

# Choque de realidade

Otimismo arrefece e previsões do PIB indicam mais um ano de recuperação lenta

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro e Brasília

Com a promessa de fidelidade a uma agenda liberal e ao ajuste fiscal, Jair Bolsonaro estreou a faixa de presidente com o voto de confiança do mercado e perspectivas de que em seu primeiro ano de governo a economia ganharia o impulso frustrado em 2018. Em janeiro, estimativas apontavam que, após a marcha lenta dos últimos anos, em 2019 a atividade econômica poderia voar mais próxima dos 3%, com lances otimistas de até 4%. Porém, tal como o mitológico Ícaro, quanto mais altas as apostas chegaram, mais frágeis ficaram aos efeitos do sol de verão sobre suas asas de cera. A soma da decantação de expectativas superdimensionadas, volatilidade internacional, choques adversos do lado da oferta e incertezas no *front* político mudou esse cenário. Na planilha dos analistas, o Brasil do governo que completa os primeiros 100 dias de mandato voltou a evidenciar os desafios de uma economia em morosa recuperação, que sua para garantir décimos adicionais ao PIB.



Esse choque de realidade na virada do trimestre leva a duas constatações. A primeira, de que o país dificilmente reverte o sinal de mais um ano de atividade fraca, já que mesmo a mediana das expectativas de mercado para o PIB, de 1,98% no último relatório de março divulgado pelo Banco Central, reflete um cenário ainda dependente do desempenho do governo na dura negociação da reforma da Previdência no Congresso. “Em nosso cenário base, de 2% para o PIB de 2019, temos a reforma da Previdência aprovada – pensamos em um resultado que gere uma poupança acumulada em

dez anos entre R\$ 500 bilhões e R\$ 1 trilhão”, diz o economista Luka Barbosa, do Itaú BBA. “Se nada passar, teríamos que fazer uma revisão importante das estimativas, dada a piora das condições de financiamento como um todo.” E se por um lado a intenção de investir e consumir está condicionada à capacidade do governo de eliminar a maior causa estrutural de desequilíbrio das contas públicas – produzindo efeitos positivos na curva de juros, câmbio e prêmio de risco –, de outro, uma economia quase estagnada pode minar a aprovação do governo, comprometendo o capital político necessário para a tramitação das reformas. “A queda de 15 pontos percentuais na avaliação ótimo ou bom do gover-

no observada no levantamento do Ibope Inteligência de março, para 34%, ainda fala pouco do ritmo da atividade”, avalia Marco Antonio Carvalho Teixeira, da FGV Eaesp. “Por enquanto, reflete mais a percepção da falta de uma equipe homogênea, com técnicos especialistas em áreas como Economia e Infraestrutura, mas em outras gerando mais problemas do que eficiência, como no caso da Educação. Bem como ruídos de coordenação dentro do governo, e do governo com o Congresso”, avalia.

Ampliando a perspectiva para uma visão panorâmica da atividade brasileira, chega-se à segunda constatação amarga: a de que a manutenção dessa marcha lenta, que mantém o país com níveis de atividade abaixo dos registrados em 2014, antes da recessão, nos leva a arrancar dos anos 1980 o indesejado título de década perdida em termos de crescimento. Nota



informativa publicada pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia este ano mostra que, enquanto naquela época – marcada por uma dívida externa crescente, expansão da dívida pública e inflação alta –, a variação real média do PIB foi de 1,6% ao ano, agora, com inflação na meta e as contas externas equilibradas, mas uma trajetória da dívida pública explosiva, a média de crescimento entre 2011/18 foi muito menor, de 0,5% ao ano, com uma evolução do PIB *per capita* médio empatada à daquele período, de 0,3% ao ano. Considerando a mediana das expectativas de mercado observada pelo Banco Central no final de março para 2019 e 2020 – respectivamente, 1,98% e 2,75% – Marcel Balassiano, pesquisador da Economia Aplicada do FGV IBRE, aponta que o crescimento médio desta década deverá ser de 0,9% ao ano. E que, se quiséssemos anular tal “vantagem” para manter esse

incômodo título no passado, teríamos que bombar o PIB em 5,7% ao ano, em 2019 e 2020, em termos reais. Missão, se não impossível, bastante improvável.

### Impactos do primeiro trimestre

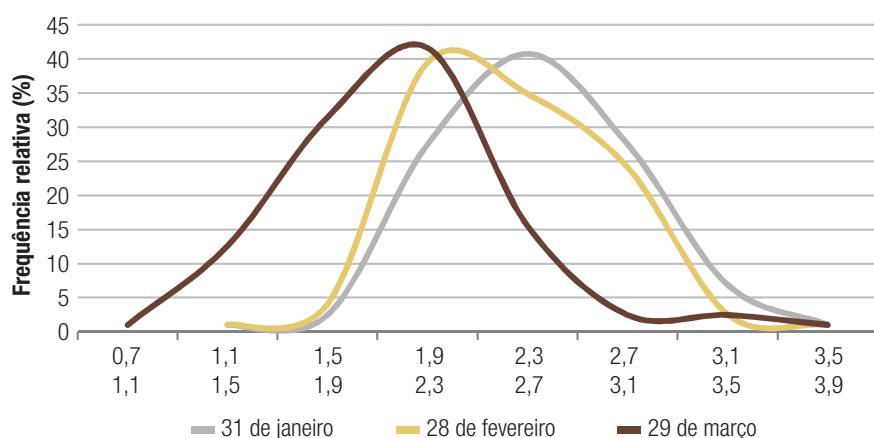
Para o economista da UFRJ Ricardo de Menezes Barboza – que já em janeiro previa um PIB de 1,5% para 2019, posicionando-se no espectro pessimista das análises de mercado –, parte das revisões observadas neste início de ano referem-se ao excesso de confiança provocado pela mudança de governo. “Observadas trimestre a trimestre, as variáveis macro tendem a ser muito inerciais. Na ausência de medidas excepcionais de estímulo, é difícil acreditar numa grande mexida”, avalia. “Se levarmos em conta que nos últimos oito trimestres o crescimento médio da economia foi de 0,4% (trimestre sobre trimestre)

– e num contexto em que houve supersafra agrícola, afrouxamento de política monetária, saque das contas inativas do FGTS para estimular consumo –, é difícil identificar um fator que pudesse provocar uma aceleração significativa da atividade este ano”, diz.

De fato, a taxa média mencionada por Menezes guarda uma diferença marcante entre o percentual observado no primeiro trimestre de 2017, quando o resultado agrícola colaborou para um crescimento do PIB de 1,5%, e o último de 2018, quando essa variação foi de 0,1% em relação ao trimestre anterior. Com tal resultado, o PIB de 2018 acabou repetindo o resultado de 2017, fechando em 1,1%, e pressionou a uma revisão dos cálculos para 2019, lembra Silvia Matos, coordenadora do Boletim Macro IBRE, que estima um crescimento de 2,1% para este ano. “Nesse período, houve uma piora das condições internacionais, que por um lado foi positivo para as condições financeiras internas, mas por outro denotou uma perspectiva de desaceleração mais acentuada da economia mundial, o que pode fortalecer o dólar e o mau humor do mundo com os emergentes, e impactar o comércio internacional, em volume e preço”, diz, destacando que, no nível doméstico, a melhora inicial das expectativas ainda não havia se transferido à economia real para compensar o efeito externo. Ao contrário, constatou-se a piora da situação da indústria de transformação, especialmente afetada pela crise argentina, sem contrapartida à altura

### Apostas mais fracas

Distribuição da frequência das expectativas de mercado para o PIB (%)



Fonte: BCB.

da demanda interna, marcando um descasamento entre o desempenho desta e comércio e serviços.

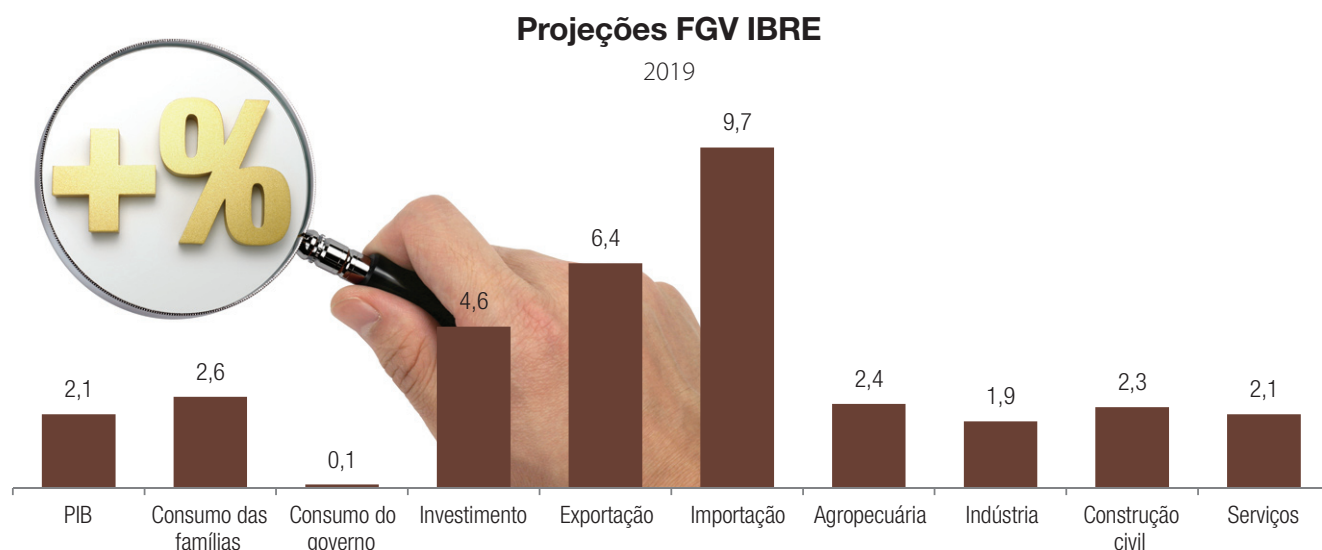
Braulio Borges, pesquisador do LCA, lembra que o começo do ano também foi afetado negativamente pelos choques do lado da indústria extrativa e da agricultura. “Começamos 2019 com uma perspectiva para a safra de grãos de aumento de 3% a 4%, que hoje está mais próxima de zero. Isso pode tirar 0,1 ponto percentual do PIB”, diz. “O rompimento da barragem de Brumadinho, por sua vez, deverá resultar em uma redução da produção da Vale de dois dígitos. Sendo ela a principal produtora e exportadora de minério de ferro, isso deverá restar do PIB brasileiro ao menos outro décimo da atividade”, afirma, ponderando, entretanto, que o impacto final ainda dependerá da capacidade da companhia de compensar essa queda de produção com a atividade de outras

## Choques como a revisão da safra agrícola e o desastre de Brumadinho, afetando a produção de minério de ferro, colaboraram para um PIB mais fraco no começo do ano

minas, além de resultados judiciais que ainda poderão pesar em sua operação e contabilidade. Em fevereiro, o PIB da indústria extrativa recuou 14,8% em relação a janeiro, possivelmente reflexo do grave acidente. “Também tivemos recuo da produção de petróleo, de 5,4% na mesma comparação, colaboran-

do para essa piora”, lembra Silvia. Tais resultados influenciaram para um avanço da produção industrial aquém do esperado para o mês, de 0,7%, ainda que com o segmento de bens de capital avançando 4,6%. “Uma projeção preliminar para a produção industrial de março, entretanto, indica ligeira queda, de 0,1% na margem”, ressalta Luka Barbosa.

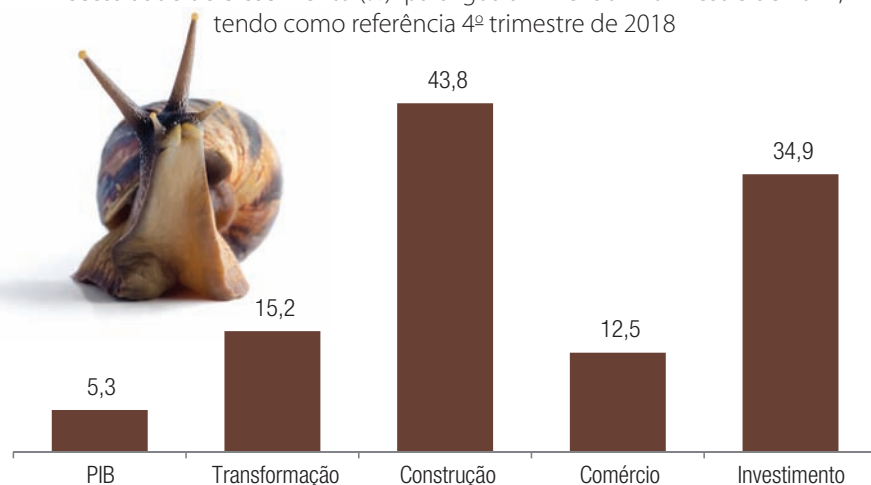
O economista do Itaú alerta para a possibilidade de um crescimento próximo de zero no primeiro trimestre contra o trimestre anterior. “Para a estimativa de crescimento de 2%, contávamos com um avanço de 0,5% nesse período, com ajuste sazonal. Agora será preciso acelerar mais nos próximos”, diz. As medidas de expectativa, entretanto, indicam que essa tarefa ficou mais complicada. O Índice de Confiança Empresarial do FGV IBRE de março caiu 2,7 pontos no mês, menor nível registrado desde outubro



Fonte: Boletim Macro IBRE de março.

## Ainda há muito a crescer para se retomar os níveis de atividade pré-recessão

Necessidade de crescimento (%) para igualar nível do 1º trimestre de 2014, tendo como referência 4º trimestre de 2018



Fonte: IBGE, elaboração FGV IBRE Suep.

de 2018, refletindo a decepção de empresários da indústria, comércio, serviços e construção com a lentidão da economia e a manutenção do ambiente de incerteza. Setor-chave para o investimento e o emprego – e o mais atrasado na recuperação da atividade para os níveis pré-recessão –, a construção registrou a maior queda de confiança na margem desde junho do ano passado, com destaque para o segmento de edificações residenciais, sensível aos anúncios de contingenciamento de recursos para o programa Minha Casa Minha Vida. “Certamente temos uma luz amarela acesa. Mas, como é um setor de ciclo longo, esse resultado não deve repercutir imediatamente nos indicadores de atividade”, diz Ana Maria Castelo, coordenadora de Projetos da Construção do FGV IBRE.

Do lado da demanda, a tendência se repete. Em março, o Índice de

Confiança do Consumidor também recuou para o menor valor desde outubro, perdendo quase metade dos ganhos registrados entre setembro de 2018 e janeiro. Com a taxa da população desocupada medida pela Pnad Contínua 7,3% maior no trimestre de dezembro a fevereiro em relação ao anterior, somando 13,1 milhões de pessoas, fica mais difícil garantir o consumo vitimando o PIB. “Pela Lei de Okun (que propõe uma relação inversa entre crescimento econômico e do desemprego), um crescimento de 2% no Brasil apenas mantém nossa taxa de desemprego como está. Não é surpresa que, na margem, esse número tenda a aumentar”, diz Barboza, da UFRJ. “Nossa situação é dramática. Se pensarmos que os trabalhadores subutilizados hoje representam um quarto da força de trabalho potencial do país, estamos falando de um grau

de insegurança altíssimo. Não há estímulo para consumir.”

### Chaves para a reação

Paulo Picchetti, pesquisador do FGV IBRE responsável pelo Indicador Antecedente Composto da Economia (Iace), ressalta que parte da frustração observada em 2019 reproduz a registrada nos dois últimos anos. “Ficou evidente que a recuperação da última recessão se dará em ritmo muito mais lento que as anteriores. E o problema fiscal, concentrado na reforma da Previdência”, diz. “Desde o episódio de 17 de maio de 2017, envolvendo a JBS e o ex-presidente Temer, que minou a tramitação da reforma no Congresso, sofremos pela dificuldade e expectativa de se conseguir a articulação política necessária para retomá-la”, afirma. Um fator que pode corroborar o diagnóstico de Picchetti é o comportamento da bolsa de valores, que este ano se sustentava nas alturas a despeito das más notícias da atividade, até os primeiros sinais de atrito entre o presidente Bolsonaro e Rodrigo Maia, presidente da Câmara dos Deputados. “Alimentou-se a esperança de que a reforma pudesse vir fácil, por ser um debate corrente, mas a realidade política está se mostrando mais complicada”, diz Silvia, lembrando que o apoio do mercado ao novo governo foi limitado. “Observando a decomposição da evolução da taxa de câmbio realizada pelo pesquisador Livio Ribeiro (FGV IBRE), vemos

que o único momento em que se verifica uma compensação foi nas eleições. Fora isso, o que vemos é um compasso de espera”, descreve. “Levando em conta um cenário internacional mais volátil, seria bom ter boas notícias no campo doméstico que neutralizassem possíveis depreciações”, acrescenta.

Essa dificuldade de reação também tem aquecido as discussões em torno da condução política monetária para impulsionar a atividade. “A prova do pudim é evidente: o país não cresce, o desemprego aumenta, e as medidas de núcleo da inflação estão correndo perto do piso do intervalo da meta. Os próprios modelos do BC apontam que estamos nos encaminhando para o terceiro ano consecutivo de inflação abaixo da meta. Por mais que ainda debatamos as causas que nos levaram a esse crescimento baixo, a única forma de combatê-lo é com

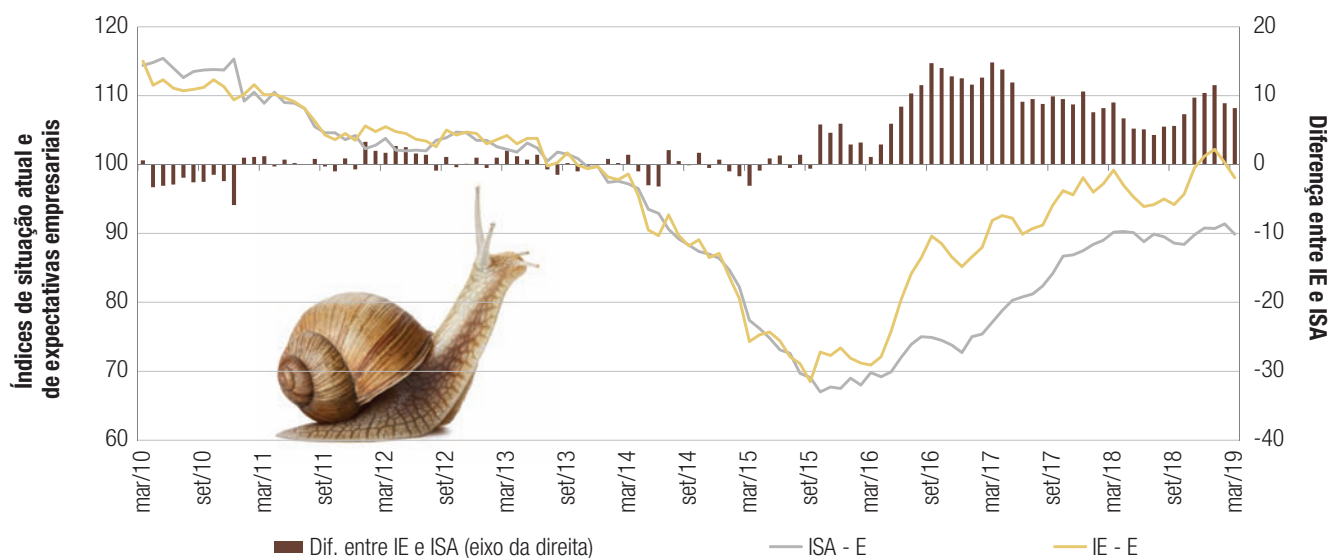
## Crescimento lento e inflação abaixo da meta reacendem o debate sobre a condução da política monetária para estimular a demanda

política monetária”, defende Borges, lembrando que os outros canais de estímulo, fiscal e parafiscal – com o crédito de bancos públicos –, estão contingenciados. “Se tivéssemos emplacado o PIB inicialmente estimado para 2018, de 2,5%, provavelmente a discussão seria outra,

de quando começaríamos a normalizar, subir juros. Mas como houve uma série de choques a partir do segundo trimestre – como a greve dos caminhoneiros e a crise argentina –, o excesso de ociosidade da economia está sendo consumido muito lentamente.” Barboza, da UFRJ, concorda com Borges, defendendo a tese de que conjunturas com alto grau de incerteza reduzem a potência da política monetária. “Agentes econômicos não ficam tão sensíveis quando há muita incerteza, por isso seria preciso reduzir mais os juros para se chegar ao mesmo efeito que os 800 pontos base acumulados desde o início deste ciclo de cortes, em 2016, teriam numa situação comum”, afirma.

Para Barbosa, do Itaú, mesmo com a tendência de queda da taxa de juros neutra – aquela que permite à economia crescer dentro de seu potencial –, para “próximo de

### Confiança dos empresários recua em março



Fonte: ICE / FGV IBRE.

2,5% em termos reais”, a questão fiscal ainda não permite vislumbrar um cenário de corte. “Obviamente o BC irá observar uma série de variáveis para decidir sobre a política monetária. Mas com a trajetória da dívida pública ainda descontrolada, fica difícil imaginar juros baixos no Brasil”, diz, destacando que, apesar da manutenção da Selic em 6,5% já por oito reuniões consecutivas do Copom, os juros de longo prazo têm sido precificados bem acima, em torno de 9,5%, demonstrando que ainda não há conforto com um cenário de juros baixos. “Isso também afeta a decisão de investimento, especialmente em setores que demandam crédito de longo prazo, como imobiliário e de infraestrutura.”

Silvia reforça o coro contra o uso de estímulos monetários, ressaltando que o foco do problema está do lado da oferta. “Não podemos buscar atalhos nem culpar o BC, pois baixar juros não necessariamente estimulará a atividade”, diz, defendendo que o cenário benigno

---

## Situação fiscal dos estados pode jogar a favor da reforma da Previdência, com apoio dos governadores às mudanças do regime dos servidores públicos

---

de inflação é fruto do crescimento baixo, e fatores estruturais ainda precisam ser equacionados para que os preços se mantenham ancorados quando o PIB reagir. “Em vez de pensar em contar juros, deveríamos é antecipar o ajuste da meta para 3,75%, marcado para 2021, e focar na normalização”, diz. Silvia lembra que outras economias da região como Chile e Colômbia, que têm taxa de juros baixa, tam-

bém contam com inflação ancorada, e esse equilíbrio as permite crescer mais. “Vale lembrar que esses países sofrem hoje da mesma frustração com suas expectativas de crescimento que os países desenvolvidos. Nós é que vivemos o contrafluxo: entramos em recessão quando o mundo acelerava, e agora queremos recuperar crescimento quando o mundo acelera. Para que isso aconteça, teremos que nos diferenciar muito mais”, afirma.

No final de todas as análises, a urgência e o foco convergem para a reforma da Previdência. A sabatina do ministro Paulo Guedes na Comissão de Constituição e Justiça da Câmara dos Deputados no início de abril foi uma amostra de que não será um processo fácil. No Boletim Macro IBRE de março, o cientista político Octavio Amorim, da FGV Ebape, resalta que as dificuldades de se prever o sucesso do governo em sua articulação no Congresso partem das dúvidas que permanecem sobre a composição de sua própria base, formada por grupos sem relação estável entre si, e com pesos relativos ainda difíceis de se calcular. Borges reforça que essa configuração amorfa também compromete o cálculo dos limites que se pode esperar para uma provável desidratação da proposta apresentada pelo governo. “Por exemplo, a proposta de reforma dos militares deu parâmetro para o funcionalismo se defender de mudanças mais impactantes no RPPS”, diz. Nesse campo, joga a favor da reforma o interesse dos governado-

### Confiança do consumidor recua em todos os níveis de renda

Faixa de renda	Variação em pontos	
	Fev/19	Mar/19
Até R\$ 2.100,00	-6,2	-3,7
Entre R\$ 2.100,01 e R\$ 4.800,00	-0,1	-4,1
Entre R\$ 4.800,01 e R\$ 9.600,00	0,2	-4,5
Acima de R\$ 9.600,00	-0,9	-2,4

Fonte: Sondagem do Consumidor FGV IBRE.

res, seja pela validade automática das mudanças dentro dos regimes estaduais, seja por sua necessidade de entrar no novo plano de apoio fiscal (ver pág. 36), cuja liberação o governo federal tem, informalmente, condicionado ao apoio das bancadas estaduais para a reforma da Previdência. “A grande verdade é que, se a Constituição tivesse sido cumprida nos últimos 20 anos, essa questão do RPPS não deveria ser problema para nenhum governo”, ressalta Borges. “De qualquer forma, qualquer estado que hoje queira liberar espaço fiscal para investir não irá prescindir de apoiar a reforma. Por isso é que acho que não será totalmente esvaziada.”

Outra sinalização importante que o governo terá que dar em abril, e que pode gerar alguma polêmica, é sobre como espera conduzir a revisão da regra de reajuste do salário mínimo, já que essa previsão de gasto deverá constar do projeto das Leis de Diretrizes Orçamentárias para 2020. Para Borges, a estratégia do governo será prever o reajuste com base na inflação do ano anterior, “que já é previsto pela Constituição”, sem propor nenhuma nova regra de imediato, para evitar qualquer desgaste político adicional. “Mas o tema será retomado no PLOA, em agosto, e até o final do ano, ele terá que mandar uma medida provisória ao Congresso para o novo valor valer a partir de janeiro”, lembra Manoel Pires, pesquisador da Economia Aplicada do FGV IBRE, para quem o reajuste mais adequado seria

## Causa e consequência

Vizinhos têm menos juros e mais crescimento (%)

	Chile	Colômbia	Peru	México
PIB 2018	4	2,7	4	2
PIB 2019	3,2	3,3	4	1,4
IPC 2018	2,6	3,2	2,2	4,8
IPC 2019	2,6	3	2,6	3,6
Taxa de referência 2018	2,75	4,25	2,75	8,25
Taxa de referência 2019	3,25	4,5	3,25	7,75

Fonte: Itaú BBA; para 2019, estimativa.

usar uma média dos últimos três anos do PIB *per capita*, “que é a que mais se aproximaria da produtividade”, diz.

O cenário ainda é de incerteza e, na opinião dos pesquisadores e economistas ouvidos para esta matéria, o importante é evitar tumulto e estimular o empenho do governo e de parlamentares para a aprovação da reforma, na melhor condição possível. E, dessa forma, redirecionar as expectativas para o campo positivo, evitando que em 2019 a economia saia do nível morno para o traumático. Em sua Carta da Conjuntura, o Ipea reforça a análise de que, sem conter o desequilíbrio estrutural das contas públicas, o país ficaria exposto a uma nova piora das expectativas “e, até mesmo, a uma nova recessão”, diz o texto. “Com a economia andando de lado e a incerteza alta, a insatisfação popular aumentará e contribuirá para consumir mais rapidamente o capital político do governo”, alerta Barboza, da UFRJ. Silvia, por sua vez,

olha o lado cheio do copo. Para ela, se algo de positivo pode ser tirado dessa tensão quanto ao ritmo das reformas é que seu efeito no PIB não comprometerá apenas a avaliação do governo, mas jogará contra o próprio Congresso. “Ninguém vai querer ficar com a culpa, e alguma reação terá que acontecer”, diz, lembrando que as principais medidas de ajuste conquistadas nos últimos anos se deram, em parte, impulsionadas pelo impacto da recessão econômica. “Infelizmente, precisamos sentir desconforto para aceitar as medidas amargas. Mas é preciso, pois sem reforma em 2020 não cumpriremos o teto de gastos”, afirma. O importante, reforçam os analistas, é o foco na construção de consensos. “A literatura da incerteza mostra que experimentalismo político é muito ruim. Ninguém consome, ninguém investe, e a roda da economia não gira”, diz Barboza. E economia que não cresce fica mais vulnerável – e disso o Brasil não precisa. ■