



## Relatório de Gestão do Fundo Verde – Junho/19

Após um período marcado por muito ruído, a reforma da previdência está em vias de ser aprovada. Vale lembrar que, mesmo com algumas desidratações já previstas em Plenário, o texto aprovado deve gerar economia duas vezes maior do que a versão final apresentada pelo governo anterior, até então vista com excelentes olhos por parte do mercado. Isso sem contar a economia esperada de ao menos R\$ 200 bilhões com a MP 871 de combate às fraudes.

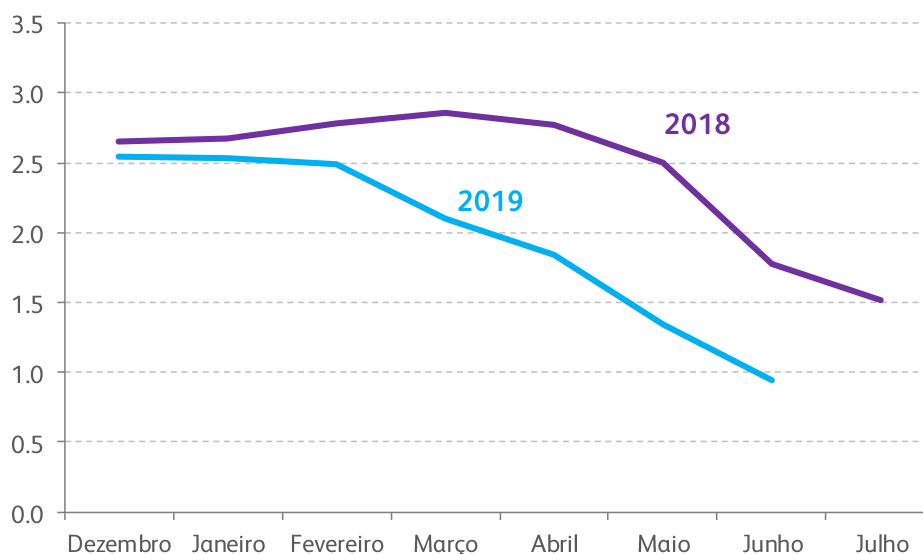
A partir de agora, as atenções se voltam para as perspectivas do crescimento do Brasil, tema recorrente em nossas cartas ao longo dos últimos meses. E não sem motivo: após cair quase 8% entre 2015 e 2016, o PIB cresceu a ritmo médio de 1,4% ao ano, ou apenas 0,5% quando considerados apenas os últimos quatro trimestres. A permanência desse cenário inviabiliza qualquer trajetória sustentável da dívida pública, mesmo com o endereçamento do problema previdenciário.

Os anos de 2018 e 2019 não têm em comum apenas o crescimento baixo, mas também a frustração de expectativas de resultados mais robustos. Entre dezembro de 2017 e maio de 2018, a mediana da pesquisa Focus para o PIB de 2018 era de 2,6%. Com a greve dos caminhoneiros como estopim, a projeção caiu para 1,5% já em junho do ano passado.

Processo de revisão ainda mais intenso foi observado em 2019. Impulsionado pela agenda liberal prometida pelo presidente eleito, o crescimento projetado para 2019, no final do ano passado, era novamente de 2,6%. Contudo, dessa vez a revisão foi ainda mais rápida e intensa, atingindo 0,8% em junho. E, como se sabe, boa parte do mercado tem projeção ainda menor, ao redor de 0,5%, com muitos falando em possível recessão técnica ou PIB zero.



## Crescimento Projetado ao longo do ano



Fonte: Banco Central do Brasil (Boletim Focus)

As seguidas frustrações fizeram com que boa parte dos analistas jogasse a toalha. Os diagnósticos para o comportamento da atividade no pós-crise passaram a misturar fatores conjunturais (fim do expansionismo fiscal e para-fiscal, elevado desemprego, excesso de capacidade ociosa, etc.) com estruturais (gargalos de infraestrutura, baixa educação, má alocação de capital e estagnação da produtividade). Ainda, muitos questionam se a política monetária de fato se encontra no campo expansionista, dado juros em níveis historicamente baixos e (aparente) falta de reação do crescimento.

Como temos comentado repetidamente, nossa visão da retomada econômica é mais construtiva. E parte desse relativo otimismo decorre de diagnóstico diferente sobre o atual estado da atividade no Brasil. Nos próximos parágrafos, detalhamos os motivos por trás da discordância entre nossa perspectiva e o atual consenso de mercado.

## Investimento

O diagnóstico descrito acima é apontado como claro impeditivo de qualquer retomada do investimento no curto e médio prazo. A suposta estagnação do investimento estaria relacionada à elevada ociosidade do setor industrial, às incertezas de crescimento, à redução do balanço do BNDES, às dificuldades das empreiteiras, às incertezas políticas, entre outros fatores.

Aqui cabe olhar os números com algum cuidado para entender o que está acontecendo. Segundo o IBGE, entre 2014 e 2017, o investimento caiu quase 30%. Após recuar -4,2% em 2014, o biênio seguinte trouxe tombos ainda mais drásticos, de -13,9% e -12,1%, e nova queda em 2017, de



-2,5%. Em 2018, o crescimento de 4,1% foi inflado pela mudança meramente contábil que causou a importação fictícia de plataformas de petróleo que, na prática, já estavam operando em território nacional. Segundo nossas estimativas, sem esse efeito, o crescimento de 2018 seria aproximadamente metade do publicado, ficando em 1,8%.

Abertura Investimento: Crescimento Anual Real (%)								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 (*)
<b>Total</b>	6,8	0,8	5,8	-4,2	-13,9	-12,1	-2,5	1,8 (*)
<b>Construção</b>	7,3	4,0	4,2	-3,2	-10,1	-10,8	-7,4	-3,4
<b>Máquinas e Equipamentos</b>	5,7	-4,0	9,5	-7,0	-22,3	-17,3	4,0	8,5 (*)
<b>Outros</b>	8,6	2,4	1,6	0,5	-4,7	-3,8	1,5	4,7

(\*) o número oficial do IBGE é de 4,1%, com crescimento de +15,4% para máquinas e equipamentos. Contudo, parte importante deste crescimento envolve questões meramente contábeis da re-importação de plataformas de petróleo que, na prática, já operavam em território nacional.

Fonte: IBGE, Verde AM

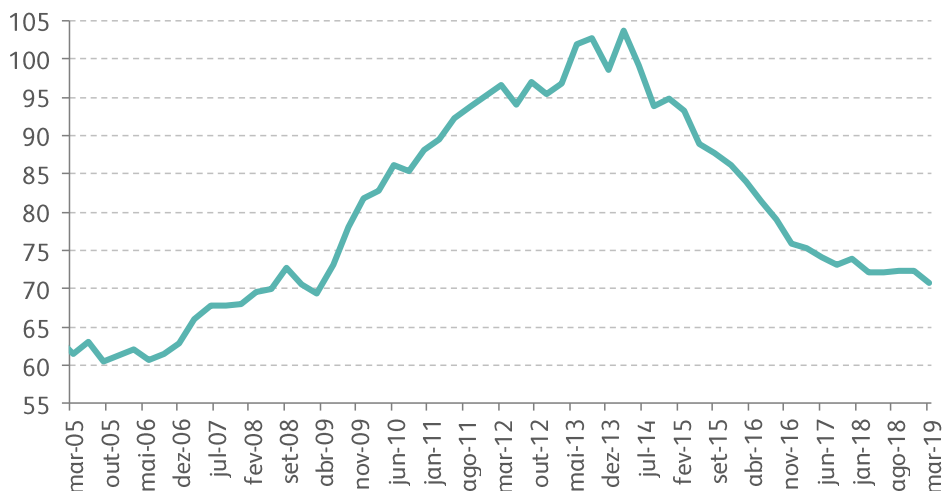
A análise agregada do investimento esconde duas dinâmicas bem distintas ocorrendo simultaneamente, cada qual respondendo por aproximadamente metade do total da rubrica:

## 1. Construção

O setor de construção civil ainda não saiu da recessão, teve quedas bem parecidas com a do investimento total entre 2014 e 2016, mas, ao contrário do agregado, seguiu com recuos expressivos em 2017 e 2018: -7,4% e -3,4%, respectivamente. Dentro deste setor, temos também duas metades com dinâmicas próprias, ambas ainda negativas, mas com projeções diferentes para a frente.



## PIB da Construção Civil (2013 = 100)



Fonte: IBGE, Verde AM

- a. **Real Estate:** Sempre foi razoável esperar uma retomada lenta desta parcela, dado todo o estoque de imóveis acumulados ao longo dos últimos anos, e todos os problemas relacionados à absorção desses estoques. Para 2019, baseado nos atuais patamares de juros e nos lançamentos de imóveis anunciados em algumas cidades grandes, as perspectivas nos parecem bastante favoráveis.
- b. **Infraestrutura:** Em função do calendário eleitoral, o investimento dos Estados subiu no 2º e 3º trimestres de 2018, para então recuar 40% nos primeiros meses de 2019, e dificilmente se recuperará a ponto de cair menos do que 30% no ano fechado. De todo modo, nos próximos trimestres, esperamos que o setor não seja um *drag* adicional relevante ao crescimento.

Nós projetávamos crescimento de 3,5% para a construção civil em 2019, melhor que no ano passado, mas incapaz de levar o nível do investimento do setor para o patamar observado 10 anos atrás. Contudo, a dinâmica bastante adversa do investimento público e a resultante queda de -2,0% do PIB da construção no 1º trimestre do ano tornaram as perspectivas bem menos favoráveis, retirando 0,4 ponto percentual de nossa projeção de crescimento para o PIB deste ano.

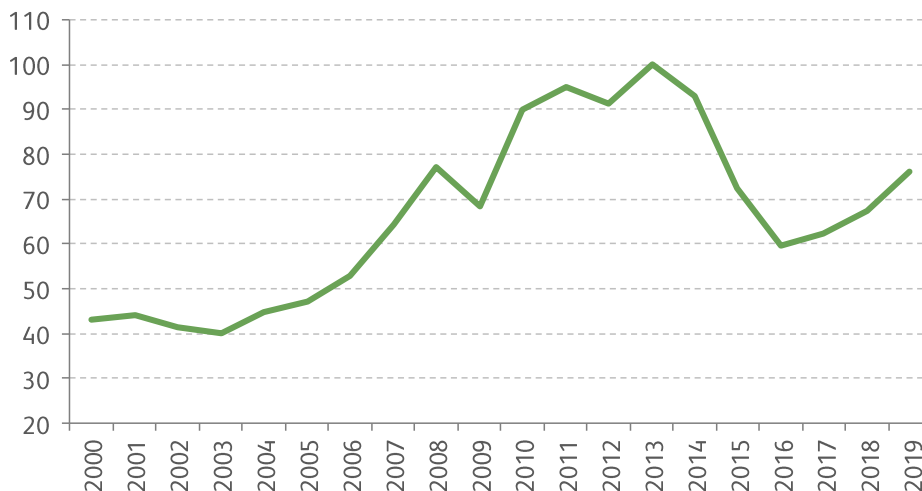
## 2. Máquinas e Equipamentos

Se a construção segue patinando, o mesmo não se pode dizer das inversões em máquinas e equipamentos, que respondem por 40% de todo investimento e 7% do PIB. Essa foi a modalidade mais atingida com a crise, acumulando queda de -40% entre 2014 e 2016. Contudo, desde 2017, as compras de bens de capital têm se recuperado em ritmo acelerado,



crescendo 4,0% em 2017, acelerando para 9,0% em 2018<sup>1</sup> e 13% nos primeiros cinco meses de 2019.

### Investimento em Máquinas e Equipamentos (2013 = 100)



Fonte: IBGE, Verde AM

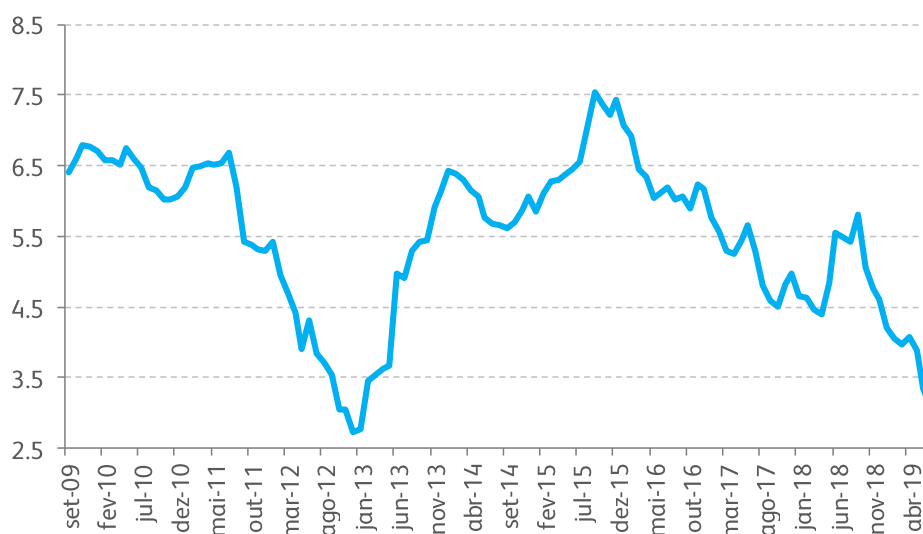
Vale frisar que a expansão do investimento em máquinas vai contra as teses de impossibilidade de crescimento decorrente de excesso de capacidade instalada, baixa confiança, mudança de postura do BNDES e ineficácia da política monetária. Além disso, dois outros pontos merecem destaque. O primeiro é que, mesmo com essa expansão robusta, as vendas seguem mais de 15% abaixo do nível pré-crise. A retomada se dá em base muito deprimida, e boa parte desses investimentos busca apenas repor a depreciação acumulada nos últimos anos. Portanto ainda há um longo espaço para crescimento.

O segundo ponto é que a retomada em curso se dá em ambiente conturbado, particularmente em 2018, com greve dos caminhoneiros e incerteza eleitoral, que geraram forte aperto das condições financeiras. Desde a definição das eleições, as taxas de juro recuaram sensivelmente, movimento intensificado nos últimos meses com a mudança de postura dos principais bancos centrais do mundo, e o encaminhamento favorável das reformas. O aperto financeiro impactou negativamente a economia, principalmente entre o quarto trimestre do ano passado e o primeiro trimestre desse ano, e a reversão desse processo deve ser importante impulsionador da economia na segunda metade de 2019 em diante.

<sup>1</sup> Em 2018, os dados do IBGE mostram que o investimento em máquinas e equipamentos cresceu 15,4%. Contudo, parte deste movimento decorre de efeito meramente contábil que envolveu importações fictas de plataformas de petróleo que, para efeito prático, já estavam instaladas no país.



## Juro Real 5 anos



Fonte: ANBIMA

## Consumo das Famílias

O consumo das famílias tem padrão muito menos volátil que o investimento. Os recuos em 2015 e 2016 foram muito menos intensos (-3,2% e -3,9%), e os últimos dois anos trouxeram crescimento de 1,4% e 1,9%.

Contudo, a abertura do consumo também revela dinâmicas distintas. A demanda de bens duráveis, que responde por aproximadamente 10% do consumo das famílias (6,4% do PIB), tem comportamento quase idêntico ao investimento em máquinas. Após acumular queda de 37% na crise<sup>2</sup>, tivemos crescimento de 7,0% em 2017, 9,0% em 2018 e 5,2% nos primeiros quatro meses de 2019.

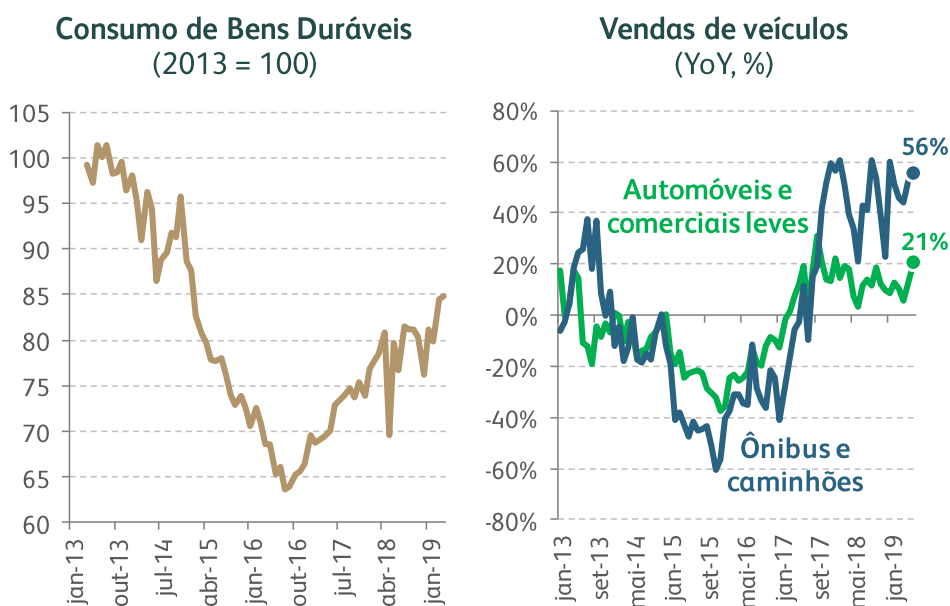
Abertura Consumo: Crescimento Anual Real (%)								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Total</b>	4,8	3,5	3,5	2,3	-3,2	-3,9	1,4	1,9
<b>Duráveis</b>	3,7	3,4	0,9	-2,6	-13,1	-16,8	7,0	8,8
<b>Semie Não Duráveis</b>	4,0	3,2	4,4	2,4	-2,7	-4,7	2,5	2,7
<b>Demais</b>	5,6	3,7	3,2	2,9	-2,1	-1,6	-0,2	0,4

Fonte: IBGE, Verde AM

<sup>2</sup> Queda acumulada entre os meses de agosto de 2013 e de 2016.



As trajetórias muito semelhantes de investimento em máquinas e no consumo de bens duráveis não são coincidência: historicamente, não só no Brasil como em todo mundo, as duas séries são altamente correlacionadas. Isso é natural por refletirem a mesma decisão: adquirir um bem para o fornecimento de fluxo de serviços ao longo do tempo. Mais ainda, são estes gastos que ditam grande parte das flutuações da demanda doméstica, por serem muito mais voláteis que o consumo de bens não duráveis, de serviços e do governo.



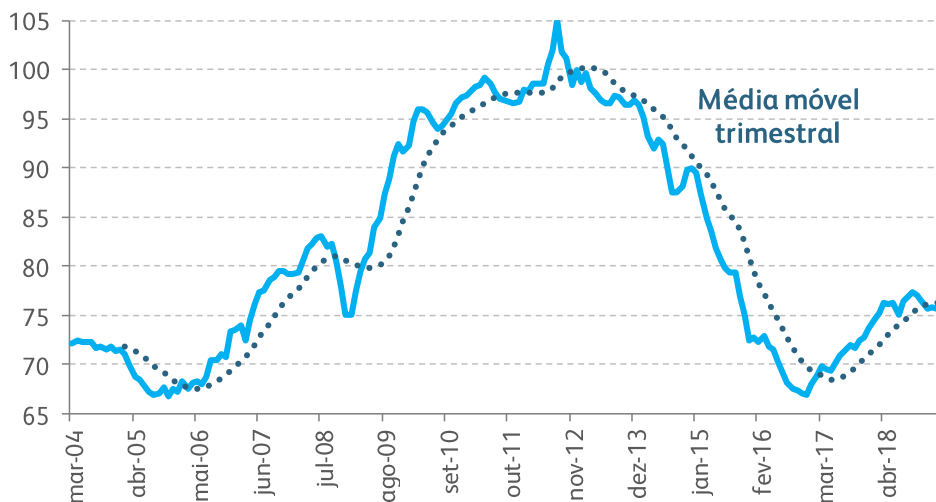
Fonte: IBGE, Verde AM

O consumo de duráveis, como podemos ver acima, vem numa trajetória robusta e consistente de retomada. O consumo de semi e não-duráveis, muito menos volátil por natureza, também vem retomando, sempre tendo em mente que a queda foi menos acentuada. Mais ainda, a base de crescimento de 2018 vem sobre números fortes de 2017, estimulados pela liberação de R\$ 40 bilhões de contas inativas do FGTS.

Apesar disso, a dinâmica do varejo tem sido bem mais fraca do que aquela esperada, se considerarmos a situação da renda das famílias. Como mostra a figura abaixo, a proporção da renda alocada para consumo caiu sensivelmente desde 2012.



## Razão Varejo Ampliado/Massa Real de Salários (2012=100)



Fonte: IBGE, Verde AM

Essa tendência reflete em grande medida um processo de desalavancagem das famílias, que entraram na crise bastante endividadas. Observamos melhora a partir de 2016, mas ainda há bastante espaço para crescimento do consumo sem a necessidade de grande expansão da massa salarial. Além disso, consideramos que o processo de desalavancagem terminou, e estamos no início de um novo ciclo de crédito.

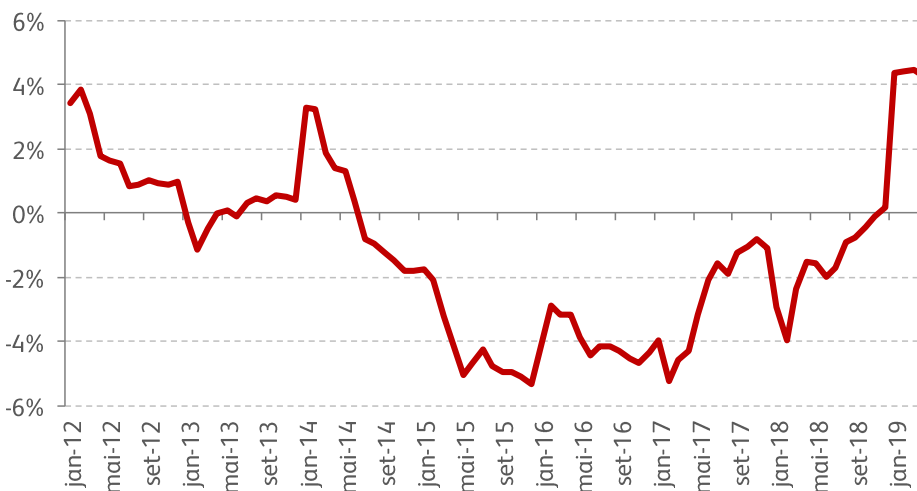
Em resumo, as perspectivas do consumo para 2019 e além seguem favoráveis. A parcela de bens duráveis mantém crescimento robusto, o que fica claro nos dados de emplacamentos de carros e motos. O consumo de semi e não duráveis, prejudicado pelo pico inflacionário recente (e já revertido) de alimentos e combustíveis, já dá sinais de ter voltado à tendência anterior. Por fim, o consumo de serviços, estagnado nos últimos dois anos, também está em franca retomada: após cair  $-1,1\%$  em 2017 e subir  $+0,2\%$  ano passado, a receita do setor acumula alta real de  $4,3\%$  nos primeiros quatro meses deste ano<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Os serviços prestados às famílias englobam os setores de Hotéis, Restaurantes, Atividades Culturais, Recreação, Lazer, Atividades Esportivas e Serviços Pessoais tais como Lavanderia, Beleza, Funerária e Cursos de Idioma. Somados, esses serviços respondem por 9% do Consumo das Famílias e 6% do PIB.





## Serviços Prestados às Famílias (Crescimento acumulado no ano)



Fonte: IBGE, Verde AM

## Perspectivas para 2019

A pergunta que resta é: diante de quadro tão benigno, o que estaria por trás da forte revisão do cenário de crescimento em 2019?

Pelo menos em relação ao nosso cenário, são três os principais pontos. O primeiro envolve a indústria extrativa. A tragédia de Brumadinho, além das inestimáveis perdas humanas e ambientais, reduzirá o crescimento do PIB em 0,2pp, mesmo considerando o retorno parcial de algumas operações. O primeiro trimestre também trouxe paralizações não antecipadas da Petrobras, embora com impacto relevante apenas no 1Q19, já revertido em maio.

O segundo ponto envolve a frustração da construção, que discutimos acima. A forte queda do primeiro trimestre, puxada pelo colapso do gasto dos Estados, retirou 0,4pp do crescimento do trimestre e do ano. Contudo, grande parte do ajuste se deu justamente neste início do ano, e não esperamos que a construção prejudique mais as taxas de crescimento ao longo do ano.

Por fim, também fomos surpreendidos negativamente por outro recuo forte das exportações industriais no começo do ano<sup>4</sup>. No ano passado, o setor manufatureiro já sentiu forte impacto do colapso da economia argentina. Contudo, a contração adicional registrada no primeiro trimestre

<sup>4</sup> Segundo dados do IBRE, após encerrarem o 4Q18 em 0,0% YoY, as exportações de bens industriais, já livres das plataformas de petróleo, recuaram -7,0% YoY. Nesse mesmo período, a queda interanual das exportações de bens de consumo duráveis, mais sensíveis à economia argentina, ficou relativamente estável em -37%.



do ano veio dos nossos demais parceiros comerciais, possivelmente reflexo da forte desaceleração da manufatura global. Nossas projeções contemplam que essa fraqueza se mantenha ao longo do ano, mas sem grandes contrações adicionais. Aqui vemos maior risco ao nosso cenário otimista.

Somados, esses três fatores retiraram quase 1 ponto percentual do crescimento do primeiro trimestre e, conseqüentemente, do ano. Daqui por diante, no entanto, projetamos que a dinâmica do PIB na margem seja conduzida cada vez mais pela demanda doméstica, o que se refletirá em taxas de crescimento mais robustas do que as observadas no passado recente. Nesse sentido, vale destacar que a demanda doméstica privada líquida de investimentos em construção tem crescido ao ritmo de 2,6% ao ano no pós-crise.

Além disso, a economia ainda sofreu no começo do ano impactos residuais do aperto das condições financeiras vindo das incertezas de 2018, com a greve e depois a eleição. As condições desde então se tornaram estimulativas e devemos ver impactos favoráveis já no curto prazo, podendo inclusive surpreender no crescimento do segundo trimestre, para o qual o mercado e o Banco Central projetam crescimento nulo ou até mesmo negativo.

Em suma, estamos otimistas com o ritmo da atividade econômica neste e no próximo ano. Vemos uma clara não-linearidade à vista em relação ao crescimento, com aceleração que certamente não está refletida no preço dos ativos. Apesar da continuidade da agenda de reformas, que também achamos promissora, vemos grande espaço para a retomada cíclica, que inclusive já está em curso, liderada pela demanda doméstica. Essa convicção, apesar das altas observadas até aqui no ano, nos mantém bastante positivos com as perspectivas do mercado acionário brasileiro.

O crescimento no longo prazo deve se beneficiar de outra força complementar que não exploramos em detalhe ao longo deste texto (e que merece um relatório longo para ser analisada): a explosão do mercado de capitais e redução do custo do crédito no país, consequência natural das taxas de juros estruturalmente mais baixas no Brasil. Estamos apenas no início de um novo ciclo de crédito, impulsionado pela criação de novas *fintechs* que aumentam a competição (e reduzem *spreads*), alimentado por novas emissões de títulos no mercado de capitais. Já vemos consequências importantes na redução do custo de *funding*, por enquanto restrito às grandes empresas, mas ao longo do tempo deve se espalhar por outros setores, especialmente para as pequenas e médias empresas, e depois para o crédito das pessoas físicas.

A combinação de taxas de juros longas muito mais baixas, com quedas dos *spreads* de crédito, e aumento dos volumes no mercado de capitais,



deve ser bastante poderosa para agir como acelerador do ciclo de crescimento da economia brasileira. Acreditamos que muitos analistas, por razões cíclicas, estão ancorando suas expectativas de crescimento em níveis muito baixos, justo quando podemos estar as portas de uma aceleração mais robusta. De certa maneira, nos lembra a experiência de 2009–2011 nos Estados Unidos, quando muita gente se convenceu que não havia crescimento robusto possível após a crise, o pessimismo permanente virou uma indústria, e os estímulos monetários e creditícios eram vistos sob a luz do ditado “*você pode levar o cavalo até a água, mas não pode obrigá-lo a bebê-la*”.