

Uma Ponte Inacabada

*Ricardo de Menezes Barboza**

O governo Michel Temer teve início em maio de 2016. As bases de seu governo, no entanto, foram lançadas antes disso, em outubro de 2015, por meio de um documento formal do PMDB (hoje MDB), denominado “Uma Ponte para o Futuro”. Os principais pilares de sustentação dessa ponte eram: (i) reformas fiscais; (ii) reformas para reduzir a taxa de juros estrutural da economia; (iii) reforma trabalhista e; (iv) reformas para aumentar a produtividade.

Tratava-se, obviamente, de uma agenda ousada. Seria difícil aprova-la em um mandato de quatro anos de um presidente eleito pelas urnas. Deveria ser pior no caso de Temer, ex-vice-presidente com um mandato de dois anos e meio. Mas o governo começou surpreendendo positivamente.

Primeiro, com a nomeação de uma equipe econômica com elevada capacidade técnica e com boa reputação junto ao mercado. Segundo, com a elaboração de propostas que davam concretude à Ponte. Terceiro, com uma ampla base de apoio no Congresso, fundamentais para avançar com as diversas medidas pretendidas.

No início, o governo Temer conseguiu aprovar reformas importantes. Mas a principal delas - a da Previdência - foi enterrada com o vazamento dos áudios pouco republicanos (para usar a hipocrisia da moda) do Presidente com o empresário Joesley Batista.

Entre as reformas aprovadas, destacamos: (i) a emenda constitucional do teto de gastos, que lida com o problema das despesas primárias crescentes e tem efeito nas expectativas dos agentes ao melhorar a trajetória futura dos gastos do governo; (ii) a criação da TLP, que reduz os subsídios alocados pelo BNDES em suas operações de crédito; (iii) a reforma trabalhista, que corrige certas distorções e diminui a quantidade de ações na Justiça do Trabalho. Estas três reformas, é bom dizer, estão em linha com os pilares de sustentação da Ponte para o futuro.

Mas as medidas aprovadas também têm custos. No caso do teto constitucional, este não exclui o investimento público, bem como não sobrevive sem Reforma da Previdência. Aliás, estudo da IFI mostra que na ausência da Reforma da Previdência, a margem fiscal - que sobra depois das despesas obrigatórias – desaparece por volta de 2022, deixando o governo de ser operacional antes disso. No caso da TLP, esta restringe o fomento a projetos com retorno social maior que o retorno privado (com externalidades positivas). No caso da Reforma Trabalhista, esta enfraquece os sindicatos e reduz o poder de barganha de trabalhadores, com consequências potencialmente negativas sobre a distribuição (funcional e pessoal) da renda.

Entre as reformas ainda não aprovadas, mas já enviadas ao Congresso Nacional, cabe destacar as seguintes medidas: (i) revisão da lei de recuperação judicial e falências; (ii) mudança no Cadastro Positivo. Ambas poderiam melhorar o funcionamento do mercado de crédito, reduzindo o spread bancário no Brasil - um dos maiores do planeta e superior ao observado em países em guerra.

Ainda sobre o mercado de crédito, cabe destacar a Agenda BC+, conduzida pelo Banco Central, que tem como melhorar problemas estruturais do Sistema Financeiro Nacional (SFN). Esta é uma agenda importante por diversas razões, mas principalmente porque há evidência de que o desenvolvimento do sistema financeiro é benéfico para o crescimento de longo prazo.

No curto prazo, destacamos a recuperação da credibilidade do Banco Central, medida pela atual ancoragem das expectativas de inflação até 2022, que se encontram na meta de 3,75% no último

dado disponível, e a melhora na sua comunicação, medida, por exemplo, pela diminuição do índice Flesch-Kincaid, que é um indicador que mede a facilidade de entendimento de um texto (no caso, as atas das reuniões do Copom).

Mas como diz o ditado, “não há bem que sempre dure, nem mal que nunca se acabe”. A força política de Temer diminuiu muito com o vazamento do “tem que manter isso, viu?”. Como consequência, a Reforma da Previdência, que tinha proposta pronta, não foi sequer colocada em votação, dado a impossibilidade de obter os (308) votos necessários para a sua aprovação.

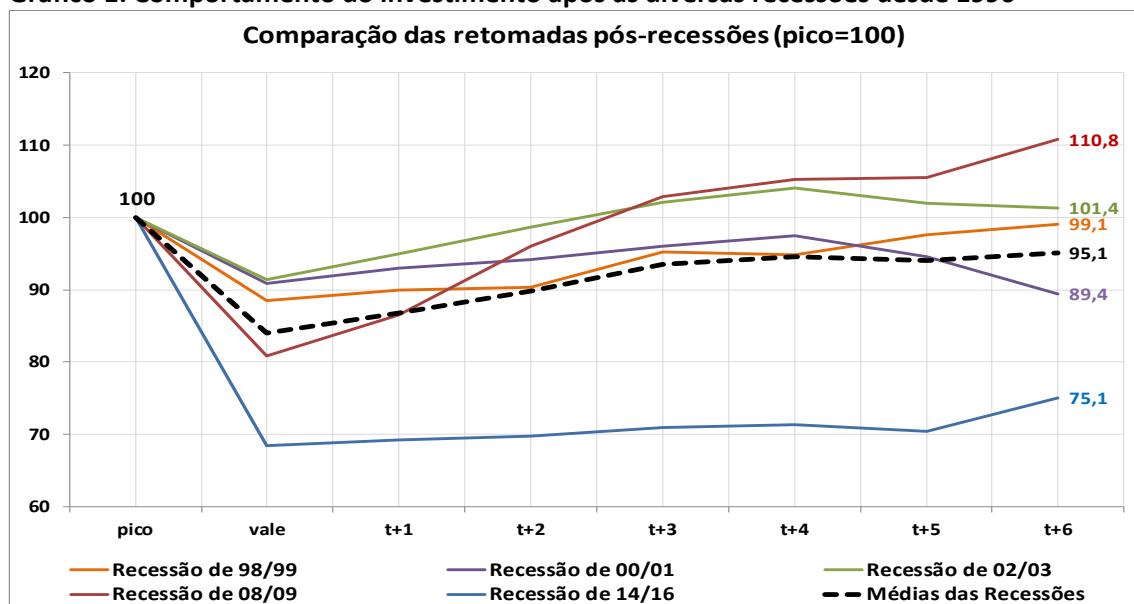
Na visão da maioria dos economistas, a não aprovação da Reforma impediu uma recuperação mais vigorosa da economia. De fato, ajustes na Previdência reduziriam as taxas de juros, o prêmio de risco e a taxa de câmbio, bem como aumentaria o preço das ações na Bolsa, com efeitos positivos sobre a atividade econômica e o emprego, sobretudo formal.

A Reforma também poderia afetar positivamente o PIB no médio prazo via recomposição do gasto público, dada a vigência da lei do teto. Segundo estimativas de Marcelo Neri, da FGV, para cada R\$ 1 que se gasta com Previdência Social, o PIB brasileiro aumenta em R\$ 0,52. No caso do Bolsa Família, o efeito é de R\$ 1,78. No caso do Benefício de Prestação Continuada, R\$ 1,20. No caso do investimento público, outras evidências sugerem um multiplicador superior à unidade.

Mesmo sem Reforma da Previdência, a recuperação da economia começou. Em segunda marcha, é verdade, mas começou. No último dado disponível das Contas Nacionais (3º trimestre de 2018), os dados sugerem um desempenho tímido da atividade: crescimento de 2,3% do consumo e de apenas 1,4% do PIB, ambos no acumulado de 12 meses contra os 12 meses anteriores.

A despeito da taxa Selic ter caído para o menor patamar da série histórica (6,5%) e do juro real *ex-ante* (medida mais relevante para as decisões de gasto dos agentes) ter alcançado quase 2%, valor também recorde, ainda assim a recuperação tem sido a mais lenta da história. A lentidão se deve, dentre outros fatores, ao comportamento apático do investimento, que se encontra ainda 25% abaixo do seu pico pré-crise (ver Gráfico) e cuja aceleração no último trimestre é muito influenciada por questões contábeis do novo regime aduaneiro do setor de petróleo (Repetro).

Gráfico 1: Comportamento do investimento após as diversas recessões desde 1996



Fonte: IBGE e FGV/CODACE. Legenda: pico representa o pico do investimento pré-crise; vale representa o vale do investimento na crise e t+i representa os trimestres imediatamente seguintes ao vale da crise, com i=1,2,3,4,5,6. As recessões foram definidas segundo julgamento do (CODACE/FGV).

A lenta recuperação do investimento tem a ver com três principais fatores: (i) dificuldades do setor de construção, que representa mais da metade de formação bruta de capital (por exemplo: empresas envolvidas na Lava-Jato); (ii) incerteza elevada, que adia as decisões de investimento dos empresários via comportamento “*wait-and-see*”; (iii) sacrifício do investimento público.

Em particular sobre o investimento público, o Observatório de Política Fiscal da FGV do Instituto Brasileiro de Economia (IBRE) divulgou recentemente dados assustadores. Primeiro, que o nível de investimento público no Brasil em 2017 (1,16% do PIB) foi o menor da série histórica iniciada em 1947! Segundo, que esse nível é menor do que o observado em todos os países de uma base de dados compilada pela OCDE com países membros e não membros da entidade.

Além disso, tenho chamado atenção para uma relativa perda de eficácia da política monetária no Brasil. Há alguma evidência mostrando que em períodos de alta incerteza, os agentes se tornam menos sensíveis a estímulos externos, como mudanças na taxa de juros. Além disso, diante da incerteza eleitoral, a estrutura a termo da taxa de juros se manteve bem inclinada, limitando a transmissão monetária para toda a curva de rendimentos. Indícios favoráveis à hipótese de perda de eficácia são os seguidos erros para baixo das projeções de inflação do Banco Central e as seguidas revisões para baixo da Selic esperada pelos participantes da pesquisa Focus.

Se tem uma coisa que qualquer manual de macroeconomia ensina é que quando há capacidade ociosa na economia, o produto se torna determinado pela demanda. Focar em ajustes pelo lado da oferta é positivo para o longo prazo (ou para o futuro almejado pela Ponte), mas enquanto ele não chega, são as decisões de gasto que importam.

Dado que não há espaço fiscal para reagir ao hiato do produto negativo, caberia à política monetária atentar para esse fato, sobretudo em um contexto com projeções de inflação abaixo da meta no horizonte relevante (tanto nas estimativas do Focus, quanto nas estimativas do próprio Banco Central). Talvez esse seja um grande desafio para o próximo governo, além de terminar a obra da ponte, que segue inacabada.

*** Ricardo de Menezes Barboza é Mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio, Mestre em Economia pela UFRJ, Professor Colaborador do Instituto Coppead e Membro do Grupo de Conjuntura Econômica da UFRJ.**