

**O inverno de nosso descontentamento**

*Now is the winter of our discontent  
Made glorious summer by this son of York;  
And all the clouds that low'r'd upon our house  
In the deep bosom of the ocean buried*

**O novo governo assumiu com boa vontade do mercado financeiro e certa dose de esperança.** Superada a incerteza política acerca da eleição e afastado o espectro (que em alguns momentos pareceu assustadoramente real) do retorno do PT ao comando do país, esperava-se que a economia retomasse um ritmo mais vigoroso do que o observado nos anos anteriores, o que, entre nós, não parecia tarefa extraordinária, dado que o crescimento havia ficado na casa de 1% tanto em 2017 quanto em 2018.

**Seis meses depois vemos que mesmo as expectativas razoavelmente contidas à época soam incredivelmente otimistas.** O consenso que se forjou no período aponta para expansão ainda mais fraca em 2019 do que nos anos anteriores. A pesquisa Focus, do Banco Central, sugere aumento do PIB na casa de 0,8% para 2019, mas deve sofrer novas revisões para baixo; o 1%, piso de várias previsões, hoje é o teto do que se imagina possível.

**O que deu errado?**

Antes de responder sobre o que parecem ser as causas do mau desempenho, talvez valha a pena falar um pouco sobre o que **não** parece ser a causa.

**Há um pessimismo, justificado, diga-se de passagem, acerca da capacidade de crescimento do país.** Baixo investimento, formação inadequada de mão-de-obra, carências de infraestrutura, alocação distorcida do (escasso) capital por força de intervenção governamental e más notícias do lado da produtividade apontam no sentido de uma economia cujo potencial de expansão é realmente bastante modesto. Por mais que seja difícil aferir com precisão o número, não soam erradas projeções de capacidade de crescimento sustentável na casa de 1-1,5% ao ano.

**Todavia, arrisco dizer que nosso desempenho sofrível não resulta, pelo menos não agora, desta ordem de problemas.**

Os números mais recentes da economia ainda apontam para enorme ociosidade no país. O desemprego, por exemplo, apesar de lenta e modesta (ainda que visível) redução nos últimos 9-10 trimestres, ainda permanece ao redor de 12%. Medidas alternativas de desemprego, que capturam fenômenos como desalento (a desistência da busca pelo emprego por falta de perspectivas), ou insuficiência de horas (menos trabalho do que o desejado), apontam para ociosidade quase duas vezes maior no mercado de trabalho.

**Posto de outra forma, não são gargalos de oferta que impedem expansão mais rápida, e sim a demanda, particularmente seu componente doméstico, que se encontra estagnada.** Assim, o consumo – embora ainda em crescimento – tem perdido fôlego desde meados de 2018. Já o investimento, que havia caído a cerca de 2/3 dos valores observados no terceiro trimestre de 2013, não se recuperou e segue fraco.

**Como o gasto do governo está contido (um bom desenvolvimento) e as exportações, além de pequenas para impulsionar o produto, se encontram limitadas pelo menor crescimento do comércio mundial e pela crise argentina (com repercussões diretas sobre a indústria brasileira), não há impulso significativo da demanda e, portanto, do PIB.**

A fraqueza do investimento, postulamos, decorre da percepção acerca da baixa capacidade de articulação política da administração. Sob o discurso da “nova política” e aferrado a pautas que têm pouco a ver com os problemas econômicos, a verdade é que se vê um governo inerme no campo da reforma fiscal.

Em particular, o esforço para aprovação da reforma da previdência tem sido pífilo. A boa surpresa veio do comportamento do Congresso, inclusive de políticos normalmente associados às “velhas práticas”, como Rodrigo Maia, que se revelou um ator bem mais responsável nesta área do que personagens ligados diretamente à administração Bolsonaro.

**Em bom português, se há alguma possibilidade de avanço no campo da reforma previdenciária isto se deve a políticos deste naipe, que talvez consigam aprovar uma reforma que entregue algo como 70-80% das economias que se propunha quando da formulação do projeto original.**

É um avanço, sem dúvida, mas que deixa lacunas consideráveis, não apenas no que se perde com relação à proposta inicial, mas principalmente no que se refere à exclusão de estados e municípios da proposta, particularmente os primeiros, cujo desequilíbrio orçamentário se encontra intimamente ligado à questão dos gastos com pessoal e, dentre estes, com funcionários inativos.

**A reforma, mesmo completa, apenas impediria o crescimento do gasto previdenciário acima do PIB e outras medidas seriam necessárias para viabilizar o teto dos gastos públicos e, portanto, a reversão da trajetória de endividamento do governo. A reforma incompleta implica necessidade de novas batalhas parlamentares à frente e a permanência da incerteza quando à capacidade política do governo.**

**Contra este pano de fundo, seria surpreendente, na verdade, que o investimento viesse crescendo.** Sua fraqueza é decorrência direta da percepção que, sem mudanças consideráveis no arcabouço legal do país, cedo ou tarde a estratégia para reverter a trajetória de endividamento se revelará inviável, levando possivelmente à aceleração da inflação como forma de lidar com o problema. **Neste cenário é muito difícil convencer qualquer um a embarcar em programas de investimento, cuja maturação pode se dar precisamente durante o período mais crítico para as contas públicas.**

A consequência mais óbvia do baixo crescimento é a dificuldade enfrentada pelo BC em fazer com que a inflação volte para a meta. Em que pese certa aceleração da inflação nos primeiros meses do ano, quase toda explicada por fatores acidentais e temporário, o IPCA em 2019 deve atingir em torno de 3,6%, ainda bastante abaixo da meta para este ano (4,25%). Para 2020, se estiverem corretas as projeções do BC, a inflação ficaria próxima a 3,7%, caso a taxa de juros básica (a Selic) fosse mantida em seu nível atual (6,50% ao ano), portanto também inferior à meta para o ano que vem (4,00%).

**Isto sugere que dificilmente a Selic será mantida nos patamares de hoje.** Há chances não só reais, mas também consideráveis, que nas reuniões do Comitê de Política

Monetária (o Copom) na segunda metade deste ano a taxa de juros volte a ser reduzida, conforme expresso, por exemplo, pelas expectativas coletadas pela pesquisa Focus, indicando Selic a 5,75% ao ano no final de 2019. **Acredito, inclusive, que a Selic pode atingir níveis ainda um pouco menores (5,5% ao ano) no fim do processo de afrouxamento monetário adicional.**

O fato é que o ambiente de taxas de juros está se normalizando, ainda que não pelas melhores razões, o que coloca novos problemas para os poupadores. **Os dias de alto retorno e baixo risco estão no passado nos obrigando a pensar em novas alternativas, o que se torna ainda mais complicado num cenário de baixo crescimento, que ativos de risco – como ações – também enfrentam dificuldades consideráveis.**

Estamos, portanto, no inverno do descontentamento para poupadores e não sabemos ainda quem fará do inverno um glorioso verão. **Sabemos apenas que só a perseverança na busca de reformas profundas permitirá ao país alçar voos mais altos** do que os recentemente observados. Vai ser necessário mais que um cavalo para salvar o reino.



<sup>1</sup> Graduado em Administração pela FGV-SP e em Economia pela USP, mestre em Economia pela USP, doutor 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, 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 uma coluna semanal para a Folha de S. Paulo, além de uma participação semanal na rádio CBN.