; por outro lado, esperamos um acordo mais firme com a China no âmbito da “guerra comercial”. Combinando esses elementos, projetamos uma desaceleração suave e gradual do PIB americano no período sob análise (+2,6% em 2019 e +2,0% em 2020). A propósito, em relação à economia chinesa, vemos como mais provável um ritmo de crescimento apenas ligeiramente abaixo da meta do governo (alta do PIB ao redor de 6%) estipulada para este e o próximo ano. Por fim, no que concerne à Europa, esperamos um esfriamento das tensões políticas e uma resolução para o *Brexit* com impactos moderados (ao invés de saída drástica ou mesmo reversão da decisão de saída), após forte aumento de volatilidade no curto prazo – prevemos alta ao redor de 1,5% para o PIB da zona do euro em 2018 e 2019.

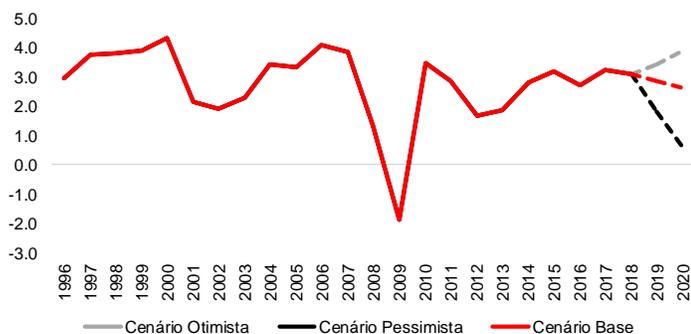
2) “O TOLO”. Nosso cenário otimista projeta crescimento acelerado do PIB mundial nos próximos dois anos. Nesse caso, os Estados Unidos serão bem sucedidos em manter a economia aquecida, além de ampliar a trégua com a China na questão comercial; desse modo, haveria abrandamento da retórica protecionista e maior ímpeto na expansão do comércio mundial. Na Europa, o *Brexit* ocorreria de forma bastante suave e gradual, sem piora significativa de ativos e indicadores de confiança. Além disso, os países europeus reverteriam a trajetória de desaceleração vista nos últimos trimestres e exibiriam maior crescimento econômico.

3) “O CHATO”. As bolsas de valores dos Estados Unidos já têm reagido à piora das condições financeiras e, em nosso cenário pessimista, haveria forte desalavancagem de empresas e famílias, bem como uma intensificação da “guerra comercial” com a China, levando a maior economia do mundo a um quadro de recessão em 2020. Enquanto isso, na Europa, o *Brexit* ocorreria de forma drástica (sem uma efetiva negociação entre Reino Unido e União Europeia), a crise fiscal e creditícia seria aprofundada na Itália, e os demais países grandes da zona do euro (Alemanha, França, Espanha) teriam níveis deprimidos de consumo e investimento. Finalmente, os estímulos do governo da China para a atividade local (ex: expansão do crédito corporativo) não surtiriam efeito, as medidas protecionistas (e subsequente contração do comércio global) derrubariam as exportações do país, e a expansão do seu PIB apresentaria o chamado *hard landing* (“pouso forçado”, ou seja, redução acentuada do ritmo de crescimento). **Esse cenário negativo parece de difícil realização? Ainda acreditamos que sim, mas já há quem o considere como muito provável.**

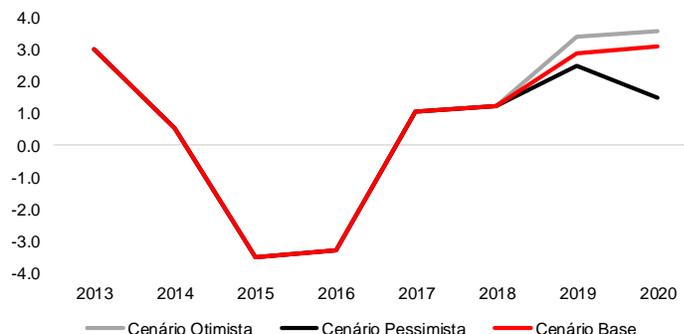
Recuperação Cíclica em Curso no Brasil, Mas o Baque Pode Ser Forte...

Para estimar os impactos dos três cenários internacionais apresentados acima sobre o crescimento econômico brasileiro, utilizamos um modelo econométrico de Vetores Auto Regressivos (VAR) com as seguintes variáveis: **(i)** PIB Brasil (fonte: Contas Nacionais - IBGE); **(ii)** Taxa de câmbio real (fonte: Bloomberg); **(iii)** Taxa de juros real *ex-ante* – taxa *swap* DI-Pré 1 ano descontada à expectativa de inflação para o mesmo período (fonte: Banco Central); **(iv)** Índice de preços de *commodities* - CRB (fonte: Thomson Reuters); **(v)** Confiança do consumidor (fonte: FGV); e **(vi)** *Proxy* para o PIB Mundial, conforme detalhado na seção anterior (fontes: FMI e Bloomberg).

A última variável (PIB Mundial) foi tratada como exógena em nossa modelagem e, evidentemente, assumiu diferentes valores nas simulações para os cenários base, otimista e pessimista. As demais variáveis foram tratadas como endógenas na especificação econométrica (ver Apêndice). Utilizamos as taxas de variação das séries de dados (sem ajuste sazonal) na base trimestral. A estimação do modelo VAR também considerou dois períodos de defasagem, selecionados a partir do critério de informação de Hannan-Quinn.

**Hipóteses - Crescimento PIB Mundial (%)**

Fonte: Estimativas Santander

Simulações - Crescimento PIB Brasil (%)

Fonte: IBGE e Estimativas Santander

Olhando para os resultados das simulações (ver quadro abaixo), o primeiro destaque fica por conta do provável fortalecimento da recuperação cíclica (já em curso) da economia brasileira. A despeito de uma desaceleração gradual da economia mundial, conforme consta em nosso cenário base, prevemos alta de 3% para o PIB Brasil em 2019 e 2020 (em média). Como principal premissa, tal quadro contempla a aprovação da reforma da previdência este ano, entre outras medidas que visam ao equilíbrio das contas públicas (ex: mudança na regra de reajuste do salário mínimo e reversão de alguns subsídios e incentivos tributários). Em nossa avaliação, a postura de austeridade fiscal e reformista do novo governo tende a reforçar a melhora de confiança dos empresários, investidores e consumidores, impulsionando os mercados de crédito e trabalho locais. Além do mais, cabe ressaltar o comportamento benigno da inflação brasileira (as medidas de núcleo seguem confortavelmente abaixo da meta), o qual deve manter a política monetária expansionista por um período prolongado, e a solidez das contas externas.

Cenários	Variação Média % (2019-2020)	
	PIB Mundo	PIB Brasil
Base	2.8	3.0
Pessimista	1.2	2.1
Otimista	3.7	3.5

Fonte: Estimativas Santander

No que diz respeito aos cenários alternativos, por sua vez, **realçamos neste relatório os resultados da simulação para o ambiente internacional adverso. Isso porque consideramos a probabilidade de realização do cenário pessimista maior do que aquela atrelada ao cenário otimista.** De fato, conforme supracitado, uma das principais pautas no debate econômico atual consiste nos riscos de uma piora acentuada do quadro externo neste e no próximo, com alguns analistas apontando, por exemplo, para chances crescentes de recessão nos Estados Unidos e ampliação de medidas protecionistas.

Para entendermos a forma como o menor crescimento econômico mundial impacta o PIB Brasileiro, avaliamos em nosso modelo os seguintes canais de transmissão: (i) Comercial e (ii) Financeiro. Pelo lado do comércio, a desvalorização do real frente ao dólar, observada no cenário adverso, representa um encarecimento dos produtos importados, prejudicando, especialmente, os níveis de investimentos no Brasil (via recuo do consumo aparente de bens de capital). Além disso, o ritmo de expansão da demanda mundial impacta significativamente as exportações brasileiras; em nosso cenário pessimista, por exemplo, a piora do PIB mundial (logo, do volume de comércio internacional) deprime os preços internacionais de commodities (que representam quase 60% da pauta exportadora do Brasil) e geram impactos negativos em nossas vendas externas. Enfim, **baixo dinamismo do comércio mundial significa perda de contribuição do setor externo ao PIB. Vale notar que, de acordo com os resultados de nossa estimativa, desvalorização da taxa de câmbio real afeta negativamente o PIB Brasileiro (e vice-versa).**

Em relação ao canal financeiro, a escalada da tensão comercial e desaceleração do crescimento mundial - conforme consta em nosso cenário pessimista - levam ao **aumento da aversão global ao risco, deteriorando as condições financeiras internacionais.** Essa piora afeta, por sua vez, fatores como as taxas de juros reais e os níveis de confiança dos agentes domésticos (efeitos também capturados em nossa modelagem). **Consequentemente, a dinâmica de consumo e investimentos enfraquece, o que representa menor expansão do PIB.** Cabe ressaltar que, além da supracitada piora da taxa de câmbio (desvalorização) e preços de commodities, os resultados da simulação para o cenário global adverso mostram queda do indicador de confiança e taxas de juros mais elevadas.

Posto isso, de acordo com nossas estimativas, o cenário pessimista para a economia global retiraria, em termos acumulados, cerca de 2 pontos percentuais do crescimento do PIB Brasileiro em 2019 e 2020. Portanto, apesar de

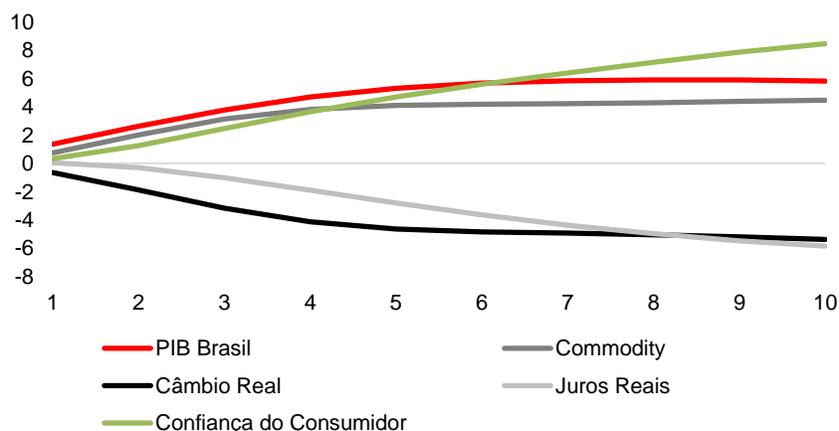


não ser suficiente para reverter a tendência de aceleração do crescimento, a piora do quadro internacional exerceria um impacto nada desprezível sobre a atividade econômica doméstica. Isto é, o retorno do PIB aos níveis pré-recessão (início de 2014) ficaria ainda mais distante...

APÊNDICE

Modelo Econométrico – Vetores Auto Regressivos (VAR)

Impulso Resposta - PIB Brasil



Decomposição de Variância para PIB Brasil					
Período (Em Trimestres)	PIB Brasil	Preços de Commodities	Câmbio Real	Juros Reais	Confiança do Consumidor
1	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00
2	83.19	10.72	4.00	0.77	1.32
3	71.63	11.69	8.71	4.74	3.23
4	63.64	9.38	10.20	11.33	5.45
5	56.76	7.87	9.53	18.03	7.81
6	51.16	7.13	8.55	22.96	10.19
7	47.15	6.59	7.86	25.84	12.56
8	44.42	6.22	7.44	27.13	14.79
9	42.54	6.08	7.27	27.44	16.68
10	41.30	6.07	7.25	27.28	18.10

Fonte: Estimativas Santander

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.

