

Lucas Nobrega Augusto*

luaugusto@santander.com.br

+55-11-3553-5263

Em Busca do Crescimento

Rodolfo Margato da Silva*

Everton Gomes *

- O crescimento da economia brasileira vem frustrando as expectativas há bastante tempo. Fatores como oscilações na confiança de empresários e consumidores, aguda deterioração do quadro fiscal, arrefecimento da demanda internacional e profunda perda de produtividade parecem explicar parte relevante dos desvios entre projeção e realidade.
- No que diz respeito ao longo prazo, o potencial de crescimento doméstico também se encontra em níveis deprimidos (estimamos 0,7% a.a. sob as condições atualmente vigentes). Calculamos que, para o crescimento potencial voltar a superar 2% ao ano, a taxa de investimento da economia brasileira precisará atingir, no mínimo, 19% do PIB, ao passo que o ganho anual de produtividade total dos fatores terá que alcançar ao menos sua (baixa) média histórica de 0,4% a.a..
- Apesar de não trivial, consideramos esta evolução factível. O Brasil reúne as condições necessárias para avançar na agenda de crescimento, dentre elas um diagnóstico mais preciso sobre as causas e consequências do quadro atual, diretrizes e atuação mais reformistas da equipe econômica do governo e do Congresso Nacional, bem como apoio crescente da população no que tange à necessidade de ajustes e reformas.
- No curto prazo, a economia brasileira cresce a um ritmo moderado e, em nossa avaliação, este quadro não será alterado rapidamente. Atualmente, projetamos expansão de 0,8% e 1,6% para o PIB Brasileiro em 2019 e 2020, respectivamente. Com isso, acreditamos que a ociosidade da economia será eliminada apenas em 2022 (o atual hiato do produto está negativo em 2,9%, de acordo com as nossas estimativas).
- Avanços em marcos regulatórios, medidas de estímulo à concorrência, abertura e integração comercial, maior transparência e segurança jurídica, iniciativas voltadas a impulsionar investimentos em infraestrutura e comprometimento do governo com a consolidação fiscal são alguns dos elementos que compõem uma agenda que precisa seguir adiante, de modo a promover crescimento mais forte e sustentado no longo prazo.
- Portanto, ao contrário de outros períodos não muito distantes, quando fatores demográficos, choques positivos nos preços internacionais das *commodities* e/ou estímulos de natureza fiscal impulsionaram o crescimento econômico brasileiro, acreditamos que, daqui para a frente, progressos na agenda da produtividade e de medidas que estimulem investimentos (majoritariamente privados, com capital doméstico e estrangeiro) ganharão cada vez maior protagonismo.

Ajustando as expectativas

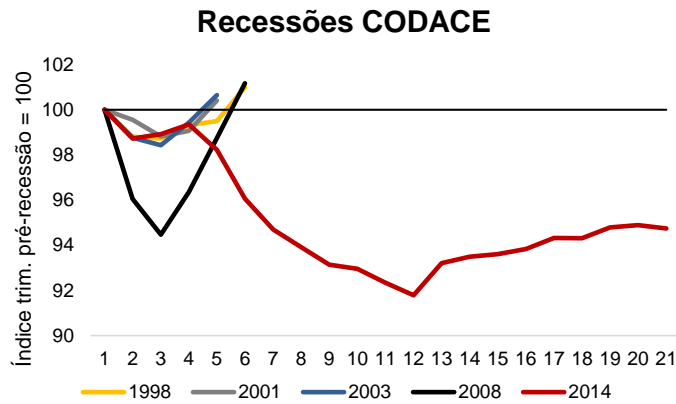
O Brasil vive o mais longo processo de recuperação econômica de sua história. A recessão iniciada em meados de 2014 custou mais de 9 p.p. do PIB *per capita* até o momento, e ainda poderá levar três anos para recuperá-los. Os economistas não esperavam contração tão significativa, tampouco uma retomada tão lenta, de forma que a realidade vem desapontando as expectativas há alguns anos. Explicações para tais frustrações estão relacionadas a fatores tanto de curto quanto de longo prazo.

No curto prazo, mais dependente da demanda, os usuais motores de crescimento falharam ou não puderam ser acionados: não há espaço para impulso fiscal devido à forte deterioração do déficit primário e ao crescimento acelerado da dívida pública, o que impõe necessidade de profundo ajuste pelo lado das despesas; contribuição externa em desaceleração;

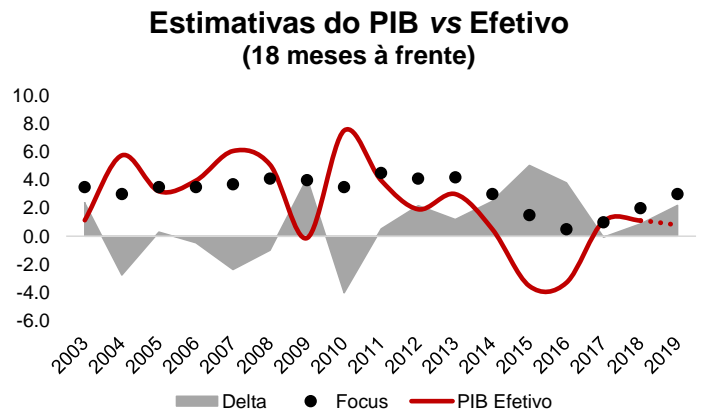
retomada da confiança em ritmo lento e com movimentos erráticos; e política monetária estimulativa, mas restrita pelo balanço de riscos do quadro inflacionário. Considerando um horizonte mais longo, quando a produção reage sobretudo a fatores que explicam a oferta da economia, a queda vertiginosa dos investimentos (privados e públicos), assim como a perda significativa de produtividade, levaram o país ao baixo potencial de crescimento.

Revisões baixistas nas projeções para o crescimento da economia brasileira têm preponderado nos últimos 8 anos e observamos uma confirmação desta tendência em 2019. Considerando um horizonte de 18 meses à frente, o mercado tem, em média, superestimado em 2 p.p. o crescimento efetivo do PIB.

Atualmente, as expectativas encontram-se mais bem calibradas, ou ao menos não parecem exageradamente otimistas, uma vez que o cenário projetado pelos participantes do mercado contempla aceleração bastante gradual do PIB. Ainda que as projeções de mercado para 2020 tenham algum viés de baixa, o balanço de riscos parece equilibrado no médio prazo. O diagnóstico a respeito do que precisa ser realizado para, finalmente, sermos positivamente surpreendidos, atualmente está mais próximo a um consenso – embora não se trate de um arranjo trivial.



Fontes: Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE) e IBGE



Fontes: IBGE e Banco Central do Brasil

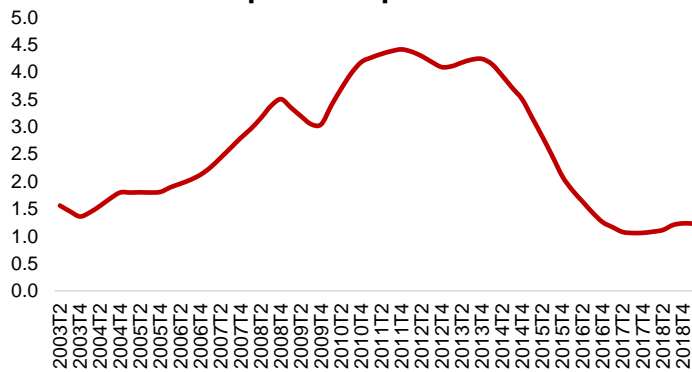
PIB potencial, o crescimento de longo prazo

No longo prazo, o crescimento econômico é determinado pela oferta, ou seja, pela taxa de expansão da capacidade produtiva. Em suma, esta taxa depende: i) da evolução do estoque de capital (que depende dos investimentos); ii) da taxa de crescimento da força de trabalho; e iii) da produtividade total dos fatores de produção.

Apresentamos portanto, uma típica função de produção onde: $Y_t = A_t(K_t\omega_t)^{1-\alpha}[L_t(1-\mu_t)]^\alpha$, sendo que A_t corresponde ao choque exógeno de tecnologia; K_t representa o estoque líquido de capital; ω_t denota o nível de utilização da capacidade instalada (médio da economia); L_t consiste na força de trabalho; e μ_t se refere à taxa de desemprego observada. Dessa forma, o PIB potencial pode ser expresso como: $Y_t^* = A_t(K_t\omega_t^*)^{1-\alpha} \cdot [L_t(1-\gamma_t^\mu)]^\alpha$, em que ω_t^* representa a NAICU (Utilização de Capacidade Não Aceleradora da Inflação) e γ_t^μ denota a NAIRU (Taxa de Desemprego Não Aceleradora da Inflação).

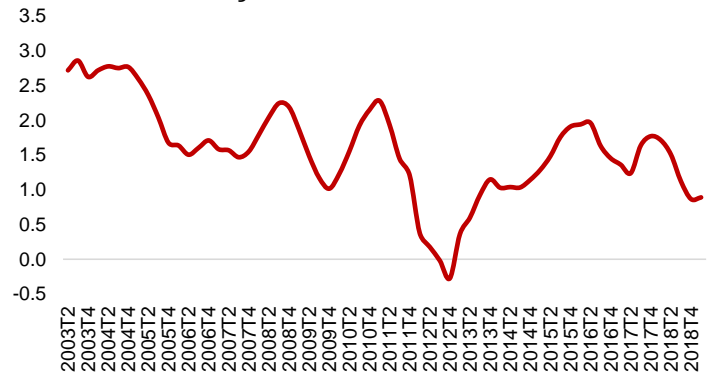
Além da taxa de desemprego utilizamos os seguintes dados para calcular o produto potencial do Brasil: (i) PIB total; (ii) Estoque líquido de capital; (iii) Força de trabalho; e (iv) Nível de utilização da capacidade instalada ponderado pelo peso dos setores no PIB. Todas as séries de dados foram utilizadas na base trimestral e ajustadas sazonalmente.

Estoque de Capital - % a/a



Fonte: IPEA

Força de Trabalho - % a/a



Fonte: IBGE

Com base nos últimos dados disponíveis, o estoque de capital cresceu 1,2% ao ano, enquanto a força de trabalho subiu 0,8%; e a produtividade caiu -0,9% – avaliamos que esta última deverá intensificar o ritmo de queda nos próximos trimestres antes de se recuperar. Logo, ponderando esses três elementos, a estimativa obtida a partir da função de produção para o potencial de crescimento da economia brasileira em 2019 é de apenas 0,7%, chegando a 2,2% no final de 2022.

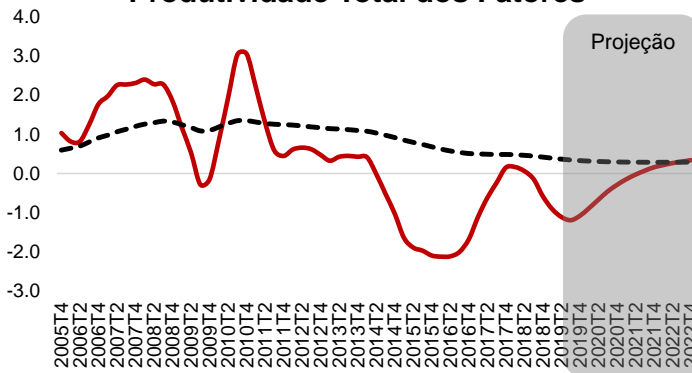
A nosso ver, o fator trabalho não será o principal indutor de crescimento até 2022, dadas a tendência demográfica e as restrições econômicas. Porém, uma agenda econômica correta e efetiva pode elevar de modo substancial os níveis de investimentos e produtividade, impulsionando o crescimento potencial de longo prazo do país.

Acreditamos que o Brasil reúne as condições necessárias para avançar na agenda de crescimento, dentre elas um diagnóstico mais preciso sobre as causas e consequências do quadro atual, diretrizes e atuação mais reformistas da equipe econômica do governo e do Congresso Nacional, bem como apoio crescente da população à necessidade de ajustes e reformas.

A agenda que vem sendo discutida tem potencial para trazer ganhos consideráveis no longo prazo - com alguns avanços já visíveis no Congresso, tais como a aprovação da reforma da previdência na Câmara dos Deputados. Destacamos alguns aspectos: (i) concessões e privatizações bem sucedidas, a partir da modernização de marcos regulatórios, devem atrair investimentos em setores da infraestrutura, tais como saneamento, logística – rodoviária, ferroviária, aeroportuária e hidrovias -, energia elétrica, óleo e gás e telecomunicações; (ii) melhoria do ambiente de negócios via simplificação de processos, desburocratização e mudanças na legislação devem aumentar a concorrência no ambiente econômico; e (iii) a simplificação e a eliminação de distorções e privilégios (benefícios) do atual sistema tributário, responsável por elevar significativamente os custos dos agentes locais, desestimular investimentos e intensificar a concentração de renda. Enfim, vemos sinais auspiciosos na atual agenda de crescimento e produtividade, com destaque para avanços no setor agregado de infraestrutura.

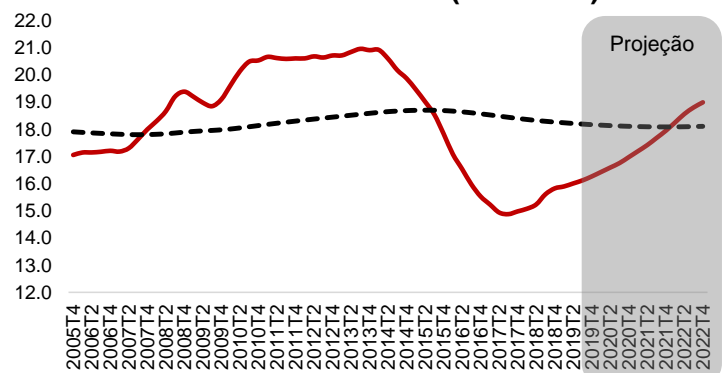
Retornando aos números, calculamos que, para o crescimento potencial atingir o 2,2% estimado, a taxa de investimento da economia brasileira precisará atingir 19% do PIB, no mínimo (a taxa atualmente se encontra em 15,9% do PIB), ao passo que o ganho anual de produtividade anual terá que alcançar ao menos sua (baixa) média histórica de 0,4% a.a.. Comparando com o desempenho de outros países nas últimas décadas, notamos que tais números não parecem exagerados, isto é, os patamares de referência podem ser superados em caso de sucesso na condução das reformas estruturantes em pauta no Brasil. Apesar de não trivial, consideramos esta evolução factível.

Produtividade Total dos Fatores



Fonte: Estimativas Santander

Taxa de Investimento (% do PIB)



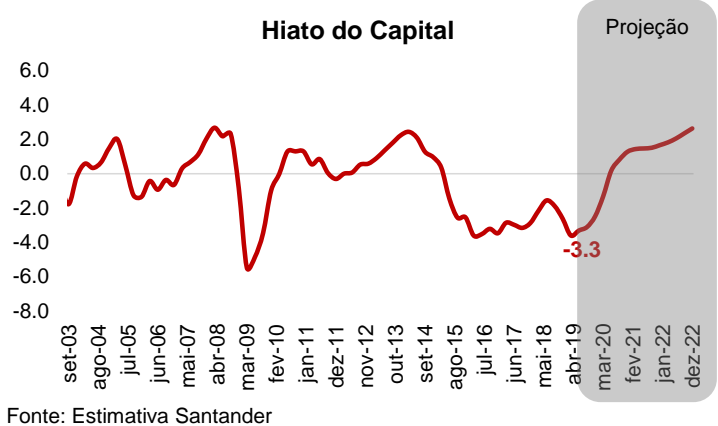
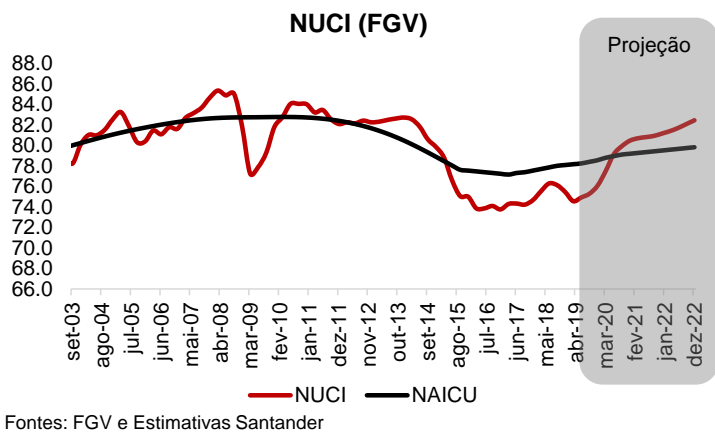
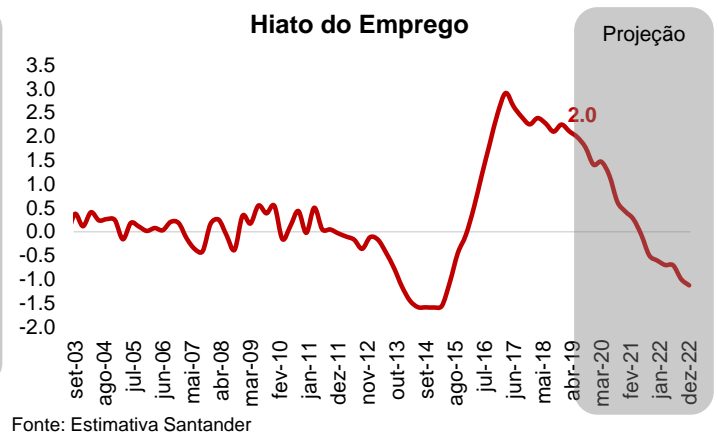
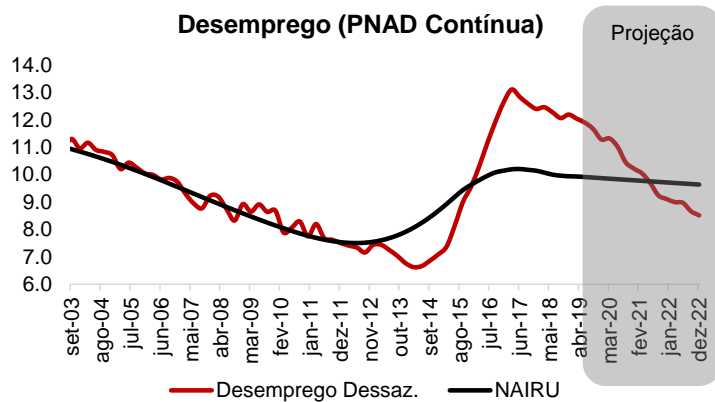
Fonte: IBGE e Estimativas Santander

PIB Potencial para Diferentes Combinações de Taxa de Investimento e Produtividade

%FBKF\GA	0.0	0.2	0.4	0.6	0.8	1.0
15	0.99	1.19	1.39	1.59	1.80	2.00
16	1.20	1.40	1.61	1.81	2.01	2.21
17	1.41	1.62	1.82	2.02	2.22	2.43
18	1.62	1.83	2.03	2.23	2.44	2.64
19	1.83	2.04	2.24	2.45	2.65	2.85
20	2.05	2.25	2.45	2.66	2.86	3.07

A situação no curto prazo

No curto prazo, o ritmo de crescimento econômico geralmente é determinado pela demanda, especialmente após recessões, quando há ociosidade dos fatores produtivos e a oferta consegue atender à expansão da demanda sem gerar pressões inflacionárias. De fato, tanto em termos de mão de obra, quanto de capital, a economia brasileira parece estar distante do seu equilíbrio. Segundo nossas estimativas, a taxa de desemprego se situa 2 p.p. acima do equilíbrio, e o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) está 3,3 p.p. abaixo do patamar que poderia gerar alguma pressão inflacionária. Ainda de acordo com nossas simulações, se essas duas variáveis voltassem para o seu equilíbrio, isso implicaria em expansão da população ocupada de 92,8 para 95 milhões e crescimento do estoque de capital, via elevação do NUCI de 74,9% para 78,3%. Consequentemente, o PIB cresceria 2,9% em termos anuais.



Mas então, se há tanta ociosidade, por que a demanda não cresce?

Em linhas gerais, existem fatores capazes de impulsionar a economia no curto prazo, que são gastos do governo, exportações ou variações positivas importantes na confiança de consumidores e empresários. Nesses quesitos, temos a observar:

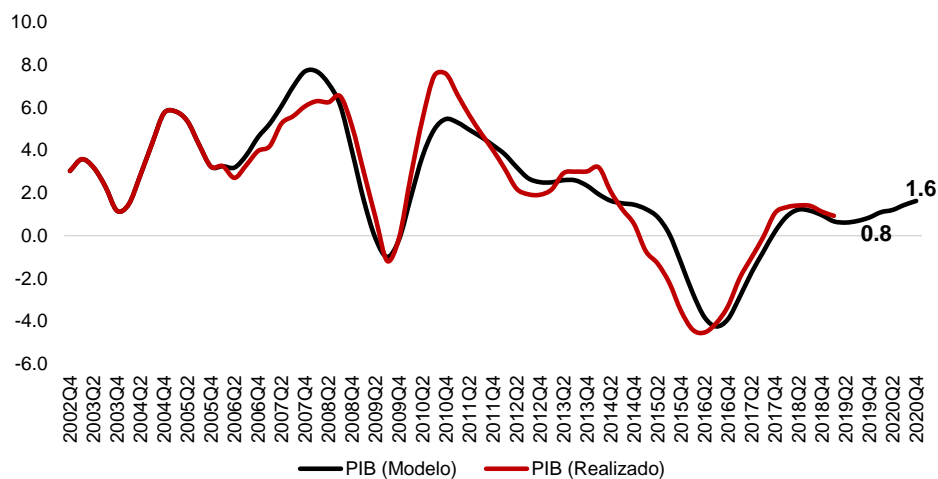
- (i) Os governos não conseguem aumentar sua demanda, pois seus recursos estão mais do que totalmente comprometidos e mal alocados; a poupança agregada do setor público é negativa em mais de 5 p.p. do PIB, o que torna premente medidas para a consolidação fiscal. Qualquer medida em direção oposta tende a abalar a confiança na solvência da dívida pública e no funcionamento regular dos governos, gerando pressões pelo aumento de impostos;
- (ii) As exportações, ou a demanda externa, têm se enfraquecido na esteira da desaceleração econômica mundial, tanto entre países desenvolvidos quanto emergentes;
- (iii) Consumidores, empresários e investidores locais ainda não parecem estar suficientemente confiantes para impulsionar a economia. Ademais, a própria ociosidade limita a demanda, uma vez que a fragilidade do mercado de trabalho - com elevados níveis de desocupação e informalidade, comportamento instável dos rendimentos - impede recuperação contundente do consumo; na mesma direção, a ociosidade na utilização de máquinas e equipamentos instalados reduz a necessidade de novos investimentos.

É bem verdade que a queda expressiva da taxa de juros desde 2017 vem contribuindo para a expansão do crédito, o que tem permitido recuperação relativamente mais acentuada de alguns setores de bens duráveis no período recente, como o mercado de veículos. Contudo, a expansão do crédito para pessoas físicas ocorreu também em função do reperfilamento de dívidas e da correção de inadimplência, assim como em função do próprio aumento de consumo. Como a reativação do mercado de trabalho tende a seguir o gradualismo da recuperação econômica, não acreditamos na reversão desse quadro de maneira abrupta. Ademais, a alta mais expressiva na venda de veículos – caso específico dentro de duráveis – ocorreu, em grande medida, por arbitragens tributárias nas vendas diretas das montadoras para locadoras de veículos ou para pessoas com deficiências físicas.

Com base em nosso modelo VAR (Vetores Auto-Regressivos) de projeção para o médio prazo projetamos expansão de 1,6% para o PIB Brasileiro em 2020, após alta de 0,8% em 2019. O modelo considera como variáveis explicativas exógenas o crescimento do PIB Chinês e uma medida de risco-país (CDS – *Credit Default Swap*); e como variáveis endógenas a taxa real de juros (juros *ex-ante*) e os indicadores de confiança do consumidor e da indústria. Outros modelos econométricos, que utilizam variáveis do mercado financeiro como antecedentes do crescimento, apontam para um ritmo de crescimento semelhante a este, ou seja, um pouco abaixo do atual consenso de mercado para o desempenho do PIB no próximo ano (2,1%).

Logo, com base nas nossas projeções, o quadro de ociosidade da economia brasileira não será revertido em breve. Estimamos que o hiato do produto, atualmente em -2,9%, voltará ao patamar nulo apenas no 3º trimestre de 2022, o que permite que a taxa de juros doméstica permaneça em níveis abaixo do equilíbrio por um longo período. Consequentemente, abriria espaço para que a taxa Selic seja reduzida para 5,25% a.a. até o final deste ano.

Modelo Médio Prazo - PIB



Fonte: IBGE e Estimativas Santander

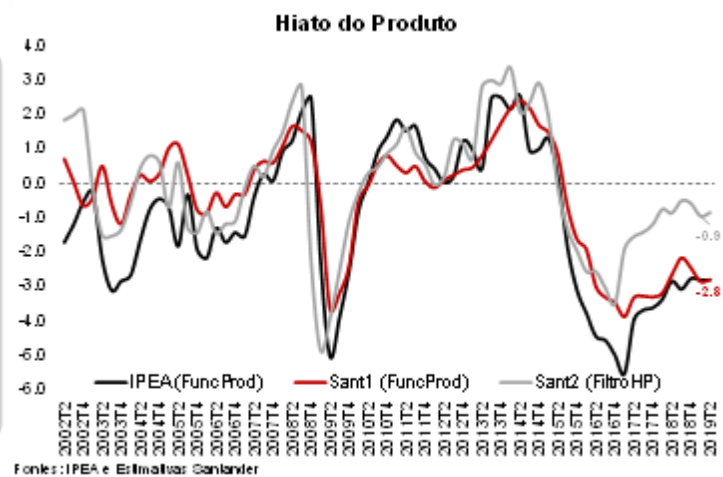
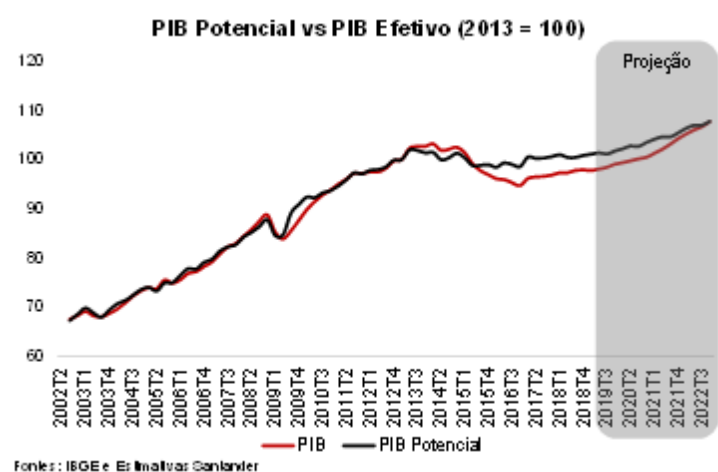
Vale ressaltar que, por sabermos das dificuldades e incertezas relacionadas à estimação de variáveis não observáveis, tais como o hiato do produto, optamos por desenvolver algumas análises de sensibilidade, avaliando qual seria o hiato para diferentes hipóteses de taxa de desemprego e nível de utilização da capacidade instalada de equilíbrio. Os resultados sugerem que, no intervalo de valores que nos parece razoável - demarcado pelo retângulo vermelho na tabela a seguir -, a conclusão principal não muda: a ociosidade na economia brasileira é bastante elevada.

Por exemplo, esses resultados são muito similares aos obtidos pelo Ipea - Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada -, que divulga frequentemente – e há bastante tempo – sua própria estimativa de hiato do produto. Entretanto, nossos números são maiores do que os estimados com a utilização direta de metodologias relacionadas a filtros estatísticos – como por exemplo o de *Hodrick-Prescott*, conhecido com filtro HP. Nesse sentido, vale ressaltar duas grandes desvantagens

decorrentes da utilização do filtro estatístico HP: i) por se tratar de um “estimador de tendência”, quando a economia está distante do seu equilíbrio por um período longo, o filtro acaba considerando os valores recentes como um novo equilíbrio, e a ociosidade - diferença entre o valor observado e o desta tendência - acaba sendo subestimada, o que parece estar acontecendo atualmente quando da utilização desta metodologia; e ii) não permite fazer uma análise de sensibilidade clara das premissas, algo que realizamos a partir de uma função de produção.

Hiato para Diferentes Combinações de NAIRU e NAICU

NAIRU\NAICU	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85
6.5	-2.71	-3.35	-3.98	-4.60	-5.20	-5.84	-6.38	-6.95	-7.52	-8.07	-8.61
7.5	-2.18	-2.83	-3.46	-4.08	-4.69	-5.34	-5.88	-6.45	-7.02	-7.57	-8.12
8.5	-1.65	-2.30	-2.94	-3.56	-4.17	-4.82	-5.36	-5.94	-6.51	-7.07	-7.62
9.5	-1.11	-1.76	-2.40	-3.03	-3.64	-4.30	-4.84	-5.42	-6.00	-6.56	-7.11
10.5	-0.56	-1.21	-1.86	-2.49	-3.11	-3.72	-4.31	-4.90	-5.47	-6.04	-6.59
11.5	0.00	-0.66	-1.30	-1.94	-2.56	-3.22	-3.77	-4.36	-4.94	-5.51	-6.06
12.5	0.50	-0.09	-0.74	-1.38	-2.01	-2.62	-3.22	-3.82	-4.40	-4.97	-5.53



Considerações Finais

Revisões baixistas nas projeções para o crescimento da economia brasileira têm preponderado nos últimos 8 anos e observamos uma confirmação desta tendência em 2019. Considerando um horizonte de 18 meses à frente, o mercado tem, em média, superestimado em 2 p.p. o crescimento efetivo do PIB. Entendemos que tal otimismo em relação à recuperação cíclica pode ser parcialmente explicado por se olhar para o passado para inferir o potencial de crescimento da economia, que encolheu nos últimos anos.

No início deste ano, o consenso de mercado apurado pelo Boletim Focus do Banco Central do Brasil indicava crescimento real do PIB de 2,5% em 2019. Contudo, na divulgação mais recente (26/08), o boletim registrou expectativa mediana de 0,8%. Reconhecendo a lenta recuperação da atividade econômica neste ano, os olhares do mercado estão cada vez mais voltados para 2020.

Revisamos nossa projeção o crescimento do PIB no próximo ano de 2,0% para 1,6%. Ou seja, por um lado, esperamos que a sustentação de um cenário de inflação e juros baixos, contas externas ajustadas e maior previsibilidade da política econômica local venham a promover alguma aceleração do crescimento econômico na comparação com o ano corrente. Por outro lado, acreditamos que a retomada da confiança dos agentes econômicos seguirá exibindo um ritmo moderado nos próximos trimestres, refletindo fatores como a maior percepção de risco sobre a evolução da economia internacional e o frágil mercado de trabalho doméstico, o que acaba limitando a velocidade da recuperação.

A despeito da continuidade do quadro de retomada gradual no curto e médio prazo, reconhecemos fatores positivos no que concerne ao potencial de crescimento da economia brasileira - atualmente bastante limitado - no longo prazo. Avanços em marcos regulatórios, medidas de estímulo à concorrência, maior segurança jurídica e transparência, iniciativas voltadas a impulsionar investimentos em infraestrutura e comprometimento do governo com a consolidação fiscal (reduzindo a percepção de risco dos investidores locais e estrangeiros) são alguns dos principais elementos que compõem uma agenda que precisa seguir adiante, de modo a promover crescimento mais equilibrado, sustentado e forte no país.

Portanto, ao contrário de outros períodos não muito distantes, quando fatores demográficos, choques positivos nos preços internacionais das *commodities* e/ou estímulos de natureza fiscal impulsionaram o crescimento econômico brasileiro,

acreditamos que, progressos na agenda da produtividade e de medidas que estimulem investimentos majoritariamente privados, com capital doméstico e estrangeiro, ganharão cada vez maior protagonismo daqui para a frente.

Finalmente, devemos considerar o balanço de risco para o cenário apresentado. Do lado positivo, avanços bem sucedidos nas agendas de reformas e concessões podem gerar estímulos além dos estimados por nós. Dentre as reformas destacamos a i) aprovação definitiva da reforma da previdência, que pode contar com a inclusão de estados e municípios, algo não contemplado em nosso cenário base; ii) aprovação da reforma tributária sobre consumo, unificando e simplificando impostos e, conseqüentemente, reduzindo custos para as empresas e aumentando a produtividade; iii) estabelecimento de marcos legais que podem atrair bilhões em investimentos privados como, por exemplo, saneamento básico e telecomunicações. Adicionalmente, pode se contar com i) a cessão onerosa que eventualmente ocorrerá este ano e ii) avanços substanciais no Programa de Parceria de Investimentos, peça fundamental no estímulo a investimentos, principalmente em infraestrutura.

Por outro lado, o turbulento cenário externo predomina o balanço de riscos negativos pois i) a esperada desaceleração do crescimento global pode se intensificar; ii) o comércio mundial pode arrefecer ainda mais na esteira de uma eventual escalada na Guerra Comercial travada entre as duas maiores economias do planeta e; ainda iii) não devemos nos esquecer das possíveis tensões derivadas das eleições dos EUA no próximo ano. Contudo, os riscos negativos não estão circunscritos ao cenário externo, já que podemos ter no *front* doméstico: i) pressões para mudanças de regras fiscais e/ou a formulação de um pacto federativo que podem ser extremamente danosos para a solvência das contas públicas e; ii) risco adicional de queda da popularidade do governo que pode contaminar a recuperação dos indicadores de confiança, reduzindo o ímpeto de crescimento da economia. Consideramos que as projeções de crescimento econômico de 0,8% e 1,6% para 2019 e 2020, respectivamente, estão bem calibradas para as probabilidades de materialização tanto do conjunto de oportunidades quanto de riscos.

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.

