

Como prometido no último Opinião, hoje iremos atualizar as nossas projeções para a economia brasileira nos anos de 2019 e 2020, a partir dos cenários para a aprovação da Reforma da Previdência elaborados na semana passada.

Para ver aonde podemos chegar, é preciso analisar de onde estamos saindo. Para isso, vamos usar como ponto de partida, o PIB brasileiro de 2018 divulgado nessa semana. Como esperado, tivemos uma alta de apenas 0,1% no 4º trimestre do ano com relação ao trimestre imediatamente anterior. Esse resultado pífio, foi o desfecho emblemático para um ano que começou com grandes expectativas, mas que acabou repetindo o crescimento de 1,1% de 2017. O número já fala por si, mas podemos identificar mais uma fonte de preocupação com esse resultado, a perda de fôlego da economia brasileira. Pode parecer preciosismo dizer isso, quando se cresce apenas 1,1%, mas isso pode ter impactos importantes para a perspectiva de crescimento daqui para frente.

A questão aqui não é crescimento marginal na economia no 4º trimestre de apenas 0,1%, uma vez que esse dado apresenta muita volatilidade e, por questões de cálculo de sazonalidade, pode ser alterado já no próximo trimestre. O número que importa para nós é o do crescimento do acumulado de 4º trimestres, na comparação com o acumulado dos 4º trimestres anteriores<sup>1</sup>. Observando o desempenho dessa métrica, não tem como não perceber a perda de fôlego da economia brasileira. Após apresentar recuperações trimestrais por 9 trimestres seguidos, passando de uma queda de 4,5% no 3º trimestre de 2016 para uma alta de 1,4% no 3º trimestre de 2018, recuamos para um crescimento de 1,1% no último trimestre do ano passado. Olhando por esse prisma, apesar dos valores serem iguais, o 1,1% de agora talvez sejam mais preocupantes do que aquele do final de 2017. Enquanto lá esse resultado

---

<sup>1</sup> Na verdade, esse cálculo seria uma forma de ver o PIB anual a cada trimestre;

representava uma aceleração na com relação à queda de 0,1% do 3º trimestre, agora seria uma desaceleração na comparação aos 1,4% do trimestre anterior.

Para piorar, as perspectivas para o 1º trimestre de 2019 não parecem das mais auspiciosas. Além dos primeiros números do ano não indicarem nenhuma recuperação mais robusta, ainda teremos alguns eventos pontuais, como a questão da paralização da produção da Vale do Rio Doce, que deverão fazer com que o resultado dos primeiros três meses do ano dificilmente fique muito longe da estabilidade com relação ao 4º trimestre de 2018. Se isso acontecer, aquele 1,1% do final de 2018, vai cair para 1,0%. Ou seja, nesse cenário, nos parece praticamente impossível que a nossa projeção anterior, de crescimento ao redor de 2,5%, para 2019, como um todo se verifique. Portanto, estamos revendo esse número para 2,0%, com viés de baixa. Mas o porquê do viés?

A aprovação da Reforma tem duas dimensões que afetam a nossa projeção. A primeira tem relação com o tamanho da economia envolvida, o que vai determinar a reação dos mercados *per se*. Ou seja, se o impacto da Reforma sobre as contas públicas ficar muito abaixo dos R\$ 850 bilhões em 10 anos que consideramos razoável no Opinião da semana passada, a reação vai ser ruim, minando a chance de “qualquer” recuperação, seja em 2019, seja em 2020. Entretanto, partindo do pressuposto que a Reforma sairá do Congresso de um tamanho digno desse nome, a celeridade da aprovação, se pode não fazer diferença com relação ao impacto total, certamente o fará na distribuição deste impacto entre os anos de 2019 e 2020.

No início das discussões com relação à Reforma, a expectativa era que Bolsonaro iria usar a PEC 287<sup>2</sup> para acelerar o processo, tornando factível a ideia de termos a sua aprovação, em

---

<sup>2</sup> Esta seria a PEC da Reforma da Previdência apresentada pelo governo de Michel Temer e que já havia passado por todas as comissões, estando pronta para ser votada no plenário da Câmara;

1º turno na Câmara dos deputados, ao redor de abril. Se isso fosse verdade, os impactos positivos da sua aprovação já poderiam ser sentidos ao longo do 2ª trimestre, fazendo com que a economia brasileira crescesse, em média, ao redor de 1,0% (4% em termos anualizado) na 2ª metade de 2019. Como consequência, mesmo com o crescimento pífio de 2018 e com a perspectiva de um resultado próximo de zero no 1º trimestre de 2019, pensar em um número acima de 2,0% para o ano como um todo, não parecia de todo infundado. O problema começou com o abandono dessa estratégia. Seja por questões jurídicas, políticas ou práticas, o fato é que a escolha de começar do zero a tramitação da Reforma, fez com que o horizonte de abril se tornasse inviável e o de junho, já pode ser considerado otimista. Portanto, o início do impacto positivo da aprovação da Reforma, só se faria sentir a partir do 3º trimestre do ano, levando aquela perspectiva de crescimento anualizado de 4,0%, só sendo viável ao final de 2019. O resultado disso, seria que o impacto positivo sobre a atividade que no caso do aproveitamento da PEC 287 se dividiria entre os anos de 2019 e 2020, agora estaria concentrada mais para o ano que vem. Por isso, se reduzimos a perspectiva de crescimento para 2019 de 2,5% para 2,0%, com viés de baixa, enquanto aumentamos a de 2020 de 2,5% para 3,0%, com viés de alta.

Essa mudança de perspectiva para a distribuição do crescimento entre 2019 e 2020 foi também decisiva para a alteração da nossa projeção para a política monetária nos próximos 2 anos. A nossa projeção anterior de que o BCB teria que subir os juros já esse ano, estava totalmente ligada àquela do PIB estar crescendo ao ritmo de 4,0% anualizados ao longo do 2º semestre de 2019. Se isso efetivamente ocorresse, apesar da capacidade ociosa da economia ainda se mostrar bastante elevada, o ritmo de redução da mesma seria rápido o suficiente para o BCB, ao olhar para a inflação em 2020, já se sentir confortável para começar a apertar a política monetária. Entretanto, com o adiamento da perspectiva de aprovação da Reforma

da Previdência e, a conseqüente mudança do horizonte de recuperação da economia brasileira, o BCB terá espaço para manter os juros estáveis em 6,5% a.a. durante todo o ano de 2019. Para 2020, a despeito de mantermos a expectativa de que o próximo movimento nas taxas seja de alta, reduzimos o nível da Selic ao final do ano de 8,0% a.a. para 7,5% a.a..

Voltando a questão das duas dimensões da Reforma da Previdência, a questão temporal da sua aprovação causa apenas o deslocamento da reação da economia ao evento, mas acreditamos que está é líquida e certa. Entretanto, temos que confirmar, antes, a primeira dimensão do evento, ou seja, a aprovação de algo robusto o suficiente para fazer diferença na trajetória fiscal do Brasil nos próximos anos. Acreditamos ser importante salientar esse ponto, uma vez que essa questão será o divisor de águas para que, nos próximos anos, o Brasil vire um “país normal”, ou volte a ser o “Brasil normal”. Mas o que isso significa?

Virar um “país normal”, significa dizer que os grandes temas da economia seriam como crescer, aumentar a produtividade e os modos de equilibrar as necessidades de eficiência e equidade. Já avançamos muito nesse sentido nos últimos 30 anos. Basta lembrar que passamos décadas tentando resolver o problema da inflação e anos o da fragilidade cambial. Entretanto, ainda falta resolver a parte fiscal, o que não acontecerá sem a Reforma da Previdência. Portanto, virar um “país normal” significa ser um país solvente em que, tanto o nível, quanto a trajetória da dívida sejam sustentáveis.

Já voltar a ser o “Brasil normal”, significa ser um país em que se cobra um prêmio sobre os juros da dívida porque o risco de calote aumenta ano a ano uma vez que, tanto o nível, quanto a trajetória da mesma, se mostram insustentáveis. Portanto, voltar a ser o “Brasil normal”, significa voltar a ter taxas de juros de dois dígitos, inflação mais alta e pouco crescimento. Em termos de comparação, enquanto a nossa dívida bruta como proporção do PIB se

aproxima de 80% e deve chegar a mais de 100% nos próximos anos, se nada for feito em termos de equilíbrio fiscal, a do Chile é de próximos de 25%. A consequência é que, enquanto a taxa de juros chilena é de 3,0% a.a., a do Brasil é de 6,5% a.a., sendo esta a mais baixa da nossa história, enquanto que a chilena já chegou a 0,5% a.a. na esteira da crise 2008. Outra forma de ver como funciona um “país normal” vis-à-vis o “Brasil normal”, seria observar que desde 1999, enquanto que aqui em quase 80% dos meses as taxas de juros básicas ficaram acima de 10%, no Chile isso nunca aconteceu.

A conclusão é que, se a aprovação da Reforma da Previdência é imprescindível para a retomada do crescimento brasileiro, o momento do ano em que ela se der, será importante para determinar a velocidade desta. Ou seja, o quanto antes tivermos resolvido essa questão, mais rápido se dará a volta de um crescimento robusto no Brasil. O que não dá mais, é para achar que os problemas vão se resolver sozinhos. Lembrando o escritor inglês Aldous Huxley: *“Os fatos não deixam de existir só porque são ignorados”*.

<b>Projeção</b>		
	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>IPCA (%)</b>	3,8	4,0
<b>Câmbio (eop R\$/US\$)</b>	3,7	4,0
<b>Selic (eop %)</b>	6,5	7,5
<b>PIB (%)</b>	2,0	3,0

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.