

Com o cenário externo como pano de fundo, vamos usar o Opinião de hoje para fechar as nossas projeções para a economia brasileira em 2019. Como veremos, os nossos problemas serão mais políticos do que econômicos e, os nossos problemas econômicos, só serão resolvidos pelo lado político. Infelizmente o tempo econômico e o tempo político raramente andam lado a lado, portanto, o maior desafio para o Brasil no próximo ano será sincronizar essas duas velocidades sob a pressão de um mundo menos condescendente com erros.

Como vimos no Opinião da semana passada, o cenário internacional não deve ser dos mais auspiciosos para o Brasil em 2019 e nessa semana tivemos uma prova do quão desafiador ele será. O FOMC (o COPOM deles) decidiu elevar os juros, como esperado, mas reduziu o número de altas, de três para duas, para o próximo ano. Bom ou ruim para nós? Bom, porque menos juros nos EUA significa menor pressão sobre o Dólar; ruim, porque com a economia americana desacelerando, o mundo cresce menos e a demanda pelas commodities cai. Portanto, aqui temos o primeiro desafio para o crescimento brasileiro em 2019: não vamos poder contar com a ajuda externa para impulsionar a nossa economia como em eventos passados.

O senso comum nos leva a mostrar maior preocupação com os impactos desse cenário sobre as contas externas do que sobre o crescimento. Entretanto, apesar de isso ser verdade no que tange aos valores absolutos, enquanto no primeiro caso estamos muito bem “calçados”, no último, toda ajuda será bem-vinda.

Para reforçar essa questão, basta observar que, desde 2015, quando tivemos o primeiro ano de queda do PIB, enquanto a economia brasileira contraiu, em média, 1,12% ao ano, as exportações cresceram 4,73%, contribuindo com 0,60 p.p., em média, para o resultado final do PIB. Portanto, qualquer perda de dinamismo nesse setor certamente vai atrapalhar na recuperação esperada da economia brasileira em 2019, que já não poderá contar com a ajuda do Consumo do Governo, limitado pelo ajuste fiscal que será implementado pela nova

administração. Para esse ano, prevemos que essa rubrica feche com crescimento de 0,3% e fique próximo da estabilidade em 2019. Bem, se o crescimento não virá do Consumo do Governo e podemos ter problemas com a contribuição do setor externo, de onde viria o impulso para uma recuperação da economia brasileira, digna desse nome? A resposta seria do Consumo das Famílias e, principalmente, da FBCF¹. Para entender o otimismo com esses dois componentes da demanda agregada, temos que começar compreendendo o otimismo com o cenário de inflação.

No início do ano que vem, será divulgado o IPCA fechado de 2018, mas, observando o resultado do IPCA-15 de hoje, podemos dizer que, dificilmente esse número virá muito longe de 3,7%. Será o segundo ano seguido em que o índice geral ficará abaixo dos 4,50% e, mais importante, também será o segundo ano seguido em que os Serviços Subjacentes, que o BCB identifica como “itens mais sensíveis ao ciclo econômico”, ficarão, confortavelmente, abaixo do centro da meta. Isso em um ano em que, o que não faltaram foram choques negativos sobre a inflação. Para 2019, projetamos que o IPCA deverá ficar em 4,10%, mais uma vez abaixo do centro da meta, que, no ano que vem será de 4,25%. Ou seja, a dinâmica dos preços não deverá ser um problema para a economia brasileira em 2019, abrindo espaço para que o BCB tenha mais graus de liberdade na condução da política monetária, hipótese principal para o nosso otimismo com o crescimento do PIB no ano que vem.

Em um cenário no qual temos a conjunção de uma economia acumulando crescimento ao redor de 2,5% nos dois últimos anos, após ter caído quase 7,0% nos anos anteriores, e da inflação sob controle, podemos dizer que existe a possibilidade da taxa de juros ficar estável nos níveis atuais, de 6,5% a.a., durante boa parte do ano que vem. Nas nossas projeções, o

¹ Formação Bruta de Capital Fixo, o que seria a rubrica de investimentos;

BCB só voltaria a subir os juros no último quadrimestre de 2019, fechando o ano em 7,50% a.a.. Entretanto, nas condições atuais, admitimos que o cenário alternativo mais provável de se verificar é de taxas menores e não maiores que a nossa projeção. Ou seja, com a inflação mais baixa, poderemos ter uma política monetária expansionista por mais tempo, impulsionando o crescimento via Consumo das Famílias e Investimento.

Entretanto, condições parecidas eram verificadas ao final de 2017, tanto que, lá, as projeções do Boletim Focus para o crescimento em 2018 eram similares com as que temos agora para 2019, 2,64% e 2,55%, respectivamente. Além disso, quando observamos as perspectivas futuras baseadas nos índices de confiança também podemos observar similaridades entre os dois períodos. Em ambos os casos, os índices de confiança, tanto do consumidor, quanto do empresário, vinham se recuperando ao longo do 2º semestre após um choque negativo (o evento Joesley em 2017 e a greve dos caminhoneiros em 2018), chegando aos maiores níveis do ano e com a recuperação baseando-se nas “expectativas futuras” e não na “situação presente”². Essa última observação é que explica o porquê de 2018 não ter sido um ano bom para a economia, mesmo com as condições iniciais favoráveis e, o porquê de 2019 poder ser diferente.

Na virada do ano de 2017 para 2018, a diferença entre esses dois sub-índices do Índice de Confiança do Consumidor da FGV era de 23,40 pontos, a maior da série, iniciada em 2015. Em uma situação dessas, teríamos a recuperação da economia caso essa diferença fosse reduzida por uma elevação da “situação presente”, caracterizando uma situação em que o otimismo estaria se traduzindo em melhora dos indicadores econômicos. Era exatamente isso que estava acontecendo nesse ano até a greve dos caminhoneiros, com a diferença chegando

² O Índice de Confiança é composto de dois sub-índices: o de expectativas futuras e o da situação presente;

ao seu nível mínimo de 17,00 pontos em maio, principalmente porque a “situação presente” havia subido de 74,00 pontos para 77,20 pontos (4,32% de alta). Não por coincidência, com a greve dos caminhoneiros na virada de maio para junho, esse índice recuou para 71,4 pontos em agosto (7,51% de queda), o menor nível desde setembro de 2017. Portanto, se temos agora as mesmas condições econômicas que tínhamos há um ano atrás, temos também, ao contrário de 2018, um evento que pode ser um choque inverso do que foi a greve dos caminhoneiros nesse ano: a aprovação da Reforma da Previdência.

Não há dúvida de que há muito tempo não temos uma combinação tão favorável para um crescimento sustentável da economia quanto a que temos agora. A inflação sob controle garante que os juros possam ficar em níveis historicamente baixos, ao mesmo tempo em que, a robustez das nossas contas externas, garantem que não teremos uma crise de fuga de capitais como acometeu, recentemente, com a Argentina e a Turquia. Entretanto, também poucas vezes na história, tivemos uma urgência tão grande de resolver o nosso desequilíbrio fiscal. No passado, recorremos ao aumento de receitas, pedaladas fiscais ou à inflação para resolver os nossos problemas com as contas públicas. Agora, não podemos recorrer ao primeiro porque não dá para onerar a sociedade além do nível atual e os dois últimos não seriam desejáveis por questões óbvias. Portanto, agora temos que encarar o problema pelo lado das despesas e, considerando que os gastos previdenciários respondem por algo próximo de 60% das despesas (quando consideramos INSS e previdência do setor público), crescendo em ritmo mais rápido que as demais rubricas, consistentemente, podemos chegar a duas conclusões: i) A melhor forma de reduzir os gastos é resolver o crescimento das despesas com as aposentadorias; ii) Sem resolver a questão da previdência não há como mantermos a solvência do sistema no médio prazo. Ambas nos levam a conclusão final, de que temos que fazer a Reforma da Previdência para que tenhamos um choque positivo na

economia e as “expectativas futuras” puxem para cima a “situação presente”, gerando um ciclo virtuoso ao contrário do que aconteceu este ano. Esse cenário, concatenado com um crescimento mais fraco dos EUA, poderia até gerar uma apreciação do Real dos patamares atuais, ao contrário do nosso cenário atual, no qual acreditamos que a moeda americana feche 2019 ao redor de R\$ 4,00.

Parece fácil: a economia brasileira está equilibrada, faltando apenas resolver o desequilíbrio fiscal para que a porta de um futuro brilhante se abra para nós. Nada mais enganoso. Talvez se o problema fosse com a inflação e/ou as contas externas fosse mais fácil de resolver, uma vez que as soluções para essas questões viriam, normalmente, de medidas econômicas. Já a questão da Reforma da Previdência tem que, necessariamente, passar por soluções políticas... aí que mora o perigo.

Como citado na introdução, dificilmente o tempo político se adapta às necessidades da economia e as negociações, nesse campo, nem sempre seguem caminhos da racionalidade econômica. Entretanto, estamos otimistas para que, dessa vez, a Reforma da Previdência efetivamente avance. O principal motivo é que o Governo está empenhado em aprova-la e, ao contrário de Temer, tem o suporte mais de 50 milhões de votos. Isso pode ajudá-lo nas negociações com o Congresso, principalmente no caminho que Jair Bolsonaro parece ter escolhido no seu relacionamento com os parlamentares. Se ele, realmente, não usar as ferramentas usuais do nosso presidencialismo de cooptação, terá que ter suporte popular para pressionar o Congresso a apoiar a sua pauta econômica. Por isso, a última pesquisa IBOPE/CNI, que mostrou que 75% dos entrevistados aprovam as primeiras decisões de Bolsonaro, é bastante auspiciosa para o nosso cenário. Entretanto, essa pesquisa foi feita antes do imbróglio do ex-assessor do filho de Jair Bolsonaro. Isso pode não dar em nada, mas

também pode erodir essa popularidade inicial do Governo, aumentando os riscos para a estratégia política do novo presidente. Outro ponto que devemos salientar é que, se em vários postos temos pessoas que inspiram confiança e dão suporte ao otimismo com o Governo, como nos casos de Sérgio Moro e Paulo Guedes, o mesmo não se pode dizer da articulação política. Com relação a isso, a atuação da equipe de Bolsonaro no evento da eleição da presidência da Câmara dos Deputados, poderá ser um divisor de águas.

Em 2018 tínhamos todas as condições de crescer mais de 3,0%, mas ficamos pelo caminho. Agora, as condições estão novamente dadas e, para não ficarmos, novamente, a “ver navios”, teremos que enfrentar o desafio inadiável de resolver a questão da previdência. Caso tenhamos sucesso, a nossa projeção atual de 2,5% de crescimento do PIB para 2019, será piso, não só para esse ano, como para os próximos também. Maquiavel dizia que *“Os problemas políticos, em seu início, são difíceis de serem percebidos e fáceis de serem resolvidos, ao passo que, quando se torna fácil de serem percebidos já é difícil de serem resolvidos”*. Esperamos que, a questão do equilíbrio fiscal, já tenha se tornado suficientemente fácil de ser percebida para que não se torne ainda mais difícil de ser resolvida sem algum tipo de quebra estrutural.

Projeção		
	2018	2019
IPCA (%)	3,7	4,1
Câmbio (eop R\$/US\$)	3,8	4,0
Selic (eop %)	6,5	7,5
PIB (%)	1,3	2,5

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. (“Banco”) aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.