

Brasil: Atividade Econômica
Nenhuma Notícia é Má Notícia
Maurício Molan*

mmolan@santander.com.br

5511-3012-5724

Lucas Nobrega Augusto*

luaugusto@santander.com.br

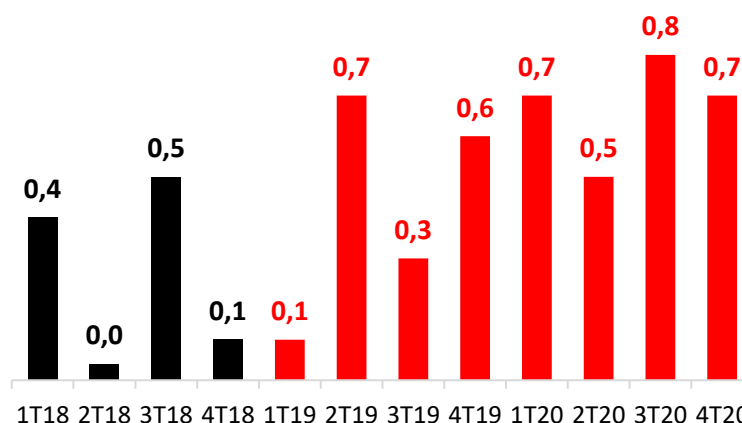
5511-3553-5263

- Temos argumentado (ver *Juros baixos por (muito) mais tempo*, 04 de abril de 2019) que, na ausência de uma política fiscal expansionista, de fortalecimento da demanda pelas exportações brasileiras, ou impulso monetário adicional, o crescimento será totalmente dependente de uma melhoria de expectativas, que levaria as famílias a expandir o consumo e as empresas a buscar investimentos.
- A ausência de uma solução para o desemprego elevado contribuiu não apenas para reduzir as expectativas de crescimento do PIB nos primeiros três meses do ano, mas também para sinalizar uma luz amarela em termos da potencial evolução da confiança nos próximos trimestres.
- Esse contexto nos levou a reduzir ainda mais nossas estimativas de crescimento do PIB, para 1,3% (de 2,3%) em 2019 e 2,5% (de 3%) em 2020.
- O baixo dinamismo da atividade sugere que um novo ciclo de reduções da Selic não está fora de cogitação. No entanto, ainda acreditamos que o Banco Central não adotará essa abordagem antes de esclarecer se o resultado da reforma da previdência é favorável.
- Em nossa opinião, uma eventual piora das perspectivas associadas à evolução da agenda econômica poderia aumentar as incertezas financeiras e a volatilidade do mercado, a ponto de não ser recomendável um ciclo adicional de flexibilização monetária.
- Por outro lado, acreditamos que uma evolução favorável das reformas seria suficiente para melhorar ainda mais as condições financeiras, tornando o impulso monetário adicional desnecessário.

Figura 1. Previsão - Componentes do PIB

| Previsão PIB | | |
|--------------------------------|------------|------------|
| Componentes | 2019 | 2020 |
| PIB Total | 1,3 | 2,5 |
| Agricultura e Pecuária | 3,0 | 2,5 |
| Indústria | 0,9 | 2,1 |
| Serviços | 1,4 | 2,6 |
| Consumo das Famílias | 1,5 | 2,8 |
| Consumo do Governo | -0,2 | 0,4 |
| Formação Bruta de Capital Fixo | 3,5 | 5,9 |
| Exportação | 2,3 | 2,9 |
| Importação (-) | 3,1 | 4,1 |

Fontes: estimativas Santander.

Figura 2. Crescimento Real do PIB (% Trimestral)


Fontes: IBGE e estimativas Santander.

Confiança → Taxa de Poupança → Consumo



Uma preocupação frequente da comunidade empresarial, particularmente entre aqueles mais próximos de serviços e atividades relacionadas ao varejo, consiste no desenvolvimento da demanda em um ambiente de condições fracas do mercado de trabalho. **Argumentamos que o trabalho tende a responder com defasagem ao ciclo econômico, raramente conduzindo-o.**

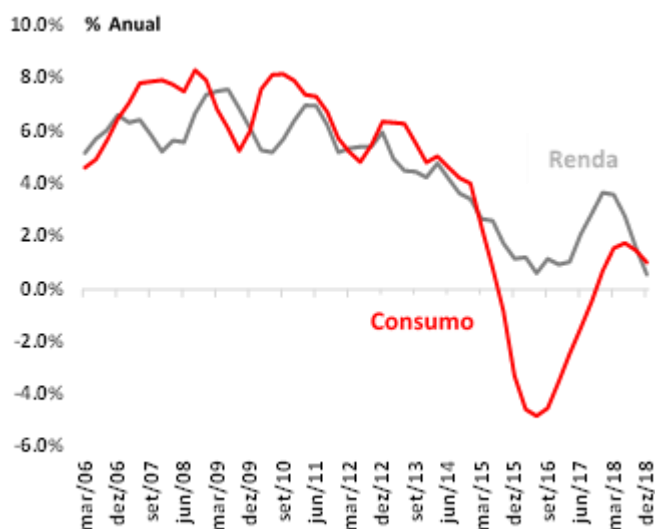
Sem um impulso dos gastos do governo ou do setor externo (através do aumento da demanda por exportações), a evolução do emprego e dos salários depende totalmente das decisões de investimento das empresas, que respondem, em última instância, às perspectivas de consumo das famílias.

Para que o consumo supere a renda, os consumidores seriam obrigados a reduzir sua taxa de poupança, uma decisão que depende do grau de otimismo em relação ao crescimento da economia (particularmente, expectativas relacionadas à renda futura).

Os gráficos a seguir ilustram esse argumento. A Figura 3 reflete uma contração significativa do consumo em 2015 e 2016, muito abaixo do declínio da renda. Isto indica que as famílias aumentaram substancialmente a sua taxa de poupança, o que é totalmente compatível com os níveis mais baixos de confiança no período (Figura 4).

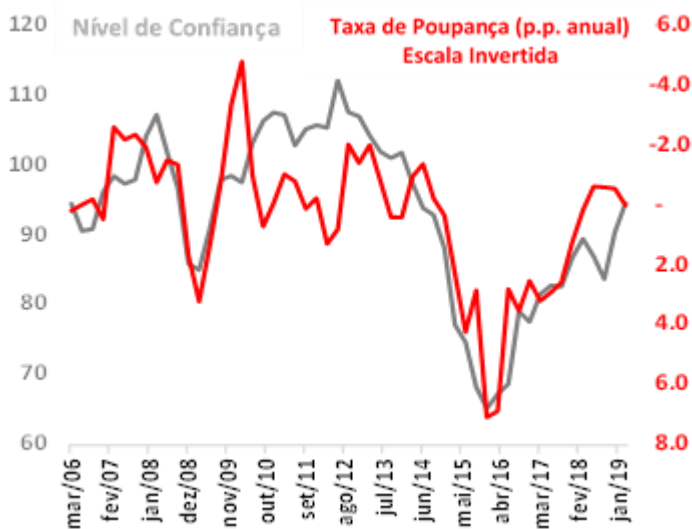
A boa notícia é que as expectativas parecem já ter atingido um ponto em que a taxa de poupança deve oscilar em torno da estabilidade, o que significa que não há razão para acreditar que o crescimento do consumo deva se tornar negativo. **A má notícia é que as dinâmicas recentes não foram tão favoráveis quanto esperávamos** (veja *Por que o consumo desacelerou em 2018 e o que esperar para 2019?*, 11 de março de 2019). Após o pico em janeiro, a confiança do consumidor contraiu em fevereiro e março, desafiando a hipótese que tínhamos para o ano que sustentava nossa projeção de crescimento do PIB de 2,3%.

Figura 3. Consumo e Renda*



Fonte: IBGE para o consumo e BCB para renda (*estimativa do BCB para o total de renda disponível).

Figura 4. Projeção da Variação da Taxa de poupança das Famílias e Confiança do Consumidor (média no trimestre)



Fonte: FGV para Confiança do Consumidor, estimativas Santander para taxa de poupança (baseada na variação de consumo e renda (Figura 3)).

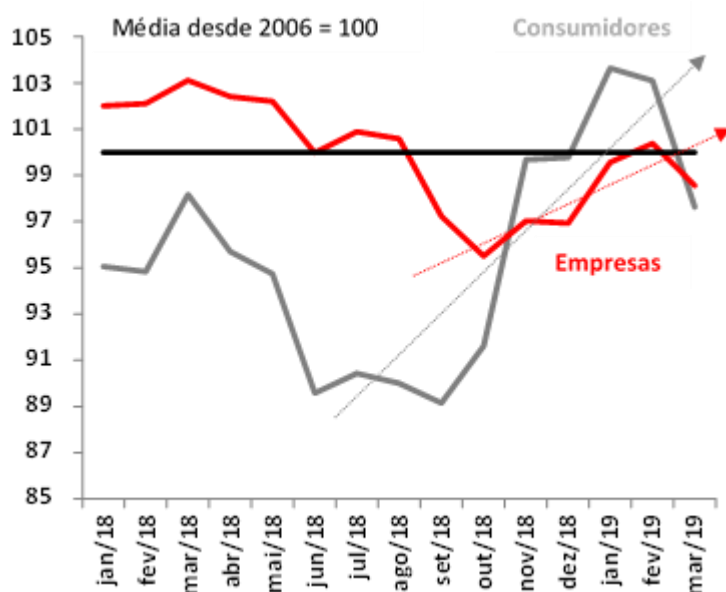
Fluxo de Notícias → Confiança

A nosso ver, o sentimento econômico que prevaleceu no 1T19 foi insuficiente para proporcionar um impulso significativo à atividade econômica.

A Figura 5 ilustra a dinâmica recente da confiança dos consumidores e do empresariado, enquanto a da direita mostra nosso índice de condições financeiras (que reflete o humor dos mercados financeiros). Além do ruído intermitente relacionado à política, as incertezas associadas à evolução da agenda econômica no Congresso abalaram confiança das famílias e dos consumidores, bem como impediram que as condições financeiras continuassem a melhorar. A Figura 5 ilustra como uma dinâmica de confiança muito pior não só contribuiu para prejudicar o desempenho da economia no 1T19, como também desafiou nossa suposição benigna do início do ano. Quanto mais o fluxo de notícias desfavorável dominar, mais tarde a confiança alcançará um nível compatível com a queda na taxa de poupança e a aceleração do consumo. A revisão da hipótese associada à evolução da confiança está por trás do rebaixamento de nossa projeção de crescimento do PIB, de 2,3% para 1,3% em 2019, e de 3% para 2,5% em 2020.



Figura 5. Confiança do Consumidor e das Empresas



Fonte: FGV.

Figura 6. Índice de Condições Financeiras - Santander¹



Fonte: Estimativas Santander.

Agenda Positiva e Reforma da Previdência

Nosso cenário macro implica que os formuladores de políticas e as autoridades monetárias poderão melhorar o sentimento atual com uma agenda mais construtiva nos próximos meses. Essa agenda poderia incluir discussões sobre a autonomia do Banco Central, a reforma tributária, outras iniciativas sobre privatizações e concessões, e medidas destinadas a estimular a atividade econômica (redução de reservas compulsórias, por exemplo).

As Figuras 7 e 8 ilustram duas questões de particular importância relacionadas à confiança: índices de aprovação do governo e Reforma da Previdência Social.

Uma agenda positiva será fundamental para sustentar os *ratings* de aprovação do governo, que são condição necessária para que as taxas de confiança e poupança sejam mantidas em níveis consistentes com o consumo mais forte (ver Figura 7). Afinal, não esperamos que as famílias sejam otimistas em relação à evolução de sua saúde financeira se não tiverem uma visão favorável sobre o governo.

Quanto à reforma da Previdência, sua importância vai muito além do impacto fiscal. É verdade que um ajuste significativo das regras atuais é urgentemente necessário para melhorar as condições de solvência percebidas pelo setor público, evitando, assim, a excessiva volatilidade do mercado, o ajuste negativo dos preços dos ativos e outro declínio da atividade econômica.

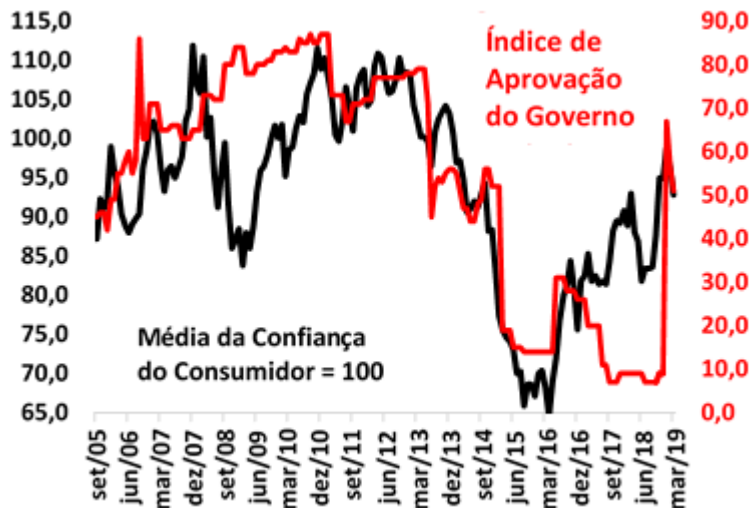
O progresso da Reforma da Previdência também será um importante indicador da capacidade do governo de abordar outras reformas e medidas que continuam sendo de importância crucial para a economia brasileira (algumas delas mencionadas anteriormente). Por essa razão, poderíamos argumentar que, pelo menos parcialmente, as expectativas de menor crescimento do PIB em 2019 estão associadas às expectativas de que a proposta original será diluída em pelo menos 40% (ver previsões conduzidas pela Instituição Fiscal Independente do Senado ou nosso relatório, *Reforma da Previdência: Fortes Emoções Desde o Começo*, 09 de abril de 2019).

¹ O SAN-ICF é o “fator comum” capturado pelo Componente Principal das seguintes variáveis: (i) taxas de juros reais ex ante (taxas a termo de 1 ano menos as expectativas de inflação a termo para 12 meses, conforme capturado pela pesquisa semanal do BC das expectativas do mercado); (ii) o spread entre taxas de overnight e de 3 meses (capturando a inclinação do curto prazo da curva de juros, que tende a reagir mais prontamente às mudanças nas expectativas na política monetária, geralmente impulsionadas por choques); (iii) o CDS de 5 anos da dívida externa soberana brasileira (uma medida de risco-país); (iv) o Ibovespa - o índice da bolsa de valores (correlacionado com o custo das ações das empresas e, em menor escala, com o “efeito riqueza” que um aumento nos preços das ações poderia ter sobre as famílias); e (v) a taxa de câmbio efetiva real, calculada pelo BCB em uma cesta de moedas, representando a variação da taxa de câmbio nominal do BRL versus essas moedas menos o diferencial de inflação entre o Brasil e os países correspondentes (uma proxy do capacidade de cumprir obrigações de dívida externa de fluxos de caixa em BRL).



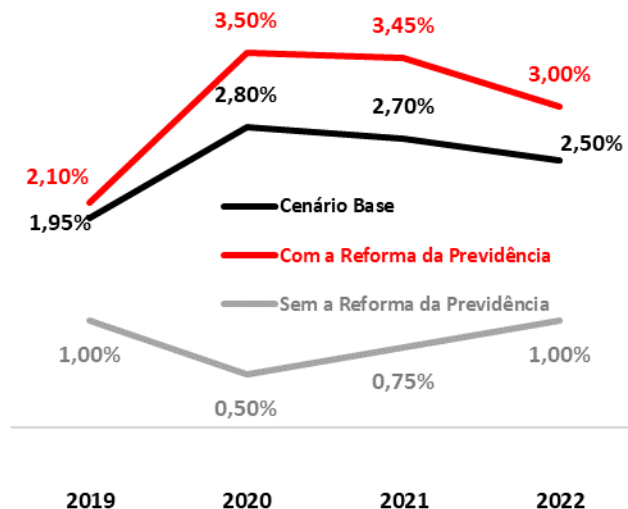
A importância da evolução da proposta de Reforma da Previdência Social para as perspectivas macroeconômicas também pode ser ilustrada pela Figura 8, que mostra as previsões de consenso de mercado para o crescimento do PIB com base em vários cenários para a reforma.

Figura 7. Confiança do Consumidor vs. Índice de Aprovação do Governo



Fontes: FGV e IBOPE.

Figura 8. Consenso de Previsões de Crescimento do PIB, Dependendo da Reforma da Previdência



Fonte: Ministério da Fazenda (Prisma Fiscal).

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