



ANÁLISE DE MERCADO
ESPECIAL **PERSPECTIVAS** 2017

Conjuntura Econômica

O que esperar para 2017

O ano de 2016 foi marcado por choques em diversas searas, mas em especial nos campos político e econômico. Estes eventos foram intensos para o Brasil, mas o mundo também não escapou desses fenômenos. Eventos como Brexit e eleição de Donald Trump acenderam a luz amarela para um período de maior incerteza global. O Brasil enfrentou o impeachment da presidente Dilma, o início de um novo governo com mudanças drásticas na orientação de política econômica, a continuidade da Lava Jato com efeitos claros sobre a cena política, o acirramento da tensão entre poderes e mais um ano de profunda recessão econômica. O próximo ano deve ser melhor, mas o cenário ainda é desafiador.

Contexto internacional

O ano de 2017 será iniciado sob um sentimento paradoxal quanto às perspectivas para o cenário internacional. De um lado, as expectativas para o desempenho econômico se mostram surpreendentemente positivas, em especial quando comparadas ao padrão recente pouco animador. A expectativa é de expansão da ordem de 3,3% do PIB global em 2017, resultado que, se confirmado, representará um desempenho bem superior ao previsto para 2016 (3,0%). Por outro lado, há inúmeros obstáculos e desafios ao longo da travessia de 2017 do ponto de vista internacional. Resumidamente, apontamos como principais riscos (i) as incertezas com as políticas efetivas de Donald Trump; (ii) potenciais tensões geopolíticas, envolvendo atores de peso como Estados Unidos, China e Rússia; (iii) eleições na França e Alemanha, que

podem reforçar o sentimento anti-integração na Zona do Euro; (iv) as negociações em torno do Brexit; (v) eventual necessidade de um ajuste monetário mais intenso pelo Federal Reserve e (vi) o sempre presente temor de alguma surpresa negativa proveniente da China.

A economia norte-americana deve ganhar impulso, em meio aos estímulos esperados da “Trumponomics” e com o suporte do mercado de trabalho ainda aquecido. Tais políticas devem resultar em ganhos de demanda no curto prazo, com efeitos positivos sobre o crescimento do PIB em 2017 e 2018 – por ora, estimamos expansão de 2,3% e 2,5% respectivamente. Entretanto, há questões em aberto que fazem o contraponto desta leitura favorável, como potenciais desequilíbrios no médio prazo, em especial no campo fiscal, e a possibilidade de um ajuste monetário mais intenso por parte do Federal Reserve. Além disso, há muitas dúvidas nas políticas efetivas a serem adotadas por Trump, em especial na agenda de comércio exterior.

Na Zona do Euro, embora modesto, o crescimento econômico tem ganhado consistência. Como um dos pilares da recuperação da demanda, a política monetária do BCE seguirá ainda bastante expansionista, com a manutenção do programa de compras de ativos até o final do próximo ano. Porém, há riscos importantes a serem monitorados. Destaque para os processos eleitorais nas duas principais economias da Zona do Euro – França e Alemanha – onde candidatos com discurso anti-euro podem obter destaque. Ainda na Europa, os avanços das negociações para o Brexit e os potenciais impactos na economia britânica também merecem atenção ao longo do ano.

Finalmente, a China continuará sendo desafiada pelos desequilíbrios internos e por um quadro global mais hostil, na tentativa de manter o bom desempenho econômico e o alcance das metas de crescimento. Nossa projeção para 2017 segue em 6,2%, mas é preciso considerar o risco de um processo mais abrupto de perda de fôlego, tendo em vista os riscos continuamente presentes derivados do modelo econômico chinês dos últimos anos.

Em suma, o ano de 2017 certamente não será entediante no âmbito internacional. Há perspectivas positivas do ponto de vista da atividade global, mas fatores como a mudança de governo nos Estados Unidos, as eleições na França e Alemanha, as negociações do Brexit e as contínuas preocupações com a China sustentam um quadro de muitas incertezas. O cenário básico, que contempla crescimento mundial de 3,3%, envolve algumas premissas centrais, como governo Trump de viés moderado, sem radicalizar na agenda externa e imigratória, além de uma política monetária um pouco mais agressiva por parte do Fed, que elevaria a taxa de juros em três oportunidades. O primeiro desafio a este cenário virá a partir de 20 de janeiro, com a posse de Trump, a partir do qual poderemos avaliar sob elementos mais concretos se tais premissas seguem as mais prováveis.

Contexto político

O próximo ano deve ser decisivo do ponto de vista político para o país. A avaliação é que o próximo ano representa uma ponte em construção rumo a uma mínima estabilidade na política brasileira, o que pode sustentar a abertura de um novo ciclo econômico. O próximo ano deverá ser definidor para o tipo de risco político presente no contexto brasileiro: a) conjuntural (até 2018) ou b) estrutural. A ideia é que o desempenho da atual administração não apenas irá afetar a dinâmica da atividade econômica, mas o tipo de transição eleitoral levada a cabo pela competição presidencial. O risco de sobrevivência eleitoral dos partidos políticos tradicionais é crescente. Viabilizar a administração de Temer é condição necessária para vencer esse desafio.

O primeiro traço de continuidade que deveremos observar em 2017 está relacionado ao baixo capital político da atual administração. A tendência é de

manutenção da popularidade do governo em patamares baixos em linha com o quadro econômico complicado, agenda econômica impopular e desgaste decorrente da agenda negativa. Esse baixo capital político torna o governo bastante sensível aos desgastes decorrentes da agenda negativa e limita o espaço para reformas ao longo de 2017.

O ano de 2017 deve começar com conflitos relevantes no interior da base aliada. A sucessão para presidência da Câmara deverá gerar stress no interior da base. O governo ganha com a continuidade de Maia, que trouxe apoio significativo à agenda econômica e representa um interlocutor importante com o PSDB, objeto de desejo do governo. Tal estratégia gera a manutenção do comando da casa o que, por outro lado, deve gerar tensão com os deputados do “baixo clero” que desejam ocupar espaço. Evitar que tal disputa atinja a tramitação da agenda econômica é fundamental para o governo.

A estabilidade política baseada está associada à capacidade do governo de se proteger do desgaste da agenda negativa. A tendência é de novas trocas na equipe governista em função dos desdobramentos políticos das investigações judiciais, especialmente a Lava Jato. A magnitude das delações premiadas analisadas pela justiça aumenta de forma significativa o custo do governo em manter nomes que eventualmente estejam no centro das acusações. A habilidade do presidente em evitar desgaste na opinião pública sem perder apoio no Congresso é essencial para definir o destino das reformas econômicas.

Alguns temas políticos devem ter destaque na agenda. A reforma da previdência deve ser o destaque do primeiro semestre. A racionalidade política ainda aponta para aprovação da medida como resultado mais provável. O governo precisa equacionar a “perna” fiscal da política macroeconômica, sob pena de gerar frustração nos mercados, dificultando a recuperação econômica. Não por um acaso, o governo manteve a prioridade

da reforma da previdência, a despeito das pressões políticas. O baixo capital político do governo, contudo, aumenta o risco de concessões importantes em termos de conteúdo ao longo da tramitação. O cenário básico segue apoiada na preservação dos principais pilares da medida. A tendência é de aprovação, na versão mais otimista, no final do primeiro semestre de 2017.

A crise fiscal dos estados deve ocupar grande espaço nos debates políticos. A tendência é de batalhas políticas intensas nos estados para a aprovação das contrapartidas para que os governos tenham acesso ao “pacote de salvamento” desenhado com a União. Nossa avaliação é que existe uma janela de oportunidades para aprovação de uma saída sem rupturas para a atual crise, mas a tendência é de conflitos intensos com os diferentes grupos de interesses, em alguns casos, com episódios de confronto direto entre manifestantes e forças do governo. A fragilidade do governo dificulta a imposição de contrapartidas duras aos Estados. Temer não tem força política para se contrapor às pressões locais.

Adicionalmente, a reforma política deverá ser objeto de discussão ao longo de 2017. A crise de sobrevivência dos partidos tradicionais abre uma janela de oportunidades para mudanças no sistema eleitoral brasileiro. A adoção de uma cláusula de barreira, a proibição de coligações e o financiamento de campanha devem passar por mudanças para a próxima competição eleitoral.

A estrela política de 2017, contudo, não deve sair dos órgãos representativos. A avaliação é que o protagonista da política em 2017 é o Tribunal Superior Eleitoral (TSE). O julgamento do processo que pede a cassação da chapa Dilma-Temer é a principal fonte de risco político, sob o prisma da agenda econômica. A magnitude da operação Lava Jato sugere o aparecimento de evidências sobre ilegalidades na mobilização dos recursos de campanha, o que poderia resultar na cassação da chapa vitoriosa.

Contexto econômico

A economia brasileira deve encerrar 2016 com contração de 3,5% do PIB, taxa de desemprego na casa de 12,6% considerando o dado livre de influências sazonais e queda de renda real de 3,3%. A inflação ao consumidor que surpreendeu positivamente nos últimos dois meses do ano deve encerrar dentro da meta, mas passou boa parte do ano na casa de 9,0%. Com a fraqueza da atividade e os efeitos na arrecadação, o déficit primário deve ser de 2,5% do PIB, o que fará com que a dívida pública alcance 72,5% do PIB.

A despeito da mudança de governo e da reorientação positiva da política econômica, com efeitos benignos sobre a confiança dos agentes econômicos, não se observa reação clara dos indicadores de alta frequência relacionados à indústria, ao comércio e aos serviços. O último trimestre do ano de 2016 deve ainda mostrar contração do PIB da ordem de 0,2%, o que deixa um efeito estatístico negativo para 2017. Ou seja, se a economia não crescer ao longo do próximo ano, o PIB deve registrar nova contração, de 0,7%. A necessidade de desalavancagem do setor público (governo federal, estados e municípios) e do setor privado (famílias e empresas) tem limitado a reação da economia na medida em que restringe decisões de consumo e investimento. O governo tem a situação mais dramática o que significa que não deverá contribuir tão cedo para a retomada da atividade econômica.

Neste contexto, o que esperar para 2017? Apesar das notícias ainda ruins, a expectativa da *Tendências* é de que a economia registre ligeiro crescimento no próximo ano, de 0,7%. A premissa central para este cenário é que o governo, apesar do contexto político conturbado, consiga aprovar reformas cruciais como a previdenciária. A racionalidade aponta para a sustentação do apoio dos partidos, em especial do PSDB, para a aprovação de reformas, essenciais para a sustentabilidade das contas públicas e do equilíbrio macroeconômico.

De qualquer forma, a Lava Jato é uma fonte permanente de risco que pode comprometer a materialização do cenário.

A importante queda esperada para a inflação e o espaço para a redução da taxa de juros são aspectos importantes por trás da projeção de ligeira expansão da atividade econômica. A *Tendências* estima que o IPCA cederá de 6,3% este ano para 4,8% em 2017, abrindo espaço para o Copom reduzir mais substancialmente os juros a partir de janeiro. A expectativa é que a Selic seja reduzida a 10,50% ao final do processo, com a possibilidade de alcançar patamar até um pouco mais baixo do que esse. Adicionalmente, com a expectativa de que a taxa de câmbio sustentará tendência de depreciação moderada – a *Tendências* projeta a taxa de câmbio em R\$ 3,60/US\$ ao final de 2017 – o setor externo deve ainda contribuir ligeiramente para a atividade econômica.

Pelo lado da oferta, a economia deve contar com a reversão do choque negativo que afetou o setor agropecuário em 2016, com queda próxima a 7,0%. A projeção é de que a rubrica registre crescimento de 3,0%, com recuperação da produção de milho e soja. A indústria deve voltar a operar em território positivo (1,4%) com a recuperação da produção extrativa (5,6%), puxada por minério de ferro e petróleo, e da indústria de transformação (1,6%) que deve se beneficiar da taxa de câmbio mais depreciada e modesta reação dos investimentos. O setor de serviços deve mostrar desempenho limitado, especialmente pelo comportamento adverso do consumo das famílias afetando o comércio.

O comportamento do mercado de trabalho ao longo do próximo ano deve atuar como importante limitador ao consumo das famílias. A modesta reação da economia não será suficiente para promover reação no emprego. A taxa de desemprego deve encerrar o próximo ano, considerando o dado livre de influência sazonal, em 12,9%, o que contribuirá para mais um ano de queda de renda real (-0,1%). O comportamento benigno da inflação impede retração mais substancial da renda, mas pela composição da renda e da ocupação, a

massa deve mostrar queda de 1,2%. A queda do consumo, entretanto, deve ser amenizada pela expectativa de ligeira reação do crédito, com seu modesto barateamento e continuidade de melhora da confiança. A expectativa assim, é que pela ótica do PIB, o consumo das famílias mostre contração de 0,3%.

Do lado da demanda, além da ligeira contribuição positiva do setor externo, a expectativa é que a formação bruta de capital fixa mostre ligeira reação (2,2%), após queda acumulada de 25% desde 2014. A elevada ociosidade, entretanto, impede reação mais expressiva no curto prazo, apesar da base extremamente fraca. Efeitos mais concretos do programa de concessão de infraestrutura devem ser vistos em 2018.

O anúncio de várias medidas microeconômicas pelo governo com o intuito de contrapor a agenda negativa relacionada ao ajuste fiscal e ao ambiente político conturbado não altera o cenário econômico esperado para o próximo ano. Há várias medidas de caráter estrutural que são positivas no sentido de contribuir para aumento do PIB potencial ao longo do tempo e há outras de curto prazo focadas em promover alívio financeiro a empresas (renegociação de dívida junto ao BNDES) e famílias (saque de contas inativas do FGTS). Essa última tem potencial para impactar o PIB pontualmente, o que reforça a nossa expectativa de crescimento de 0,7% no próximo ano, ainda que sem alterar o quadro estrutural para o consumo.

Em suma, apesar de algumas notícias positivas esperadas para 2017 como a importante queda na inflação abrindo espaço para relevante alívio monetário, o cenário é desafiador. O balanço de riscos ainda pende para o lado negativo, diante dos desafios relacionados ao ambiente externo e ao contexto político, incluindo a aprovação de reformas e o equacionamento da situação fiscal dos estados. 