

Diagnóstico, convicção e efetividade

Sumário Executivo

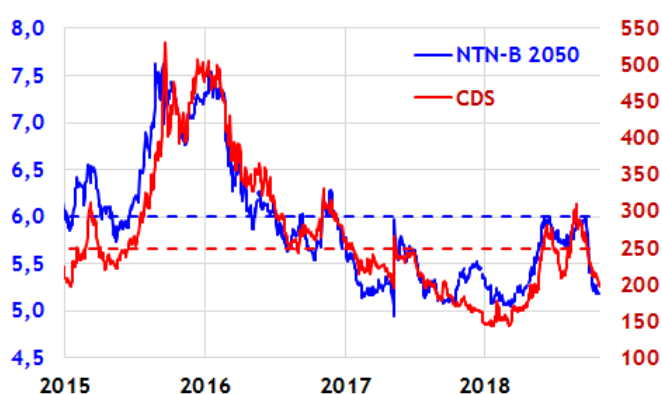
- Os sintomas do grave problema fiscal que aflige o Brasil nos últimos anos são abundantes, e entre eles se destacam a escalada da dívida pública, a persistência de elevadas taxas reais de juros de longo prazo e uma duradoura estagnação econômica. Embora menos populares no debate econômico, a baixa produtividade e o reduzido grau de abertura econômica também são obstáculos importantes que se colocam diante do novo governo recém eleito, encabeçado por Jair Bolsonaro.
- Se as consequências desses problemas são palpáveis, suas origens estão longe de formar um consenso. Logo, um correto *diagnóstico* é requisito de suma importância para sua solução. Embora a campanha eleitoral não tenha sido pródiga no debate dos problemas nacionais, as manifestações do principal assessor econômico do presidente eleito e seu provável ministro da Fazenda, Paulo Guedes, vão na direção de uma redução do gasto público, movimento que passa necessariamente pela reforma da previdência, mas não se limita a ela.
- Um outro vetor importante do diagnóstico de Guedes é o da redução da participação do estado na economia através da desestatização, seja pela venda de empresas públicas, seja pela concessão de serviços públicos, incluindo as chamadas parcerias público-privadas (PPP). Aqui, além dos potenciais impactos sobre a questão fiscal propriamente dita, há que se ressaltar também (e talvez principalmente) o efeito sobre a produtividade geral da economia, que tenderia a aumentar com a gestão privada dessas empresas e atividades, ampliando assim o potencial de crescimento econômico no médio e longo prazo.
- Se o diagnóstico correto é condição necessária, ele está longe de ser suficiente, até porque para o mesmo problema pode haver mais de uma solução possível. Nessa equação, por envolver áreas sensíveis da economia, impactando direta e objetivamente a vida de milhões de pessoas (como a reforma da Previdência, por exemplo), além de fatores eminentemente técnicos, há também outros de ordem política que por vezes se equivalem ou mesmo se sobrepõem àqueles.
- A história, infelizmente, está cheia de exemplos em que a solução técnica mais recomendável não foi seguida porque implicava, ao menos no curto prazo, em custos políticos intoleráveis pelo grupo hegemônico de plantão. Logo, sem *convicção*, o adequado diagnóstico dos problemas nacionais pode se transformar em apenas um bom relatório acadêmico, por exemplo, sem maiores consequências práticas ou se traduzir em soluções efetivas.
- Embora se possa afirmar que as convicções quanto ao liberalismo econômico e à austeridade fiscal de Paulo Guedes pareçam bem arraigadas, o histórico do futuro presidente Bolsonaro enquanto membro da Câmara dos Deputados não autoriza o mesmo grau de certeza. Muito pelo contrário.
- Naturalmente, há condicionantes políticos que podem explicar, retrospectivamente, o comportamento do então deputado federal em diversas votações em que se absteve ou até mesmo votou contra pontos agora defendidos. Além disso, é razoável considerar que o amadurecimento e a própria responsabilidade em muito ampliada pelo papel de presidente da República o levaram a mudar de postura. De qualquer forma, as novas convicções do presidente Bolsonaro ainda precisarão ser testadas, sobretudo através do apoio que dará ao seu provável ministro da Economia, especialmente nas situações em que os resultados imediatos parecerem inferiores aos custos associados.
- Mesmo considerando que o governo Bolsonaro assuma com uma visão clara das raízes dos nossos problemas econômicos e uma firme decisão de adotar os remédios necessários para resolvê-los, é necessário ainda um terceiro pilar para garantir seu sucesso: a habilidade política de constituir, junto à sociedade e ao Congresso, apoio suficiente, que qualificamos como *efetividade*, para levar à cabo uma ampla agenda de medidas (muitas das quais requerem emendas à Constituição com um quórum de 3/5 nas duas casas do parlamento). Se esse é um cenário possível diante da força política inicial com que o presidente eleito emerge das urnas, ele está longe de ser um objetivo trivial, ainda mais diante da enorme pulverização partidária na Câmara dos Deputados e no Senado.
- O desejo de mudança da sociedade em busca da recuperação econômica manifestou-se claramente na eleição de outubro. O novo governo pretende atender tal demanda. É desejável que o faça com convicção e rapidez, pois o cenário internacional se mostra cada vez menos benigno e, portanto, menos leniente com desequilíbrios como os nossos. Ajustes parciais e/ou lentos não serão suficientes para tirar a economia da letargia dos últimos anos. O exemplo da Argentina, que tentou um ajuste gradual nos últimos anos e agora enfrenta nova crise é um alerta para a urgência que devemos imprimir na solução dos nossos desequilíbrios.

Cenário Doméstico

Entre 2005 e 2014, o setor público produziu um superávit primário médio anual equivalente a 2,4% do PIB. De 2015 até agora, porém, o superávit deu lugar a um déficit médio anualizado de 1,8% do PIB. Nesse mesmo espaço de pouco menos de quatro anos, a dívida pública como proporção do PIB saiu de 56,3% para 77,2%!

A piora da situação fiscal eleva a percepção de risco, o que por sua vez aumenta o prêmio exigido pelos agentes para financiar o estado brasileiro. Isso se traduz em juros mais elevados. Nesse período, o juro real médio de uma NTN-B 2050 ficou em quase 6% ao ano.

Gráfico 1 – Juro real NTN-B 2050 (%) e CDS Brasil (pb)



Fontes: TN e Bloomberg. Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Juros reais (muito) elevados não combinam com crescimento econômico. Muito pelo contrário. Não por acaso, o PIB acumula no período uma contração de 5,4%, sendo que a chamada absorção doméstica (consumo das famílias + consumo do governo + formação bruta de capital fixo) exibe uma queda de 8,2%. Vale lembrar que essas perdas acumuladas só não são ainda maiores diante da modesta recuperação observada a partir do início de 2017. O símbolo maior da grave crise econômica dos últimos anos é o enorme contingente de desempregados, que nesse período de cerca de quatro anos saltou de 6,7 milhões de pessoas para 12,5 milhões.

Embora longe de exaustiva, essa lista parece suficiente para demonstrar a gravidade do quadro cujo âmago é sem dúvida o profundo desarranjo das contas públicas, embora conte com a (má) companhia da baixa produtividade e do reduzido grau de abertura econômica (estes últimos, diga-se, têm raízes bem mais antigas e forte relação entre si), apresentando-se assim como desafios inadiáveis a serem enfrentados pelo governo recém eleito encabeçado por Jair Bolsonaro.

Se as consequências desses problemas são palpáveis e indiscutíveis, suas origens estão longe de formar um consenso, a julgar pelas manifestações dos vários candidatos e seus assessores econômicos durante a

campanha eleitoral ao longo dos últimos meses. Não é preciso elaborar muito sobre a necessidade de se produzir um *diagnóstico* preciso sobre qualquer problema, ainda mais aqueles de grande complexidade, antes que se faça a prescrição dos possíveis remédios.

Nesse sentido, ainda que com um detalhamento aquém do desejável, as declarações do principal assessor econômico do presidente eleito (e seu provável ministro da Economia), Paulo Guedes, vão na direção de uma importante redução do gasto público, movimento que passa necessariamente pela reforma do sistema previdenciário, ainda que longe de se limitar a ela.

Um outro importante ponto do diagnóstico fornecido por Guedes passa pela redução da participação do estado na economia através da desestatização, que se daria de variadas formas, tais como a venda de empresas públicas (privatização), pela concessão de serviços públicos, incluindo as chamadas parcerias público-privadas (PPP).

Aqui, além dos potenciais impactos sobre a questão fiscal propriamente dita, uma vez que envolveria a obtenção de recursos que poderiam ser utilizados tanto para a redução do endividamento público (estoque) como também para a redução dos gastos (fluxo), há que se destacar também (e principalmente) o efeito que tal processo teria sobre a produtividade geral da economia, que muito provavelmente se elevaria com a gestão privada dessas empresas e atividades, o que por sua vez ampliaria o potencial de crescimento econômico no médio e longo prazo, com implicações sobre o nível de emprego, da renda e das finanças públicas, fruto de uma maior arrecadação tributária.

Ainda que um diagnóstico correto seja condição necessária para a solução de um problema, ele está longe de ser suficiente, porém, até porque para o mesmo problema pode haver mais de uma solução possível, embora normalmente se consiga elencar os prós e os contra de cada uma.

No caso do profundo desequilíbrio fiscal do Estado brasileiro, uma vez que envolve virtualmente todos os aspectos da economia e das finanças nacionais, impactando direta e objetivamente a vida de milhões de negócios e pessoas (como a reforma da Previdência, por exemplo), é importante considerar que além de fatores eminentemente técnicos, há também outros aspectos, de ordem predominantemente política, que por vezes se equivalem ou mesmo se sobrepõem àqueles.

A história, infelizmente, está cheia de exemplos em que a solução técnica mais recomendável não foi seguida porque implicava, ao menos no curto prazo, em custos políticos intoleráveis pelo grupo hegemônico de plantão. Logo, sem *convicção*, o adequado diagnóstico dos problemas nacionais pode se transformar em apenas um

bom relatório acadêmico, sem maiores consequências práticas.

Embora se possa afirmar que as convicções quanto ao liberalismo econômico em geral e à austeridade fiscal em particular de Paulo Guedes estão bem arraigadas, a julgar por sua trajetória profissional, o histórico do futuro presidente Bolsonaro enquanto membro da Câmara dos Deputados não autoriza o mesmo grau de certeza. Muito pelo contrário.

É possível, porém, considerar condicionantes políticos que explicam, retrospectivamente, o comportamento do então deputado federal em diversas votações em que se absteve ou até mesmo votou contra pontos agora defendidos por sua equipe técnica, especialmente no tocante ao controle do gasto público ou a uma maior competição/abertura do mercado local.

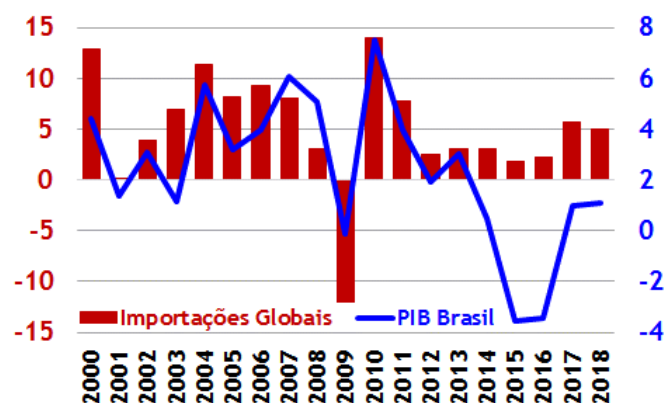
Além disso, é razoável considerar também que o amadurecimento pessoal e a própria responsabilidade muitíssimo maior associada ao cargo de presidente da República *vis-a-vis* à de deputado federal justificariam uma eventual mudança de postura. De qualquer forma, as supostas novas convicções do presidente Bolsonaro ainda precisarão ser testadas, e uma prova-chave será o grau de apoio ao seu ministro da Economia, especialmente nas situações em que os resultados imediatos parecerem inferiores aos custos associados. A favor dessa mudança pesa a indicação de que Paulo Guedes será investido de grande poder e autonomia na nova (e ampliada) estrutura da área econômica.

Admitindo preliminarmente que o futuro governo Bolsonaro assuma com uma visão clara das raízes dos nossos problemas econômicos e uma firme decisão de adotar os remédios necessários para resolvê-los (se não por convicção, por mero pragmatismo, à medida em que o não enfrentamento da crise fiscal comprometerá enorme e inequivocamente sua administração), ainda se faz necessário um terceiro pilar para garantir o sucesso dessa empreitada: a habilidade política de obter junto à sociedade e ao Congresso, um grau suficiente de apoio, que doravante qualificamos como *efetividade*, para levar a cabo uma ampla gama de medidas de ajuste que, em muitos casos, serão impopulares no curto prazo e certamente enfrentarão resistência de vários grupos politicamente relevantes, sobretudo em termos de sua representação parlamentar.

Além disso, vale lembrar que algumas dessas medidas, a reforma da Previdência entre elas, requerem emendas à Constituição com um quórum de 3/5 nas duas casas do parlamento. Embora o avanço dessa agenda seja bastante possível, especialmente se levada em consideração a força política inicial com que o presidente eleito emerge das urnas, ele está longe de ser um objetivo trivial, ainda mais diante da enorme pulverização partidária na Câmara dos Deputados e no Senado.

O desejo de mudança da sociedade em busca da recuperação econômica manifestou-se claramente na eleição de outubro. O novo governo pode e deve atender tal demanda, e precisa fazê-lo com rapidez, pois o cenário internacional já não se mostra tão benigno como até o início deste 2018. Um menor crescimento global e além disso, menos homogêneo, juntamente com crescentes riscos de protecionismo, devem desacelerar o ritmo de expansão do comércio internacional, o que é uma má notícia para o Brasil, seja pelo enfraquecimento de uma fonte importante do crescimento doméstico (via exportações), seja pela maior dificuldade de incorporar novas tecnologias e/ou produtos mais baratos que também contribuiriam com o desenvolvimento local.

Gráfico 2 – Importações globais e PIB Brasil (variação % anual)



Fontes: STN, MPOG.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Com os EUA e vários países elevando suas taxas de juros, o grau de leniência dos investidores locais e estrangeiros com nossos desequilíbrios tende a ser bem menor. Por outro lado, se fizermos nossa lição de casa com qualidade e rapidez, podemos mais que compensar essas adversidades vindas do exterior e experimentar uma retomada mais forte e duradoura do crescimento. A palavra (e as ações) está com o futuro presidente Bolsonaro.

Quadro de projeções

		2015	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB	var. acum. %	-3,6	-3,5	1,0	1,1	2,2
IPCA	var. acum. %	10,7	6,3	3,0	4,3	4,1
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,90	3,26	3,30	3,75	4,00
Selic	%, dez	14,25	13,75	7,00	6,50	8,50

(p): projeções

José Pena

Economista-Chefe

jose.pena@portoseguro.com.br

Bruno Campos

Economista

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

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.