

## *Temperatura e sensação térmica*

### Sumário Executivo

- Os efeitos econômicos e sociais da profunda contração econômica observada no biênio 2015-16 ainda são bastante visíveis, traduzidos pelo fechamento, desde então, de centenas de milhares de estabelecimentos, de diferentes escalas de tamanho, nos mais variados setores da economia. Nada mais representativo da crise, porém, que a enorme massa de desempregados, que ao final de 2018, alcançava 12,2 milhões de pessoas.
- Nestes dois últimos anos, ensaiou-se uma retomada da atividade, mas ela se mostrou tímida e intermitente. No início de 2017, o cenário parecia promissor, mas as gravações envolvendo o agora ex-presidente Temer e as consequentes denúncias da Procuradoria Geral da República contra ele interromperam o avanço da agenda de reformas, notadamente a da Previdência, revertendo a recuperação dos índices de confiança de empresários e famílias.
- Ao longo de 2018, por seu turno, foram as incertezas quanto à eleição presidencial e um cenário mundial que foi se mostrando cada vez menos benigno que aquele de 2017 que impediram uma maior aceleração da atividade econômica doméstica.
- Eleito o novo presidente da República, surgem então algumas perguntas. O que podemos esperar para este ano de 2019 do ponto de vista da expansão econômica, traduzida pela variação do PIB? Qual será o polo de maior dinamismo da atividade? Quais as perspectivas para a geração de postos de trabalho?
- O consumo, que responde por cerca de 65% de toda a renda nacional, deve mostrar alguma aceleração no ritmo de expansão vis-à-vis a média anualizada do biênio 2017-18. De um lado, empresas e, sobretudo as famílias, experimentaram um importante processo de redução de seu endividamento (a chamada desalavancagem) nestes últimos anos.
- Voluntário ou compulsório, tal movimento naturalmente restringiu o nível de gastos no passado recente, reprimindo a demanda por bens e serviços. A demanda agregada, porém, pode ser rapidamente estimulada por uma maior oferta (e demanda) de crédito, bastando para isso que se recupere a confiança dos agentes econômicos no futuro do país. Importante notar que os índices de inadimplência do sistema bancário estão em patamares reduzidos, assim como as taxas de juros (ao menos em termos históricos), o que pode potencializar uma rápida e expressiva elevação dos volumes de financiamento na economia.
- Do lado do investimento em ativos fixos - a chamada FBCF (Formação Bruta de Capital Fixo), os últimos anos registraram uma contração profunda e prolongada (-24% entre o final de 2013 e o 3º trimestre de 2018), fazendo crer que em muitos setores, os investimentos realizados não foram sequer capazes de repor a depreciação dos equipamentos e instalações.
- À medida em que se restaura a confiança na economia, e para isso é fundamental que o governo recém empossado promova uma rápida e profunda agenda de ajustes, é razoável imaginar que o investimento pode assumir um papel de destaque no processo de aceleração do ritmo de expansão da economia.
- Esse cenário é possível mesmo em se considerando o elevado grau de ociosidade que se observa em vários segmentos econômicos, notadamente na indústria, o que a priori poderia permitir uma maior atividade apenas com o aumento do grau de ocupação da capacidade instalada.
- Embora essa seja uma hipótese mais que razoável, é importante ter em mente dois fatores que, ainda assim, podem estimular uma expansão mais significativa da FBCF neste e nos próximos anos: i) a atualização/renovação do parque instalado, depois desse prolongado período de sub-investimento e ii) um ambicioso programa de privatizações de empresas e concessões de serviços públicos.
- Se o consumo privado e o investimento fixo demonstram potencial para uma aceleração neste 2019, os gastos públicos deverão mostrar nova contração, diante do estado delicado das finanças públicas nas três esferas de governo.
- Tradicionalmente, o primeiro ano de uma gestão federal ou estadual (como é o caso de 2019) é marcado por um freio no dispêndio, para que a partir do segundo ano, os gastos sejam sucessivamente elevados. Mais que apenas repetir o mero padrão histórico, é a necessidade de equilibrar as contas públicas que provavelmente obrigará o novo presidente e os 27 governadores a “apertar ainda mais o cinto”.
- As exportações líquidas tampouco devem dar contribuição positiva para o PIB de 2019. De um lado, uma maior demanda doméstica deve aumentar o volume de importações. De outro lado, um menor

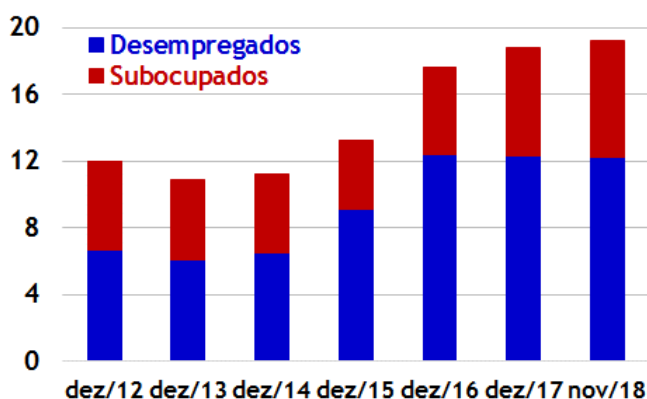
crescimento da demanda mundial deve limitar a expansão de nossas exportações.

- Sendo assim, uma expansão média do PIB entre 2% e 2,5% parece o cenário mais provável para 2019, condicionado ao avanço mínimo da agenda de reformas. Se esse avanço se mostrar mais rápido e profundo do que o esperado, poderemos assistir a uma aceleração no ritmo de expansão ao longo dos próximos trimestres, melhorando a sensação de vigor e bem estar econômico mesmo que os números médios do ano mostrem uma “temperatura” mais amena. Neste caso, números mais robustos de variação do PIB estariam sendo contratados para o(s) ano(s) seguinte(s).
- Ainda que o mundo possa se mostrar menos benigno no futuro próximo, o fator principal para uma aceleração (ou não) do crescimento econômico é o progresso de um amplo leque de reformas econômicas (a da Previdência à frente). Se ele se materializar, 2019 pode marcar o começo de um ciclo raro em que a economia doméstica cresce na contramão da economia mundial. Depende de nós.

### Cenário doméstico

No biênio 2015-16, o PIB brasileiro registrou uma contração de 6,7%. Quando se considera a chamada absorção doméstica, que inclui o consumo privado e do setor público, além do investimento fixo, a queda foi ainda maior, alcançando expressivos 9,1%.

### Gráfico 1 – Mercado de trabalho (milhões de pessoas)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Para além desses números, as evidências econômicas e sociais da crise são ainda mais eloquentes, traduzidas pelo fechamento de muitos milhares de negócios nos mais variados setores, tamanhos e regiões, e que não apenas destruíram riqueza privada como também impuseram pesadas perdas na arrecadação de tributos.

O ícone maior desse quadro, porém, é a enorme massa de desempregados, que ao final de 2018 alcançava os

12,2 milhões de pessoas. Se a esses somarmos os subocupados, o total chega a 19,2 milhões. Como base de comparação, ao final de 2014, esses contingentes atingiam 6,45 e 11,1 milhões, respectivamente.

Nos dois últimos anos, com a mudança de governo e do *mix* de política econômica, ensaiou-se uma recuperação da atividade que, contudo, tem se mostrado bastante modesta e intermitente. De um lado, as denúncias da PGR sobre o agora ex-presidente Temer ao longo de 2017 interromperam o processo de reformas promovido por seu governo e que parecia caminhar para a aprovação da Reforma da Previdência, proposta hoje adormecida na Câmara dos Deputados.

No ano passado, além da frustração com a paralisação da agenda de ajustes estruturais, havia também a enorme incerteza associada ao pleito presidencial de outubro. Como resultado, interrompeu-se o processo de melhora na confiança de consumidores e empresários iniciada em meados de 2016 e que sugeria uma retomada mais rápida e vigorosa da atividade a partir de então.

Agora, definida a eleição presidencial e com o aparente compromisso do novo governo com a retomada da agenda de reformas, cabem então algumas perguntas:

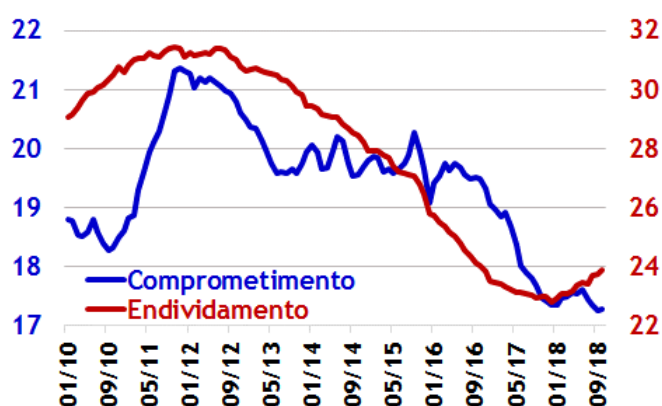
- O que podemos esperar para este ano de 2019 do ponto de vista da expansão econômica, traduzida pela variação do PIB?
- Qual será o polo de maior dinamismo da atividade?
- Quais as perspectivas para a geração de postos de trabalho?

Responsável por 65% do PIB, é natural que o desempenho do consumo das famílias seja de fundamental importância no comportamento da economia como um todo. Depois da forte contração experimentada nos últimos anos, fruto da queda da massa real de salários, do menor crescimento da oferta (e demanda) de crédito e do declínio da confiança dos consumidores, é razoável se imaginar que 2019 registre um vigor maior do consumo privado, na esteira da gradual recuperação da confiança e do crédito e, em menor escala, do emprego.

A partir de um forte ajuste no nível de seus gastos, em alguns casos voluntário e, na maioria deles, compulsório, o consumidor brasileiro hoje tem uma situação financeira mais saudável do que aquela observada em boa parte da última década.

Embora o nível de inadimplência não bancária ainda siga elevado (serviços de utilidade pública, lojas e demais fornecedores de bens e serviços), o comprometimento da renda disponível com o serviço das dívidas bancárias teve uma importante redução nos últimos anos, assim como o grau de endividamento junto às instituições financeiras.

**Gráfico 2 – Endividamento e comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida bancária (exceto crédito imobiliário) (%)**



Fonte: BCB.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Como essa desalavancagem das famílias não se deu pelo rápido e expressivo aumento da renda e sim pela repressão da demanda por bens e serviços, é possível que o consumo seja rapidamente estimulado por uma maior demanda por crédito a partir de bases financeiras mais saudáveis dos consumidores.

Importante notar que os índices de inadimplência das pessoas físicas junto ao sistema bancário estão nos patamares mais baixos da década, assim como as taxas de juros têm mantido sua trajetória de queda contínua, ainda que gradual, fatores que podem potencializar uma rápida e expressiva elevação dos níveis de financiamento na economia, uma vez recuperados níveis mais elevados de confiança por parte dos consumidores.

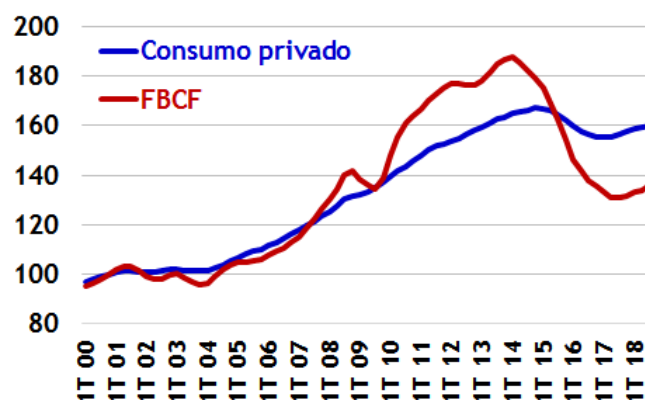
Esse foco no pilar do crédito como fator decisivo para a recuperação do consumo no curto prazo advém da perspectiva de uma recuperação lenta da geração de novos postos de trabalho, mesmo com um ritmo mais forte da atividade ao longo dos próximos trimestres. O mais provável é que na fase de aceleração da retomada seja observada uma expansão maior da produção do que do emprego, ensejando um aumento da produtividade média da mão-de-obra para só então, num segundo momento, quando a recuperação econômica se mostrar mais consolidada, se registrar uma melhora mais acentuada do emprego, o que talvez ocorra apenas a partir do final deste ano ou no início de 2020.

Embora o consumo privado, por seu peso na composição da renda nacional, tenha sempre papel relevante na evolução da economia, é o investimento em máquinas, equipamentos, softwares e instalações, a chamada Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que define a direção e determina o grau de dinamismo da atividade.

Basta dizer que nos cinco anos terminados no terceiro trimestre de 2018 (último indicador disponível), a FBCF registrou uma queda de quase 25%, enquanto que no

mesmo período, o PIB e o consumo privado caíram 4,8% e 2,1%, respectivamente. Como consequência, ao longo desse período de vinte trimestres, a participação do investimento fixo na economia caiu de 20,5% para pouco mais de 16%.

**Gráfico 3 – PIB real (2000 = 100, MM 4T)**



Fonte: IBGE.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

À priori, existem alguns importantes argumentos contrários à retomada do investimento no horizonte de curto e médio prazo. O primeiro deles diz respeito à ainda elevada ociosidade observada na indústria e em outros segmentos da atividade. Neste caso, seria razoável imaginar que antes de ampliar sua capacidade produtiva, as empresas atendessem a eventual elevação da demanda através do aumento do nível de ocupação dessa capacidade atual.

Embora esse argumento tenha um apelo inegável, vale considerar, porém, que diante do verdadeiro colapso do investimento nos últimos anos, o valor realizado nesse período não foi capaz sequer de repor a depreciação dos equipamentos e instalações. Em outras palavras, é possível que as estatísticas do grau de utilização da capacidade instalada não reflitam adequadamente a real capacidade de produção atual, deprimida pela não renovação/atualização do parque instalado.

A esse argumento, junta-se outro que igualmente poderia limitar o potencial de expansão do investimento no futuro próximo: a incerteza ainda existente quanto ao avanço das reformas estruturais, com a da Previdência à frente de todas as demais.

Embora legítima, essa preocupação tende a diminuir ao longo dos próximos meses, uma vez que diante da falta de outras alternativas, o Congresso provavelmente acabará por aprovar um conjunto minimamente razoável de medidas, suficiente ao menos para diminuir a velocidade de deterioração das contas públicas. Reforça-se o ponto que a expectativa não é a de aprovação de uma reforma ideal, posto que envolveria um grau de maturidade política que a sociedade (Congresso incluído), não parece ter. De qualquer forma, nosso

cenário é que o avanço será o bastante para revigorar o quadro de expectativas quanto ao desempenho econômico para os próximos anos.

Por isso, e apesar de todas essas ressalvas cabíveis, é bastante razoável contar com um avanço importante da FBCF ao longo dos próximos trimestres, ainda mais porque a base de comparação é bastante baixa, favorecendo (ao menos estatisticamente) o movimento de recuperação. Além do retorno de um grau mais elevado de confiança das famílias e empresas, também deve ajudar na aceleração do investimento fixo a ambiciosa meta de desestatização anunciada pelo ministro da economia Paulo Guedes.

Seja através de concessões, seja através da venda pura e simples de ativos até então públicos, é mais que provável que essas atividades/empresas vejam ampliadas em muito seu potencial de investimento, à medida em que não mais estariam restritas à exígua capacidade financeira do poder público. Vale dizer que esse processo de desestatização deverá ser ampliado ao longo dos próximos anos por ativos estaduais e municipais, não apenas ajudando na recuperação das finanças desses entes de governo como também, e nesse caso, principalmente, estimulando novos ciclos de investimento e elevação da produtividade.

Essa amplamente conhecida crise fiscal que se abate sobre as três esferas de governo deve levar a uma nova contração do consumo da administração pública (cerca de 20% do PIB). Tradicionalmente, o primeiro ano de uma gestão federal ou estadual (como é o caso de 2019) é marcado por um freio no dispêndio, e nas circunstâncias atuais, mais que meramente uma característica histórica, será a urgente necessidade de reequilibrar as contas públicas que obrigará o presidente recém eleito e os novos 27 governadores a “apertar o cinto” no curto prazo.

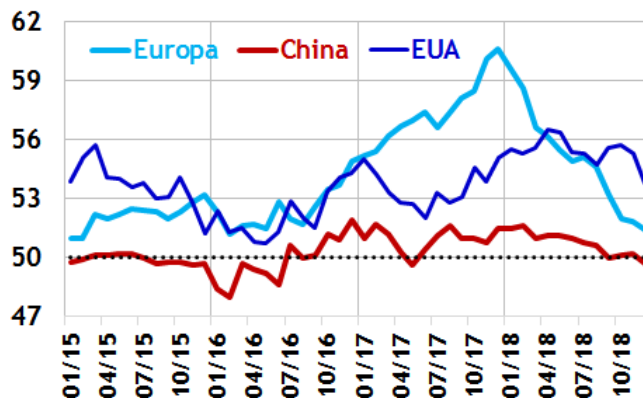
Feita a análise das perspectivas de curto e médio prazo para os três principais componentes do PIB pela ótica da demanda (consumo privado, FBCF e consumo público), resta a avaliação sobre o provável desempenho das chamadas exportações líquidas (exportações – importações). A priori, é improvável que sua contribuição para o desempenho do PIB de 2019 seja positiva.

De um lado, uma maior demanda doméstica deve aumentar o volume de importações, a despeito da ampla ociosidade da indústria e dos outros setores domésticos. Por outro lado, um menor crescimento da demanda mundial deve limitar a expansão de nossas exportações.

Os sinais de uma importante desaceleração da economia global têm se acumulado desde meados do segundo semestre de 2018 e se acentuado desde então. No caso específico das exportações brasileiras de produtos manufaturados, a crise econômica argentina impõe uma dificuldade adicional, uma vez que o peso do país vizinho

nas nossas exportações totais é de 6,5%, enquanto que no segmentos de bens manufaturados, essa participação ultrapassa os 16%.

**Gráfico 4 – PMI: Indicador de atividade industrial (contração < 50 > expansão)**



Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

O conjunto desses fatores aponta para uma expansão média do PIB entre 2% e 2,5% neste ano de 2019, condicionado a um avanço mínimo da agenda de reformas. Se esse avanço se mostrar mais rápido e profundo do que o esperado, poderemos assistir a uma aceleração no ritmo de expansão ao longo dos próximos trimestres, melhorando a sensação de vigor e bem estar econômico, mesmo que os indicadores médios do ano mostrem uma “temperatura” mais amena. Neste caso, números mais robustos de variação do PIB estariam sendo contratados para o(s) ano(s) seguinte(s).

Ainda que o mundo possa se mostrar menos benigno no futuro próximo, o fator principal para uma aceleração (ou não) do crescimento econômico é o progresso de um amplo leque de reformas econômicas (a da Previdência à frente). Se ele se materializar, 2019 pode marcar o começo de um ciclo raro em que a economia doméstica cresce na contramão da economia mundial. Depende de nós.

**Quadro de projeções**

		2016	2017	2018 (p)	2019 (p)	2020 (p)
PIB	var. acum. %	-3,5	1,0	1,1	2,2	2,8
IPCA	var. acum. %	6,3	3,0	3,8	4,1	4,0
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,26	3,31	3,88	4,00	4,10
Selic	%, dez	13,75	7,00	6,50	8,00	9,00

(p): projeções

**José Pena**

Economista-Chefe

[jose.pena@portoseguro.com.br](mailto:jose.pena@portoseguro.com.br)

**Bruno Campos**

Economista

[bruno.campos@portoseguro.com.br](mailto: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](mailto:porto.investimentos@portoseguro.com.br)

[www.portoseguro.com.br/investimentos](http://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.