

Sobre ciclos econômicos e décadas perdidas

Passados pouco mais de dois meses desde os eventos políticos de 17 de maio, a economia dá sinais de retomar uma certa normalidade. As denúncias envolvendo algumas das mais altas autoridades do país levaram a uma reação dramática dos preços de ativos, mas esses movimentos em grande parte se reverteram nas semanas subsequentes. À medida que a tormenta se dissipa, terá o país a capacidade de retomar o caminho que trilhávamos até meados de maio ou teremos que lidar com sequelas mais persistentes?

Respostas a essa pergunta são ainda tentativas. Precisaremos aguardar mais algum tempo para mensurar o tamanho do desgaste político a que foi submetido o governo e sua capacidade de retomar a agenda de reformas, com destaque para a Previdência. Existe uma percepção, da qual compartilhamos, de que os pilares fundamentais da política econômica não deverão ser alterados. Isto é, continuaremos a ter no Banco Central o compromisso das autoridades com o regime de metas de inflação, enquanto que no Ministério da Fazenda o compromisso com uma gestão responsável das contas públicas deverá ser mantido. Essa percepção de que o rumo da política econômica não está em questão ajuda a reduzir a sensibilidade da economia à instabilidade política. Mas há limites para esse descolamento. A questão é que, para se restaurar a sustentabilidade da dívida pública o Brasil, precisará empreender reformas institucionais que envolvem decisões do Congresso e, mais especificamente, requerem mudanças constitucionais.

Nossa impressão é que as chances de se avançar na reforma da Previdência se reduziram bastante. Teremos, na melhor das hipóteses, uma reforma muito menos ambiciosa, e há uma boa chance de que mesmo avanços mais modestos não possam ser implementados neste mandato presidencial. Seja como for, o mero fato de haver mais incerteza tem repercussões importantes. Isto leva a uma maior cautela dos agentes econômicos, especialmente nas decisões de investimento, que frequentemente envolvem um horizonte de várias décadas. E essa cautela chega também ao Banco Central, que até a eclosão da crise política dava indicações de que aceleraria o ritmo de cortes de juros e achou por bem abortar o plano. Por fim, mais incerteza se traduz numa maior inclinação da estrutura a termo da taxa de juros: para uma dada trajetória esperada para a taxa Selic, mais incerteza significa prêmios de risco mais altos, e estes se incorporam à estrutura a termo.

Por tudo isto, deve ficar claro que, em que pese um certo retorno à normalidade nas últimas semanas, as condições para uma retomada do crescimento se tornaram mais difíceis. Ainda assim, progressivamente ao longo deste 2º semestre e em 2018 deveremos assistir a uma gradual recuperação da atividade. Esse cenário se apoia em 3 pilares fundamentais. O primeiro deles diz respeito às condições externas. Desde meados do ano passado está em curso uma aceleração do crescimento mundial que, segundo o FMI, deve alcançar 3,5% neste ano e 3,6% em 2018, ante 3,2% no ano passado. Em paralelo a isto tivemos desde março último uma surpresa para baixo importante da inflação nos Estados Unidos. Tomando o núcleo do deflator dos gastos de consumo, que é a medida favorita do Fed, a alta em 12 meses recuou de 1,9% no ano passado para 1,5% em junho deste ano. A tendência de médio prazo segue sendo de convergência à meta de 2% e, por consequência, o Fed continua a indicar uma trajetória de gradual normalização da política monetária. A inflação mais baixa dos últimos meses, porém, reduziu bastante os riscos de um cenário em que o Fed se visse forçado a elevar os juros de forma mais agressiva. Há, por fim, uma redução de risco político na Europa, como consequência dos resultados das eleições na Holanda e, principalmente, na França. Esses eventos reafirmaram o compromisso desses países com a continuidade da Zona do Euro, removendo uma fonte importante de incerteza para a economia mundial. No todo, temos um mundo em que o crescimento se acelera, a inflação se mantém baixa e as incertezas se reduzem. Tudo isto compõe um panorama bastante benigno, com baixa volatilidade nos preços de ativos e maior disposição à tomada de risco. Para um país com importantes desequilíbrios em suas contas públicas, como o Brasil, as condições externas têm se mostrado excepcionalmente favoráveis.

A situação do balanço de pagamentos é responsável pelo segundo pilar de nosso cenário de recuperação. Após alcançar um déficit em conta corrente de 4,5% do PIB em 2014, observa-se uma trajetória de contínua melhora nos últimos anos, que deve levar a um déficit pouco acima de 0,5% do PIB neste ano. É verdade que grande parte do ajuste dos últimos anos decorreu da forte recessão, que se traduziu em vigoroso encolhimento das importações. Neste ano, no entanto, observa-se uma dinâmica mais favorável: as importações crescem 7% no acumulado dos 7 primeiros meses do ano, mas o superávit comercial se amplia de US\$ 28 bilhões de janeiro a julho de 2016 para US\$ 42 bilhões em igual período deste ano, graças a um crescimento de 18,7% das exportações. Portanto, a aceleração do crescimento mundial, junto a alguma melhora nos preços das exportações, tem feito com que os superávits comerciais se ampliem mesmo em um contexto de retomada do crescimento das importações.

A baixa inflação é o terceiro pilar do cenário de recuperação. A velocidade de recuo do IPCA desde agosto do ano passado tem excedido as mais otimistas projeções. Em julho, a taxa acumulada em 12 meses deve ter alcançado 2,6%, que é inferior à meta de 4,5% e ao limite inferior do intervalo de tolerância em torno da meta, que é de 3%. A força principal a impulsionar a queda da inflação é a enorme ociosidade em uma economia que apenas começa a esboçar uma recuperação após se defrontar com a pior recessão de sua história. Tendo o PIB acumulado uma queda de 9% ao longo de 11 trimestres, tudo indica que as forças desinflacionárias advindas do hiato de produto continuarão a atuar sobre a economia pelo menos até o fim do próximo ano.

Dada a natureza e a velocidade da desinflação a que temos assistido, a política monetária tem que lidar com um problema muito diferente daquele com que nos acostumamos a enfrentar nos últimos anos. Enquanto de 2010 a 2016 a inflação esteve persistentemente acima da meta, agora parece claro que, na ausência de choques, a inflação pode divergir indesejavelmente da meta, mas agora para baixo, neste e no próximo ano. Isto posto, não é difícil entender por que o Copom tem implementado uma trajetória de queda bastante acentuada da Selic por padrões históricos. Por consequência, a taxa real ex ante de 1 ano recuou de patamares próximos a 7% no último trimestre do ano passado para algo próximo a 3% nos primeiros dias de agosto. Como os efeitos máximos da política monetária sobre a atividade se materializam com defasagens de 6 a 9 meses, a maior parte dos impactos da forte queda dos juros que ocorreu ao longo deste ano ainda está por ser vista neste 2º semestre e em 2018.

Em resumo, a perspectiva ainda é de recuperação cíclica à frente, embora estejamos em uma posição mais vulnerável a uma eventual mudança dos ventos excepcionalmente favoráveis que têm soprado do Hemisfério Norte. É importante, porém, ir um pouco além dos próximos trimestres para dimensionar o tamanho dos desafios que temos adiante. Pelas projeções do FMI, que incorporam uma retomada sólida do crescimento pelos próximos anos, chegaremos a 2020 com um nível de renda per capita 0,6% abaixo daquele que exibíamos em 2010. Mesmo sob hipóteses moderadamente otimistas, portanto, estamos diante de mais uma década perdida. Nesse mesmo período, pares latino-americanos como Peru, Colômbia e Chile terão acumulado um crescimento de respectivamente 36%, 29% e 22%. Diante disto, deveríamos nos perguntar não apenas se podemos ter uma recuperação cíclica pelos próximos trimestres, mas se estamos criando as condições para que, em 2030, possamos olhar para trás e ver que retomamos a trajetória do desenvolvimento. Desse ponto de vista, os requisitos são muito mais desafiadores. Em particular, reformas que alterem muito fortemente a trajetória do gasto público são absolutamente essenciais, e as mudanças no sistema previdenciário são parte disto. Desse ponto de vista, os desenvolvimentos dos últimos dois meses reduziram as chances de darmos um passo de grande importância histórica, e isso certamente nos fará falta mais adiante.

Alexandre Bassoli

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