

Privado e confidencial
Favor não circular

Perspectivas de Retomada da Economia Brasileira

22 de Setembro de 2016

Inter . B

Contexto internacional 2016-18

Sob o signo do lento crescimento

- O crescimento global nos próximos anos será provavelmente modesto, devido à queda na produtividade, demografia mais adversa e o encolhimento da fronteira de oportunidades.
- A maior parte das economias enfrenta uma redução do PIB potencial, com exceções: Índia e algumas economias asiáticas, e economias jovens e melhor governadas. Dentre as economias avançadas, o novo normal será crescimento dos EUA convergindo para 2%; da Zona do Euro 2%-; e 1% para o Japão.

EUA: 1T fraco 0,8%; 2T melhor 1,2%

- Nos próximos anos, a economia americana deverá crescer em torno de seu potencial, impulsionada:
 - expansão da renda das famílias e confiança do consumidor (consumo privado +2,8% 2T);
 - baixa taxa de desemprego (4,9%; +275K postos de trabalho Julho, +151K Agosto);
 - dinamismo no mercado imobiliário (vendas de 654K unidades de imóveis residenciais uni-familiares em Julho, mais elevado em uma década);
 - e investimentos em infra (ponto de convergência dos dois candidatos).

Zona do Euro cresce com apoio do BCE

- Políticas não convencionais do BCE (injetando € 80 MM/mês, penalizando bancos em -0,4% por manterem balanços positivos no BCE e facultando empréstimos com taxas de juros ~ zero), parecem estar dando resultado, com crescimento anualizado de 2,2% no 1T e 1,6% no 2T.
- O Índice dos Gerentes de Compra - PMI composto de 53,3 da indústria/serviços na Zona do Euro em Agosto foi o mais elevado em 7 meses; índice de confiança (“sentimento econômico”) em Julho de 104,4; e taxa de desemprego (em julho) a menor em 5 anos (10,1%).

China...possivelmente se estabilizando?

- Ainda que os números da economia chinesa não sejam críveis (crescimento em 2015 de 6,9%, enquanto o LKQ Index ~4%), a economia continua se expandindo em aproximadamente 5%: em agosto, as importações + 1,5% vs - 12,5% yty em Julho (21º mês consecutivo), o PMI Caixin do setor manufatureiro foi 50 Agosto e 50,6 em Julho (após 16 meses <50) => respondendo à expansão do crédito comandada pelo governo.
- Freios: (i) excesso de capacidade das Estatais e fragilidade da demanda (deflação dos preços dos produtores por 4+ anos); e (ii) lento crescimento global (exportações - 2,8% em agosto e - 4,4% em julho yty).
- Maior risco: dívida elevada das empresas e famílias (estimada em 251% do PIB vs. 147% no final de 2008)

Retomada das Economias Avançadas...

...e pouso suave/estabilização na China

Taxas de Crescimento (em % a.a)	2015	2016p	2017p	2018p
Economia global	2,7	2,3	2,6	2,8
Ponderada (PPC)	3,2	2,9	3,2	3,3
Comércio (volume)*	2,7	2,2	3,2	3,5
EUA	2,6	1,4	1,9	2,2
Zona do Euro	1,6	1,6	1,4	1,8
Japão	0,6	0,7**	0,9	1,0
China	6,9/5,5-	6,4/5,0	6,0/4,5+	6,0/4,5

* Média de 6 + % p.a. pré-crise.

Fontes: IMF- World Economic Outlook; WTO; Citibank; J.P Morgan; Eurostat; CE; BCE; CEA; estimativas próprias. ** 2% 1T e 0,2% 2T.

Independente do cenário...

- **Nos próximos anos, as taxas de juros* continuarão baixas ou negativas: deficiência na demanda e/ou excesso de poupança.**

	2015	2016p	2017p	2018p
Global	2,4	2,2	2,3	2,2
EUA	0,1	0,75	1,50	1,75
Zona do Euro	0,05	0,0	0,0	0,0
Japão	-0,30	- 0,30	- 0,30	- 0,30
Reino Unido	0,5	0,1	0,0	0,5
Canadá	0,6	0,5	1,25	1,50
China	2,1	4,0	3,5	3,5

Fontes: Citi Research; estimativas próprias. * Taxas oficiais: EUA – Fed Funds; Zona do Euro - Refi Rate; Japão – O/N call rate; Reino Unido – Bank Rate; Canadá – O/N Rate (juros sobre o excesso de reservas); China – Capital de Giro 1 ano.

Brasil: com que velocidade a economia irá se recuperar?

Um preâmbulo...para falar de política

- Uma crise econômica sem precedentes decorrente dos erros do governo Dilma e sua incapacidade de organizar uma coalizão capaz de prover governabilidade, levou ao impeachment.
- A crise de governança refletiu, em última instância, a tentativa do PT de conquistar uma posição hegemônica em um contexto de um sistema partidário extremamente fragmentado, e sem base numa coalizão com um mínimo de convergência ideológica e programática.

O Governo Temer...um início difícil

- Temer terá de avançar numa agenda de reformas para evitar sua “Sarneyrização”. Vem governando sob forte escrutínio da sociedade, com pouca margem de erro.
- Se ele for pego no contrapé pela Lava Jato ou no julgamento pelo TSE do processo das contas da campanha de 2014, o país enfrentará uma situação de grande estresse, no contexto de uma economia fragilizada. Não apostamos.
- Mas...Temer será um governo reformista?

O dilema: reformas... ou estagnação

Um pouco de história recente

- O país teve 15 anos de governos reformistas: Collor, Itamar, FHC e Lula I, seguidos de...
- ...10 anos de contrarreforma, dos quais 3 “anni horribiles”: 2012-14
 - Uma sequência de erros de política econômica e intervencionismo ad-hoc sem paralelo na história republicana enfraqueceram os fundamentos da economia e levaram ao colapso da confiança.

O custo da contrarreforma

- 15 anos de governos reformistas:
 - Média de crescimento 1991-2006 = 2,94%
- 10 anos de contrarreforma:
 - Média de crescimento 2007-16 = 1,54%
- Com a contrarreforma, abrimos mão de aproximadamente 1,5% de crescimento por ano.

Culpa do mercado internacional?

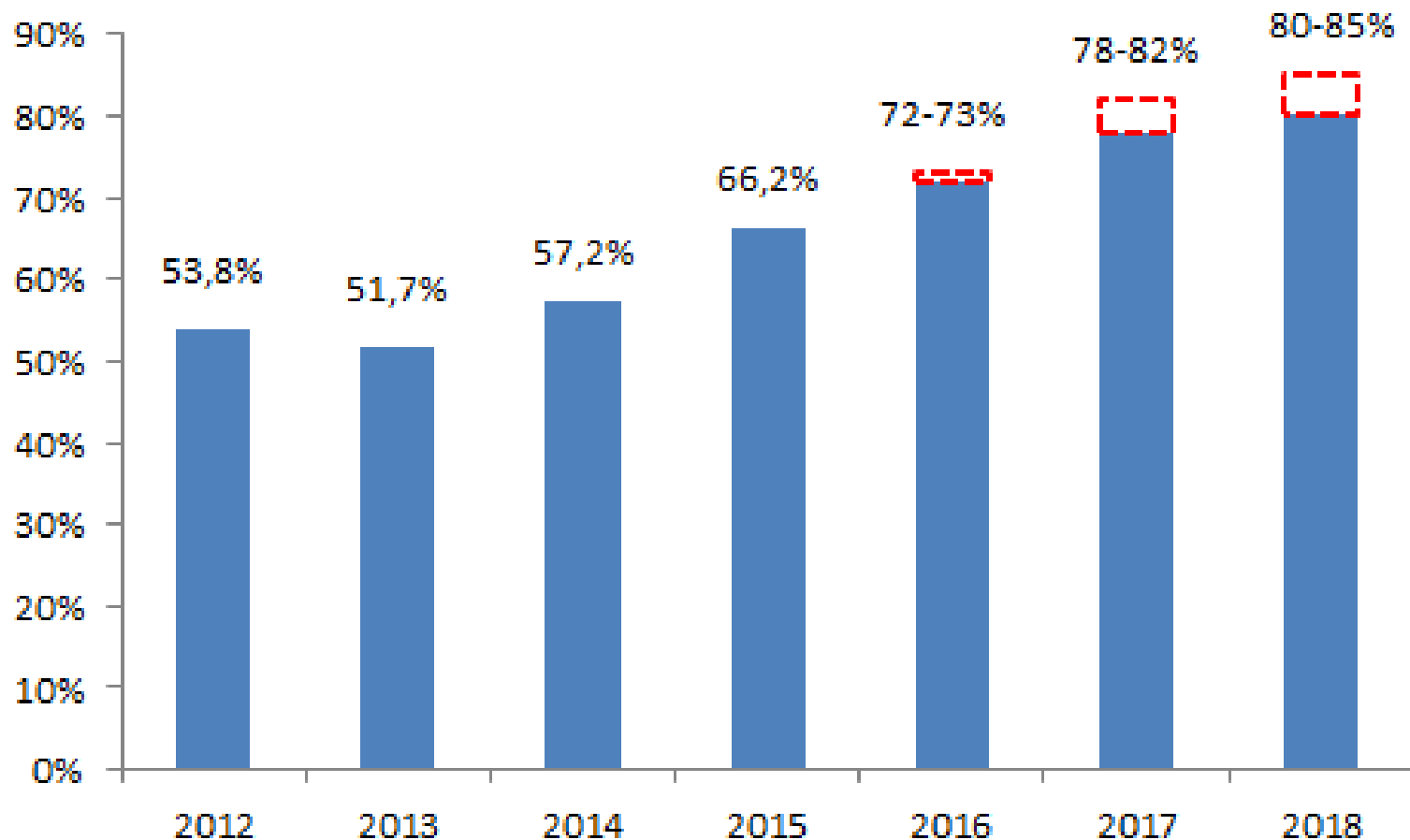
Evolução dos Termos de Troca

- Período de reformas: 1991-2006
94,9
- Anos da contrarreforma: 2007-2015
113,1
- Governo Dilma I: 2011-14 ...121,1

Uma herança pesada...

- No cerne o desastre fiscal: um déficit nominal de 9,58% do PIB em julho (12 meses) e o terceiro ano consecutivo de déficits primários (GC em 2016 ~ 2,6% e em 2017 ~ 2% do PIB).
- *Primeiro corolário: uma dinâmica explosiva da dívida. Desafio: estabilizar a relação DB/PIB. Necessitaríamos em torno de 2,0-2,5% de superávit...um brecha de praticamente 5% do PIB – o setor público poupar +R\$ 300 B!*

Dívida Bruta (% do PIB)



Política fiscal continua num corner...

- Com queda das receitas e apoio limitado para o aumento de impostos, o governo Temer aceitou déficits mais elevados sob a premissa de que o Congresso irá aprovar as reformas essenciais: PEC 241 do teto dos gastos, e a reforma da Previdência. Se não...
- ...o perigo é uma piora das expectativas, impulsionando o custo de capital, enfraquecendo novamente o real, pressionando preços e a Selic, e adiando qualquer possibilidade de recuperação.

Segundo corolário: uma crise social

- O desemprego em Julho atingiu 11,6% ou 11,8 milhões de pessoas (8,6% 8,6 milhões em Julho 2015); e – 3% rendimento médio Julho/15.
- No mercado formal, perdas líquidas de 1,71 M (Julho12 meses), 16º mês consecutivo.
 - *FGTS, multa, aviso prévio e seguro desemprego normalmente garantem o suficiente – partindo do pressuposto de que as famílias ajustam seus gastos – para cerca de 6-9 meses; e depois?*
 - *Uma inflexão na taxa de desemprego não deverá se dar antes do 2S/2017, com a retomada.*

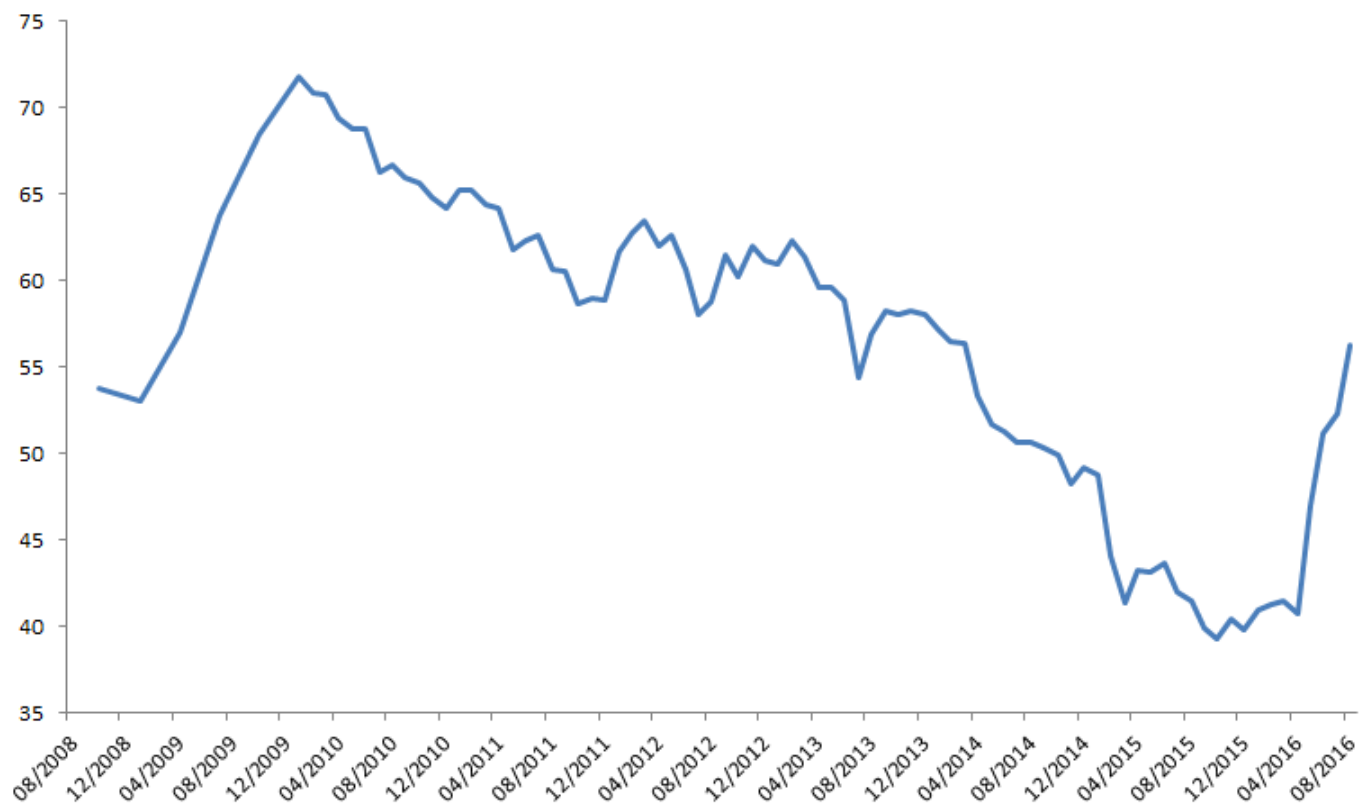
Retomada em 2017?

2016 já está contratado...

- A menos de um desastre no Congresso.
 - *A combinação de melhora nas expectativas, impulsão do setor externo, ajuste fiscal moderado, e uma possível redução da Selic no 4ºT seria o suficiente para estabilizar a contração em 2016 em pouco mais de 3%.*
 - *Uma perda menor improvável: as taxas de desemprego continuam subindo e a renda real da população declinando.*

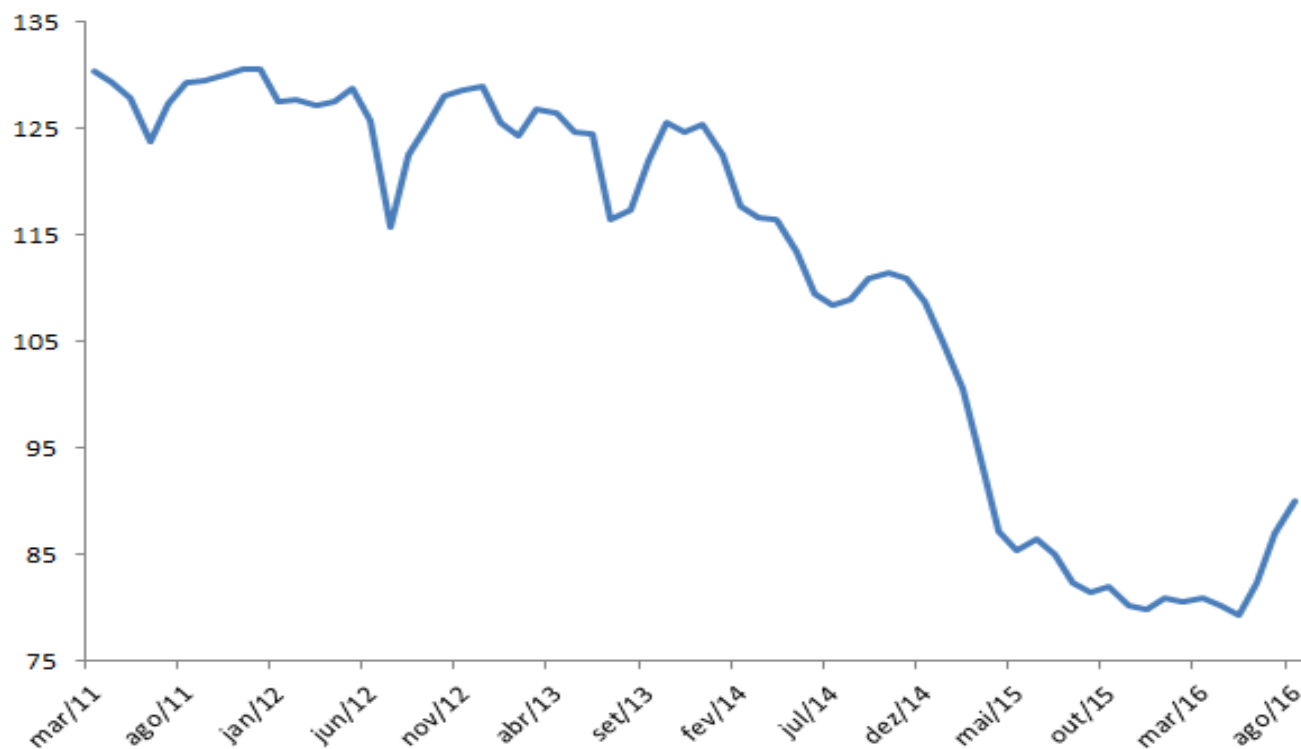
Confiança dos empresários da indústria...

- ...uma forte reação a partir de Junho



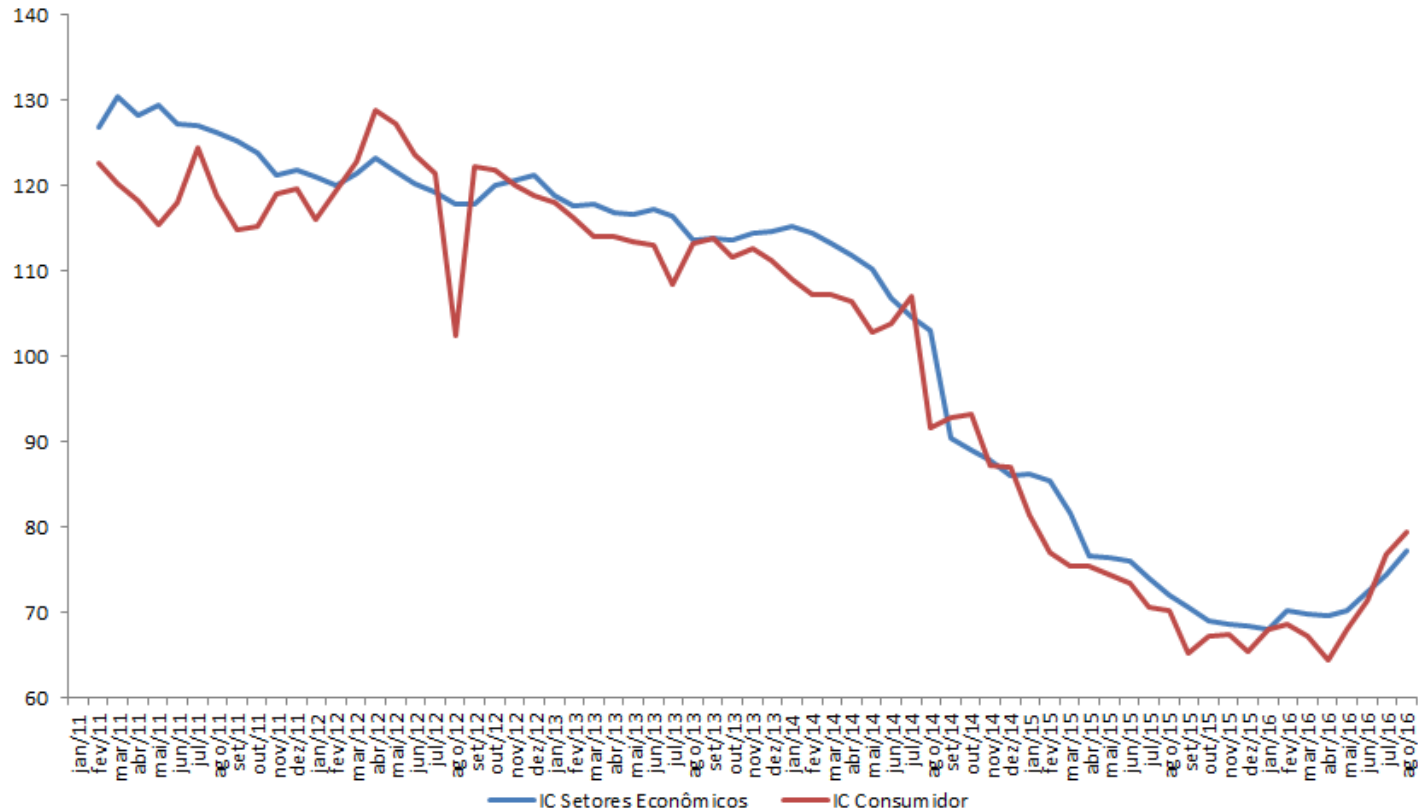
Confiança dos empresários do comércio...

- ...Também uma inflexão (acompanhada da intenção de investimentos)



E dos consumidores e produtores...

- ...apontam para a retomada.



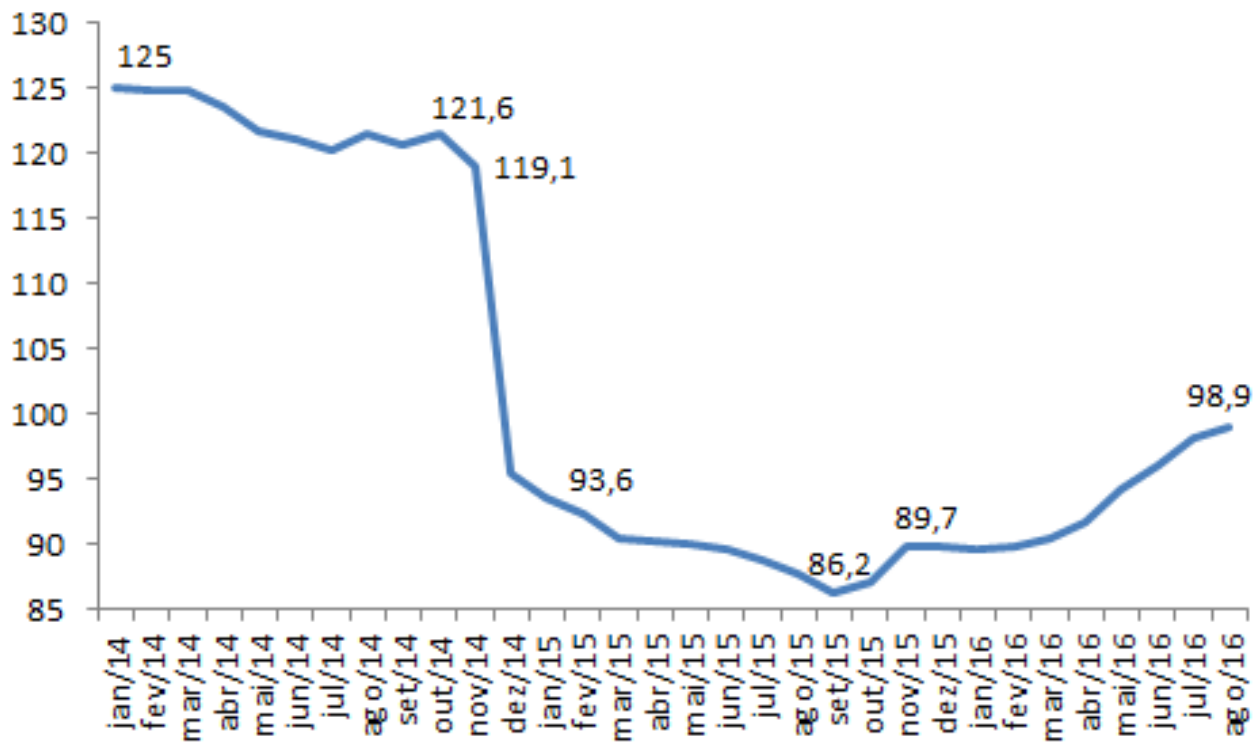
Porém, e a economia real?

- Em que medida o sentimento dos agentes já está se refletindo no nível de atividade? Apesar da queda de 0,6% no 2º T (e 0,4% no 1º T), há sinais perceptíveis de recuperação, liderado pela indústria (+0,3% no 2º T).
 - Produção física industrial + 0,1% Julho, 5º mês + (base reduzida: j16/j15 = -6,6%)
 - Sondagem Indústria de Transformação: 38% não tem impedimento aumento da produção, + 13% frente ao trimestre anterior.

... sinalizam a retomada...frágil

Indicador Antecedente Composto da Economia (IACE)

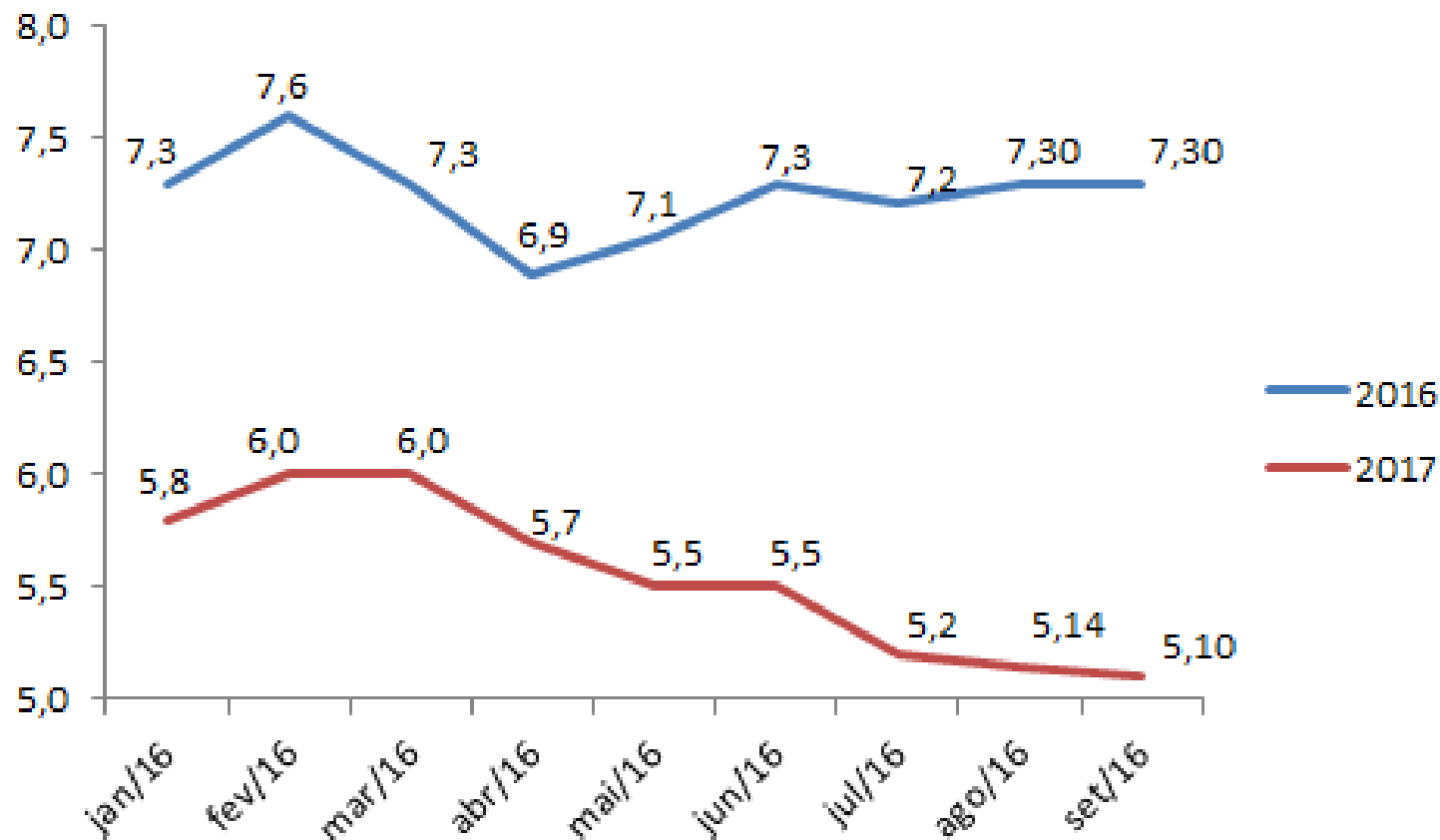
Jan/14 – Ago/16, em pontos



Taxa de juros: esperando Godot?

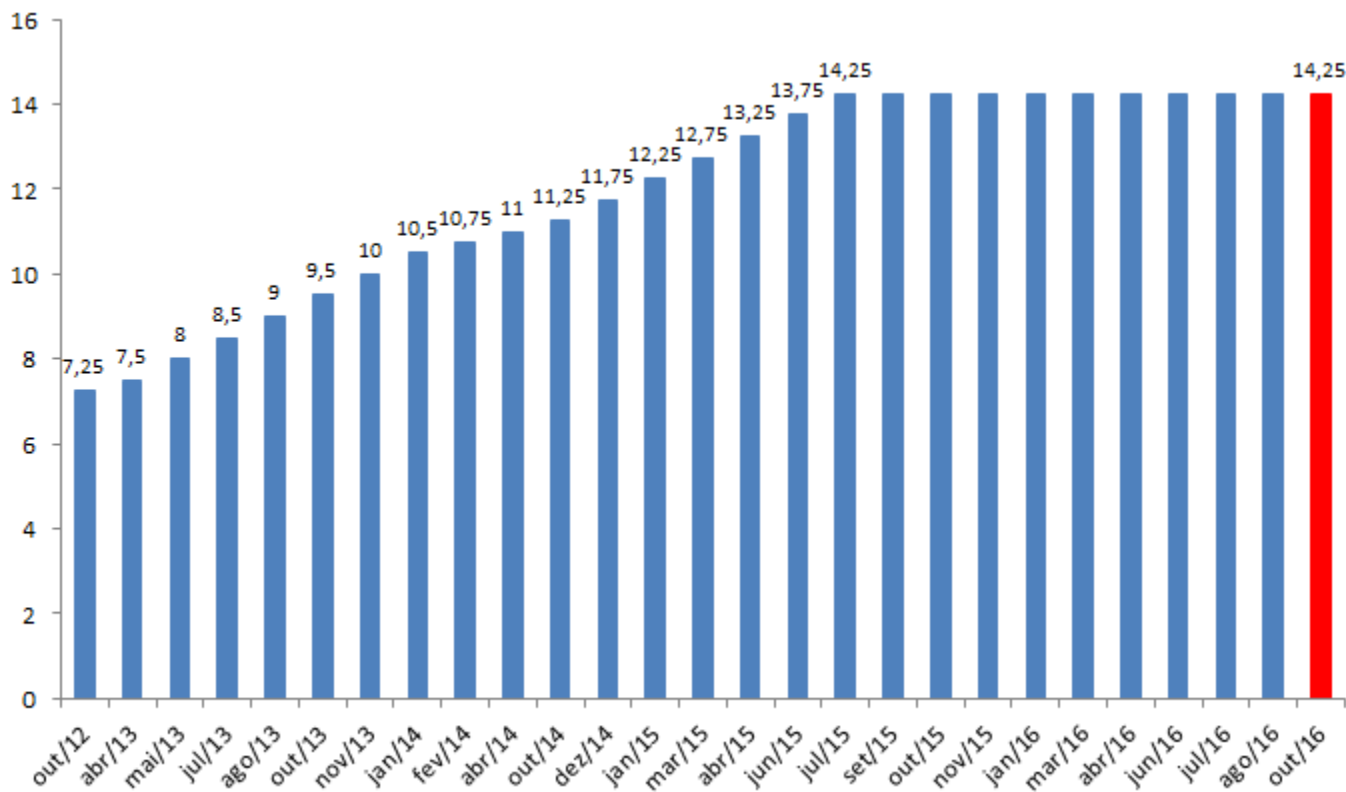
- Esperemos que não. Recessão, desemprego e juros acima de 7% em termos reais, ajudaram a inverter as expectativas de inflação para 2017, apesar da resistência em 2016.
- O Banco Central não deverá reduzir a Selic antes de as expectativas estarem ancoradas em 5% para 2017, e sinalizando queda na inflação para os próximos 12 meses; queda do preço dos alimentos; e Congresso atuar no fiscal. Nesse sentido, deveremos ter apenas uma redução de 0,50% em Novembro.

Inflação esperada (IPCA)



Selic: uma inflexão no 2S16

Taxa SELIC Out/12- Ago/16
In % p.a.



O que esperar até 2018?

- *A melhora das expectativas, combinado com a queda das taxas de juros, deve ser o suficiente para levar a um crescimento de 1,5% em 2017, e um impulso mais forte em 2018, com o retorno gradual da normalidade macroeconômica.*
- *Na realidade, 2018 pode surpreender...forte expansão com base na capacidade ociosa da indústria, e impulso da demanda reprimida dos consumidores, investimentos em óleo e gás, e infraestrutura.*

Uma nota de cautela

- Consumidor: as famílias recuperarem a confiança de forma consistente
 - *Obstáculo maior: inércia do desemprego e compromisso da renda com juros/amortiz.*
- Empresas: enxergar a retomada
 - *Expectativas traduzir em + vendas; - estoques.*
- E o “mercado”? Confia, desconfiando
 - *O governo vai gastar o capital político defendendo as reformas? A sociedade – e o Congresso – irão apoiá-las?*

Infraestrutura: o “feijão com arroz” para sair do fundo do poço

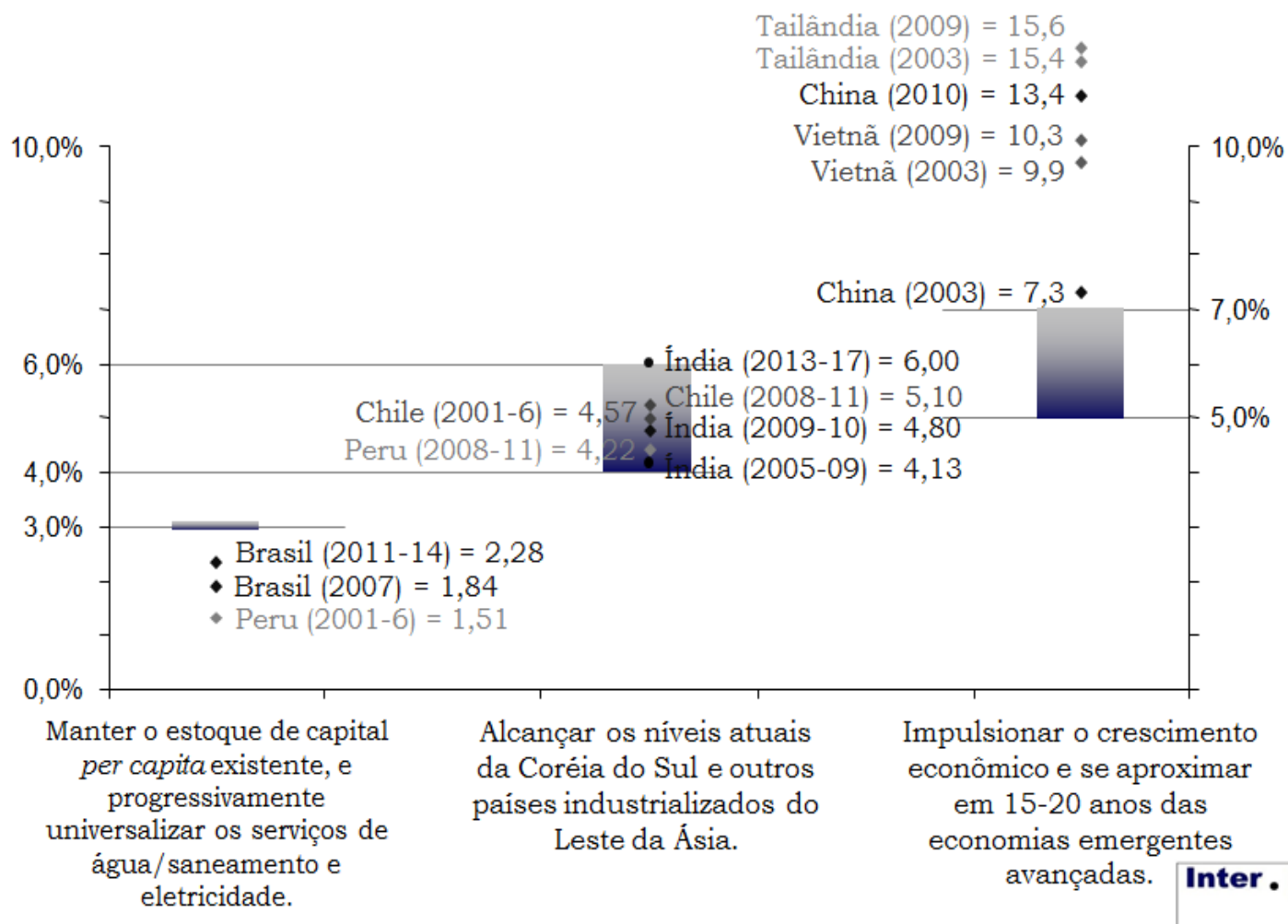
Investe-se pouco em infraestrutura...

- Os investimentos em infra convergiram para 2,1-2,3% do PIB nas últimas duas décadas e meia.

Investimento em Infraestrutura no Brasil
(% do PIB)

Período	1971/ 1980 (A)	1981/ 1989	1990/ 2000	2001/ 2010	2011/ 2014 (B)	Δ (A/B)
Total (% PIB)	5,42	3,62	2,27	2,12	2,28	- 58 %
Eletricidade	2,13	1,47	0,76	0,62	0,70	- 67 %
Telecomunicações	0,80	0,43	0,73	0,69	0,49	- 39 %
Transportes	2,03	1,48	0,63	0,63	0,90	- 56 %
Saneamento	0,46	0,24	0,15	0,18	0,19	- 59 %

...não compensa a depreciação



O colapso de 2015...

- Em 2014 os investimentos em infra foram de R\$ 130,6 B. Em 2015 se contraíram para R\$ 122,2 B, queda de 6,4% em termos nominais e 17 % em termos reais.
- Em 2016 vamos chegar ao fundo do poço, e projetamos uma recuperação em 2017, avançando por 2018.
- 2016: FBKF 17,1% do PIB dos quais cerca de 2% em infra. É possível adicionar 1% - 62 bilhões em 2 anos – fazendo as coisas certas.

Investe-se pouco...e nem sempre bem

- O desperdício de recursos é considerável. Quanta infraestrutura “compramos” com cerca de 2% do PIB de investimentos? Não muito.
- Levantamento de uma amostra das ações do PAC revelou que, entre Dez/2010 e Dez/2014:
 - Em transportes, o aumento médio dos custos foi de 46% e 89% do prazo
 - Em energia, 51% e 78%, respectivamente
 - Em saneamento, os prazos foram esticados em 92%

Investir mais e melhor

- Primeiro, o investimento em infraestrutura deve se tornar uma **política de Estado**. Requer portanto continuidade, estabilidade e previsibilidade a partir de planos de longo prazo que possam dar horizonte aos investidores.
- As chamadas “obras públicas” vão se manter relevantes por muitos anos. Ao mesmo tempo, as PPPs vão ganhar maior protagonismo – em saneamento e mobilidade urbana.
- A resolução da questão fiscal – e a redefinição de prioridades no orçamento - é fundamental.

A reforma fiscal deve ser perseguida

- Estabelecer um teto de gastos, e romper com o crescimento inercial das despesas.
- Fazer a reforma da previdência: idade mínima; desvinculação do SM; tratamento isonômico.
- Melhorar a qualidade dos gastos a partir da reavaliação dos efeitos de todos os programas relevantes do Estado (“orçamento base zero”)
- Rever incentivos e desonerações fiscais, muitos dos quais já não fazem mais sentido.

Consequências de um Programa Crível

- Redução dos juros reais em bases sustentáveis
- Ampliação dos recursos disponíveis para investimento – que teria como prioridade os setores de infraestrutura – mais além das fontes oficiais.

Melhorar a qualidade dos investimentos públicos

- O **planejamento é essencial:** definir prioridades, eliminar sobreposições, estabelecer um cronograma crível.
- Não se deve dar partida a uma intervenção física ou uma obra sem **projeto básico e executivo**, sem orçamento confiável, e sem mecanismos eficazes e transparentes de fiscalização e acompanhamento.

Ampliar a participação privada

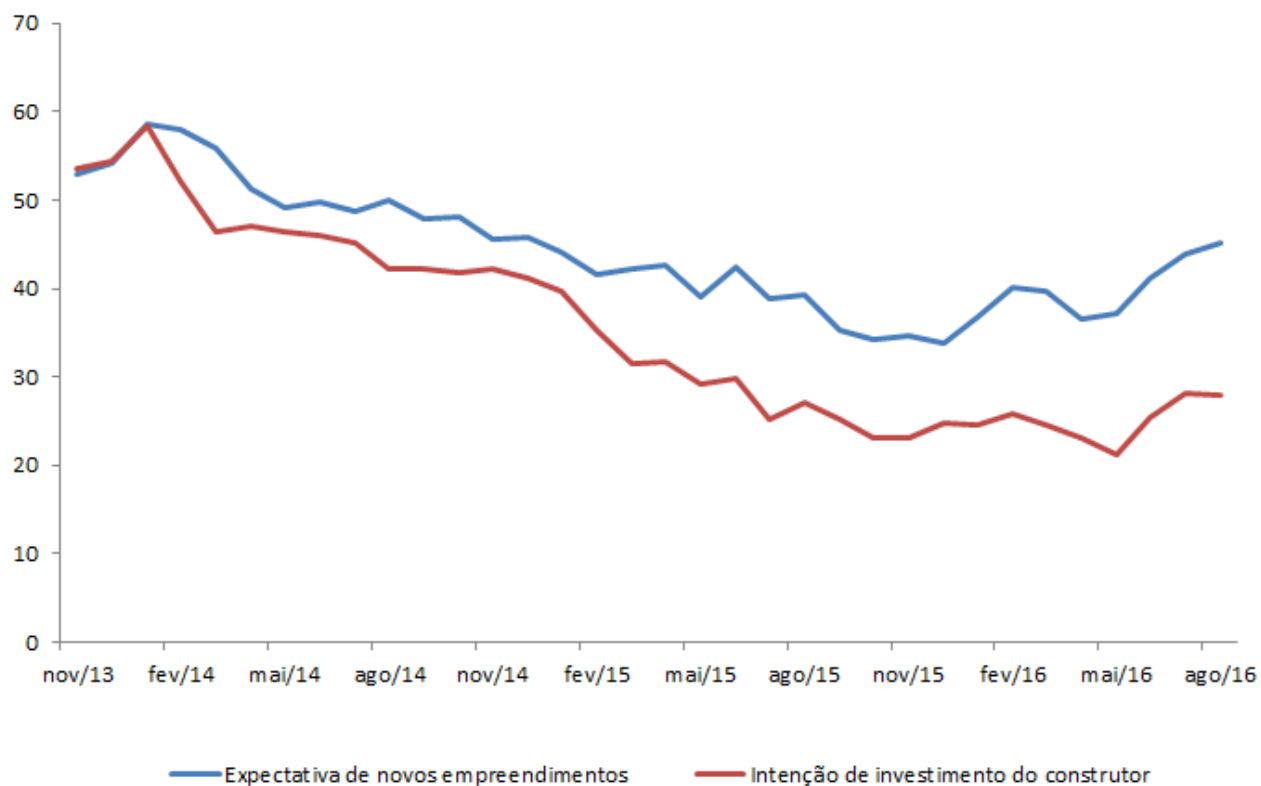
- É fundamental **reduzir a incerteza regulatória** e as intervenções ad-hoc no mercado.
 - As agências necessitam de autonomia decisória e financeira; e não serem usadas – em nenhuma hipótese – como objeto de barganha política.
- **Retomar as privatizações e concessões**, garantindo a atratividade e sustentabilidade do investimento, a promoção da competição, visando assim o interesse público.

O PPI: um avanço...

- ...deve se traduzir em +investimentos.
 - *Secretaria PPI como ponto focal.*
 - *Agências: reafirmando independência (PLS 52), apesar dos ruídos rescentralizadores*
 - *Licenciamento ambiental: PL consolida normas; fixa prazos; e licitação p/concessão com LP.*
 - *Projetos objetivamente mais atraentes e em estágio mais avançado; dar tempo ao investidor para analisar e decidir*
 - *Papel do Estado: planejamento; estruturação, coordenação e informação; atrair o setor privado (investimento e financiamento)*

PPI: mudou as expectativas?

Sondagem da Indústria de Construção Obras de Infraestrutura



Claudio R. Frischtak
claudio.frischtak@interb.com.br

Julia Noronha
julia.noronha@interb.com.br

Inter.B Consultoria Internacional de Negócios
Rua Barão do Flamengo, 22 sala 1001
Rio de Janeiro, RJ, 22220-080
Tel: +55 21 2556-6945

Inter . B