

Brasil - Cenários Econômicos**Sobrevivendo**

Tatiana Pinheiro, Adriana Dupita, Everton Gomes,
Rodolfo Margato e Mirella Hirakawa

- **A turbulência política pode manter os preços dos ativos sob pressão no curto prazo, mas até agora não existe um fator relevante que altere o panorama econômico no médio prazo para o Brasil. De fato, nosso cenário já incorporava a possibilidade de que um aumento nas incertezas políticas funcionasse como catalisador para um aumento da volatilidade.**
- **Acreditamos que a melhoria substancial dos fundamentos no último ano – com formulação consistente de políticas econômicas, inflação contida, contas externas robustas, elevado nível de reservas internacionais e política monetária apertada – deixou a economia brasileira muito mais resiliente, com capacidade para enfrentar tempestades de curto prazo, sem se desviar da trajetória mais favorável para períodos mais longos.**
- **A principal incerteza reside no campo das reformas – a falta de avanços pode ter impacto nas taxas de juros de longo prazo, mas é improvável que limite significativamente os cortes das taxas no curto prazo.**
- **Mantemos nossas projeções de R\$3,50/US\$ para a taxa de câmbio e 8,5% para a taxa Selic ao final de 2017, com inflação a 4,2% no mesmo período. Também reiteramos nossa projeção de crescimento do PIB em 0,7% em 2017, mas, nesse caso, os riscos de baixa aumentaram, principalmente devido aos possíveis choques adversos na confiança, que tendem a ser mais intensos quanto mais demorada a normalização do quadro político.**

Fundamentos e incertezas

O aumento da incerteza política, que elevou os riscos acerca do avanço da agenda de reformas no Brasil, resultou em desvalorização do Real, aumento do prêmio de risco e uma maior inclinação da curva de juros. Com tantas incertezas no cenário, parece provável que o desfecho da crise possa levar pelo menos alguns meses, fazendo com que parte do mercado se preocupe com a possibilidade de o Brasil passar por uma onda de volatilidade e estresse, assim como ocorrera em 2015.

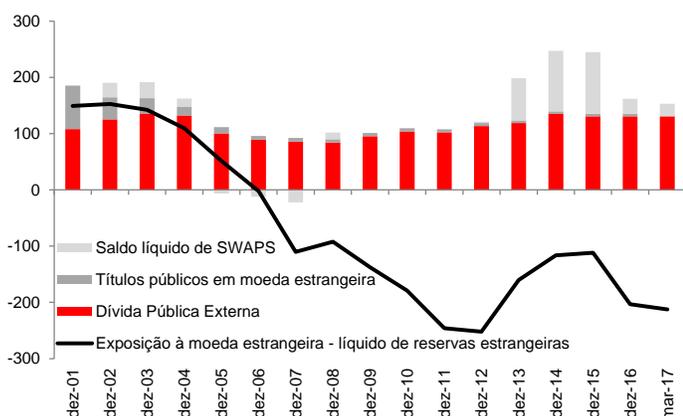
Embora esse cenário seja possível, não consideramos que seja provável. Neste relatório, defendemos que, enquanto esperamos uma normalização na arena política, a melhoria dos fundamentos garante, por ora, uma tendência mais favorável para os preços dos ativos do que a observada em 2015. **Lembramos que nosso cenário base – mais negativo do que o consenso predominante para taxa de câmbio, inflação e taxas de juros – já incorporava a possibilidade de que um aumento nas incertezas políticas funcionasse como catalisador para um aumento da volatilidade. Entretanto, nossas projeções sempre assumiram um cenário mais favorável do que nos últimos anos, sendo os principais motivos para isso:**

- **A política econômica está em trajetória consistente e sustentável**, sem razão para se esperar uma reversão no curto prazo. Desde o início de 2015 e, especialmente desde maio de 2016, foram feitos ajustes importantes na política econômica, levando a uma redução significativa nos desequilíbrios macroeconômicos; atualmente, não há um desalinhamento nos preços regulados, a taxa de juros é considerada adequadamente flutuante, e uma política monetária de credibilidade tem espaço para atuar seja qual for a direção necessária. O único fundamento que ainda inspira preocupação, a nosso ver, é a posição fiscal do Brasil, que continua bastante vulnerável: ainda que o teto de gastos aprovado no ano passado tenha ajudado muito no sentido de garantir a sustentabilidade das contas fiscais do país a longo prazo, sua implementação pode se tornar inviável na ausência da reforma da previdência social.
- **Vulnerabilidade externa reduzida:** Ao se avaliar as perspectivas para a taxa de câmbio no cenário atual, a posição robusta do Brasil no que se refere às contas externas é relevante. O déficit na conta corrente acumulado em 12 meses continua baixo, em cerca de 1,5% do PIB, e o investimento direto no país trouxe entradas líquidas que são quatro vezes maiores do que o déficit da conta corrente no mesmo período. Talvez ainda mais importante, o Brasil conta com mais de US\$370 bilhões em reservas internacionais, as quais, uma vez deduzidas de todos os passivos do setor público indexados a moedas estrangeiras (incluindo dívida externa e swaps), deixam o setor público em uma posição muito confortável, de credor líquido de US\$213 bilhões em moeda estrangeira (ao final de março). Esse número é cerca de US\$100 bilhões maior do que a posição de credor líquido do setor público no final de 2014 e ao longo da maior parte de 2015, quando já tinha um papel fundamental para minimizar as pressões de desvalorização sobre o Real. Além disso, a

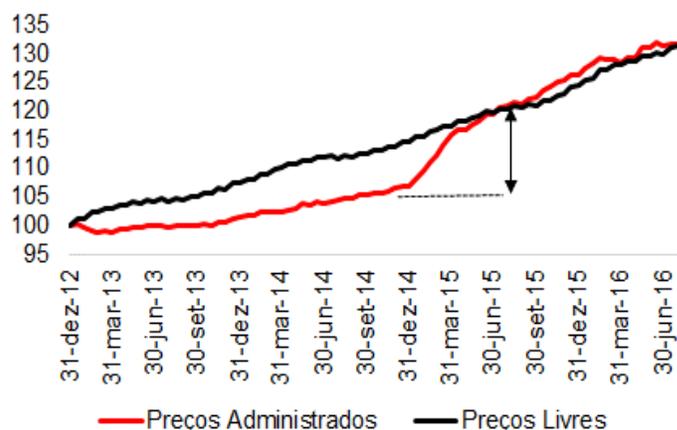
posição robusta do Brasil no que se refere às contas externas deixa amplo espaço para que o BCB intervenha no mercado de câmbio com todos os seus instrumentos disponíveis, sem colocar em risco a solvência do setor externo ou a dinâmica da dívida pública e, nesse contexto, isso pode, mais uma vez, funcionar no sentido de limitar o potencial de baixa para o Real.

- **Pressões cambiais podem não se refletir em alta na inflação:** O repasse da taxa de câmbio para a inflação deve ser modesto, considerando o fortalecimento do Real nos primeiros cinco meses do ano. O valor médio do Real acumulado no ano é de 3,15 por Dólar, 9,7% mais valorizado do que a média em 2016, equivalente a 3,49. É importante ter em mente que o repasse do câmbio para a inflação não é ditado apenas pela variação da taxa de câmbio na margem; na verdade, está condicionado ao hiato do produto (elevada ociosidade limita o espaço para repasse) e ao nível médio do câmbio durante o período de aquisição de estoques (mesmo com um Real desvalorizado na margem, a forte valorização nos últimos meses - 3,15/US\$ no acumulado do ano, frente a 3,49/US\$ no mesmo período de 2016 - minimiza a pressão para um repasse imediato).
- **A política monetária tem amplo espaço para injetar estímulos na economia:** A política monetária permanece apertada e a economia permanece enfraquecida. Independentemente de como se analisa, as taxas de juros reais (ex-ante ou ex-post) continuam elevadas, o indicador de condições monetárias ainda mostra um perfil contracionista e o estoque de crédito continua em retração.

Setor público: exposição líquida de moeda estrangeira (US\$ bilhões)

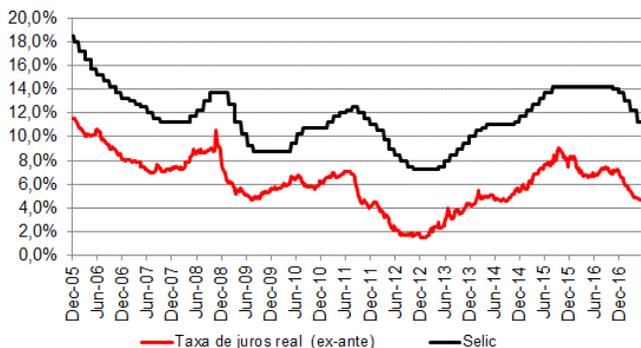


Preços Administrados x Preços Livres

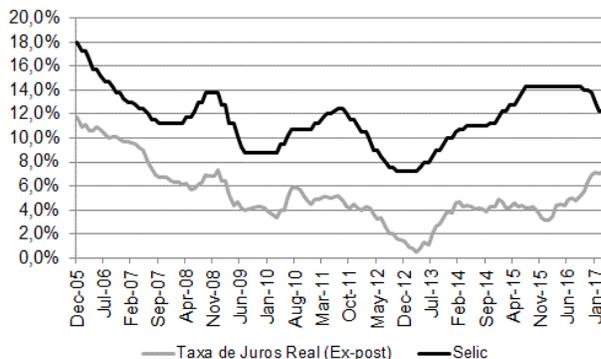


Fontes: BCB, IBGE e estimativas do Santander.

Taxa de juros real ex-ante (DI - 1 ano menos expectativas de inflação)



Taxa de juros real ex-post (taxa Selic menos inflação)



Fontes: BCB e estimativas do Santander.

Avaliamos que é muito cedo para drásticas revisões nas projeções macroeconômicas, haja vista toda a incerteza do cenário político. De qualquer modo, é importante frisar que, **embora as incertezas políticas possam se traduzir em volatilidade no curto prazo, os fundamentos tendem a prevalecer no médio/longo prazo.** Os fundamentos estão na direção correta, com a notável exceção das contas fiscais - e a natureza gradativa da reforma da previdência proposta significa que um eventual adiamento da mesma teria um impacto maior na perspectiva fiscal no médio/longo prazo do que na situação das contas públicas no curto prazo. Existem duas questões relevantes para compreender como isso pode (ou não) mudar: a primeira é se o atual perfil de formulação das políticas econômicas será mantido - o que parece muito provável na maioria dos cenários potenciais no que diz respeito à resolução da crise política em curso. A segunda questão é se as reformas irão avançar: não esperamos que as reformas avancem antes da normalização do cenário político, talvez nem mesmo antes das eleições de 2018.

Dito isso, e considerando a continuidade da atual política econômica e riscos de inflação minimizados, por ora, não vemos razões para que o BCB deixe de cortar a taxa Selic nas próximas reuniões do Copom. Pelo contrário, mantemos nossa crença de que a taxa Selic atingirá 8,5% ao ano no final de 2017. Também mantemos nossa projeção para o IPCA de 2017 em 4,2%, principalmente porque nossa projeção para a taxa de câmbio ao final de 2017 - a qual mantemos em 3,50/US\$ - já refletia uma possível deterioração do balanço de riscos.

De forma similar, mantemos nossa projeção de que o PIB Brasileiro terá expansão de 0,7% este ano, mas, neste caso, vemos significativos riscos de baixa. Dependendo da duração e intensidade da turbulência política, a tendência de alta da confiança dos empresários e do consumidor pode sofrer uma reversão drástica, o que impediria uma retomada dos investimentos e do consumo das famílias na economia brasileira este ano. Conforme temos enfatizado, a recuperação da atividade doméstica ainda é frágil e deve ganhar fôlego apenas a partir do 2º trimestre de 2017, tendo em vista a reação defasada do mercado de crédito e das condições do mercado de trabalho à melhoria dos fundamentos macroeconômicos. Portanto, um longo período de incerteza política pode trazer sérios danos à confiança e postergar a recuperação da economia, mantendo o PIB em níveis muito baixos. Apesar de não acreditarmos em um novo ciclo recessivo como o cenário mais provável, não podemos descartar completamente a possibilidade de outro ano de retração do PIB brasileiro, embora em magnitude muito menor do que nos últimos dois anos.

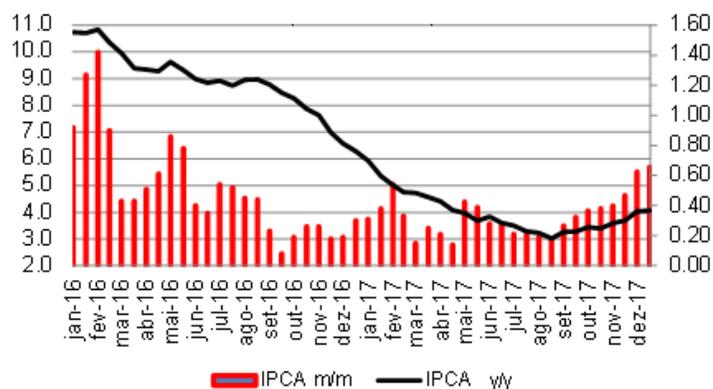
Política Monetária: A reunião do Copom em maio pode confirmar a normalidade

Mantemos nossa aposta para a taxa Selic em 8,5% ao ano no final de 2017, com a próxima decisão do COPOM mantendo o ritmo de cortes em 100 pontos-base. A última ata do Copom informou que um ciclo de afrouxamento monetário dependeria da combinação de dois fatores no curto prazo: (i) *“A desinflação dos preços de alimentos constitui choque de oferta favorável, que pode ter efeitos secundários na inflação e, portanto, pode contribuir para quedas adicionais das expectativas de inflação e da inflação em outros setores da economia”* (parágrafo 11 da Ata da reunião do Copom do BCB de abril); e (ii) *“A atividade econômica dá sinais de estabilização no curto prazo”* (parágrafo 12 no mesmo documento).

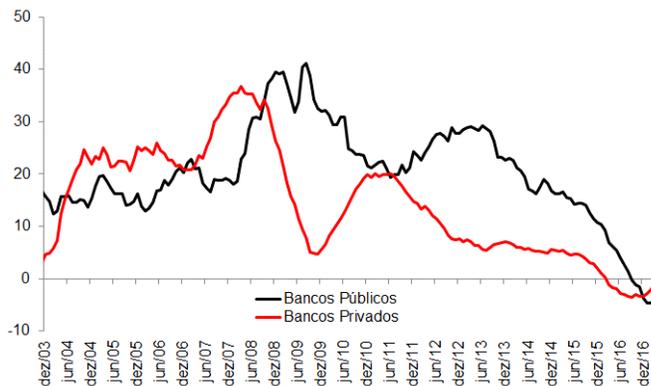
No que se refere a esses dois pontos, o balanço de riscos continuará a favorecer o afrouxamento monetário. De fato, o choque de oferta favorável nos preços de produtos alimentícios, devido a uma safra agrícola muito positiva, ainda está influenciando outros preços na economia, como os de combustíveis, que têm importantes efeitos secundários nos índices de preços. Projetamos que a inflação ao consumidor (IPCA) apresentará um recuo em comparação com o mesmo período do ano anterior até o mês de setembro – o aumento esperado para maio deverá representar um episódio isolado, causado por um ajuste não recorrente nos preços da energia elétrica¹. Uma desvalorização relativamente contida do Real (devido à baixa vulnerabilidade externa), aliada aos fatores acima mencionados que reduzem o repasse potencial, significa que, mesmo com as incertezas políticas, a inflação encerrará o ano abaixo do centro da meta (de 4,5%).

¹ Em abril, houve deflação das tarifas de energia elétrica, de cerca de 6,4% M/M, em virtude de um encargo de custos indevido da usina nuclear Angra III, que não foi entregue a tempo. Depois de devolver o montante de dinheiro que foi pago por engano para a energia nuclear, as tarifas de energia retornarão para um nível pouco abaixo do anterior (em maio).

Projeções para o IPCA - % m/m e a/a



Saldo total de crédito (% a/a)



Fontes: IBGE, BCB e estimativas do Santander.

Além disso, os indicadores de atividade mais recentes - em especial os relacionados ao setor de serviços, que representam cerca de 70% do PIB - foram decepcionantes, aumentando as possibilidades de uma frustração das projeções do BCB e do mercado acerca da normalização econômica. Quanto ao mercado de crédito, o saldo total do sistema financeiro ainda está em queda (mesmo em termos nominais) e as taxas finais dos empréstimos ainda estão em nível elevado em comparação aos últimos anos. Nesse sentido, um ciclo de afrouxamento mais prolongado seria importante não apenas para ativar o canal de crédito como mecanismo de recuperação, mas também para melhorar a situação financeira das empresas e famílias por meio de uma redução no serviço do custo da dívida. Em nossa opinião, o afrouxamento monetário em curso é uma condição *sine qua non* para a redução das taxas finais dos empréstimos e do comprometimento da renda com o serviço da dívida, permitindo que a demanda por crédito retome o crescimento e facilite o processo de recuperação econômica.

O parágrafo 10 da ata da última reunião revela outra mensagem importante: *"reformas e outros ajustes necessários na economia são relevantes para a sustentabilidade da desinflação e para a redução da taxa de juros estrutural"*, o que, em nossa opinião, deixou claro que o BCB acredita que o final do ciclo monetário depende do nível neutro da taxa de juros, o que, por sua vez, requer reformas e outros ajustes econômicos.

Em outras palavras, a evolução das reformas é relevante para a política monetária no longo prazo. Por outro lado, o ciclo de afrouxamento monetário no curto prazo está mais vinculado aos cenários de inflação e atividade. Com base nisso, ainda vemos espaço para que o ciclo de afrouxamento tenha continuidade, apesar do aparente congelamento da agenda de reformas. **Em outras palavras, o bom comportamento da inflação e os riscos de baixa da recuperação econômica, aliados às taxas reais de juros em patamar acima do nível neutro e ao saldo de crédito em queda, preparam o caminho para cortes adicionais da taxa Selic meta.**