

A reforma da previdência ditará o fôlego da recuperação

O Brasil encerrou o ano de 2016 com 11 trimestres de recessão, ao longo dos quais o PIB acumulou queda de 9%. Nossa visão é de que a economia deve estar agora próxima ao fundo do poço, nessa que foi, sob diversas óticas, a pior recessão de nossa história. Nesta nota tratamos das perspectivas para a atividade econômica neste e no próximo ano, discutindo os possíveis motores da recuperação e as ameaças ao cenário de retomada do crescimento.

Uma contribuição importante para a recuperação da economia neste ano deverá vir do setor agrícola. Tivemos em 2016 queda de 6,6% do PIB agropecuário, no que vem a ser o pior desempenho anual do setor nas últimas duas décadas. Essa queda resultou principalmente de uma quebra da safra de grãos de 12%. A boa notícia é que, pelas projeções mais recentes do IBGE, teremos neste ano um crescimento de 25% da safra. Embora o setor agropecuário represente menos de 5% do PIB brasileiro, uma recuperação dessa ordem no setor tem efeitos indiretos mais amplos sobre a economia. Há repercussões na demanda por transporte e implementos agrícolas, por exemplo, além do estímulo à indústria alimentícia. Por tudo isto, deveremos esperar um impulso relevante vindo da agricultura.

Adicionalmente, deverá contribuir para a recuperação da economia na fase inicial o ciclo de estoques. Há evidências de que, ao longo de 2016, a produção industrial caiu abaixo da demanda final em um esforço de redução de estoques indesejavelmente elevados. À medida que estes retornem a níveis mais próximos do equilíbrio, é necessário expandir a produção apenas para nivelá-la novamente com a demanda final. Um movimento desse tipo aparentemente já está em curso na indústria automobilística, cuja produção elevou-se de um média mensal de 167 mil carros por mês no 3º trimestre de 2016 para 212 mil unidades no 1º trimestre deste ano em termos sazonalmente ajustados.

Afora essas questões, a recuperação da economia neste ano deve ser impulsionada pela redução da brutal incerteza advinda do agravamento da crise fiscal em 2015 em meio a uma crise política que reduzia a capacidade do governo de implementar medidas de ajuste. Após o processo de impeachment em 2016, houve uma forte recuperação dos preços de ativos e uma queda do risco-país, ao mesmo tempo em que os índices de confiança de empresários e consumidores exibem elevação importante. Esses são sinais que tipicamente antecedem uma recuperação do consumo e do investimento.

A despeito dos sinais mais encorajadores, nossa expectativa é de um crescimento anual de apenas 0,4% neste ano de 2017. Isto resulta, até certo ponto, da forte queda da atividade no 2º semestre do ano passado, que fez com que o nível do PIB no final de 2016 ficasse 1,1% abaixo do nível médio do ano. Como consequência, é necessário que haja uma recuperação importante ao longo deste ano apenas para evitar que o crescimento anual seja negativo. Em adição a isto, no entanto, a velocidade de recuperação da economia tende a ser restringida pelo esforço de desalavancagem de famílias e empresas. De um modo geral, os níveis de endividamento se encontram em patamares historicamente altos, e diante disto é natural que haja maior conservadorismo dos que tomam e dos que concedem crédito.

À medida que alongamos o horizonte em alguns trimestres, porém, acreditamos que são boas as chances de uma recuperação mais vigorosa. A razão é simples: são muito favoráveis as condições para um afrouxamento monetário relativamente agressivo. A questão é que, quando o novo governo tomou posse em meados de 2016, tínhamos um quadro de dramática recessão em paralelo a taxas de inflação extremamente elevadas (9% nos 12 meses terminados em agosto) e expectativas desancoradas após 7 anos consecutivos de descumprimento das metas. Nesse contexto, o esforço para ancorar as expectativas e produzir a convergência da inflação à meta em 2017 exigiu que o BC mantivesse uma postura excepcionalmente apertada ao longo do 2º semestre do ano passado.

A situação atual, contudo, é radicalmente distinta. A inflação acumulada em 12 meses declinou para 4,57% em março, ao mesmo tempo em que as expectativas de inflação para este e os próximos dois anos estão abaixo da meta. Parte da forte desaceleração nos últimos dois trimestres esteve associada a um choque favorável em alimentos, mas há um processo de desinflação muito mais disseminado em curso. As diversas medidas de núcleo sugerem que a tendência subjacente da inflação tem estado mais próxima a 3% nos últimos meses em termos anualizados.

A força principal que tem impulsionado a desinflação é a enorme ociosidade de recursos produtivos, notadamente no mercado de trabalho. E acreditamos que isto continuará a ocorrer por um período ainda extenso, mesmo que a economia passe a exibir uma tendência mais vigorosa de recuperação. Isto porque, como dissemos, a economia está saindo da maior recessão de sua história.

O hiato de produto seguirá atuando como uma poderosa força desinflacionária sobre a economia e, na ausência de choques, pode fazer com que a inflação divirja, desta vez para baixo, da meta de 4,5% em 2018. Portanto, se em meados de 2016 a autoridade monetária se via diante de um dilema entre um grave problema inflacionário e uma brutal recessão, a situação atual exige uma resposta razoavelmente óbvia. A economia exibe apenas sinais tentativos de estabilização após a pior recessão de sua história, enquanto que a inflação dá sinais palpáveis de que pode divergir para baixo no horizonte relevante para a política monetária. Nesse contexto, parece-nos evidente que há um espaço para um afrouxamento relativamente agressivo da política monetária.

Mais do que isto, nossa visão é que, na ausência de choques, a convergência da inflação à meta em 2018 requer um estímulo suficiente para colocar em marcha uma recuperação vigorosa da atividade e mitigar as forças desinflacionárias que ora atuam sobre a economia.

Portanto, a novidade em relação ao quadro de um ano atrás é que há uma melhora dramática do quadro inflacionário. Diante disto, acreditamos que a autoridade monetária tem plena capacidade de colocar em marcha uma recuperação cíclica relativamente vigorosa dentro de alguns trimestres. Mesmo com processo de desalavancagem, não vemos razões para pessimismo, mesmo porque a queda dos juros pode tornar esse processo mais rápido: com dívidas mais baratas as condições de solvência melhoram e fazem com que mais rapidamente se restaure a normalidade do mercado de crédito. Provavelmente esse processo exigirá que a economia, durante algum tempo, opere com taxas de juros mais baixas do que em circunstâncias normais, mas isso é algo plenamente ao alcance da política monetária.

O real risco, na nossa visão, está noutra parte. A situação piora se pudermos vislumbrar um choque que pudesse produzir alta da inflação ainda que a atividade continue muito fraca. Isto poderia ocorrer se houvesse forte depreciação da taxa de câmbio. Sempre haverá, nesse sentido, a possibilidade de nos confrontarmos com algum choque externo: uma alta mais rápida de juros nos EUA, um evento político que coloque em cheque a sobrevivência da Zona do Euro, uma grave crise na China, para ficar em alguns exemplos. Acreditamos, porém, que os riscos mais palpáveis à recuperação são de natureza doméstica. Como dissemos, na origem da atual recessão esteve uma grave crise fiscal que, ao produzir incerteza e deteriorar o risco soberano, fez com que houvesse simultaneamente forte retração da demanda agregada e depreciação da taxa de câmbio. Desde a posse do novo governo, tem-se uma agenda mais construtiva de enfrentamento dos desequilíbrios fiscais, que tem na proposta de reforma da previdência social ora em apreciação no Congresso uma peça central. Essa reforma não é condição suficiente para o ajuste do setor público, que exigirá novas rodadas de reformas nos próximos anos. Mas ela é uma condição necessária. Um eventual fracasso do governo no encaminhamento da reforma provavelmente levará a uma percepção de maior incerteza sobre a capacidade do governo de estabilizar a dívida pública como proporção do PIB nos próximos anos. Isto poderia nos levar de volta a um cenário em que a economia segue patinando e não consegue superar a recessão, ao mesmo tempo em que o quadro prospectivo de inflação voltaria a se deteriorar em meio a uma forte depreciação cambial.

Em resumo, nossa visão é que o pior provavelmente ficou para trás em termos de atividade. Esperamos ver sinais tentativos de uma lenta recuperação nos próximos meses, com possibilidades de evoluir para uma retomada cíclica mais vigorosa na segunda metade deste ano e, sobretudo, em 2018. Para consolidar esse cenário, porém, é essencial que o Congresso aprove uma reforma capaz de alterar de forma importante a trajetória insustentável de gastos com benefícios previdenciários que se desenha nas próximas décadas. A batalha a ser travada no Congresso nos próximos meses terá, portanto, repercussões diretas no nosso horizonte de longo prazo da economia e também no fôlego de sua recuperação cíclica em 2018.

Alexandre Bassoli

Economista-chefe do Opportunity e Mestre em Economia pela USP.