

**Deuteronômio 13:1-3**

*"Quando profeta ou sonhador de sonhos se levantar no meio de ti, e te der um sinal ou prodígio. E suceder o tal sinal ou prodígio, de que te houver falado, dizendo: Vamos após outros deuses, que não conheceste, e sirvamo-los. Não ouvirás as palavras daquele profeta ou sonhador de sonhos; porquanto o Senhor vosso Deus vos prova, para saber se amais o Senhor vosso Deus com todo o vosso coração, e com toda a vossa alma. (Deuteronômio 13:1-3)*

Há cerca de dois anos fui procurado por um amigo de escola que se tornou um (muito) respeitado rabino. Ele queria saber o que eu achava do dólar, se subiria ou desceria. Respondi, claro, afirmando que a tendência era de alta, mas não sem fazer uma pequena provocação entre amigos, pois, como mostrado na epígrafe acima, o Deuteronômio proíbe explicitamente a prática de profecias (no versículo 5 se afirma que o "profeta ou sonhador de sonhos" morrerá), ao que ele respondeu: "É proibido para um judeu fazer previsões, mas um leve palpite certamente será perdoado". Assim sendo, vamos aos nossos "leves palpites", sempre na esperança de ser perdoado.

**A verdade é que as expectativas de recuperação rápida da economia no período pós-impeachment foram frustradas.** Muito embora a nova equipe econômica, dentro das restrições severas sob as quais opera, tenha conseguido por de pé um programa coerente, embora extremamente gradual, de ajuste fiscal, que pode, se implementado, reverter a trajetória crescente da dívida pública, não houve sinais de recuperação. Mesmo a esperança de que a queda da atividade chegasse ao fim não se materializou. **O pessimismo voltou e, com ele, pressões para que sejam adotadas medidas que reativem a economia.** A equipe econômica mantém seu status, mas deve saber que, sem o retorno do crescimento, não devem tomar por certo sua permanência.

**A boa notícia, neste sentido, é a queda da inflação.** Até o terceiro trimestre havia um sentimento, compartilhado por muitos (e não me excludo dele), que a resistência da inflação à queda era muito forte. Parte do problema se ligava ao comportamento do preço dos alimentos, sempre um elemento volátil, mas outros grupos, notadamente os preços de serviços, sugeriam que, mesmo sob uma recessão profunda, continuavam a crescer mais rápido que seria desejável.

A coisa mudou de figura no quarto trimestre. Alimentos deram uma folga, mas, mais importante, medidas menos voláteis de inflação (os assim chamados "núcleos" de inflação, bem como a inflação de serviços) também apontam para o que parece ser uma queda generalizada da inflação (não falamos de queda de preços, "deflação", mas sim de um ritmo menor de aumento dos preços). Assim, desenvolvimentos que pareciam pouco prováveis, como observar o IPCA dentro de seu intervalo de tolerância (até 6,5% no final de 2016), se tornaram realidade.

Ainda mais relevante, as previsões sobre o comportamento da inflação melhoraram visivelmente. O consenso de mercado aponta para valores próximos à meta em 2017 e 2018, assim como as medidas obtidas a partir de preços de mercado, e, por fim, o próprio BC aponta para a convergência da inflação à meta.

**Isto abriu espaço não apenas para a redução da taxa básica de juros, a Selic, mas também para que isto aconteça a um ritmo mais acelerado do que o observado no final de 2016.** O consenso de mercado aponta para uma queda da Selic ao longo de 2017 que a colocaria em patamares próximos de 10% no final do ano, mas há quem acredite na possibilidade de observarmos uma taxa de um dígito, visitado pela última vez em 2013, mas sob circunstâncias bastante distintas das atuais no que se refere ao comportamento observado e esperado da inflação.

**Ocorre que a atividade econômica, como se espera, está intimamente ligada à evolução da taxa de juros.** A demanda interna, em particular o consumo, costuma reagir com defasagem da ordem de 4-6 meses, o que sugere um segundo semestre melhor do que primeiro, apontando para um desempenho algo melhor em 2018. **De qualquer forma, até por razões estatísticas, o crescimento este ano deve ficar em torno de 0,5%, positivo, o que é bom depois de dois anos de queda forte, mas insuficiente para repor as perdas do período recessivo.**

É verdade que o endividamento elevado de famílias e (principalmente) empresas nos coloca em terreno novo no que diz respeito aos impactos da taxa de juros na demanda, mas, pelo menos no caso das empresas, cuja dívida é tipicamente referenciada pelo CDI (ou seja, a Selic), a redução de taxa de juros deverá representar um alívio considerável.

**Cabe assinalar também que a redução da taxa de juros depende muito da capacidade da atual administração de conseguir aprovar sua proposta de reforma previdenciária, a pedra fundamental do ajuste fiscal de longo prazo, a única estratégia viável neste momento.**

De qualquer forma, a queda da inflação e a redução da taxa de juros são dos poucos fatores capazes de impulsionar o crescimento em 2017, em conjunto com o esperado programa de concessões de infraestrutura, que pode ajudar um tanto a recuperação do investimento, se não no começo de 2017, ao menos na segunda metade do ano e em 2018.

**Já o contexto internacional é desafiador (mas, quando não foi?). Continua sendo um mundo em que o dólar deve ganhar força.** Em parte, pela perspectiva da adoção de um programa de corte de impostos (e, talvez, aumento de gastos) nos EUA, que,

numa situação próxima ao pleno-emprego, deve levar a um aumento de juros mais rápido do que se esperava há pouco tempo. **Medidas protecionistas por parte do presidente Trump, se adotadas, reforçariam esta tendência.**

Por outro lado, o risco político associado ao crescimento eleitoral dos partidos contrários à globalização nos países desenvolvidos, em particular na França (onde Marine Le Pen e sua Frente Nacional se colocam com alternativa viável de poder), mas não apenas lá. A Espanha, é bom lembrar, segue com um governo minoritário (embora um cenário de novas eleições ainda pareça remoto), e a Itália passou por nova queda de gabinete, com risco ainda baixo de novas eleições, embora mais alto do que na Espanha. **Os riscos ao projeto europeu devem dar ainda mais força ao dólar.**

Tal fenômeno deve se refletir por aqui. **Um dos principais determinantes do dólar no país (meu amigo rabino gostaria de saber) é a força (ou fraqueza) da moeda norte-americana frente às demais moedas globais.** Exportações devem ser favorecidas por isto, mas é bom ter em mente que, mais importante do que o dólar para as exportações, é o ritmo de crescimento do comércio global (nada brilhante) e os preços de *commodities* (alguma animação depois de um período ruim, mas nada que se assemelhe ao grande ciclo de 2002 a 2011).

**O resuma da ópera: depois de dois anos tenebrosos, 2017 se afigura como um ano de recuperação, lenta, é verdade, e certamente incapaz de repor o que foi perdido.** Caso a administração federal, pressupondo que não seja comprometida pela Lava-Jato, ou fatos relativos à eleição de 2014, consiga entregar tanto a reforma da previdência como um programa de concessões razoavelmente bem articulado, podemos ter mais esperanças para 2018. **Falamos, portanto, de mais um ano de transição, em que riscos permanecerão conosco, mas em que primeiros brotos do crescimento podem aparecer.**

<sup>1</sup> Graduado em Administração pela FGV-SP, mestrado em Economia pela USP, doutorado em Economia pela Universidade da Califórnia em Berkeley. Em 2003, Schwartzman sucedeu a Beny Parnes na Diretoria de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil, onde permaneceu até 2006. Entre 2006 e 2008, foi economista-chefe para a América Latina do ABN Amro Bank, e de 2008 à 2011 ocupou o mesmo cargo no Grupo Santander Brasil. Atualmente, além de ser sócio-diretor da Schwartzman & Associados Consultoria Econômica, escreve a coluna semanal Opinião Econômica para a Folha de S. Paulo, além de ser professor do Insper.'