

## *Incertezas adiam retomada econômica*

### Sumário Executivo

- O governo Bolsonaro apresentou no último dia 20 de fevereiro sua proposta de reforma da previdência. O impacto fiscal estimado nos primeiros 10 anos de sua vigência alcançaria R\$ 1,1 trilhão. Ao longo de 20 anos, esse valor chegaria a R\$ 4,5 trilhões.
  - Embora incapaz de eliminar o déficit previdenciário, a proposta desenvolvida pela equipe do ministro Paulo Guedes é inegavelmente abrangente e ambiciosa. Basta dizer que a reforma proposta pelo governo Temer ao final de 2016 previa um impacto fiscal de R\$ 850 bilhões em 10 anos. Além do aspecto financeiro, ela tem o mérito de atacar enormes distorções existentes tanto no regime geral (composto majoritariamente pelos trabalhadores do setor privado) como (e principalmente) nos vários regimes do funcionalismo público em suas três esferas.
  - Outro ponto de grande relevância na proposta recém encaminhada ao Congresso Nacional é o da chamada desconstitucionalização das regras previdenciárias. Se aprovada, permitiria fazer ajustes se e quando necessários de forma mais ágil e fácil, uma vez que exigiria um quórum menor para sua aprovação pelo Congresso. Significaria também convergir ao padrão internacionalmente dominante, em que tais regras são definidas por comandos infraconstitucionais.
  - Embora o grau de conscientização da sociedade quanto à insustentabilidade do quadro atual da previdência tenha aumentado no passado recente, ele é e sempre será um tema espinhoso do ponto de vista político, pois implica em impor perdas em relação às expectativas de direito da sociedade como um todo ou de determinados segmentos em particular. Importante ter em mente que alguns dos grupos que desfrutam de benefícios previdenciários bastante superiores à média da população são bastante vocais e/ou têm uma sobrerrepresentação no Congresso (*vis à vis* sua participação na população), o que *a priori* pode limitar as chances de aprovação de algumas das medidas propostas.
  - Por isso, é mais que razoável esperar que a emenda constitucional recém encaminhada seja atenuada em seu impacto fiscal durante a tramitação no Congresso.
- Como parte de um valor inicial expressivo, pode mesmo assim chegar ao seu final com uma economia ainda relevante. Será, contudo, um caminho demorado e tortuoso, fruto, entre outros fatores, de um começo hesitante na relação do executivo com sua potencial base de apoio no Congresso.
- A perspectiva de uma tramitação lenta, por seu turno, impacta negativamente o processo de retomada da atividade econômica. Seja porque limita o avanço de outras pautas que poderiam ampliar a produtividade da economia brasileira, ao concentrar as atenções e o capital político do governo, seja porque os agentes econômicos tendem a postergar planos mais ambiciosos de investimento ou consumo à falta de uma maior clareza de como se dará a solução para o nosso gravíssimo problema fiscal.
  - Além disso, dificilmente poderemos contar com o impulso da economia externa no futuro próximo. No início de 2018, o crescimento da economia de diversos países se encontrava perto dos melhores níveis pós-crise financeira, acima dos respectivos potenciais de longo prazo na maior parte dos casos. Ainda que alguma normalização fosse esperada, desde os últimos meses do ano passado a desaceleração do crescimento global ganhou velocidade inesperada. Têm sido notáveis tanto a intensidade como a amplitude geográfica das revisões, para baixo, das expectativas de crescimento.
  - A economia americana ainda mostra um certo vigor, mas seu melhor momento claramente já ficou para trás, reflexo tanto do aperto monetário do passado recente como do fim dos efeitos benignos do impulso fiscal do final de 2017/início de 2018. Os países europeus, por seu lado, sentem com maior intensidade o recuo do fluxo de comércio global, na medida em que estão entre os mais abertos do mundo. Enfrentam também desafios domésticos e regionais, entre eles, o *Brexit* e o recrudescimento do risco soberano na Itália.
  - Entre os emergentes, a desaceleração da China é intensificada pelas incertezas associadas à disputa comercial com os EUA, e, na Argentina, importante parceiro comercial brasileiro, a sombra da indefinição eleitoral provavelmente dificultará a saída da recessão que o país enfrenta desde o ano passado.

- O denominador comum de todos esses casos, Brasil incluído, é um quadro de enorme incerteza, o que acentua a desaceleração econômica global e, no caso doméstico, posterga a retomada mais acelerada da atividade. Com a eventual aprovação da reforma da previdência no segundo semestre deste ano (hipóteses de aprovação ainda nesta primeira metade do ano soam cada vez mais irreais), é possível que um ritmo mais forte de crescimento seja adiado, ficando mais claro apenas em 2020.
- Esse quadro de incerteza, traduzido por um início de ano bastante letárgico, nos leva a revisar a projeção de crescimento do ano de 2,2% para 1,8%, insuficiente, por seu turno, para promover uma recuperação mais relevante do mercado de trabalho no futuro próximo.
- Se há algo de positivo nesse cenário é a manutenção de um comportamento benigno dos índices de preços, provavelmente ficando abaixo, novamente, do centro da meta de inflação, definida em 4,25% para este ano. Com isso, o início da normalização dos juros, que esperávamos começar ao final deste ano, deve ser postergado para o início de 2020.

### Cenário Nacional e Internacional

O governo Bolsonaro apresentou no último dia 20 de fevereiro sua proposta de reforma da previdência. Optou-se por abandonar a proposta do governo Temer, que já havia passado pelas comissões da Câmara dos Deputados, e, ao fazer isso, abriu mão de tempo valioso de tramitação, em favor de uma reforma com a marca integral do novo governo.

Se aprovada sem modificações pelo Congresso, o impacto fiscal estimado para os primeiros dez anos de sua vigência alcançaria R\$ 1,1 trilhão. Ao longo de 20 anos, esse valor chegaria a R\$ 4,5 trilhões, à medida que aumenta a proporção de aposentados sob o novo regime.

Por mais potente que seja, esse valor não é capaz de cobrir integralmente o nosso passivo previdenciário e eliminar de uma vez por todas a questão do déficit da previdência do debate sobre as contas públicas nacionais. Ainda assim, a proposta elaborada pela equipe do ministro Paulo Guedes é inegavelmente ambiciosa e abrangente.

Sobre a ambição, basta dizer que a reforma proposta pelo governo anterior, ao final de 2016, previa um impacto fiscal de R\$ 850 milhões em dez anos e, depois de passar pela Comissão Especial da Câmara dos Deputados, alcançava R\$ 550 bilhões.

A respeito de sua abrangência, para além do aspecto financeiro, a proposta tem o mérito de atacar enormes distorções existentes tanto no regime geral (composto majoritariamente pelos trabalhadores do setor privado)

como (e principalmente) nos vários regimes do funcionalismo público em suas três esferas de governo.

O mote político da reforma tem sido, acertadamente, o de combate a privilégios. Nesse sentido, seus formuladores cobram maior contribuição daqueles que hoje são mais agraciados pelo regime vigente, ou tem melhores condições de acomodar revisão mais contundente de benefícios. Um exemplo é a redução da alíquota de trabalhadores que ganham um salário mínimo, de um lado, combinada com o aumento da alíquota de servidores públicos cujo benefício será maior que o teto do regime geral, de outro.

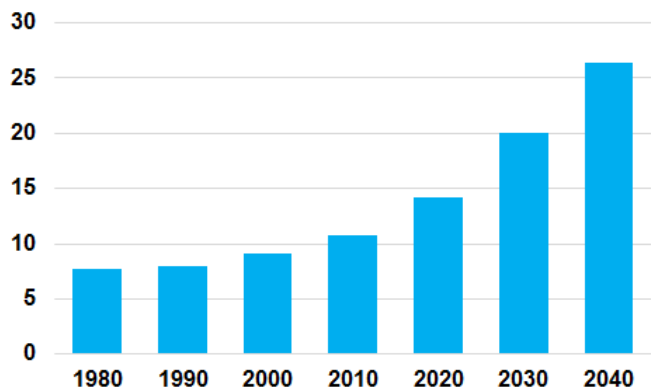
Outro exemplo nesse sentido é a estipulação da idade mínima de 65 anos, próxima à idade média de aposentadoria dos mais pobres, postergando a idade de aposentadoria de trabalhadores com salários maiores, cuja aposentadoria hoje, por tempo de contribuição, se dá ao redor dos 55 anos. É evidente que uma reforma compatível com a profundidade da nossa crise fiscal terá que impor condições mais duras sobre todos. Sob essas condições, portanto, é louvável que a proposta do governo procure salvaguardar os mais vulneráveis.

Outro ponto de grande relevância é o da chamada desconstitucionalização das regras previdenciárias. Hoje, mesmo alterações simples nos parâmetros de aposentadorias são matéria constitucional, em particular no que diz respeito aos regimes próprios dos servidores públicos. Se aprovada, a reforma permitiria fazer ajustes se e quando necessários de forma mais ágil e fácil, sem a necessidade do quórum qualificado exigido para aprovar emendas à Constituição.

Significa dizer que, por exemplo, quando mais uma vez constatarmos que a expectativa de sobrevida se elevou, a maioria simples do Congresso Nacional teria condições de elevar a idade mínima, e não os três quintos exigidos hoje para sequer estipular uma idade mínima. Se aprovada, o que julgamos pouco provável, essa desconstitucionalização representaria uma convergência ao padrão internacionalmente dominante, em que as regras que determinam os parâmetros previdenciários são definidas por comandos infraconstitucionais.

O regime previdenciário vigente, de repartição, em essência é um programa de transferência intergeracional de renda. Sob essa ótica, seria perfeitamente plausível que as condições de emissão dos benefícios se alterassem sempre que se modificassem as suas condições de financiamento.

Essas condições, por sua vez, são ditadas majoritariamente pelo perfil demográfico da população e pelas condições do mercado de trabalho (especialmente no que diz respeito ao grau de formalização), e é evidente que ambas, sobretudo a primeira, mudaram bastante desde que o regime atual foi implementado.

**Gráfico 1: População com 65 anos ou mais como proporção da população entre 15 e 64 anos (%)**

Fonte: IBGE.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

O tema, até pouco tempo atrás restrito a especialistas, tem sido exposto para a população de maneira mais enfática desde 2016, e durante as eleições foi discutido pelos então candidatos à Presidência. Com efeito, o grau de conscientização da sociedade quanto à insustentabilidade do quadro aumentou no passado recente. Entretanto, revisões na previdência são e sempre serão um tema espinhoso do ponto de vista político, pois implicam em impor perdas em relação a uma expectativa de direito da sociedade como um todo, ou de determinados segmentos em particular.

Agrava esse quadro o fato de que alguns desses grupos, que disfrutam de benefícios superiores à média, são melhor organizados que o restante da população, sendo bastantes vocais para defender seus interesses e/ou tendo uma sobre-representação no Congresso Nacional (*vis à vis* sua participação na população), o que *a priori* pode limitar as chances de aprovação de algumas medidas propostas.

Combinando a resistência pré-existente do público em geral à maior organização desses grupos de interesse, é mais que razoável esperar que a emenda constitucional recém encaminhada seja atenuada em seu impacto fiscal durante a tramitação no Congresso. Tomando como referência a proposta do governo Temer, a taxa de desidratação foi da ordem de 35% – de uma proposta original com economia equivalente a R\$ 850 bilhões, para os R\$ 550 bilhões saídos da Comissão Especial.

No caso da proposta de Bolsonaro, como ela parte de uma economia inicial de R\$ 1,1 trilhão, mesmo que se registre uma diluição semelhante à observada sobre a proposta Temer, ela ainda geraria uma economia relevante, embora aquém da necessária ou desejável.

Seu progresso no Congresso deverá ser demorado e tortuoso, percorrendo diversas fases preliminares nas duas casas legislativas antes das duas votações em cada uma delas: Comissão de Constituição, Justiça e

Cidadania (CCJC) e Comissão Especial na Câmara dos Deputados e CCJC do Senado Federal. Um começo hesitante na relação do Executivo com sua potencial base de apoio no Legislativo, a propósito, não contribuiu para a celeridade desse processo. A perspectiva de uma tramitação lenta, por seu turno, impacta negativamente o processo de retomada da atividade econômica.

De um lado, a condução da reforma concentra atenções e consome capital político do governo, o que impede, ou no mínimo dificulta, o avanço de outras pautas que poderiam ampliar a produtividade da economia brasileira (entre outras, a reforma tributária, o avanço das concessões e privatizações ou ainda a agenda ampliação de abertura comercial).

De outro, os agentes econômicos, sejam famílias ou empresas, tendem a postergar planos mais ambiciosos de consumo ou investimento num ambiente de incerteza, cuja fonte principal é a ausência de maior clareza sobre como se dará a solução para o nosso gravíssimo problema fiscal.

**Gráfico 2: Atividade Econômica e Índice de Incerteza Econômica (Var. em 12 meses)**

Fontes: FGV, IBGE.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

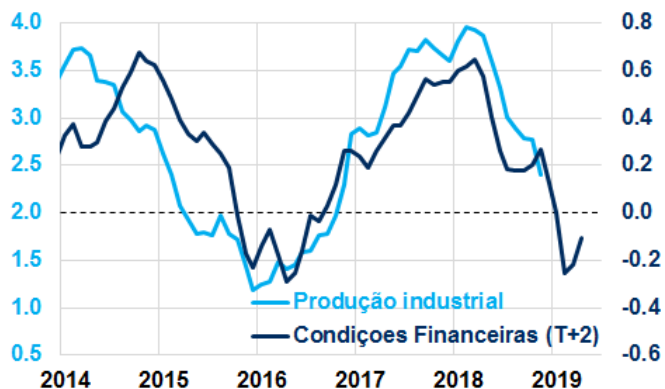
Como se não bastassem os fatores domésticos de incerteza, o cenário externo tampouco promete ajudar no processo de retomada mais rápida da atividade econômica, representando uma mudança importante em relação às condições vigentes durante os primeiros meses do ano passado.

Naquele momento, o crescimento do PIB global projetado pelo FMI era de 3,9% tanto para 2018 como 2019, valores superiores à média anual de 3,5% observada desde 1980. Tão ou mais importante que velocidade da expansão, porém, era o fato de que àquela época, o crescimento era generalizado entre as diversas regiões do globo, levando muitos países a exibir taxas de crescimento superiores ao seu potencial de longo prazo.

Em janeiro último, contudo, o FMI reduziu para 3,7% e 3,5% as estimativas para o crescimento de 2018 e 2019, respectivamente. Além do próprio padrão típico da

instituição em relação ao processo de revisão de suas estimativas, vários sinais recentes sugerem que outros movimentos na mesma direção ocorrerão nos meses seguintes.

**Gráfico 3: Produção industrial global (var.% em 12 meses) e Condições financeiras globais (índice)**



Fontes: CPB, PSI.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Indicadores que refletem sobretudo expectativas de empresas e consumidores têm evidenciado intensa desaceleração entre as principais economias do globo no passado recente, e as divulgações mais recentes dos indicadores que reportam as condições efetivas da economia, tais como produção industrial e vendas do varejo, estão seguindo a trilha sugerida pelo primeiro grupo de indicadores.

A recente divulgação do PIB americano referente ao último trimestre de 2018 mostra uma economia ainda vigorosa, compatível com uma taxa de desemprego próxima ao seu mínimo histórico. Entretanto, o melhor momento da economia americana claramente já ficou para trás, à medida em que os efeitos benignos do impulso fiscal promovido no início de 2018 vão desaparecendo, dando lugar aos efeitos contracionistas do aperto monetário realizado ao longo dos três anos anteriores.

Uma importante evidência desse cenário é a drástica mudança de postura por parte do *Federal Reserve* no passado recente. Até fins de 2018, a instituição vinha implementando uma trajetória gradual, porém firme, de elevação dos juros básicos nos Estados Unidos, ao passo que retirava os estímulos monetários não convencionais que foram lançados para debelar os impactos da crise financeira.

Já nos primeiros meses de 2019 o Banco Central americano interrompeu os planos de novas elevações dos juros e passou a considerar uma parada antecipada da retirada dos estímulos mencionados. Além disso, seus diretores se mostram cada vez mais preocupados com os riscos para atividade doméstica, e já discutem planos de ação alternativos para enfrentar uma nova recessão, visto que as taxas de juros tão próximas de zero

dificultam a aplicação dos instrumentos convencionais de política monetária.

Os países europeus, por seu lado, sentem com maior intensidade o recuo do fluxo de comércio global, na medida em que estão entre os mais abertos do mundo (tanto no tocante aos fluxos comerciais de bens e serviços, como no que diz respeito aos fluxos de capitais).

**Gráfico 4: Europa - Produção industrial (Var. % em 12 meses)**

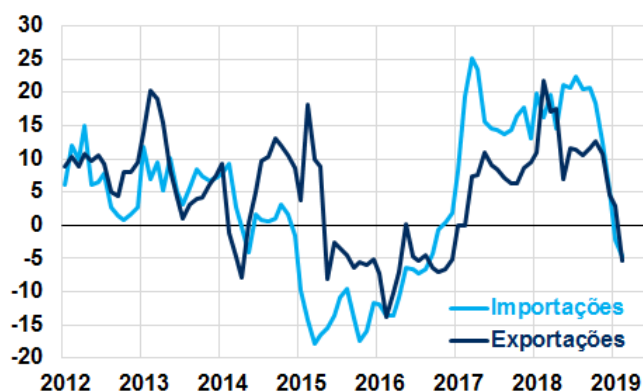


Fontes: Eurostat.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Não por acaso, o Banco Central Europeu recentemente revisou para baixo as expectativas de crescimento para o continente, postergou os planos de normalização da taxa básica de juros (atualmente em zero) e anunciou medidas que visam relaxar as condições financeiras. Além das influências de um ambiente internacional menos favorável, questões regionais também pioram as condições de crescimento daquele continente, com destaque para o *Brexit* e o recrudescimento do risco fiscal na Itália.

**Gráfico 5: China – Comércio exterior (Var. % em 12 meses)**



Fontes: Bloomberg.

Elaboração: Porto Seguro Investimentos

Entre os emergentes, a China vem apresentando taxas de crescimento declinantes nos últimos anos, em virtude da transição de uma economia até recentemente voltada majoritariamente para o investimento em ativos fixos e as



exportações e que agora busca um maior protagonismo do consumo interno. Recentemente, a elevação das tensões em sua relação com o EUA, simbolizadas pela disputa comercial (mas que certamente vão além desse tema, incluindo itens mais complexos como o respeito à propriedade intelectual) têm acentuado o movimento de declínio no ritmo de expansão. Nesse sentido, é preocupante o fato de que medidas de cunho monetário e fiscal empenhadas recentemente pelo governo chinês venham produzindo até aqui efeitos muito modestos em relação ao objetivo de controlar o processo de desaceleração de sua economia.

Em meio a esse quadro mais desafiador vivido pelas principais economias do planeta, a Argentina merece uma menção particular, à medida em que, embora não tenha grande representatividade em termos globais, é um importante parceiro comercial brasileiro. Sua economia encontra-se em recessão desde meados de 2018 e os efeitos já são sentidos na produção industrial brasileira.

Condições financeiras apertadas (forte desvalorização cambial e elevada taxa de juros básicos) e a indefinição quanto ao resultado da eleição presidencial marcada para o final de outubro próximo provavelmente dificultarão a retomada de crescimento do país no curto prazo, o que exerce pressão para baixo no crescimento brasileiro através de menores exportações (e produção) de bens manufaturados.

O denominador comum em todos esses casos, Brasil incluído, é um quadro de enorme incerteza. Sem maior clareza sobre as condições econômicas globais futuras, e perspectivas de respostas potencialmente insuficientes no âmbito monetário ou fiscal das principais economias, os agentes econômicos revisam seus planos de produção e consumo, o que acentua a desaceleração econômica global.

No caso doméstico, a consequência é a postergação da aceleração do ritmo de crescimento da atividade. O prazo de tramitação da recém apresentada PEC (proposta de emenda constitucional) da Previdência sugerido pelo regimento interno de cada uma das duas casas do Congresso Nacional aponta para um período de pelo menos quatro meses. E, como as lideranças partidárias não cansam de nos lembrar, o prazo relevante não é o regimental, mas o político, que está associado à negociação e convencimento de pelo menos 308 deputados e 49 senadores em favor da proposta.

Uma vez que ainda não temos sequer a instauração das comissões permanentes (entre elas, a CCJC), hipóteses de aprovação da reforma ainda nesta primeira metade do ano soam cada vez mais irreais. Com a eventual aprovação apenas no segundo semestre, é possível que o ritmo mais forte de crescimento somente se materialize ao final deste ano, ficando mais evidente apenas em 2020.

O que parece ficar mais claro é que o crescimento médio de 2019, lamentavelmente, está irremediavelmente comprometido por um início de ano ainda letárgico. O crescimento do PIB neste ano, até então projetado por nós em 2,2%, provavelmente não ultrapassará a casa de 1,8% – fruto das enormes incertezas de caráter doméstico e externo.

Sob tamanha indefinição e fraqueza da atividade, não se pode esperar uma recuperação relevante do mercado de trabalho no futuro próximo, sobretudo no setor formal. Conseqüentemente, é plenamente razoável esperar a manutenção de um comportamento benigno dos índices de preços, em particular o IPCA, que provavelmente ficará, pelo segundo ano consecutivo, abaixo do centro da meta de inflação, definida em 4,25% para 2019.

Esse quadro de menor vigor da recuperação da atividade (que produz um fechamento mais lento do chamado hiato negativo do PIB) certamente gera consequências sobre a evolução da política monetária. Sem maiores pressões inflacionárias no futuro próximo, a elevação da taxa básica de juros (Selic) pode ser adiada. Até então esperávamos o início desse processo no último trimestre de 2019. Agora antevemos o começo do ciclo de alta em 2020.

#### Quadro de projeções

		2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB	var. acum. %	-3.5	1.0	1.1	1.8	2.8
IPCA	var. acum. %	6.3	3.0	3.7	3.8	4.0
Câmbio	R\$/US\$, dez	3.26	3.31	3.88	4.00	4.00
Selic	%, dez	13.75	7.00	6.50	6.50	8.50

(p): projeções

**José Pena**

Economista-Chefe

[jose.pena@portoseguro.com.br](mailto:jose.pena@portoseguro.com.br)

**Bruno Campos**

Economista

[bruno.campos@portoseguro.com.br](mailto:bruno.campos@portoseguro.com.br)

**Porto Seguro Investimentos**

Alameda Ribeiro da Silva, 275 - 1º andar - São Paulo - SP  
01217-011

Central de Atendimento: (11) 3366-3370

SAC: 0800-727-2763

SAC para deficientes auditivos: 0800-727-8736

Ouvidoria: 0800-727-1184

[porto.investimentos@portoseguro.com.br](mailto:porto.investimentos@portoseguro.com.br)

[www.portoseguro.com.br/investimentos](http://www.portoseguro.com.br/investimentos)

**Considerações Legais:** A Porto Seguro Investimentos é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Seguro Investimentos de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material.