

Brasil – Atividade Econômica
O Fim da Recessão: Explicando as Razões
Rodolfo Margato

rodolfo.silva@santander.com.br

+55 11 35531859

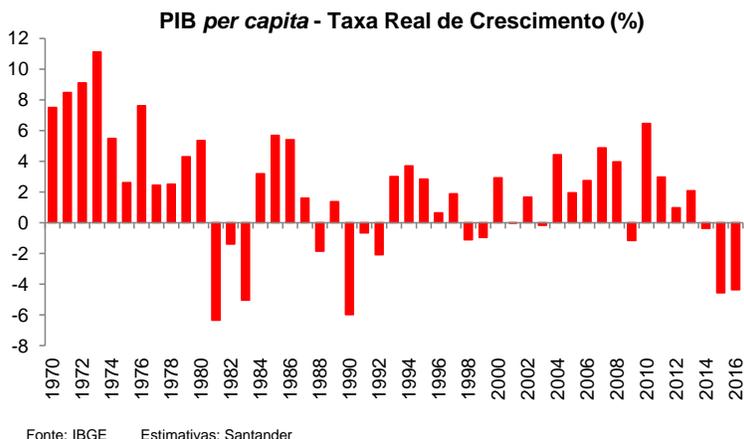
- A mais profunda e prolongada recessão da economia brasileira chegou ao fim, em nossa opinião. Após oito trimestres consecutivos de queda, estimamos expansão de 1,1% t/t para o PIB Brasileiro no 1T17.
- Essa expectativa está associada ao comportamento mais benigno de diversos fundamentos macroeconômicos, mas também se deve a fatores específicos, cujos efeitos positivos não estarão presentes nos próximos trimestres, tais como (1) a expansão muito forte do PIB da Agropecuária e (2) a revisão metodológica da Pesquisa Mensal de Serviços, que é parcialmente utilizada no cálculo do PIB. Neste relatório, analisamos o impacto desses choques temporários sobre a retomada da atividade econômica no curto prazo.
- Logo, com relação à dinâmica trimestral do PIB, a taxa de crescimento do 1T17 não deve ser vista como um ritmo médio para os próximos períodos. De fato, continuamos a acreditar que a recuperação da atividade doméstica será moderada ao longo deste ano.
- Além disso, mesmo levando em consideração a expectativa de maior crescimento no 1T17 (nossa estimativa anterior era de +0,5% t/t), decidimos manter o cenário de elevação de 0,7% para o PIB Brasileiro em 2017 e, por ora, atribuímos apenas um ligeiro viés de alta a tal projeção. A ausência de sinais claros de recuperação dos investimentos na economia doméstica e as turbulências adicionais no ambiente político respaldam nossa decisão de não alterar a expectativa para o ano.
- Olhando mais à frente, reiteramos o prognóstico de que a economia brasileira terá expansão de 3,0% em 2018, devido a condições bastante favoráveis no campo macroeconômico (ex: expectativas de inflação abaixo da meta; taxas reais de juros substancialmente inferiores às observadas nos últimos anos; aumento da confiança do consumidor e dos empresários) e avanços na implementação de medidas microeconômicas mais equilibradas (ex: concessões e privatizações no setor de infraestrutura; agenda para redução do custo de crédito; e agenda para maior eficiência da política monetária).

PIB e Componentes - Ótica da Oferta							
	% T/T-1					% T/T-4	
	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17P	2017 P	2018 P
PIB Total	-0.6	-0.3	-0.7	-0.9	1.1	0.7	3.0
Agropecuária	-3.2	-1.0	-2.1	1.0	11.5	7.0	3.5
Indústria	-0.8	1.0	-1.4	-0.7	0.7	1.3	3.3
Serviços	-0.4	-0.7	-0.5	-0.8	0.5	0.3	2.7

Fonte: IBGE Projeções: Santander

Nada (De Ruim) Dura Para Sempre

Estamos cada vez mais confiantes de que a recessão chegou ao fim no começo deste ano. O ciclo recessivo iniciado em meados de 2014 pode ser visto como o mais profundo e prolongado da série histórica de dados disponíveis. O PIB *per capita* desabou cerca de 9,0 pontos percentuais durante esse período, um resultado ainda pior do que o observado na chamada “década perdida” da economia brasileira (-6,8 pontos percentuais de 1981 a 1992). Entretanto, cremos que a atividade doméstica finalmente atingiu o “fundo do poço”. Após resultados decepcionantes do PIB do 4T16, as últimas divulgações de indicadores mensais de atividade econômica mostraram sinais de recuperação.



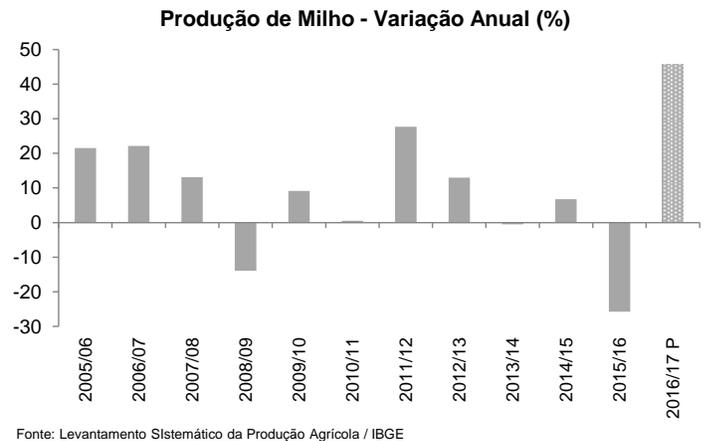
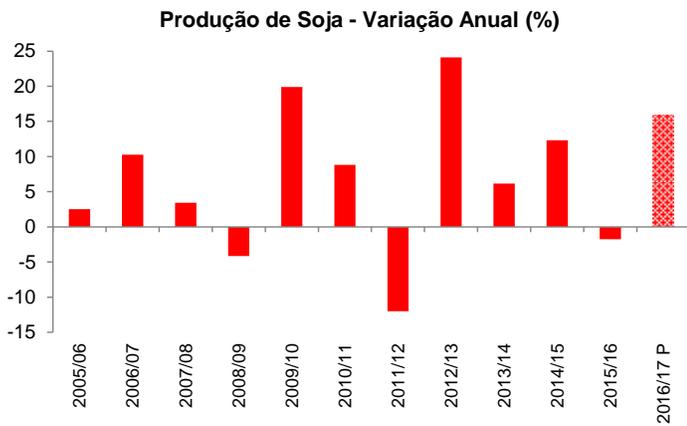
Com base nisso, estimamos expansão de 1,1% t/t para o PIB Brasileiro no 1T17, interrompendo uma longa sequência de oito quedas consecutivas na margem. Essa expectativa está associada ao comportamento mais benigno de diversos fundamentos macroeconômicos, como (1) a queda consistente e generalizada na inflação; (2) a menor percepção de risco sobre o ambiente macroeconômico; (3) o afrouxamento sustentável da política monetária; e (4) a estabilização dos salários reais. Contudo, cremos que a taxa de crescimento relativamente forte do último trimestre também se deve a fatores específicos (detalhados neste relatório) que não se repetirão nos próximos trimestres e, portanto, não alteramos nosso prognóstico de que a recuperação da economia brasileira ocorrerá a um ritmo moderado ao longo de 2017.

Excelente Início de Ano:

Comentários sobre Safras Agrícolas, Carregamento Estatístico e Revisão Metodológica

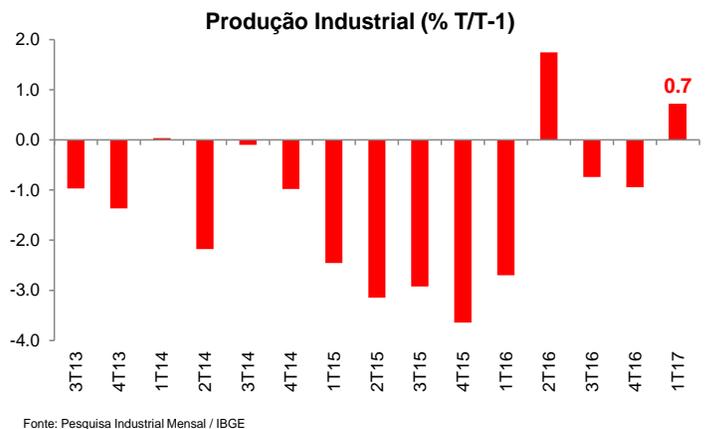
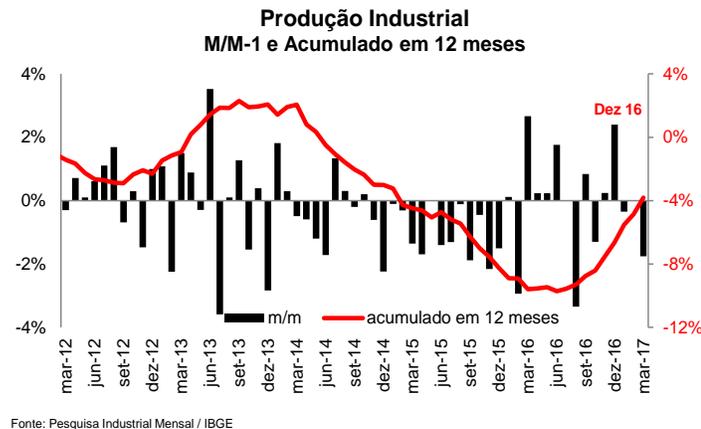
1. A Colheita da Salvação

Em primeiro lugar, destacamos a produção agrícola recorde da safra 2016-17, contrastando com os níveis muito baixos de produção registrados no período anterior. **As boas condições climáticas e o subsequente aumento acentuado da produtividade explicam as estimativas bastante promissoras para a produção de grãos em praticamente todas as regiões do país.** Nesse sentido, esperamos que as safras de soja e milho cresçam a taxas de dois dígitos na temporada atual, levando à forte expansão do PIB da Agropecuária no 1T17 (em linha com os fatores de trimestralização da colheita adotados pelo IBGE para a inclusão da produção agrícola no cômputo do PIB). De fato, levando em consideração as últimas pesquisas para as safras de 2016-17, estimamos que o PIB do setor primário tenha crescido 11,5% t/t no último trimestre, o que significa uma contribuição de 0,6 ponto percentual para a expansão do PIB total no período (ou seja, mais de 50% do aumento esperado). Para os próximos trimestres, por outro lado, prevemos contribuições muito mais sutis provenientes da Agropecuária.



2. Destravando as Engrenagens

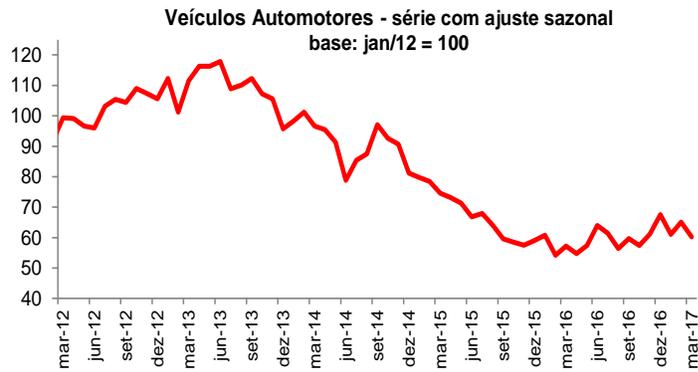
Além da produção agrícola extraordinária, o setor industrial também vem mostrando sinais mais favoráveis, embora a um ritmo bem mais moderado. O fim do ciclo de ajuste de estoques em diversas atividades manufatureiras, principalmente nas categorias de bens intermediários e bens de consumo duráveis, a recuperação do *quantum* de exportações e as melhores perspectivas para a demanda doméstica (permitindo um aumento contínuo na confiança dos empresários) parecem ter interrompido a tendência negativa da indústria local. **Esses fatores, combinados ao forte carregamento estatístico deixado pelo crescimento de dezembro (+2,4% m/m) levaram a produção da indústria total a crescer 0,7% t/t no 1T17.** Assim, apesar de projetarmos uma recuperação gradual da indústria brasileira ao longo deste ano, já que consumo e investimentos permanecem em níveis deprimidos, reiteramos a avaliação de que sua tendência está apontando para cima.



Com relação à abertura setorial da indústria, destacamos a forte expansão na atividade extrativa mineral (maior extração de minério de ferro e petróleo), bem como a estabilização da cadeia automotiva. No que diz respeito à última, a melhora recente foi motivada principalmente pelo aumento nas exportações de veículos, uma vez que as vendas domésticas ainda não retomaram o crescimento. Entretanto, o afrouxamento das condições financeiras e a elevação da confiança do consumidor tendem a destravar a demanda local até o final deste ano, a nosso ver. Em sentido contrário, a construção civil continua a exercer uma contribuição bastante negativa para a indústria brasileira, e deve mostrar uma recuperação mais tardia.



Fonte: Pesquisa Industrial Mensal / IBGE

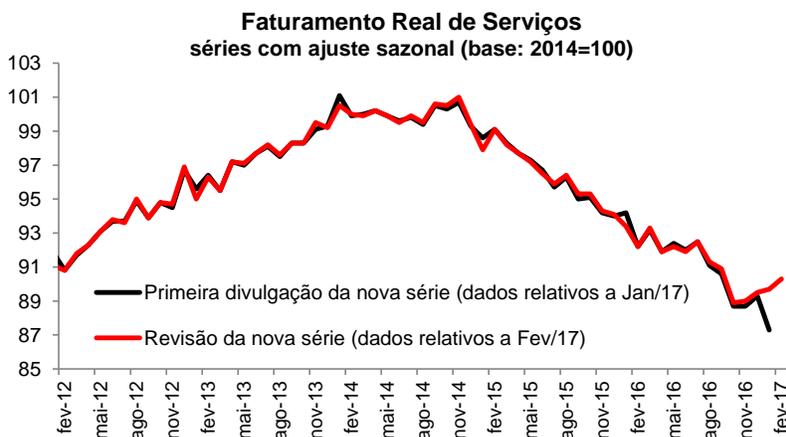


Fonte: Pesquisa Industrial Mensal / IBGE

3. O Benefício da Revisão

O debate mais intenso sobre o lado da oferta do PIB compreende o desempenho recente do setor de serviços, que representa cerca de 70% do valor adicionado total da atividade doméstica, excluindo os impostos líquidos sobre produtos. Nesse sentido, temos que discutir a última revisão metodológica da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) promovida pelo IBGE.

Em resumo, todos os indicadores econômicos relacionados aos segmentos de serviços (como a PMS e as Contas Nacionais Trimestrais) vinham mostrando o mesmo cenário: deterioração adicional, embora a um ritmo cada vez mais suave, e nenhum sinal consistente de retomada do crescimento, como reflexo da fragilidade do mercado de trabalho e dos níveis ainda elevados de comprometimento de renda das famílias. Contudo, a última publicação da PMS, contendo dados referentes a fevereiro, trouxe significativas revisões alistas para o desempenho da maioria das atividades de serviços no início deste ano. Por exemplo, a variação do faturamento real do setor agregado de serviços em janeiro foi revisada de -7,2% a/a (-2,2% m/m) para -3,5% a/a (+0,2% m/m). De fato, a versão atualizada da PMS mostrou contínua expansão do faturamento real deste setor nos últimos quatro meses, sugerindo uma trajetória ascendente. Embora mudanças metodológicas sejam bem-vindas no sentido de trazer informações mais precisas sobre o real estado da atividade econômica, acreditamos que os dados mais recentes da PMS devem ser tratados com cautela, em especial no que tange à previsão do comportamento do PIB de Serviços. A propósito, existe uma grande incerteza sobre como o IBGE incorporará tais revisões metodológicas no cálculo do PIB¹.



Fonte: Pesquisa Mensal de Serviços / IBGE

¹ A revisão metodológica da PMS, que já estava prevista, consistiu na utilização dos dados da Pesquisa Anual de Serviços – 2014 em substituição à Pesquisa Anual de Serviços – 2011. Dentre as mudanças, destacamos que (1) houve aumento do número de respondentes da pesquisa e (2) os índices de janeiro de 2012 a dezembro de 2016 mantiveram o ano base em 2011, ao passo que os índices de janeiro de 2017 em diante começaram a ter o ano base em 2014. Com relação a este último ponto, é importante observar que a primeira publicação baseada na nova metodologia (relativa a janeiro de 2017) exibiu resultados bem abaixo das expectativas do mercado. Assim, tendo os dados de fevereiro, o IBGE decidiu recalcular o ano-base de sua pesquisa estrutural, o que culminou em fortes revisões para cima nos resultados de janeiro.

Como salientado no *Relatório de Inflação do 1T17*, publicado pelo Banco Central do Brasil, as atividades abrangidas pela PMS correspondem a cerca de 30% do valor adicionado total do setor de serviços no PIB, e essa correspondência está concentrada em três segmentos nas Contas Nacionais Trimestrais: “transportes,” “informação e comunicação” e “outros serviços”. Portanto, o indicador agregado da PMS não parece ser uma *proxy* eficaz para prever a dinâmica do componente de Serviços no PIB. Essa discrepância entre as pesquisas está relacionada à cobertura e ponderação das atividades. Com relação ao primeiro motivo, observamos que a PMS é uma pesquisa baseada na receita bruta de serviços em companhias formais que empregam 20 ou mais funcionários, nas quais a principal atividade consiste em um serviço não financeiro, ao passo que as informações das Contas Nacionais Trimestrais provêm de diversas fontes, e compreendem dados do setor informal e de empresas de todos os portes. Em outras palavras, **as Contas Nacionais Trimestrais têm uma abertura muito mais ampla do que os dados disponíveis na PMS, e as mudanças recentes na metodologia desta última não devem afetar de forma significativa os resultados do PIB do 1T17.**

Participação das atividades do setor de serviços (%)		
Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) x Contas Nacionais Trimestrais		
Atividades	PMS *	Contas Nacionais **
Serviços de informação e comunicação	35.7	4.8
Serviços prestados às famílias	6.4	6.1
Serviços profissionais, administrativos e complementares	20.5	11.4
Transportes	30.7	6.4
Outros	6.7	71.3

* Estimativas baseadas no faturamento bruto

** Estimativas baseadas no valor adicionado bruto

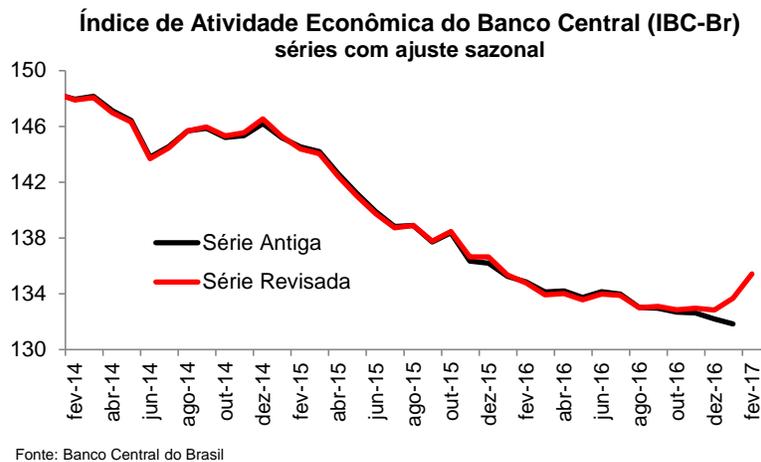
Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil

A partir dos tópicos descritos acima, acreditamos que: (1) o setor de serviços se estabilizou nos últimos meses; (2) o PIB de Serviços cresceu no 1T17, na comparação com o período imediatamente anterior (mas continuou em queda na comparação interanual), ainda que a uma taxa muito inferior à sugerida pela Pesquisa Mensal de Serviços; (3) a maioria das atividades de serviços mostrará tendência de alta consistente a partir do 2S17, na esteira da estabilização do mercado de trabalho e melhora das condições financeiras das famílias; e (4) apesar de não atribuímos um peso muito grande às mudanças metodológicas, elas devem exercer alguma contribuição positiva sobre o resultado do PIB no 1T17 (estimamos uma contribuição líquida de 0,3 ponto percentual).²

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), que serve como *proxy* mensal para o PIB, também apresentou uma forte revisão em seus dados recentes. Com a incorporação das informações das novas Pesquisa Mensal de Serviços e Pesquisa Mensal do Comércio³, o IBC-Br mostrou um desempenho muito mais benigno da atividade econômica doméstica no início deste ano. Por exemplo, a variação do IBC-Br em janeiro foi revisada de -0,3% m/m para +0,6% m/m, o que, combinado com a expansão de 1,3% m/m registrada em fevereiro, implicou um carregamento estatístico (isto é, assumindo variação nula em março) de +1,5% t/t para o 1T17.

² Em termos simplificados, com base na PMS, comparamos os resultados efetivos do faturamento real de serviços em janeiro e fevereiro com as nossas projeções para tais meses, desenvolvidas a partir de indicadores antecedentes e coincidentes que são relevantes para o setor (ex: índice de confiança de serviços; salários reais; produção física da indústria de transformação). Esse método foi aplicado para os três segmentos de serviços que compõem a PMS e as Contas Nacionais Trimestrais.

³ De forma similar, a Pesquisa Mensal do Comércio também foi revisada no início deste ano. Em resumo, houve atualização dos participantes da amostra e dos pesos das atividades varejistas, com base na substituição da Pesquisa Anual do Comércio de 2011 pela Pesquisa Anual do Comércio de 2014. Assim como no caso da PMS, o IBGE decidiu recalcular o ano base depois de ter os dados de fevereiro de 2017, o que provocou revisões altistas significativas nos resultados de janeiro de 2017. Por exemplo, a taxa de crescimento das vendas reais do varejo restrito em janeiro foi revisada de -0,7% m/m (-7,1% a/a) para +5,5% m/m (-1,2% a/a). Apesar desta forte revisão, não esperamos impactos diretos no PIB do Comércio do 1T17 (que faz parte do PIB de Serviços) a ser publicado nas Contas Nacionais Trimestrais. Isso porque o valor adicionado desse componente do PIB é calculado a partir das margens de comercialização dos demais setores, não utilizando os dados da Pesquisa Mensal do Comércio como fonte primária.



Calma Lá: Haverá Crescimento, Mas Gradual . . .

Além dos argumentos setoriais apresentados acima, ressaltamos que a divulgação dos resultados do PIB do 1T17 provocará uma revisão não desprezível da variação do PIB no trimestre imediatamente anterior (de -0,9% t/t para -0,6% t/t, de acordo com nossas estimativas), tendo em vista a mudança de fatores sazonais. Assim, o efeito de carregamento estatístico para o crescimento do PIB em 2017 provavelmente será de +0,3 ponto percentual, bem acima da herança de -1,1 ponto percentual deixada pelos números do 4T16.

Entretanto, reforçamos que alguns dos principais fatores explicativos para o crescimento do PIB Brasileiro no 1T17 não estarão presentes nos trimestres seguintes, especialmente no que tange à forte contribuição do PIB da Agropecuária. Além da dissipação dos efeitos dos choques temporários observados nos resultados do último trimestre, destacamos (1) a ausência de sinais claros de recuperação dos investimentos na economia doméstica e (2) as turbulências adicionais no ambiente político. Em relação ao último elemento, as incertezas cada vez maiores a respeito da capacidade e disposição do governo em dar continuidade à implementação das medidas de ajuste fiscal – tendo a reforma da Previdência Social como protagonista – representam o principal risco ao nosso cenário base de crescimento econômico sustentável à frente.

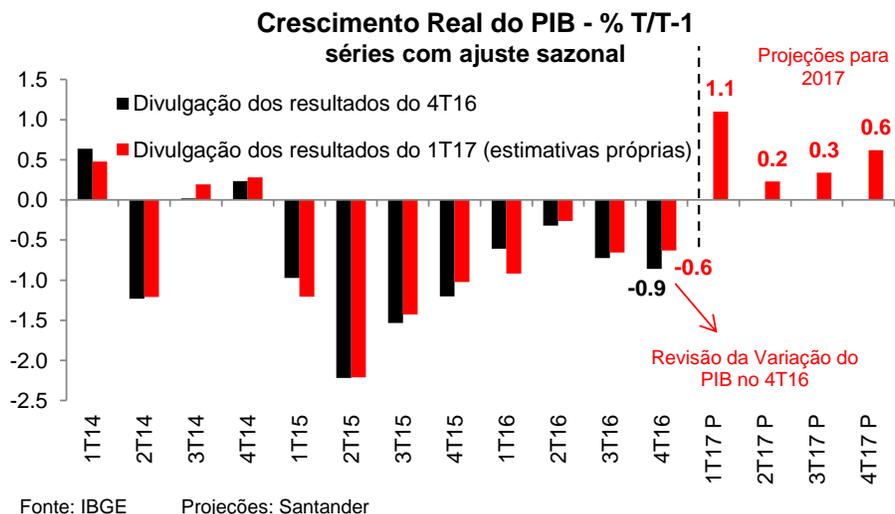
Dessa forma, apesar da expectativa de maior crescimento no 1T17 (nossa estimativa anterior era +0,5% t/t), decidimos manter o cenário de elevação de 0,7% para o PIB Brasileiro em 2017 e, por ora, atribuímos apenas um ligeiro viés de alta a tal projeção. Dito isso, cremos que o consenso do mercado para o crescimento do PIB este ano, atualmente em 0,46%, continuará subindo (suavemente) nas próximas semanas.

Com relação à dinâmica trimestral do PIB, a taxa de crescimento do 1T17 não deve ser vista como um ritmo médio para os próximos períodos. De fato, continuamos a acreditar que a recuperação da atividade doméstica ocorrerá de forma moderada ao longo deste ano.

Porém, apesar das taxas de crescimento relativamente baixas esperadas para os próximos trimestres, que em grande medida se devem à forte base de comparação imposta pelo resultado do 1T17, acreditamos que a recuperação econômica estará muito mais disseminada e robusta no 2S17, sobretudo devido à desobstrução do mercado de crédito (vale lembrar sua reação defasada frente ao afrouxamento da política monetária) e à estabilização do mercado de trabalho.

PIB e Componentes - Ótica da Oferta							
	% T/T-1					% T/T-4	
	1T16	2T16	3T16	4T16	1T17P	2017 P	2018 P
PIB Total	-0.6	-0.3	-0.7	-0.9	1.1	0.7	3.0
Agropecuária	-3.2	-1.0	-2.1	1.0	11.5	7.0	3.5
Indústria	-0.8	1.0	-1.4	-0.7	0.7	1.3	3.3
Serviços	-0.4	-0.7	-0.5	-0.8	0.5	0.3	2.7

Fonte: IBGE Projeções: Santander



Apesar de reconhecermos os riscos crescentes vindos do quadro político, reiteramos o prognóstico de que a economia brasileira terá expansão de 3,0% em 2018, devido a condições bastante favoráveis no campo macroeconômico (ex: expectativas de inflação abaixo da meta; taxas reais de juros substancialmente inferiores às observadas nos últimos anos; aumento adicional da confiança do consumidor e dos empresários) e avanços na implementação de medidas microeconômicas mais equilibradas (ex: concessões e privatizações no setor de infraestrutura; agenda para redução do custo de crédito; agenda para maior eficiência da política monetária).