

A despeito de eventos econômicos importantes, tanto aqui dentro quanto lá fora, a semana acabou dominada pelo burburinho político. A troca de farpas entre o presidente da República, Jair Bolsonaro e o presidente da Câmara dos Deputados, Rodrigo Maia (DEM), fez com que os ativos brasileiros entrassem em uma montanha russa, com altas e baixas se sucedendo, dependendo da temperatura em Brasília. Como não podemos prever o humor de ambos daqui para frente, vamos usar o Opinião de hoje para tentar entender em que pé estamos com relação à Reforma da Previdência, e como esse tipo de ruído político pode afetar os cenários da sua aprovação.

Ao longo da semana, tivemos o PIB nos EUA, reuniões entre dirigentes americanos e chineses, o Relatório Trimestral de Inflação (RTI), entre outros eventos econômicos relevantes. Entretanto, o que realmente dominou corações e mentes nos mercados locais, foram as trocas de farpas entre Bolsonaro e Rodrigo Maia. Além da questão institucional, uma vez que, não faz bem para nenhum país no mundo ter o presidente da República e o presidente da Câmara discutindo via imprensa, o momento brasileiro, com a urgente necessidade da aprovação de uma Reforma complexa e pouco popular, tornou esse episódio ainda mais sensível.

Considerando o início da confusão, no final do dia de 4ª feira da semana passada (20/03) e o pior momento do imbróglio, na última 4ª feira (27/03), o Real perdeu 5,77% do seu valor, passando de R\$/USD 3,77 para R\$/USD 3,99. Entretanto, a despeito da variação ser bastante expressiva para um período curto de tempo, já vimos isso ocorrer anteriormente devido à fatores externos. Portanto, será que um pedaço importante desse movimento não veio de fora? A resposta é não. Realmente o Dólar se valorizou durante esse período com o aumento da aversão ao risco, derivada do medo de que a economia americana pudesse entrar em recessão. Entretanto, quando observamos índices que medem o comportamento da moeda americana em relação às principais moedas internacionais (DXY) e às moedas emergentes

(FXJPMECS), vemos que a valorização do Dólar foi muito menor do que aquela verificada com o Real, 1,06% e 1,40%¹, respectivamente.

Posto que não há dúvida com relação ao impacto que as confusões políticas dos últimos dias tiveram sobre os ativos brasileiros, temos que nos perguntar como isso alteraria o cenário de aprovação da Reforma da Previdência. A princípio, não consideramos que a aprovação em si esteja sob risco. Pode soar como lugar comum, mas realmente parece que há uma certa unanimidade no mundo político com relação a necessidade de haver “algum” tipo de Reforma da Previdência. Portanto, não aumentamos a probabilidade de não haver Reforma por conta dos últimos acontecimentos. O problema seria esse “algum”. Dependendo do que sair do Congresso, o impacto sobre a solvência fiscal do Governo brasileiro seria limitado, aumentando a expectativa de que teríamos que passar por outro tipo de ajuste em um curto espaço de tempo. Nesse ponto é que as confusões políticas podem cobrar o seu preço.

A proposta original de Paulo Guedes era de uma economia de R\$ 1,1 trilhão (sem considerar os militares) em 10 anos, R\$ 150 bilhões acima daquela mandada ao Congresso pelo governo de Michel Temer e R\$ 550 bilhões acima do que seria economizado com a proposta que estava pronta para ser votada na Câmara, após os ajustes na Comissão Especial (CE) sobre o tema. Obviamente que, mesmo em um cenário de tranquilidade política para a tramitação da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) sobre o tema, não poderíamos esperar que o montante inicial de economia fosse preservado. Mesmo com o ministro Paulo Guedes afirmando que mudanças poderiam ocorrer, desde que o montante de R\$ 1 trilhão fosse preservado, isso parecia pouco crível. No Opinião 614 consideramos factível que, ao final de

¹ Na verdade, a variação do índice foi de 2,03%, mas como o Real faz parte do cálculo, fizemos um ajuste, considerando o peso da moeda brasileira (11,11%), para chegar a esse número;

todas as desidratações esperadas no Congresso, fosse aprovada uma Reforma em torno de R\$ 850 bilhões. A lógica para esse cálculo, baseava-se no primeiro corte na proposta original de Temer, de R\$ 850 bilhões para R\$ 650 bilhões, feita pelo relator da proposta da CE, Arthur Maia. Uma redução em torno de 25%. Como considerávamos que, a princípio, se por um lado o governo Bolsonaro não teria um nível de articulação política como de Temer, por outro, seria sustentado pelo apoio popular de quem foi eleito, no final das contas, essas forças se equilibrariam. Portanto, no fim, a desidratação da Reforma alcançaria os mesmos 25% do primeiro corte daquela de Temer, levando a economia total em 10 anos para algo próximo de R\$ 850 bilhões. Nesse cenário, haveria uma certa euforia nos mercados, com o Dólar podendo ir abaixo de R\$ 3,50 em um primeiro momento e a Bolsa de Valores superando os 110.000 pontos. Em termos de crescimento, não haveria muito impacto nesse ano, que ficaria entre 1,5% e 2,0%, mas, para 2020, a expectativa seria de um resultado acima de 3,00%, o que representaria o maior crescimento do PIB desde 2011.

Entretanto, como dito acima, para que esse cenário prevalecesse, era necessário que a articulação política mais fraca na comparação com o governo Temer, fosse compensada pela popularidade mais alta do presidente Bolsonaro. O problema é que, os eventos dos últimos dias colocaram em dúvida esses dois parâmetros das nossas projeções. Primeiramente, a pesquisa IBOPE sobre a popularidade de Jair Bolsonaro, divulgada na 4ª feira da semana passada (20/03), mostrou uma deterioração mais rápida do que a esperada na lua de mel do presidente com a opinião pública. A avaliação “ótimo/bom” do governo Bolsonaro foi de 34% no mês de março, uma queda de 15 p.p. com relação à pesquisa de janeiro, sendo que a maior parte dessa mudança se deu pela migração das repostas para “ruim/péssimo”, que passaram de 11% para 24% no mesmo período. Esse nível de “ótimo/bom” para o mês de março é o pior para um presidente eleito em 1º mandato desde a redemocratização. Portanto,

a primeira dúvida sobre a nossa projeção viria do fato de que Bolsonaro não estaria tão popular como esperávamos para fazer frente a uma articulação política falha, o que significaria que, essa teria que surpreender positivamente para compensar o menor apoio popular. Aqui entram as confusões políticas dos últimos dias.

Mais do que o incomodo institucional de ver os presidentes de dois poderes batendo boca pela imprensa, o que mais stressou os mercados foi a certeza de que a articulação política do Governo é pior do que se esperava. O “bate cabeça” da base do Governo chegou ao ponto de Paulo Guedes, ao não ir a uma audiência na Comissão de Constituição e Justiça (CCJ) da Câmara para tratar da Reforma da Previdência, afirmar: *“O aviso que eu tinha é: 'você foi convocado para ir num lugar onde não tem relator, todo mundo vai atirar pedra e seu partido vai atirar também porque estão contra a reforma'. Não entendi mais nada”*. Ou seja, os problemas entre Bolsonaro e Maia eram apenas a “cereja do bolo” de uma situação muito mais complexa, que passa pela inexperiência dos articuladores políticos do Governo e chega à dificuldade do Presidente e seu entorno discernir o que é troca de cargos por apoio político, do que é corrupção por apoio político, colocando tudo sob o manto da “velha política”. A conclusão a que chegamos é que, se a popularidade de Bolsonaro é pior do que imaginávamos assim como parece ser a articulação política do Governo, fica difícil sustentar a tese de que uma desidratação em torno de 25% seria o desfecho mais provável para a Reforma.

Se não for os R\$ 850 bilhões, quais seriam os outros parâmetros que poderíamos nos ater para pensar em cenários alternativos para a economia com a Reforma? Como supracitado, o primeiro corte na proposta de Temer levou a economia para R\$ 650 bilhões, já, o texto que estava pronto para ser votado no plenário da Câmara, previa R\$ 450 bilhões. Portanto, poderíamos considerar três cenários possíveis. O melhor dos mundos seria uma Reforma que economizasse de R\$ 850 bilhões ou mais, como era o nosso cenário básico, mas que, com esses

problemas de articulação política fica mais difícil de defender. Um cenário intermediário seria de uma economia entre R\$ 450 bilhões e R\$ 650 bilhões, o que parece mais razoável nesse momento, com a reação do mercado dependendo de, em qual parte do intervalo o montante ficasse. Já o cenário ruim seria de uma Reforma abaixo de R\$ 450 bilhões, o que seria visto pelo mercado como inócua, trazendo perdas para os ativos brasileiros.

Apesar de termos alterado o nosso cenário para o tamanho da Reforma a ser aprovada, por enquanto ainda não alteramos as nossas projeções. O motivo é que os mercados trabalham com expectativas adaptativas, ou seja, o que parece ruim hoje, pode não parecer tão ruim assim amanhã, dadas as circunstâncias. Isso aconteceu com a proposta de Temer e pode acontecer de novo agora.

Outro efeito colateral dessas confusões, seria o atraso da tramitação da proposta. Isso já é verdade no caso da CCJ, onde a votação deveria ocorrer inicialmente dia 27 de março e já foi postergada para 17 de abril. Em termos de impacto sobre os ativos, não fará muita diferença se a Reforma for aprovada em julho ou em setembro, mas para o crescimento em 2019 sim. Quanto mais demorar a aprovação, mais o crescimento se aproximará do piso do intervalo 1,5%/2,0% podendo, até, piorar também as perspectivas para 2020.

Os últimos dias não foram nada bons para a tramitação da Reforma da Previdência. Apesar de, aparentemente, os ânimos terem serenado, o estrago já está feito. O episódio escancarou a fraqueza na articulação política do Governo, o que pode se refletir no atraso e/ou diluição maior da economia gerada com a medida. Isso ligou o sinal de alerta nos mercados que deverão reagir cada vez mais negativamente às discussões políticas em torno da Reforma esperando medidas concretas para se animar. Em momentos como esse, falta uma figura

como Ulysses Guimarães, que dizia que *“há ocasiões que não basta fazer o que se pode, tem-se que fazer o que é preciso”*.

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