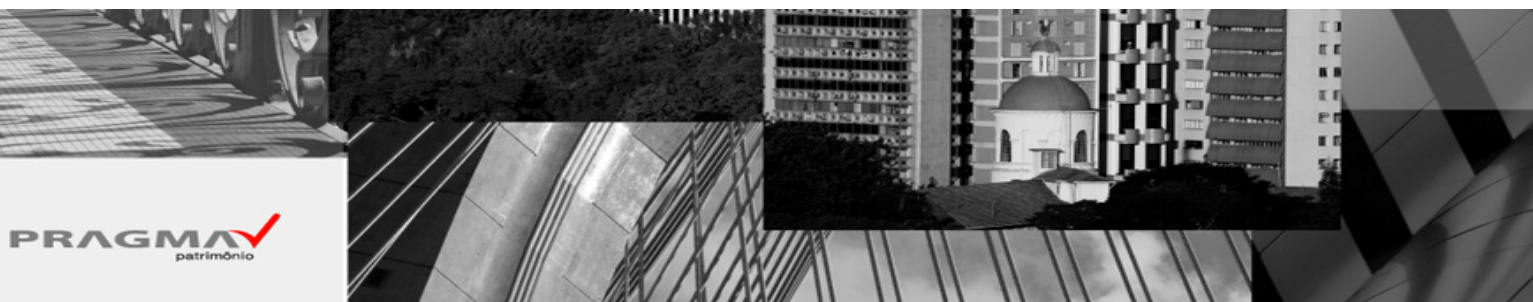


REUNIÃO DE CONJUNTURA

13/11/2017

Conjuntura Local

Um país atolado no passado (Gustavo Loyola – 06/11/2017)	1
Olhemos para a Argentina (Fabio Giambiagi – 08/11/2017)	2
A nova regra do teto de gastos (Delano Franco – 08/11/2017).....	3
Brasil, um país de Luislindas (Alexandre Schwartzman - 08/11/2017)	5
Depressão chega ao fim, mas agenda intervencionista não funcionou (Samuel Pessôa - 05/11/2017)	6
Oportunidade x insanidade (José Carlos Carvalho - 09/11/2017).....	7



Um país atolado no passado (Gustavo Loyola – 06/11/2017)

Gustavo Loyola é doutor em economia pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (FGV-SP) e sócio-diretor da Tendências Consultoria Integrada. Foi presidente do Banco Central (BC) em duas ocasiões (1992-1993 e 1995-1997).

* * *

O Banco Mundial acaba de divulgar mais uma edição do relatório anual "Doing Business" e, sem grande surpresa, o Brasil continua ocupando posição vexatória no "ranking" que busca avaliar, de maneira comparada, o ambiente de negócios em 190 países. Embora o País tenha apresentado alguma melhora nos indicadores absolutos no último ano, em termos relativos o Brasil caiu pelo segundo ano consecutivo, passando da 123ª para a 125ª posição. O Brasil segue atrás de países como o Irã, a Namíbia e Uganda. Somos o pior entre os Brics e também no Mercosul.

A péssima colocação relativa do Brasil reflete principalmente o atraso intelectual dominante no país, cujas elites, em sua maioria, se beneficiam do capitalismo de compadrio e, por isso, dele não abrem mão facilmente. Aqui, ao contrário das economias capitalistas adiantadas, mais vale, como regra geral, a proximidade com o governo da ocasião do que a eficiência econômica. Somos o país onde predomina o "criar dificuldades para vender facilidades". Há, evidentemente, ilhas de eficiência e competitividade, mas infelizmente insuficientes para modificar de maneira decisiva o nosso subcapitalismo.

Em nenhum país do mundo, a construção das instituições necessárias ao desenvolvimento capitalista se deu de forma linear e homogênea. Resquícios do passado pré-capitalista continuaram presentes aqui e acolá até nas nações institucionalmente mais desenvolvidas. O capitalismo de compadrio não é, pois, uma exclusividade brasileira. Na América Latina, em particular, é encontradíssimo, em maior ou menor grau, em todos os países do continente. O que impressiona, contudo, é a extensão e profundidade do fenômeno no Brasil.

Um bom exemplo é o nosso sistema tributário. Vale dizer que chamar o emaranhado de impostos aqui vigente de "sistema" já é por si só uma licença poética. No "ranking" do "Doing Business", o Brasil ocupa o "honroso" 184º quando se trata dos custos para o contribuinte honrar suas obrigações com o Fisco. A complexidade da legislação tributária, eivada de normas especiais e exceções específicas para determinadas categorias de contribuintes, faz do recolhimento de impostos uma via crucis para contribuinte, notadamente quando sua atuação em escala nacional o sujeita às diferentes legislações de Estados e municípios. No Brasil, em se tratando de tributação, as exceções são a regra.

Porém, a óbvia necessidade de redução da complexidade do sistema tributário parece não ter ainda encontrado suficiente eco na sociedade brasileira. Ao contrário, a preferência de uma maioria - representada no Congresso Nacional - continua sendo a de criar desonerações setoriais e sucessivos perdões (Refis) para contribuintes inadimplentes, facilidades que somente podem ser vendidas na presença de um sistema tributário que é pródigo em dificuldades. A tramitação recente de mais um Refis (sob um novo nome) no Congresso ofereceu-nos novamente a prova disso.

Além do aspecto tributário, o "ranking" do Banco Mundial revela outras mazelas do Brasil. O empreendedorismo é sufocado pela pesada e complexa burocracia para se abrir uma empresa, o que levou o País ao 176º lugar entre os 190 países abarcados pelo relatório citado. Não há como uma economia capitalista sobreviver de modo competitivo sem inovação e esta depende muito da capacidade e facilidade de se empreender. Aqui, infelizmente, os talentos empresariais mais inovadores são consumidos em estéreis tarefas burocráticas que nada acrescentam ao PIB do país.

Essa falha está sendo particularmente fatal no contexto da revolução tecnológica atual que subverte verdades e hábitos estabelecidos há muito tempo. Na era do Uber e do Cabify, aqui ainda se pensa o transporte de passageiros com a mesma mentalidade do início do século passado. Assim é que o Congresso, na falta

de coisa mais útil para fazer, quer engessar uma atividade que tem trazido renda para milhares de pessoas e melhorado a mobilidade urbana nas cidades brasileiras, fortemente carentes de transporte público de qualidade. Esse é apenas mais um exemplo, entre muitos, de como o patrimonialismo e os interesses estabelecidos freiam a inovação e contribuem para manter o atraso relativo do país.

Outro indicador negativo revelado no "Doing Business" diz respeito à obtenção de licença para construir, no qual o Brasil ocupa a posição 170 entre 190 países. A barafunda das normas a respeito emanadas das três esferas de governo e a burocracia para cumpri-las faz-nos lembrar de uma espirituosa frase de Roberto Campos: "Tudo que é rigorosamente proibido é ligeiramente permitido". Não é por outra razão que as cidades brasileiras estão povoadas de construções ilegais e precárias que frequentemente levam a acidentes fatais.

Em suma, o "Doing Business" mostra que os avanços das últimas décadas foram claramente insuficientes para fazer o Brasil galgar posições melhores nos rankings globais de competitividade. O maior obstáculo, sem dúvida, é a permanência de uma mentalidade atrasada que freia e anula os esforços reformistas que são tentados. Que o digam os juízes e procuradores trabalhistas que conspiram para não aplicar a recente reforma trabalhista.

Fonte: Valor Econômico

Olhemos para a Argentina (Fabio Giambiagi – 08/11/2017)

Fabio Giambiagi é mestre em economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), membro do Conselho Superior de Economia da Fiesp e economista do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), onde atuou como assessor da presidência.

* * *

O processo político argentino é um dos fenômenos mais importantes em condições de influenciar a realidade regional na próxima década. Para que o leitor entenda a questão, há que ter em mente duas coisas:

1- A característica do peronismo. Ninguém melhor para definir do que o próprio Juan Domingo Perón. Em carta escrita a Carlos Ibáñez, então presidente do Chile, ele pontificou: "Dê ao povo tudo o que for possível. Quando lhe parecer que você está dando muito, dê mais. Você verá os resultados. Todos irão lhe apavorar com o espectro de um colapso econômico. Mas tudo isso é uma mentira. Não há nada mais elástico que a economia, que todos temem tanto porque ninguém a entende".

Paralelamente, ficou famoso o modus operandi do peronismo no governo, exposto novamente pelo mesmo "El General", que em frase escrita pessoalmente em memorando ao seu Secretário de Assuntos Políticos e recordada com frieza de historiador anos depois por Juan José Sebrelli em "Los deseos imaginarios del peronismo", escreveu a sentença categórica: "Al enemigo, ni justicia". É por essas e outras que outro historiador, um antigo peronista, John William Cooke, constatando que o movimento, no governo, praticava um populismo exacerbado e nocivo e, na oposição, conspirava para derrubar os governos, qualificou o peronismo como o "fato maldito da política argentina".

2- A história, que mostra que desde que em 1928 Marcelo Torcuato de Alvear passou o comando do país a Hipólito Yrigoyen, nenhum político democrático não peronista conseguiu concluir o mandato presidencial. Yrigoyen foi derrubado pelo golpe militar do general Uriburu em 1930; Agustín P. Justo, que o sucedeu, concluiu o mandato, mas basicamente por ser general; Ortiz, que assumiu em 1930 tentando acabar com a famigerada prática do "fraude patriótico" na "Década Infame" de 1930, teve que ceder o poder ao vice, Castillo, em 1940; e, depois do peronismo (1945/1955), a experiência de Arturo Frondizi foi efêmera; Illia foi derrubado em 1966

pelo golpe de Onganía; após o retorno e queda do peronismo em 1973/1974 e depois de novo ciclo militar, Raúl Alfonsín teve que entregar o poder seis meses antes do previsto a Carlos Menem em 1989, com as labaredas da hiperinflação batendo às portas; e, depois dos anos menemistas, De la Rúa teve que sair da Casa Rosada em helicóptero, em 2001, porque o povo ameaçava invadir o palácio de governo.

Com esse histórico pesando nas costas do país, Mauricio Macri enfrentou circunstâncias difíceis ao assumir a Presidência em 2015. Para que o leitor saiba quem é Macri, cabe dizer que ele é o que Marcelo Odebrecht poderia ter sido se, ao invés de seguir o caminho conhecido, tivesse optado por ser um político moderno.

Macri é filho de um dos principais empresários argentinos que, tendo uma relação de complexidade psicanalítica com o pai, optou por se afastar dos negócios da família. Antes de chegar à Presidência, passou por três experiências que mudaram sua vida: 1- um sequestro traumático, sobre o qual quase nunca falou, mas que operou como uma experiência tão terrível quanto humanamente transformadora; 2- a Presidência (muito bem sucedida) do Boca, o clube mais popular da Argentina; e 3- duas gestões como prefeito de Buenos Aires, muito bem avaliado.

Nesse contexto, apresentando-se como gestor, porém com mais de dez anos na política, ele aprendeu a lidar com as pressões e os códigos do ofício, levando à gestão pública práticas de eficiência empresarial, porém ao mesmo tempo sabendo negociar, reconhecendo quando é ora de recuar, promovendo alianças quando necessário e - algo essencial em qualquer país, mas especialmente na Argentina - aprendendo a usar o poder.

Assumindo um governo em franca minoria parlamentar, com o citado track record do país, sem maiores recursos de poder e tendo que implementar um ajuste tarifário inevitável, dada a herança deixada por Cristina Kirchner, nos primeiros meses do seu governo mais de um analista prognosticou que "chamar o helicóptero" (por analogia com o fim abrupto do governo De la Rúa) era só uma questão de tempo. Hoje, dois anos depois, após o show de competência política que Macri deu nos últimos meses, um sindicalista ainda atordoado reconheceu recentemente que "a gente tratou ele como um idiota e ele se revelou mais esperto que todos nós".

Macri, cuja visão econômica é totalmente pro-mercado e que tem níveis de aprovação que lhe permitem acalentar com confiança a reeleição, se prepara para uma possível gestão transformadora de 16 anos: 8 dele e mais 8 de María Eugenia Vidal, governadora de Buenos Aires e a maior revelação da política argentina recente. Se não acontecer um imprevisto ou uma tragédia, a Argentina de 2030 terá sofrido uma mudança notável em relação à de 2015. E o movimento "Cambiemos" terá feito isso na base da persuasão, do comportamento republicano e da negociação política. Valerá a pena olhar para a Argentina nos próximos anos. Será um exemplo a seguir.

Fonte: Valor Econômico

A nova regra do teto de gastos (Delano Franco – 08/11/2017)

Delano Franco é sócio da Rio Gestão de Recursos e professor da EPGE-FGV.

* * *

O Banco Central divulgou, em setembro último, seu Relatório Trimestral de Inflação. Suas previsões de IPCA para os próximos anos se situam próximas a 4%, mesmo com taxas de juros relativamente baixas. O cenário de política monetária frouxa, estabilidade de preços e retomada do crescimento, aliadas a um ambiente externo benigno, vem dando suporte a análises favoráveis e boas rentabilidades para os ativos de risco. Recuperadas as expectativas e quebrada a inércia da inflação, o BC parece viver uma fase tranquila.

Não muito longe dali, no entanto, a equipe do Tesouro deve ter bem menos tranquilidade. Tanto pelas dificuldades correntes da execução fiscal, quanto principalmente pela percepção, cada vez mais disseminada, de que o teto dos gastos,

estabelecido pela Proposta de Emenda Constitucional (PEC) 95, aprovada em dezembro de 2016, caminha para o rompimento quase certo.

Senão vejamos - segundo cálculos recentes do Ibre-FGV, mesmo que se aprove a idade mínima para a previdência e o salário mínimo passe a ser corrigido apenas pela inflação, o governo enfrentará paralisia operacional já em torno de 2020. As sanções previstas na lei para o caso de gastos acima do teto, como suspensão de aumentos para o funcionalismo e contratações, não têm monta suficiente para reversão do quadro, de modo que não há mecanismo de ajuste automático que traga o Tesouro de volta a seu limite legal. Uma reforma da previdência um pouco mais profunda, no limite do politicamente viável, também não resolveria a questão.

Uma pergunta a se fazer é por que os mercados seguem animados, se rumamos rapidamente em direção à inviabilização do mecanismo de contenção fiscal. Acredito que a resposta seja, além do ambiente global positivo, que há resignação quanto ao rompimento do teto, desde que a dívida se estabilize como proporção do produto em níveis aceitáveis. Se houvesse perspectiva de êxito em se operar tamanha redução de gastos obrigatórios tal que os limites da PEC 95 fossem preservados, o sentimento seria de euforia, vários degraus acima do otimismo que hoje impera. O cumprimento sustentado do teto demandaria repensar e racionalizar toda a estrutura e composição do gasto público, com amplos reflexos sobre crescimento, taxas de juros, etc.

Voltando à realidade, como seria então esse cenário de rompimento do teto com preservação da solvência pública? Uma condição necessária é a implementação de uma reforma da previdência com impacto ao menos equivalente ao formato aprovado pela comissão especial da Câmara, provavelmente acompanhada de redução dos gastos com abono salarial e alguma elevação de carga tributária. Esta última visaria recompor a carga perdida nos últimos anos, em torno de 2% do PIB. Em conjunto com a recuperação cíclica da arrecadação e juros baixos, tais medidas lograriam estabilizar a dívida bruta em torno de 85-90% do PIB, e reduzi-la lentamente.

Inviabilizado o teto, restaria preservar ao máximo benefícios dele advindos, como o resgate da noção de restrição orçamentária ao se discutirem elevações de gastos que, se meritórias em si, necessitam deslocar outras despesas. Também a característica de ser indutora a uma trajetória fiscal saudável. O ideal parece ser redesenhar a regra do teto, em seguida à aprovação da reforma da previdência e outras medidas de solvência.

Um candidato a nova regra poderia ser a manutenção do gasto público como proporção do PIB ou, melhor, uma lenta queda do indicador. Seria a admissão de que o limite anterior demandaria um freio de gastos incompatível com os direitos que politicamente se quer preservar, passando-se a uma trajetória, usando-se palavras recentes do Banco Central, desafiadora porém crível.

Outra possibilidade seria a exclusão de determinados itens da conta, relacionados a direitos a serem mantidos, como aposentadorias e pensões, que possuem dinâmica própria. O problema aí é que, a depender da configuração, a regra pode ser compatível com dívida explosiva. Teria de ser uma espécie de divisão de trabalhos - um limite que contenha os gastos discricionários em tempos de bonança, de modo a evitar a repetição do que ocorreu a nível federal e em diversos Estados no começo desta década, e um conjunto de reformas que cuide da trajetória dos gastos obrigatórios.

Por fim, poder-se-ia colocar todas as fichas nas regras de superávit primário, estabelecendo regra constitucional para o resultado, que deveria ser sensível à fase do ciclo. Pode-se entender esta opção como uma variante da primeira, que no entanto oferece ao Tesouro grau de liberdade quanto à receita. Dessa forma, pode-se a ela se opor por não frear a tendência ao aumento expressivo de carga tributária das últimas décadas. Porém, percebemos não haver tolerância da sociedade, nem fundamento econômico, para estender ainda mais a carga, já fora da curva no conjunto dos países emergentes.

Existe, ainda, outra dimensão com respeito à mudança de regra do teto, que é o timing. Ela não deve ser feita antes de se assegurar que a solvência está

preservada, através das reformas necessárias, em especial a da previdência, de modo a não se passar a ideia de abandono fiscal. Quanto a se esperar ou não o atingimento do limite da regra atual, parece tratar-se de questão delicada. Por um lado, se antecipar ao estouro tem a vantagem de não incorrer no tumulto que adviria de um shutdown do governo. Por outro, a convivência por algum tempo com as restrições preconizadas para o caso de estouro pode ser uma oportunidade para se ajustar mais rápido gastos obrigatórios que claramente passaram do ponto, como o salário de determinadas carreiras públicas.

Fonte: Valor Econômico

Brasil, um país de Luislindas (Alexandre Schwartzman - 08/11/2017)

Ex-diretor de Assuntos Internacionais do BC, é doutor em economia pela Universidade da Califórnia.

* * *

O artigo 37, inciso XI, da Constituição Federal estabelece um teto salarial para o funcionalismo: "O subsídio mensal, em espécie, dos ministros do Supremo Tribunal Federal".

Apesar disso, a ministra dos Direitos Humanos, Luislinda Valois, foi manchete de vários jornais em razão de seu requerimento à Casa Civil, pedindo que fosse somado à sua aposentadoria como desembargadora (R\$ 30,5 mil/mês) também o salário integral de ministra (R\$ 30,9 mil/mês), o que traria seu ganho mensal para R\$ 61,4 mil/mês, ultrapassando, em muito, os vencimentos dos ministros do STF (R\$ 33,7 mil/mês).

O "argumento" da ministra (entre outros de validade tão duvidosa quanto se "vestir com dignidade") é que, devido ao teto, seu trabalho no ministério acrescenta "apenas" R\$ 3.300/mês a seu rendimento, o que, no seu imparcial entendimento, configuraria trabalho análogo à escravidão, pois "todo o mundo sabe que quem trabalha sem receber é escravo".

Noto somente que o rendimento adicional da ministra supera, com folga, a média de todos os trabalhadores brasileiros, R\$ 2.100/mês, e equivale à média da categoria com maior rendimento, o funcionalismo.

Da mesma forma, não podemos deixar passar que ninguém a forçou a assumir um ministério; nesse sentido, sua decisão se equipara à de milhares de pessoas que se dedicam ao trabalho voluntário, sem receber nada, e que, certamente, não se consideram escravas.

Não é esse, porém, o ponto central da coluna, por mais escandalosa que seja sua atitude. Em parte porque o fiasco de seu pedido —consequência da exposição à mídia— é a exceção, não a regra, em casos como esses.

Em agosto deste ano, houve também notícias sobre juízes cujos vencimentos superavam o teto constitucional, por força de vantagens eventuais, indenizações e demais penduricalhos que, por entendimento, vejam só, da própria Justiça, não estariam sujeitos a limitação do teto. E, diga-se de passagem, uma breve busca pelo Google nota casos similares em 2016, 2015, 2014...

Mais relevante ainda é que tais casos ainda não correspondem, nem de longe, à totalidade dos privilégios que tipicamente são conferidos pelo setor público a grupos próximos ao poder.

A triste verdade é que a sociedade brasileira se tornou, e não de hoje, prisioneira de um círculo vicioso de caça à renda (a melhor tradução que vi para rent-seeking).

"Renda", no sentido econômico do termo, representa a remuneração a algum insumo acima do valor que seria necessário para mantê-lo empregado nas condições atuais. Parece abstrato, mas os exemplos abundam: de licenças para táxis (um caso

bastante atual, a propósito) à proteção contra concorrência internacional, passando por subsídios e toda sorte de privilégios.

A caça à renda representa um imenso jogo de rouba-monte, com o agravante de que sua prática contribui para reduzir o tamanho do monte, pois recursos reais da sociedade são utilizados para esse fim, e não para a produção, além de tipicamente favorecer setores menos produtivos. Embora possa enriquecer alguns de seus participantes, esse jogo empobrece as sociedades que o praticam.

Curioso mesmo, porém, é como economistas autodenominados "progressistas" se engajam facilmente na defesa da caça à renda. Eu já passei da idade de achar que se trata apenas de ingenuidade.

Fonte: Folha de São Paulo

Depressão chega ao fim, mas agenda intervencionista não funcionou (Samuel Pessôa - 05/11/2017)

É físico com doutorado em economia, ambos pela USP, sócio da consultoria Reliance e pesquisador associado do Ibre-FGV.

* * *

O Codace (Comitê de Datação de Ciclos Econômicos) acaba de divulgar relatório estabelecendo que o quarto trimestre de 2016 foi o último da recessão que começou no segundo trimestre de 2014.

Foram 11 trimestres de crise, com recuo de PIB de 8,6% entre pico e vale.

Houve, desde o início do século 20, cinco episódios de forte queda do PIB per capita: 1) o fim da Pax Britânica, com o início da Primeira Guerra, em 1914; 2) a Grande Depressão, em 1929; 3) a crise da dívida externa, em 1981; 4) a crise da hiperinflação brasileira, em 1990; e 5) o atual episódio, em 2014.

Para cada episódio, selecionei três estatísticas: a máxima queda percentual de PIB per capita, respectivamente 7,6, 7,9, 12,4, 7,7 e 9,4; a queda percentual de termos de troca, 46, 27, 33, 0 e 8; e anos que levou (no caso do atual episódio, levará) para ultrapassar o pico prévio, 3, 5, 6, 6 e 8.

Vê-se que o atual episódio é o segundo em perda de PIB per capita e o primeiro em extensão. Se a economia crescer 0,8% em 2017 e 2,5% em 2018, cenário do Ibre, e 3% nos dois anos seguintes, levará oito anos para que a renda per capita ultrapasse o pico prévio.

Há maior concentração de episódios depressivos no período mais recente, três episódios de 1980 até hoje, ante somente dois episódios de 1900 até 1979.

Há mudança na natureza dos episódios. Até a crise da dívida externa na primeira metade dos anos 1980, havia claro determinante externo.

Os episódios depressivos estavam associados a fortes viradas nos termos de troca e, muitas vezes, como certamente foi o caso nos anos 1980, forte elevação dos juros internacionais.

Os últimos dois episódios, a crise da hiperinflação brasileira no início dos anos 1990 e o atual, não resultaram de choques externos.

Em particular para o atual episódio, os juros internacionais se mantiveram nas mínimas históricas, e a perda de termos de troca, 8%, foi baixa.

A forte concentração de episódios depressivos nos últimos 40 anos coincide com o período de redemocratização de nossa sociedade.

Sinais de que temos tido dificuldade de negociar internamente um modelo de financiamento do crescimento econômico que produza simultaneamente crescimento com estabilidade macroeconômica e redução da desigualdade.

Exemplo prático dessa dificuldade é nossa incapacidade de politicamente tratarmos do problema do crescimento do endividamento público.

O Congresso Nacional não consegue aprovar a reforma da Previdência e simultaneamente não aceita elevar os impostos. O resultado é um impasse cuja expressão mais clara é o crescimento ilimitado da dívida pública.

A dificuldade de tratar o problema fiscal é um dos motivos que explicam o fato de a atual depressão ser a mais longa dos últimos 120 anos. Difícil imaginar o investimento crescer sem que a política produza um Estado solvente.

A ideologia contribuiu para determinar os contornos da crise.

Devido a uma popular interpretação do processo de desenvolvimento dos países de crescimento elevado do Leste Asiático, ressuscitamos, entre 2006 e 2014, agenda de desenvolvimento intervencionista: indústria naval; programa Inovar-Auto; R\$ 400 bilhões do Tesouro para o BNDES; mudança do marco regulatório do petróleo; etc.

A agenda intervencionista não funcionou. Produziu sobreinvestimento em diversos setores.

Estes se endividaram e não conseguem gerar caixa. A digestão do sobreinvestimento alonga o processo.

Temos que esperar por 2019.

Fonte: Folha de São Paulo

Oportunidade x insanidade (José Carlos Carvalho - 09/11/2017)

José Carlos Carvalho é economista-chefe da Paineiras Investimentos, diretor do IEPE/Casa das Garças e PhD em Economia pela Universidade de Yale.

* * *

“Insanity is to do everything all over again and expect different results.” Albert Einstein

Um observador da conjuntura econômica brasileira diria que três erros de análise se repetem com frequência. Primeiro: depois de fortes desvalorizações cambiais, a balança comercial não vai melhorar - porque o Brasil não é competitivo, as importações são inelásticas e etc. No entanto, após as desvalorizações cambiais nas últimas décadas, a balança comercial sempre melhorou. Segundo: depois de uma atuação firme da política monetária, a inflação não vai cair - por que há uma elevada indexação da economia, baixa potência da política monetária e etc. Acabamos de passar por essa fase e, mais uma vez, a inflação caiu depois de uma elevação convincente nos juros. Terceiro: depois de um processo de queda nos juros, a economia não vai retomar o crescimento. Nesse caso os argumentos são a baixa potência da política monetária, baixa produtividade e etc. É na fase do "terceiro erro" que estamos agora e é esse assunto que discutiremos a seguir.

A rápida queda da Selic de 14,25% para uma taxa em torno de 7% deve ser o ponto de partida para qualquer análise sobre o que nos espera à frente. A correlação entre juros e crescimento sugere que essa queda de juros pode levar a um crescimento do PIB em torno de 4% em 2018. Num ambiente de capacidade ociosa e desemprego, teremos um crescimento acelerado nos próximos anos com um custo inflacionário baixo. Não estamos falando em crescimento sustentado, assunto que voltaremos mais à frente.

De onde viria o crescimento nos próximos anos? Pelo lado do investimento produtivo, uma queda nos juros faz com que o valor presente dos fluxos de caixa futuros aumente imediatamente. Isso causa um efeito-riqueza na economia, levando a um estímulo do consumo. Um caso particular desse efeito-riqueza é a bolsa, que representa o valor de mercado das empresas existentes no Brasil. Se essas empresas ficam mais caras, aumenta o incentivo para que se criem novas empresas - ou seja, o investimento produtivo tende a subir. O aumento do consumo também pode vir pelo crédito.

Quando o emprego começa a se recuperar e a economia a crescer, o risco de concessão de crédito cai. Esse ambiente mais favorável, junto com um menor custo de oportunidade dos bancos (queda da Selic), incentiva a concessão de crédito. Os canais de transmissão da política monetária são muitos, e ilustramos apenas dois exemplos acima.

É importante distinguir entre uma provável reação forte do crescimento nos próximos dois anos (que é o que estamos prevendo) e um cenário de crescimento sustentado. Essa última hipótese vai depender das escolhas que o país fará nas eleições de 2018 e da agenda de reformas econômicas. É preciso garantir o equilíbrio fiscal e estimular a elevação do investimento produtivo.

Só dessa forma a oferta de bens e serviços crescerá em linha com a demanda, garantindo um crescimento sustentado. Caso contrário, teremos mais um episódio de surto de crescimento: depois de atingir a plena capacidade, o excesso de demanda pressionará a inflação e/ou o déficit em conta corrente, o que levará o Banco Central a subir os juros, voltando ao crescimento medíocre de sempre. Esse crescimento acelerado dos próximos anos é uma janela de oportunidade para fazermos essa transformação e escaparmos da definição de "insanidade" que vem caracterizando as escolhas das últimas décadas.

O provável surto de crescimento dos próximos anos também abre uma janela no campo fiscal. Hoje parece inevitável uma piora da dívida do governo como proporção do PIB. No entanto, a combinação de crescimento e juros reais pode ser mais positiva nos próximos anos. Com a forte queda nos juros nominais é provável que nos próximos dois anos o juro real seja em torno de 3%. Já o crescimento do PIB pode caminhar rumo a 4% em 2018. Portanto, nos próximos dois anos é possível ter um crescimento do PIB acima do juro real, o que não ocorre há várias décadas.

Ademais, com mais crescimento, será mais fácil atingir as metas fiscais com maior arrecadação de impostos. Ou seja, podemos ter um cenário de estabilidade da dívida nos próximos dois anos, ao contrário do consenso de uma trajetória explosiva. Obviamente, se nessa janela de oportunidade não forem adotadas as reformas que mencionamos anteriormente, os juros voltarão a subir, o crescimento declinará e o déficit fiscal primário voltará a piorar.

Hoje parece claro que a janela de oportunidade é temporária, e que consiste numa trégua para que as bases de um crescimento sustentado sejam preparadas. O grande risco é que, quando esse cenário positivo aflor, a leniência volte a imperar. O mercado e a sociedade tendem a tomar o passado recente e extrapolá-lo para o futuro. Da mesma forma que hoje um cenário de crescimento mais forte é visto com reticência, não podemos descartar que daqui a dois anos o crescimento (temporário) forte seja erroneamente extrapolado para o futuro. Se isso acontecer, e as reformas não forem feitas, voltaremos ao fraco crescimento brasileiro das últimas décadas.

Falamos de janelas de oportunidade e certamente a maior delas é a que vem sendo propiciada pelo excesso de liquidez internacional. Estamos vivendo o melhor momento da política monetária global: a deflação e recessão ficaram para trás e a inflação ainda é baixa o suficiente para permitir uma reação moderada dos bancos centrais. Dada a cautela com que os bancos centrais vem se movendo, é possível que se passem meses, ou anos, até que se faça sentir o efeito da redução da liquidez sobre os mercados. Mas o ponto importante é que os bancos centrais já começaram a caminhar na direção de fechar essa janela. No futuro não muito distante não teremos um ambiente internacional tão favorável para tomada de risco, e em particular para países emergentes, como o que temos agora.

Fonte: Valor Econômico