

O futuro e o passado

"Da nossa posição sobre o quarto valado pude ver procissões caladas caminhando e ouvir o seu pranto. Mas quando olhei com mais atenção eu vi, com espanto, que todas as pessoas tinham a cabeça torcida. Só podiam andar para trás, pois olhar para frente não lhes era permitido (...). Sabes por que ele e os outros têm a cabeça virada para trás? É porque em vida quiseram demais ver adiante. Foram todos adivinhos e astrólogos que agora só podem olhar para o passado." (Divina Comédia, Inferno, Canto XX).

Antes de começar a escrever esta carta, tratei de ir verificar o que havia escrito há exatos 12 meses, exercício importante, mas certamente arriscado para o ego (em geral inflado) de um economista. **Para ser sincero, embora acredite que o sentido das previsões tenha sido, no geral, correto, os desenvolvimentos que apontava naquele momento foram mais longe do que esperava.** Em particular, a inflação caiu mais do que se imaginava possível e fechou 2017 abaixo do intervalo de tolerância da meta (no caso, 3%); a taxa Selic – que eu esperava atingir nível de um dígito – de fato chegou lá, mas seria hipocrisia dizer que antecipei a queda para 7% (imaginava algo na casa de 9%, 8,5% com muito boa vontade). Já o crescimento do PIB, que previa na casa de 0,5%, deve ter ficado próximo a 1%.

De maneira geral, portanto, 2017 foi mesmo um ano de transição, marcado pela recuperação lenta da economia.

Por outro lado, em que pese o avanço no campo da reforma trabalhista (muito menos radical do que certos segmentos costumam pintar), o governo não entregou a reforma da previdência e as concessões seguiram, mais uma vez, como uma eterna promessa, condições que, há um ano, julgávamos necessárias para uma recuperação mais vigorosa da economia em 2018.

O fato, porém, é que continuamos esperando, com boas chances de sucesso, crescimento mais expressivo para 2018, provavelmente na casa de 3% (sob circunstâncias que pretendo detalhar mais à frente), com inflação ainda controlada e manutenção da taxa de juros em níveis próximos a 7% ao ano (6,75%, se querem mesmo saber), mesmo, como parece mais provável agora, sem nenhuma reforma significativa da previdência e sem avanços consideráveis no que tange a concessões e privatizações, com exceção, talvez, da Eletrobras.

O motivo para tal é o cenário internacional, que tem sido mais favorável ao país do que se pensava possível. A inflação americana permanece baixa, apesar do desemprego em níveis mínimos, sugerindo – ao menos por ora – a continuidade de um aperto monetário a ritmo glacial nos EUA.

Já na Europa as perspectivas de recuperação (na verdade, uma recuperação já em curso) não parecem gerar tensões inflacionárias que levem a uma alteração do passo, também gradual, de ajuste monetário (ainda falando, neste caso, de moderação da expansão monetária, certamente não de aumento de taxa de juros).

Neste contexto, de baixo retorno, a busca por alternativas mais arriscadas tem mantido os prêmios de risco em patamares historicamente reduzidos. Mantendo a franqueza, trata-se de situação que me preocupa, mas a verdade é que não se vê, neste exato momento, gatilho que possa reverter rapidamente este cenário (fiquemos de olho, contudo, nos impactos do pacote tributário nos EUA).

Não há, assim, pressões exageradas sobre a taxa de câmbio (em que pese a modesta depreciação do real a partir de janeiro-fevereiro do ano passado), fenômeno que tem colaborado (ainda que não seja o fator principal) para a queda da inflação e consequente redução da taxa de juros no Brasil.

De forma similar, recordes no mercado acionário internacional se repercutem

positivamente por aqui.

Por outro lado, o mercado de renda fixa no Brasil tem apresentado um comportamento curioso. **Ainda que haja certo consenso entre analistas que dificilmente teremos um ajuste forte de taxa de juros em 2018** (na verdade, se teremos qualquer ajuste de taxa de juros em 2018), **os preços de mercado apontam para elevações vigorosas mais à frente, sugerindo risco da Selic retornando aos dois dígitos ainda na primeira metade de 2019.**

Tal comportamento não parece compatível com o dos demais mercados: risco baixo, câmbio sem pressões e bolsa firme, mas talvez porque seja, dos grandes segmentos do mercado financeiro, aquele menos afetado pelo cenário global, e mais sensível às condições domésticas, o que nos leva de volta à questão dos riscos para 2018.

Com toda dificuldade de entender o que “está no preço” dos mercados hoje, ousaria dizer que uma hipótese implícita no cenário relativamente benigno que se antecipa para 2018 é a ideia que a transição política será levada a bom termo este ano. **De maneira mais detalhada, isto significa a crença em que algum candidato “de centro” possa prevalecer na eleição presidencial e, desta forma, levar adiante as reformas que hoje não mais parecem factíveis do ponto de vista político, em particular a reforma previdenciária.**

Estudos (e aqui aponto para o bom trabalho feito pela **Instituição Fiscal Independente** - <https://www12.senado.leg.br/ifi>) sugerem que, sem reforma da previdência, o teto para os gastos públicos, aprovado por emenda constitucional no final de 2016, para durar até 2026, se tornará inviável já em 2020. **O mercado financeiro, talvez à exceção do segmento de renda fixa, parece ignorar este risco, sugerindo que, de fato, haja uma forte crença quanto à exclusão dos polos populistas na eleição.**

Pode ser este o caso, é claro, mas não me parece boa prática ignorar a possibilidade de uma polarização mais forte da eleição, principalmente se o centro do espectro político sair dividido no primeiro turno de uma eleição que se afigura a mais fragmentada desde 1989.

Neste sentido, deixo claro que – da forma como entendo o problema – o cenário benigno para 2018, caracterizado por crescimento mais forte (3%), inflação na casa de 4% e Selic ainda abaixo de 7% ao ano, depende crucialmente das perspectivas de sucesso de um candidato comprometido com o processo reformista.

Há, por certo, quem defenda que mesmo candidatos sem comprometimento com as reformas que porventura sejam eleitos acabem por mudar entre a eleição e a prática do governo. De maneira mais direta, acreditam, que qualquer candidato, ao ter que enfrentar os desequilíbrios fiscais no Brasil, terá que deixar de lado a retórica da campanha e, por força das circunstâncias, abraçar a causa reformista.

O paralelo com o destino do segundo governo de Dilma Rousseff não deveria ser esquecido. A presidente tentou precisamente este movimento na transição de 2014 para 2015: depois de uma eleição em que negou a existência de problemas na área fiscal (e outras, como preços congelados, intervenção excessiva, etc.), trouxe para sua equipe um ministro da Fazenda tido como ortodoxo e fiscalista e acenou com reformas, como a da previdência, bem como uma versão (mais aguada) do teto para o gasto público. **O fracasso desta estratégia deveria ser iluminador quanto à possibilidade de um “salto mortal” político em 2019, mas até mesmo a história recente parece ser facilmente esquecida no Brasil.**

Aqui só os adivinhos têm a cabeça torcida para trás...



¹ 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.