

Déjà vu ?

Sumário Executivo

- Nossos leitores habituais talvez experimentem uma sensação de *déjà vu* durante a leitura deste relatório. Uma causa plausível seria a mera falta de criatividade do editor. Outra, mais provável (na visão parcial do próprio editor) é que os temas econômicos que têm dominado este espaço nos últimos meses seguem ainda mais relevantes, com potencial crescente para alterar o cenário econômico de curto e médio prazo caso a direção das últimas semanas seja mantida.
- De um lado, o ambiente doméstico segue cada vez mais nublado em função dos desencontros entre o Executivo e o Legislativo federal. Esperava-se que o envio de uma ambiciosa proposta de reforma da previdência em meados de fevereiro pudesse marcar o início de um ciclo de recuperação da confiança dos agentes econômicos locais. Na prática, porém, ao menos até agora, escancarou uma crise entre aqueles dois poderes que pode colocar em risco sua tramitação.
- Divergências entre a visão do executivo e dos legisladores sobre pontos específicos da proposta eram mais do que esperadas e, a menos que se mostrassem muito abrangentes e profundas, não deveriam prolongar sobremaneira seu progresso nas duas casas do Congresso, nem tampouco impedir o atingimento de uma economia fiscal relevante ao longo dos próximos anos, ainda mais quando se leva em consideração a percepção de que o tema amadureceu entre a população ao longo dos últimos anos, fruto de um debate quase que cotidiano.
- As últimas semanas, porém, têm mostrado um conflito crescente entre o presidente Bolsonaro e o Congresso, representado pelo presidente da Câmara dos Deputados Rodrigo Maia. Embora práticas pouco republicanas observadas no passado na relação entre o executivo e legislativo devam ser combatidas, o diálogo entre os poderes não pode ser abandonado, sob pena de paralisar o avanço de medidas que pairam acima da agenda específica de um ou de outro.
- A reforma da previdência é o exemplo maior disso, devendo ser vista não como uma pauta do governo atual, mas uma necessidade de Estado, à medida que seus efeitos perdurarão para além dos mandatos do atual presidente, deputados e senadores. O mesmo vale, naturalmente, para o caso de sua não aprovação. Por ora, embora indesejável, o atual quadro de tensão política não nos parece irreversível e, por isso, ainda mantemos uma visão construtiva sobre o progresso da PEC da Previdência.
- Impossível não reconhecer, porém, que o cronograma de sua aprovação pode se estender por mais tempo do que imaginávamos até então (com o 1º turno de votação na Câmara dos Deputados ocorrendo em agosto). Tão ou mais importante que o prazo de sua aprovação, porém, é o resultado final em termos fiscais. Experiências históricas e a literatura política sugerem que quanto maior o tempo de tramitação, mais diluída tende a ser a proposta original.
- Esse ajuste no cenário por si só já colocaria um viés de baixa nas projeções para o crescimento econômico deste ano, à medida em que manteria por mais tempo o ainda elevado grau de incerteza entre empresários e consumidores. Vale lembrar que recentemente revisamos para 1,8% a projeção de expansão do PIB de 2019, movimento que também se observa na mediana das projeções apuradas semanalmente pelo Banco Central junto a mais de uma centena de instituições.
- Ocorre que ele não é o único fator que pode atrasar ainda mais o processo de aceleração do crescimento doméstico e, conseqüentemente, do emprego. Como temos insistido nos relatórios mais recentes, a economia global também tem emitido sucessivos e cada vez mais inequívocos sinais de desaceleração, contrariando a expectativa dominante (ao menos até

recentemente) de que a redução do ritmo de expansão seria um movimento breve e modesto.

- Embora governos e bancos centrais nas principais economias do planeta tenham agido no passado recente para evitar uma desaceleração mais abrupta, é incerto que essas medidas poderão se mostrar suficientemente fortes e tempestivas para interromper esse processo no curto prazo. Em outras palavras, uma eventual melhora do cenário econômico internacional só deve ficar mais visível a partir do segundo semestre, na melhor das hipóteses. Até lá, a retomada doméstica não poderá contar com a ajuda da demanda externa, o que no caso específico da indústria, tem o agravante da crise econômica argentina, que dificilmente mostrará um alívio no futuro próximo, ainda mais diante das incertezas associadas com a eleição presidencial marcada para o final do ano.
- Em resumo, o avanço provavelmente mais ruidoso e lento da reforma da previdência e um ambiente externo cada vez menos benigno são fatores de risco para uma recuperação econômica que já se mostrava mais lenta.
- O risco é que esse desempenho aquém do esperado crie uma espiral negativa sobre a confiança e que, ao final, limite o capital político do presidente Bolsonaro e o apetite de deputados e senadores para tratar de um tema tão espinhoso como a Reforma da Previdência. Embora ainda distante do campo do provável, é forçoso reconhecer que nas últimas semanas o risco de uma grande frustração com seu avanço veio para o campo do possível.

Cenário Nacional

Ao longo dos últimos meses, dois assuntos em particular têm dominado este espaço. De um lado, a necessidade de reformas econômicas estruturais, em particular a da previdência, suas consequências e oportunidades. De outro, a desaceleração econômica global, que têm surpreendido a muitos pela velocidade e intensidade, acentuando ainda mais a importância e a urgência da agenda doméstica de ajustes.

Desde já alertamos que o texto a seguir será dominado exatamente pelos mesmos tópicos, criando em nossos leitores habituais uma sensação de *déjà vu*. Os mais críticos atribuirão tal insistência à mera falta de criatividade do editor. Embora reconheçamos respeitosamente essa hipótese como legítima, preferimos acreditar (numa visão obviamente longe de imparcial) que se trata meramente de privilegiar a análise dos assuntos mais relevantes ou com maior

potencial para alterar o cenário econômico de curto e médio prazo, especialmente na hipótese de que a direção que ambos têm tomado nas últimas semanas seja mantida.

No âmbito doméstico, o efeito positivo sobre a confiança dos agentes econômicos que se poderia esperar da apresentação de uma ambiciosa proposta de reforma da previdência pelo governo Bolsonaro em meados de fevereiro não se materializou. Ao contrário, o que tem se verificado desde então é uma piora relevante nas relações entre o executivo e o legislativo federal. Antes de mais nada, é importante dizer que os sucessivos e crescentes desencontros entre esses poderes não têm relação com a proposta em si.

Eventuais discordâncias de deputados e senadores com pontos específicos da proposta eram mais que esperadas pela própria equipe econômica. Vale lembrar que o próprio presidente tinha apontado pontos que julgava mais suscetíveis a mudança por parte dos congressistas, entre eles a questão da idade mínima para mulheres e os aspectos que afetam os trabalhadores rurais.

Além desses, as alterações propostas no BPC também parecem fadadas a serem rejeitadas pelo Congresso. Da mesma forma, fontes da Câmara dos Deputados a quem consultamos nos últimos dias dão conta de que as mudanças sugeridas na elegibilidade para o recebimento do abono salarial tampouco deverão ser acatadas pela maioria daquela casa. Essas medidas, em conjunto, representariam uma diluição de cerca de R\$ 300 bilhões do total de R\$ 1,1 trilhão estimados para a proposta original.

Negociações em torno de alguns pontos da proposta do executivo eram mais do que esperadas sem que isso representasse uma ameaça relevante ao tempo de tramitação da PEC e, sobretudo, ao seu alcance fiscal. A favor dessa visão construtiva pesa o fato de que teria havido um amadurecimento desse tema (o da necessidade da reforma da previdência) entre a população ao longo dos últimos anos, resultado de um debate quase que cotidiano desse assunto nos diversos meios de comunicação, incluindo as chamadas redes sociais.

As últimas semanas, porém, mostraram a escalada de um conflito entre o presidente Bolsonaro e boa parte do Congresso, representado neste caso pela figura do presidente da Câmara dos Deputados Rodrigo Maia, que pouco ou nada deveu-se a visões dissonantes sobre o conteúdo específico da proposta encaminhada ao Congresso. Embora seja mais que desejável que práticas pouco republicanas observadas no passado na

relação entre o Executivo e Legislativo não se repitam, o diálogo entre os poderes não pode ser abandonado, sob pena de paralisar o avanço de um conjunto de medidas que pairam acima da agenda específica de um ou de outro.

Entre outras também muito importantes, a reforma da previdência encabeça essa lista e deve ser vista não como uma pauta do governo atual, mas como uma necessidade de Estado, à medida que seus efeitos benéficos perdurarão para além dos mandatos do atual presidente, assim como de deputados e senadores.

O mesmo vale, naturalmente, para o caso de insucesso. Importante ter em mente, porém, que neste caso, os impactos (bastante) negativos de tal desfecho seriam sentidos muito mais rapidamente do que os benefícios no cenário positivo. Dito isso, embora indesejável, o atual quadro de tensão política ainda nos parece manejável e reversível. Assim, mantemos uma visão relativamente construtiva sobre o progresso da PEC da Previdência.

Impossível não reconhecer, porém, que o cronograma de sua aprovação pode se estender por mais tempo do que o cenário base com o qual trabalhávamos até há pouco, que apontava o 1º turno de votação na Câmara dos Deputados ocorrendo em agosto. Agora, a probabilidade desse evento se materializar apenas em setembro ou mesmo outubro provavelmente cresceu.

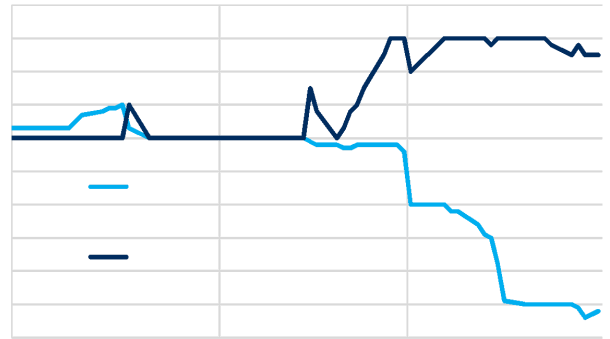
Tão ou mais importante que o prazo de sua aprovação, porém, é o resultado final em termos fiscais. Experiências históricas e a literatura política sugerem que quanto maior o tempo de tramitação, mais diluída tende a ser a proposta original, à medida em que vai se erodindo, mesmo que lentamente, o capital político do novo incumbente e seu poder de influência sobre o Congresso, ainda mais em temas tão complexos do ponto de vista político.

Diante desse quadro, nosso cenário base que até há pouco apontava para um ganho de cerca de R\$ 750-800 bilhões ao longo dos primeiros 10 anos de vigência das novas regras, passa agora a considerar um valor final mais próximo dos R\$ 600-650 bilhões no mesmo período. Se não é de todo frustrante, é um resultado claramente aquém do desejável no tocante a dirimir qualquer dúvida sobre a sustentabilidade das finanças públicas no médio e longo prazo.

Esse ajuste no cenário esperado para o progresso da PEC da Previdência no Congresso por si só já colocaria um viés de baixa nas projeções para o crescimento econômico deste ano, à medida em que manteria por mais tempo o ainda elevado grau de incerteza entre

empresários e consumidores. Vale lembrar que recentemente revisamos para 1,8% a projeção de expansão do PIB de 2019, movimento no qual temos sido acompanhados pela mediana das projeções apuradas semanalmente pelo Banco Central junto a mais de uma centena de instituições.

Gráfico 1: Projeção de variação do PIB (%)



Fonte: Focus/BCB.
Investimentos

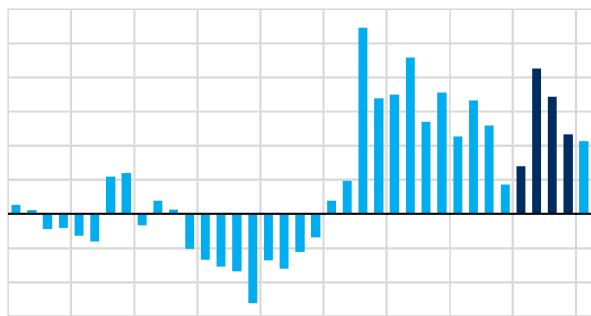
Elaboração: Porto Seguro

Ainda que a discussão quanto ao grau de estímulo do nível atual da taxa de juros (Selic) seja legítima, mantemos nossa visão, defendida já há vários meses, de que o desempenho frustrante da atividade econômica desde meados do ano passado tem raízes no elevado grau de incerteza que tem pairado sobre os agentes econômicos desde então (greve dos caminhoneiros, eleições presidenciais) e no importante aperto das condições financeiras que decorreu de tais choques, cujos efeitos, embora menores atualmente, provavelmente ainda não se dissiparam por completo.

O próprio Copom parece referendar tal visão, à julgar pelo conteúdo de seus últimos documentos. Como exemplo, considere-se o seguinte trecho da ata da mais recente reunião da autoridade monetária, realizada nos dias 19 e 20 de março:

“Os membros do Copom ponderaram que a economia brasileira sofreu diversos choques ao longo de 2018, incluindo a paralisação no setor de transportes de cargas em maio, a piora do ambiente externo para economias emergentes a partir do segundo trimestre e a elevada incerteza sobre o rumo da política econômica brasileira a ser perseguido nos próximos anos. Esses fatores produziram impactos sobre a economia e aperto relevante das condições financeiras, cujos efeitos sobre a atividade econômica persistem mesmo após cessados seus impactos diretos. Os membros do Copom avaliam que esses choques devem ter reduzido sensivelmente o crescimento que a economia brasileira teria vivenciado na sua ausência”.

Gráfico 2: Índice de Incerteza Econômica



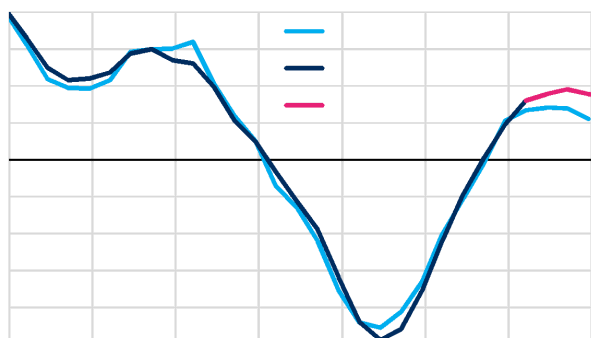
Fonte: FGV.
Investimentos

Elaboração: Porto Seguro

Para tentar medir o impacto de alguns desses fatores sobre o PIB ao longo do tempo e, mais especificamente, ao longo de 2018, desenvolvemos um modelo econométrico que estima o comportamento do produto nacional a partir do grau de incerteza entre os agentes econômicos (neste caso, usando o Índice de Incerteza Econômica apurado pela FGV) e das condições financeiras.

Em seguida, realizamos um exercício contrafactual, estimando qual teria sido o comportamento do PIB no ano passado caso o grau de incerteza observado no primeiro trimestre (antes, portanto, da greve dos caminhoneiros) tivesse se mantido estável naquele patamar ao longo do restante do ano. Nesse caso, de acordo com nossas estimativas, sem os sucessivos choques negativos de confiança que atingiram a economia em 2018, o crescimento do PIB, tudo o mais constante, teria alcançado 1,8% e não o 1,1% calculado pelo IBGE.

Gráfico 3: Variação do PIB (% , acumulado em 12 meses)



Fonte: IBGE.
Investimentos

Elaboração: Porto Seguro

Cenário Internacional

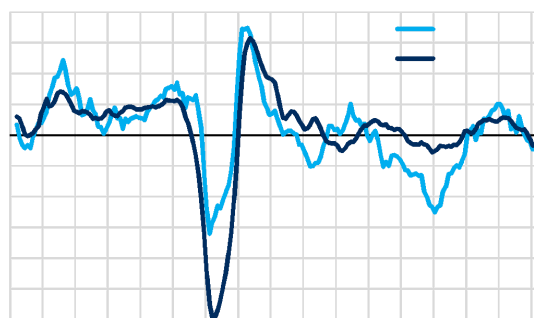
Como se vê, o componente *incerteza* tem papel relevante no modesto desempenho do PIB no passado recente e é por isso que um progresso mais lento da agenda de reformas pode comprometer ainda mais o resultado esperado para 2019. Ocorre, porém, que ele não é o único fator que pode atrasar o processo de aceleração do crescimento doméstico ao longo dos próximos meses.

Como temos insistido nos últimos relatórios, a economia global também tem emitido sucessivos sinais de desaceleração, contrariando a expectativa dominante (ao menos até recentemente) de que a redução do ritmo de expansão seria um processo breve e modesto, a ser revertido já nos primeiros meses de 2019.

Até aqui esse movimento tem se concentrado no segmento industrial, o que não é exatamente uma surpresa, pois por sua característica, ele é o mais sensível ao grau de expansão global e, em particular, do comércio mundial. Também não por acaso, China e Europa, países com peso bastante grande da indústria em suas economias (maior, por exemplo, que o observado nos EUA) e bastante abertas ao comércio internacional, exibiram ao longo de 2018 o maior declínio em seus respectivas velocidades de expansão quando se leva em consideração as maiores economias do planeta. As tensões comerciais entre EUA e China, embora não expliquem integralmente esse processo, certamente contribuíram de forma relevante para ele.

A perspectiva de um acordo comercial entre as duas potências num futuro próximo certamente é um fator que pode ajudar a reverter esse quadro, assim como é inegável a atuação de governos e bancos centrais na direção de evitar uma desaceleração mais abrupta. Porém, é incerto que essas medidas poderão se mostrar suficientemente fortes e tempestivas para interromper esse processo no curto prazo. Até porque não se pode descartar a hipótese de que a fraqueza industrial registrada nos últimos trimestres se alastrará para o segmento de serviços no futuro próximo, embora numa intensidade menor.

Gráfico 4: Produção industrial – Brasil & mundo (variação 12M)



Fontes: IBGE e CPB.
Investimentos

Elaboração: Porto Seguro

Assim, uma eventual melhora do cenário econômico internacional só deve ficar mais visível a partir do segundo semestre, na melhor das hipóteses. Até lá, a retomada doméstica não poderá contar com a ajuda da demanda externa, o que no caso específico da indústria, tem o agravante da crise econômica argentina, que dificilmente mostrará um alívio no futuro próximo, ainda mais diante das incertezas associadas com a eleição presidencial no país vizinho marcada para o final do ano.

Em resumo, o avanço provavelmente mais ruidoso e lento da reforma da previdência e um ambiente externo menos benigno são importantes fatores de risco para uma recuperação econômica que já se mostrava mais lenta que o esperado até recentemente.

O risco é que esse desempenho aquém do esperado crie uma espiral negativa sobre a confiança e que, ao final, limite o capital político do presidente Bolsonaro e o apetite de deputados e senadores para enfrentar a resistência de relevantes grupos de interesse num tema tão espinhoso como a Reforma da Previdência. Embora ainda distante do campo do provável, é forçoso reconhecer que nas últimas semanas o risco de uma frustração com seu avanço veio para o campo do possível.

Quadro de projeções

		2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB	var. acum. %	-3.5	1.0	1.1	1.8	2.8
IPCA	var. acum. %	6.3	3.0	3.7	3.8	4.0
Câmbio	R\$/US\$, dez	3.26	3.31	3.88	4.00	4.00
Selic	%, dez	13.75	7.00	6.50	6.50	8.50

(p): projeções