

Análise de Mercado
ESPECIAL PERSPECTIVAS 2018



Conjuntura Econômica

O que esperar para 2018

O ano de 2017 foi marcado pela retomada do crescimento no Brasil, a despeito das intensas turbulências políticas registradas ao longo do ano. Além do impacto positivo das mudanças promovidas na condução da economia desde a transição de governo, a recuperação foi favorecida por um cenário internacional benigno, com a disseminação do crescimento nas principais regiões e a continuidade do gradualismo na normalização das políticas monetárias. Para 2018, a perspectiva é de um ano novamente positivo para a economia global e brasileira, que deverá exibir o maior crescimento desde 2013, embora o altamente incerto ciclo eleitoral doméstico seja fonte de instabilidade para este ano.

Contexto internacional

Após alguns anos marcados pela incerteza e cautela quanto à saúde da economia internacional, o ano de 2017 deixa como legado o sentimento de que a recuperação global está consolidada, com a melhora sincronizada nos principais países. Foram destaques a intensificação do crescimento nos Estados Unidos, a disseminação da retomada na Zona do Euro, a reação do Japão e a continuidade do ritmo robusto da China, aspectos que devem puxar a expansão do PIB global para 3,7% no ano – mais alto desde 2011. Para 2018, a expectativa inicial é de um crescimento mundial também de 3,7%, com destaque para os Estados Unidos – cuja estimativa de 2,5% é conservadora –, para a manutenção da retomada na Zona do Euro e a desaceleração ainda gradual na China. Como riscos, o processo de ajuste monetário nos Estados Unidos, cujo ritmo segue cercado de dúvidas, e a contínua preocupação com a transição econômica da China. Tensões geopolíticas e o governo conflituoso de Donald Trump também podem gerar períodos de nervosismo ao longo do próximo ano.

A economia dos Estados Unidos terá destaque em 2018, impulsionada pelo dinamismo da demanda doméstica. A expectativa atual envolve crescimento de 2,5% do PIB, mas não se pode descartar um desempenho ainda melhor. O mercado de trabalho aquecido mantém o fôlego do consumo das famílias, com expectativa de recuo adicional da taxa de desemprego, que já se encontra no reduzido patamar de 4,1%. O ambiente favorável se reflete nos elevados índices

de confiança dos consumidores, que estão próximos aos maiores níveis desde o início da década passada. Os investimentos, que voltaram a ganhar tração ao longo de 2017, devem ser adicionalmente estimulados pela recente reforma tributária, que reduziu drasticamente a alíquota dos impostos cobrados das pessoas jurídicas.

Na China, o processo de desaceleração gradual da economia deverá ser retomado, após a surpresa com a manutenção do ritmo de crescimento em 2017 entre 6,7% e 6,8% (de 6,7% em 2016). Para 2018, a expectativa é de crescimento de 6,3%, tendo em vista as crescentes dificuldades de sustentação do modelo baseado na forte expansão do crédito e dos investimentos. Ao longo dos últimos meses, o governo tem tomado medidas visando reduzir a alavancagem no país, o que demonstra a preocupação das autoridades com o excesso de endividamento e corrobora a perspectiva de um menor crescimento em 2018. Ainda assim, se confirmada a expectativa para o ano, será um ritmo ainda robusto e positivo para países emergentes e produtores de commodities.

Na Zona do Euro, embora a Alemanha siga como a grande protagonista da região, as demais economias retomaram uma melhor performance em 2017, casos da Itália e França. Com isso, o PIB do bloco deve fechar 2017 com a maior expansão desde 2007 (2,3%). Para 2018, repetir o resultado será um desafio elevado, de modo que é provável que alguns países não sustentem o ritmo muito forte deste ano, casos da Alemanha e Espanha. Ainda assim, é esperado um bom comportamento da economia da Zona do Euro (alta de 2,1%), com o adendo da maior disseminação do crescimento entre os países.

Outro tema de grande relevância no cenário global em 2018 será a continuidade do processo de normalização monetária nas principais economias, considerando os diferentes estágios nos quais cada região se encontra. O ajuste mais avançado é observado no Federal Reserve, que promoveu três elevações da taxa de juros em 2017 e iniciou a redução de seu balanço, inflado por anos de *quantitative easing*. Para 2018, esperamos três aumentos adicionais da taxa dos Fed Funds, que encerraria o ano no intervalo entre 2,00% e 2,25% ao ano. No entanto, com a economia crescendo acima do potencial e a taxa de desemprego baixa, não se pode descartar por completo

uma ação mais agressiva por parte do Fed, o que teria efeitos intensos na precificação dos ativos globais. Este talvez seja o principal risco internacional para o próximo ano. De todo modo, as três elevações esperadas não estão totalmente precificadas pelos mercados, o que significa que este cenário tende a pressionar moderadamente o dólar e os juros dos treasuries, reduzindo também a demanda por ativos de maior risco (como os ligados às commodities e aos países emergentes).

Entre os demais principais BCs, embora a direção geral seja semelhante diante da recuperação das economias, a melhor qualificação para a política monetária é de redução do expansionismo, e não de um aperto efetivo. Isto porque, ao final de 2018, é provável que as condições monetárias nestes bancos centrais ainda não possam ser consideradas restritivas.

Por fim, alguns aspectos merecem ser monitorados no cenário internacional em 2018, que podem causar ruídos neste ambiente majoritariamente positivo: (i) O risco de os mercados anteciparem ajustes mais intensos na política monetária do Fed, o que desencadearia mudanças significativas no ambiente dos mercados; (ii) o cenário político nos Estados Unidos, com o conflituoso governo de Donald Trump tentando avançar em agendas custosas, como as políticas comercial e imigratória; (iii) Tensões Geopolíticas, como a crise envolvendo a Coreia do Norte e as difíceis relações entre EUA e China; (iv) Cenário político na Zona do Euro, com as eleições na Itália, que podem exacerbar visões anti-euro, e a crise separatista na Catalunha; (v) o ritmo de desaceleração na China, com os temores sempre presentes de um *hard-landing* em meio à delicada transição do modelo econômico e à tentativa de correção da excessiva alavancagem no país.

Em suma, após um cenário surpreendentemente positivo em 2017, marcado pela consolidação da retomada global e elevado apetite ao risco, o mundo deve continuar relativamente positivo em 2018, inclusive para países emergentes como o Brasil. É esperada a continuidade do bom ritmo de crescimento das principais economias, com um grau de liquidez bastante razoável. No entanto, potenciais fatores de risco requerem monitoramento, sinalizando para um ano sujeito a maiores turbulências na comparação com este ano que se encerra.

Contexto político

No plano político-eleitoral, a expectativa para 2017, que acabou não se concretizando, era de construção de uma ponte entre o mundo político caótico, marcado pelos desdobramentos das investigações judiciais, e a corrida presidencial de 2018, com destaque para a crise da polarização PT-PSDB. Em boa medida, o ano passado poderia contribuir para antecipar o contexto do processo eleitoral, seja do ponto de vista da oferta de candidatos, seja sob o prisma do humor do eleitorado. Assim, 2018 promete ser marcado por forte incerteza quanto ao quadro presidencial. De todo modo, o sinal da política neste ano deve permanecer negativo. As bases para uma vitória da centro-direita ainda não foram construídas.

O cenário mais otimista seria representado pela união da base governista e a transformação da economia em um dividendo eleitoral para um candidato da centro-direita, resultando em uma transição presidencial organizada e na continuidade das reformas nos próximos anos. A economia em ordem e a restrição de alternativas políticas minimizaria a competitividade de nomes sem capital político para manter o funcionamento razoavelmente eficiente do presidencialismo de coalizão. A nova rodada eleitoral contribuiria para dar uma nova legitimidade aos tomadores de decisão, base para um equilíbrio político virtuoso.

O novo ano começa com crise no governismo. A alternativa Temer, que deu base para o impeachment da ex-presidente Dilma, parece não ter construído ainda um projeto eleitoral comum para 2018, o que ameaça a aprovação da reforma da Previdência e, especialmente, coloca em risco a vitória de um nome da centro-direita, pilares essenciais do cenário básico da *Tendências*. Na verdade, no plano retórico, há sinais de um racha eleitoral dos partidos da base aliada, o que reforça os riscos para a economia brasileira neste e nos próximos anos. O mundo político, mais uma vez, limita os efeitos em termos de crescimento da reconstrução dos pilares macroeconômicos do País.

A construção da estratégia política para 2018 começa, mais uma vez, no mundo do Judiciário. O julgamento do ex-presidente Lula por uma instância colegiada deve ser a primeira batalha de uma longa guerra jurídica em nome de uma nova candidatura do petista. Nossa expectativa é de que o Tribunal Regional Federal da

4ª Região (TRF-4) confirme a condenação do ex-presidente. Há, contudo, forte incerteza em torno do placar da decisão. Eventual posicionamento dividido entre os juízes aumenta o número de recursos disponíveis para a defesa, afetando o timing da decisão final da instância revisora, que poderá tornar o líder petista um nome “ficha suja”. A decisão em janeiro não deverá encerrar a incerteza em torno da candidatura petista. O martelo em torno da candidatura deve ser batido apenas no segundo semestre.

Os incentivos políticos para o ex-presidente caminham na direção de buscar uma candidatura presidencial mesmo com a condenação por parte de uma instância colegiada. No plano jurídico, há duas questões centrais para a sorte do petismo: 1) início da execução da pena do ex-presidente Lula e 2) definição da Justiça Eleitoral sobre a legalidade da candidatura. O caso Lula deve chegar ao Supremo Tribunal Federal.

O jogo político que irá determinar a oferta de candidatos em 2018 não deverá ser menos complexo. Sob um cenário de governo mal avaliado, a centro-direita moderada apenas se viabiliza por meio da redução do cardápio de candidatos nas mãos dos eleitores. A entrada de nomes de fora da política ainda é uma possibilidade real. Joaquim Barbosa, Luciano Huck, entre outros, ainda podem concorrer, a despeito dos discursos em direção contrária. A eventual entrada do apresentador de televisão na campanha retira votos potenciais do governismo e facilita a ocorrência de um segundo turno entre Lula e Bolsonaro.

O PSDB não possui mais o monopólio do antipetismo, o que reforça o risco de fragmentação do centro. A relação conflituosa entre o núcleo governista e o PSDB diminuiu o espaço de construção de uma candidatura única, especialmente diante das perspectivas mais positivas para a economia. Temer, Meirelles e Maia podem rivalizar com o provável candidato tucano, Geraldo Alckmin. Tal movimento é mais uma fonte de risco para a continuidade de política econômica a partir de 2018.

A fragmentação do centro é, de fato, bastante alarmante para 2018 devido à baixa avaliação da atual administração. A eleição presidencial é fundamentalmente um plebiscito sobre o governo em curso. Nossa expectativa é de que a retomada da economia não seja suficiente para alterar de forma significativa a percepção negativa do eleitorado sobre o governo Temer. A

tendência, então, é de que as próximas pesquisas de opinião pública não mostrem um quadro positivo para o governo. Essa percepção negativa é que sustenta nossa análise de crescimento do PT, mesmo em um cenário de condenação do ex-presidente. Oposição a um governo mal avaliado gera dividendo político.

O risco eleitoral é justamente a base para nossa avaliação de que a reforma da Previdência tem chances reais de aprovação em 2018. A política tradicional depende de um reforço da economia para evitar um quadro de renovação diante da crise de legitimidade dos partidos tradicionais. Assim, o governo deve, de fato, mobilizar seus instrumentos para aprovação da medida. A combinação entre poderes institucionais (emendas + recursos eleitorais) e habilidade política deve resultar no sucesso na votação da matéria. A eventual não aprovação da medida antecipa o perigoso quadro para a corrida presidencial.

Este ano deve ser recheado de incertezas e experimentalismo político. A eventual união da centro-direita é chave para evitar a materialização dos riscos do populismo/personalismo. O mercado eleitoral está aberto. Resta ao governismo evitar a disputa interna sob pena de o eleitor revolucionar o mercado político brasileiro.

Contexto econômico

Os fundamentos apontam um bom 2018 para a economia brasileira. O ritmo de crescimento deve ser mais expressivo, com inflação controlada, juros em patamares historicamente baixos, situação benigna de contas externas e contexto internacional de crescimento mais forte e disseminado e condições de liquidez ainda folgadas. O cenário seria ainda mais promissor não fossem os riscos derivados da situação fiscal e das eleições.

A economia ganhará tração neste ano. A *Tendências* projeta expansão de 2,8% para o PIB, após o crescimento esperado de 1,0% em 2017. As rubricas que mais contribuirão para o crescimento econômico serão consumo das famílias e investimentos, com crescimento de 3,0% e 6,2%, respectivamente.

O pano de fundo para o melhor desempenho da economia em 2017 e especialmente em 2018 é constituído pela mudança de orientação da política

econômica desde meados de 2016 e pelo encaminhamento de reformas estruturais importantes, abarcando desde aspectos macroeconômicos como setoriais. O reequilíbrio da economia permite a colheita dos efeitos ao longo dos próximos trimestres.

Em 2018, o consumo das famílias desempenhará papel-chave, seguido pelos investimentos. A inflação baixa, que contribui para a sustentação do ganho de renda real, o aumento na geração de empregos e a alta do crédito são os principais fundamentos por trás da expectativa de crescimento de 3,0% do consumo das famílias no ano.

A inflação, que encerrar 2017 abaixo do piso da meta, resultado de um processo de desinflação disseminado e de surpresa positiva em alimentos, deve alcançar 4,1% em 2018. O quadro inflacionário deve ser marcado por importante desaceleração em preços administrados, como reflexo do carrego da inflação baixa do ano passado, e alta moderada nos preços livres devido à expectativa de certa recomposição dos preços de alimentos. A projeção é de que, após a deflação de 2,3% em 2017, o grupo alimentação e bebidas volte a registrar inflação de 3,8% em 2018. A ociosidade, especialmente no mercado de trabalho, sustentará um comportamento favorável dos demais preços livres, como serviços.

Do lado do mercado de trabalho, as projeções são positivas para consumo. A *Tendências* projeta expansão do emprego da ordem de 2,4% em 2018 (0,3% em 2017) e da renda real de 1,2%, o que aponta para uma alta da massa de renda real de 3,6% no ano (2,8% em 2017). O emprego tem surpreendido positivamente, o que contribui para a expectativa de que a economia tenha 94,3 milhões de ocupados pelos dados da Pnad Contínua ao final de 2018, ultrapassando, inclusive, o patamar de 92,9 milhões registrados no final de 2014.

Os efeitos da reforma trabalhista já devem ser sentidos neste ano, ainda que de maneira incipiente, contribuindo tanto para aumento do ritmo de geração de postos de trabalho quanto para uma maior formalização. A taxa de desemprego, por outro lado, deve cair gradualmente, dado o fenômeno de volta de pessoas ao mercado de trabalho, diante da maior probabilidade de conseguirem ocupação. A projeção da *Tendências* é de que a taxa de desemprego (original) ceda de 11,8% ao final de 2017 para 11,3% ao final de 2018.

Adicionalmente, o crédito às pessoas físicas, que já mostra reação clara desde o início do ano passado, deve crescer 7,0% em termos reais em 2018 (5,0% em 2017), pela métrica de concessão. A queda da taxa de juros ao tomador final e o aumento gradual de prazo, em um contexto de continuidade da queda taxa de inadimplência, deve resultar em maior propensão à oferta por parte dos bancos e demanda mais robusta pelas famílias.

O segundo *driver* mais importante para o crescimento serão os investimentos. A formação bruta de capital fixo deve mostrar variação de 6,2% (-2,0% em 2017), com base em expansão de 11,8% do consumo aparente de bens de capital e de 3,1% da construção civil. Os investimentos já mostram reação em 2017, com a maior absorção de máquinas e equipamentos (alta de 3,8% no ano), fruto do desempenho do setor agropecuário e da retomada de projetos paralisados, além da própria necessidade de recomposição de maquinário por causa da depreciação. A construção civil, entretanto, ainda impediu que a formação voltasse para território positivo em 2017.

Para 2018, com os efeitos da queda de juros, o consumo aparente de bens de capital deve ganhar tração e a construção civil deve sustentar o movimento incipiente de reação, evidente nos dados mais recentes, inclusive com efeitos iniciais das primeiras rodadas do programa de concessão de infraestrutura do setor público.

Em suma, os fundamentos apontam para um quadro favorável para a economia em 2018. É fato que, mesmo com a expansão de 2,8% esperada, a economia deve retornar apenas para o nível observado no início de 2015, o que evidencia o gradualismo na recuperação.

Este cenário, entretanto, não está livre de riscos. Não fossem as incertezas derivadas da situação fiscal e das eleições presidenciais, o desempenho da economia seria melhor. Apesar da aprovação da emenda do teto dos gastos, que impede um crescimento das despesas do governo federal em termos reais, a situação das contas públicas continua crítica e desafiadora. Os gastos com a Previdência, com crescimento de 5,0% em termos reais na média, inviabiliza o teto dos gastos. Nesse sentido, a reforma previdenciária é mais do que necessária, ainda que não deva ser suficiente para garantir a viabilidade do teto nos próximos anos, o que exige revisão de gastos obrigatórios. Neste sentido, a

revisão da regra do salário mínimo a partir de 2019 será um ponto relevante para o controle das despesas.

A *Tendências* mantém a expectativa de aprovação da reforma da Previdência, ainda que na sua versão minimalista, no cenário básico no próximo ano. A reação negativa dos mercados e o risco de nova revisão no rating brasileiro pelas agências de risco são forças que contribuem para a aprovação. O argumento central é de que o governo utilizará todo o seu arsenal para o encaminhamento da medida, dado que o legado que a administração Temer tem para mostrar nas eleições de 2018 é a economia em processo de recuperação. De todo modo, o risco de não aprovação da reforma e suas consequências para preços de ativos limitam o desempenho da economia neste ano.

Soma-se a isso outro elemento fundamental: as eleições de 2018. O mercado eleitoral extremamente aberto mantém o risco de surpresas neste processo. A possibilidade de fragmentação das candidaturas de centro-direita é o que mantém a probabilidade do nosso cenário pessimista elevada (30%). Já o cenário básico considera uma candidatura única pela centro-direita – sendo Geraldo Alckmin o nome mais provável –, que poderia vencer o candidato do PT em segundo turno. De qualquer forma, o cenário não ficará claro tão cedo, e a cautela dos agentes econômicos derivada desse quadro também irá restringir a expansão econômica no ano.

Em suma, o cenário para a economia neste ano é positivo, mas os riscos não são pequenos, especialmente os ligados ao resultado eleitoral e às suas consequências para a necessidade de ajuste das contas públicas. 