

É tri !! Mas não há o que comemorar

Sumário Executivo

- Ao longo dos últimos vários meses, temos afirmado que a manutenção de um quadro de elevada incerteza, tanto por razões domésticas como externas, acaba por manter empresas e famílias numa posição de maior cautela com relação às suas decisões de investimento e consumo, o que juntamente com uma expansão da demanda externa cada vez menor, condena o país a seguir com taxas bastante modestas de crescimento econômico.
- Se desde meados do segundo semestre de 2018 já tínhamos uma visão menos positiva que a mediana do mercado com relação às perspectivas de crescimento do PIB de 2019, as primeiras semanas deste ano indicaram que nem mesmo aquela projeção de 2,2% seria exequível, o que nos levou a uma primeira revisão para 1,8% em fevereiro.
- Ocorre, porém, que desde então o cenário doméstico mostrou uma deterioração adicional importante, sobretudo no que diz respeito às perspectivas de avanço da reforma da previdência, que deve demorar mais e produzir um ganho fiscal inferior ao inicialmente esperado.
- Como resultado, o grau de confiança dos agentes econômicos deverá seguir deprimido até que uma maior clareza sobre o conteúdo a ser aprovado pelo Congresso emergja, o que não deverá ocorrer antes de meados do ano, na melhor das hipóteses. Somando-se a esse cenário um início de ano bastante decepcionante para os principais segmentos econômicos, torna-se inevitável fazer nova revisão para baixo da projeção de expansão do PIB deste ano.
- Desta vez, contudo, o movimento é ainda maior que aquele mencionado acima, levando-nos para um crescimento esperado apenas marginalmente superior a 1%, que caso se confirme, marcaria o terceiro ano consecutivo com a taxa de expansão da economia em 1,1%. Tal desempenho por si só já seria bastante decepcionante, mas quando se considera que a população registra um crescimento médio anual ao redor de 0,8%, o quadro é ainda pior, à medida que mostra um crescimento do PIB per capita de meros 0,3% ao ano no período 2017-19.
- Diante de uma expansão tão modesta, não surpreende que de um lado o índice de desemprego se mantenha em patamares tão elevados e, de outro, o grau de utilização da capacidade instalada da indústria exiba níveis muito inferiores à média histórica. Em seus patamares atuais, esses dois importantes indicadores de ociosidade da economia sugerem que não haverá pressão inflacionária relevante, ao menos com origem na demanda, num horizonte de curto e médio prazo. Muito pelo contrário.
- Desenha-se, porém, um risco inflacionário para os próximos meses: o agravamento de uma crise sanitária de grandes proporções na China envolvendo seu rebanho suíno, com projeções dando conta de uma mortalidade de pelo menos 15% do plantel.
- Como a demanda chinesa responde por cerca de 50% de toda a carne suína consumida no planeta, tamanha restrição da oferta tende a afetar de forma significativa os preços internacionais não apenas desse produto em particular, mas potencialmente de toda a cadeia de proteína animal, à medida em que as importações de carnes pela China tendem a se elevar bastante ao longo dos próximos meses e quiçá anos. Vale lembrar que no passado, outros episódios internacionais de restrição de oferta, ainda que de menor relevância, foram capazes de produzir um forte impacto nos preços do complexo de carnes no Brasil por um período relativamente longo.
- Assim, de um lado o Copom se defronta com uma fraqueza da demanda doméstica que conspira para uma variação do IPCA abaixo do centro da meta de inflação, o que poderia abrir espaço para a retomada dos cortes da taxa básica. De outro lado, porém, esse potencial choque de oferta no mercado de carnes pode mitigar em grande medida o efeito desinflacionário de um hiato negativo do PIB (ociosidade) que deve se manter por mais tempo.
- Adicionalmente, as incertezas quanto ao progresso da agenda de reformas e à evolução da economia global também podem reforçar a postura mais cautelosa adotada pela autoridade monetária no passado recente. O provável resultante dessas forças até certo ponto antagônicas é a manutenção da taxa Selic por um período bastante prolongado.

Cenário

O ano de 2018 foi marcado por um elevado grau de incerteza proveniente das mais variadas fontes. Do exterior, destaque para a continuidade do processo de aperto monetário nos EUA e, principalmente, o rápido e generalizado movimento de desaceleração do ritmo de crescimento das principais economias globais, em particular da China e da Europa.

Embora com menor peso relativo para o PIB mundial, a crise argentina também gerou impacto relevante para o Brasil, uma vez que o país vizinho é um destino muito importante para nossas exportações (6,2% do total), sobretudo no tocante a bens manufaturados (15,4%).

Gráfico 1: Produção Industrial e Exportações para a Argentina (Var. % em 12 meses)



Fontes: IBGE, Min. da Economia. Elab.: Porto Seguro Investimentos.

Ainda que esses eventos já fossem suficientes para atuar como um considerável freio ao crescimento brasileiro, fatores domésticos tão ou ainda mais importantes acabaram por limitar a expansão econômica durante o último ano, notadamente a greve dos caminhoneiros em maio e a campanha eleitoral durante a primeira parte do segundo semestre de 2018.

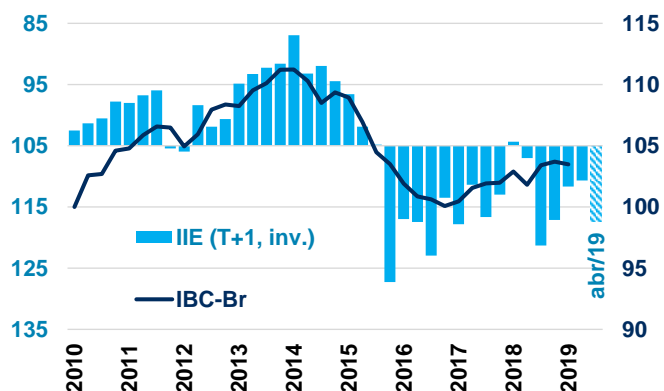
Se os contornos do cenário externo não sugeriam uma alteração substantiva para este ano, a posse do novo governo federal trazia consigo um revigoramento das expectativas positivas entre os agentes econômicos, fossem eles famílias ou empresários, representado por índices mais elevados de confiança desses atores apurados pelas mais diferentes fontes.

Embora parte dessa melhora da confiança pudesse ser atribuída meramente ao padrão histórico observado nos meses iniciais de qualquer mandato presidencial, havia também um componente específico do momento atual, associado à expectativa de condução de um profundo processo de ajuste fiscal, capitaneado pela reforma da previdência e por um ambicioso programa de privatizações, que ao reduzir a percepção de risco-país, enfim deslancharia um movimento de recuperação do investimento e do consumo privados.

Essa propensão à melhora, contudo, não se materializou. Uma sucessão de desencontros e conflitos entre o executivo e o legislativo federal acabaram por frustrar a expectativa de um avanço mais rápido da PEC da Previdência (bastante ambiciosa, diga-se), o que por sua vez aumentou o temor de um índice maior de diluição da proposta inicial. Com isso, a nuvem de incerteza que tem mantido empresas e famílias numa posição de maior cautela com relação às suas decisões de investimento e consumo, ao contrário do esperado, não se dissipou.

Para traduzir em números, basta lembrar que o aumento da incerteza foi importante detratador da atividade econômica no ano de 2018. Pelas nossas estimativas, divulgadas no Relatório Econômico de abril/19, não fosse o aumento da incerteza em meados do ano passado, a expansão do PIB teria sido 1,8%, ou 0,7 ponto percentual maior do que o registrado. A recente divulgação do Índice de Incerteza Econômica aponta que no mês de abril o quadro se assemelhou aos piores momentos de 2018.

Gráfico 2: Incerteza Econômica (IIE, eixo invertido) e Atividade Econômica (IBC-Br)



Fontes: BCB, FGV.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

A esse início de governo ainda claudicante no que diz respeito à sua relação com o Congresso Nacional, some-se os efeitos deletérios de condições financeiras apertadas que prevaleceram ao longo de boa parte do semestre passado e que, com defasagem, ainda repercutem no desempenho de diversos segmentos econômicos neste início de 2019.

Diante desse quadro, o grau de confiança dos agentes econômicos deverá seguir deprimido até que uma maior clareza sobre o conteúdo a ser aprovado pelo Congresso emergja, o que não deverá ocorrer antes de meados do ano, na melhor das hipóteses. Assim, torna-se inevitável fazer nova revisão para baixo da projeção de expansão do PIB deste ano.

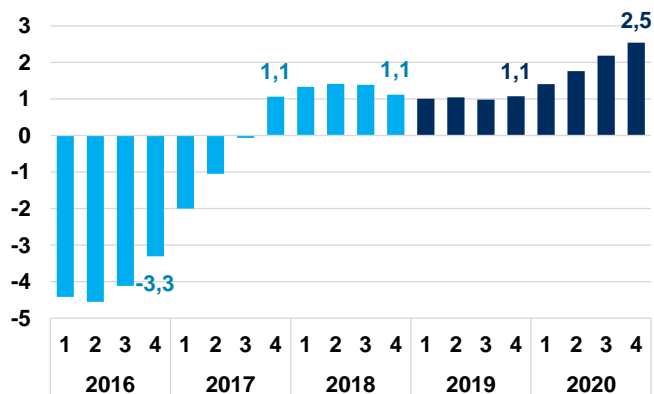
Vale lembrar que desde meados do segundo semestre do ano passado já tínhamos uma visão menos positiva que a mediana do mercado com relação às perspectivas de crescimento do PIB de 2019, e os indicadores antecedentes disponíveis nas primeiras semanas deste

ano indicaram que nem mesmo a projeção de 2,2% de então seria exequível, o que nos levou a uma primeira revisão para 1,8% em fevereiro último.

Agora, porém, as circunstâncias demandam um ajuste da previsão ainda maior que o realizado no início do ano, levando-nos para um crescimento esperado apenas marginalmente superior a 1%.

Esse resultado, caso se confirme, marcará o terceiro ano consecutivo em que a taxa de expansão da economia alcança 1,1%. Se tal desempenho por si só já se mostraria suficientemente decepcionante, ele pode revelar um quadro ainda pior se levarmos em consideração que, excluindo o crescimento anual de 0,8% da população, poderemos registrar uma taxa média de expansão do PIB per capita de meros 0,3% ao ano no período 2017-19.

Gráfico 3: PIB (Var. % acumulada em 4 trimestres)



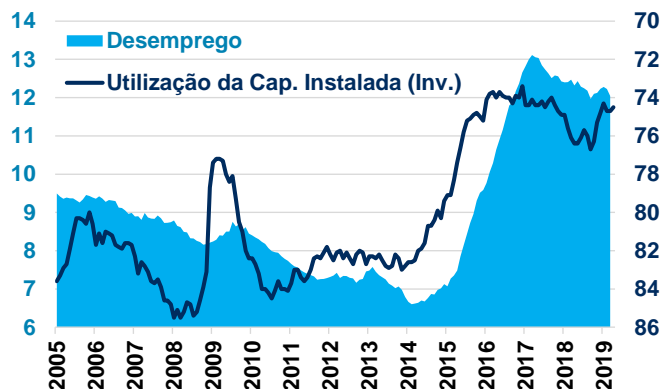
Fonte: IBGE. Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

Diante da falta de vigor econômico, é relativamente fácil entender o porquê da manutenção do índice de desemprego em um patamar elevado nos últimos anos e, pior, da perspectiva de que esse quadro de fragilidade do mercado de trabalho não deverá mostrar grandes alterações no curto ou médio prazo.

Pela mesma razão, não surpreende que o grau de utilização da capacidade instalada da indústria exiba níveis bastante inferiores à média histórica, a despeito de taxas muito baixas de investimento em capital fixo nos últimos vários anos, quando em diversos casos (empresas/setores), sequer foi reposta a depreciação de equipamentos e instalações (o que reduziria a capacidade efetivamente instalada).

Com a perspectiva de que o grau de ociosidade da economia seguirá elevado nos próximos trimestres diante da frustração com o crescimento do PIB, não há porque temer qualquer pressão inflacionária relevante num horizonte de curto e médio prazo, ao menos que tenha origem na demanda.

Gráfico 4: Desemprego (% da Força de Trabalho) e Utilização da Capacidade Instalada (% , eixo invertido)

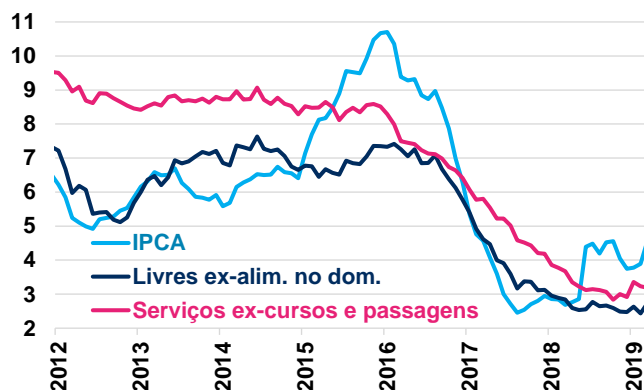


Fontes: IBGE, FGV. Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

A evidência disso é o comportamento bastante benigno dos grupos e/ou núcleos do IPCA mais associados à atividade econômica (preços livres exclusive alimentos no domicílio, serviços exclusive cursos regulares e passagens aéreas, entre outros) ao longo dos últimos dois anos, com uma grande estabilidade (para os padrões locais desta última década) em patamares inferiores ao centro da meta de inflação.

Importante dizer que os números elevados do IPCA nos últimos meses foram resultado de altas registradas nos preços dos alimentos e dos combustíveis. Em ambos os casos, pode-se afirmar que são movimentos vinculados exclusivamente à oferta (um início de ano mais chuvoso comprometendo a produção de alguns alimentos, e restrições de produção e/ou exportação de petróleo por parte de alguns dos maiores produtores/exportadores globais, respectivamente) e que deverão ser revertidos num futuro breve, especialmente no que diz respeito ao primeiro grupo.

Gráfico 5: Inflação de grupos mais ligados à atividade econômica (Var. % em 12 meses)



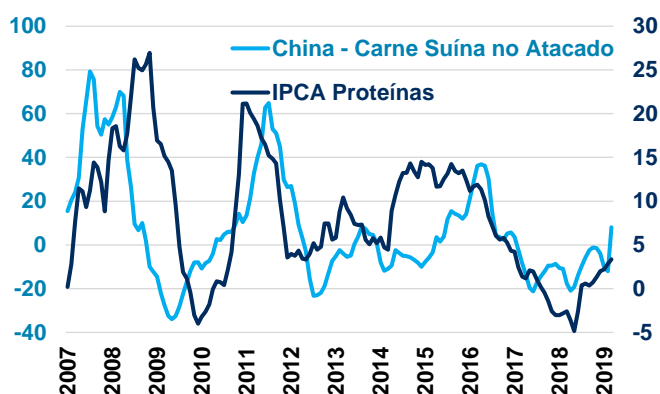
Fonte: IBGE. Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

Há que se registrar, porém, a existência de um risco inflacionário em potencial para os próximos meses: o agravamento de uma crise sanitária de grandes

proporções na China envolvendo seu rebanho suíno, com projeções conservadoras dando conta de uma mortalidade de pelo menos 10% a 15% do plantel.

Como a demanda chinesa responde por cerca de 50% de toda a carne suína consumida no planeta, tamanha restrição da oferta chinesa tende a afetar de forma significativa os preços internacionais não apenas desse produto em particular, mas potencialmente de toda a cadeia de proteína animal, à medida em que as importações de carnes (não apenas a suína) pela China tendem a se elevar bastante ao longo dos próximos meses e quiçá, anos. Vale lembrar que no passado, outros episódios internacionais de restrição de oferta, ainda que de menor relevância, foram capazes de produzir um forte impacto nos preços do complexo de carnes no Brasil por um período relativamente longo.

Gráfico 6: Inflação de Carne Suína (Var. % em 12 meses)



Fontes: Bloomberg, IBGE. Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

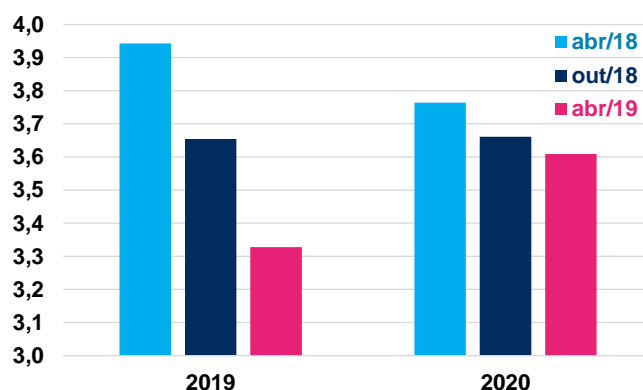
Assim, se por um lado o Copom se defronta com uma economia pouco vigorosa, o que contribui para manter o IPCA abaixo do centro da meta de inflação, dando margem para novos cortes da taxa básica de juros, de outro, a autoridade monetária deve considerar em suas avaliações alguns fatores que no médio prazo podem colocar em risco o atual quadro benigno da inflação.

Em primeiro lugar, há o mencionado potencial choque de oferta no mercado global de carnes, que pode impactar os preços de um grupo de produtos que responde por quase 5% do IPCA. Em segundo lugar, persistem elevadas as incertezas quanto ao progresso da agenda de reformas e ajuste fiscal, em particular a PEC da previdência. Embora no passado mais recente tenha havido uma certa distensão na relação entre o governo Bolsonaro e as principais lideranças do Congresso, é ainda prematuro apostar numa solução rápida e definitiva para essas tensões que pudesse acelerar a tramitação dessa agenda.

Por fim, as sucessivas revisões nas projeções de crescimento global (e que também ajudam a explicar as revisões para baixo nas projeções domésticas) para este

e o próximo ano impõem uma cautela adicional à autoridade monetária, à medida em que podem implicar em um patamar mais desvalorizado do BRL, fruto tanto de uma maior aversão ao risco por parte dos investidores globais como de um comércio mundial menos vigoroso (e conseqüentemente, preços de *commodities* menos favoráveis ao país).

Gráfico 7: Evolução das Projeções para o PIB Global (Var. % anual)



Fonte: FMI.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos.

No conjunto dessas forças até certo ponto antagônicas, a provável resultante é o adiamento do início do ciclo de normalização da política monetária brasileira. Em outras palavras, se o espaço para uma queda adicional da taxa Selic é limitado, é igualmente verdadeiro que a hipótese de alta tem sido sucessivamente adiada diante da fragilidade econômica, reforçando o cenário de estabilidade da taxa Selic no atual patamar de 6,5% por um período bastante prolongado.

Quadro de projeções

		2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB	var. acum. %	-3,5	1,1	1,1	1,1	2,5
IPCA	var. acum. %	6,3	3,0	3,7	4,0	4,0
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,26	3,31	3,88	4,00	4,15
Selic	%, dez	13,75	7,00	6,50	6,50	6,50

(p): projeções

José Pena

Economista-Chefe

jose.pena@portoseguro.com.br

Bruno Campos

Economista

bruno.campos@portoseguro.com.br

Porto Seguro Investimentos

Alameda Ribeiro da Silva, 275 - 1º andar - São Paulo - SP
01217-011

Central de Atendimento: (11) 3366-3370

SAC: 0800-727-2763

SAC para deficientes auditivos: 0800-727-8736

Ouvidoria: 0800-727-1184

porto.investimentos@portoseguro.com.br

www.portoseguro.com.br/investimentos

Considerações Legais: A Porto Seguro Investimentos é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.