

A semana trouxe importantes notícias, tanto na parte econômica quanto política. No primeiro caso tivemos a divulgação da Ata da última reunião do COPOM, reforçando a expectativa de que os juros serão reduzidos novamente em 1,00 p.p. na próxima reunião. Já no âmbito político, finalmente, a questão da denúncia contra o presidente Michel Temer (ao menos a primeira) foi tirada da pauta do Congresso, abrindo espaço para que este volte a se debruçar sobre o que realmente interessa, notadamente, a Reforma da Previdência. Portanto, vamos usar o Opinião de hoje para discutir como esses acontecimentos podem impactar as expectativas dos agentes econômicos para os próximos meses.

Apesar de não trazer grandes alterações com relação ao que já havia sido escrito no comunicado pós-reunião, a Ata divulgada nessa semana acabou surpreendendo, não pelo que disse, mas, exatamente, pelo que deixou de dizer.

Segundo a nossa expectativa, o BCB poderia sinalizar, de forma mais contundente, que, quanto mais próximo do fechamento do ciclo, mais conservador poderia ser o ritmo de queda dos juros. Entretanto, ele manteve o parágrafo referente a esse assunto exatamente igual ao da Ata anterior: *“O Comitê entende que, para uma dada estimativa da extensão do ciclo, o ritmo de flexibilização depende do estágio do ciclo em que a política monetária se encontra, sem necessariamente refletir mudanças no seu cenário básico ou no balanço de riscos.”*. Para completar, deixou claro que, nesse momento, a manutenção da queda no ritmo de 1,00 p.p. seria a apropriada, enfraquecendo ainda mais a questão da proximidade do fim do ciclo: *“Debateu-se a conveniência de se sinalizar flexibilização adicional de mesma magnitude da adotada nesta reunião, versus uma flexibilização mais moderada. Concluíram por sinalizar, para a próxima reunião do Copom, uma possível flexibilização de mesma magnitude da adotada nesta reunião, mas que dependerá da permanência das condições descritas no cenário básico do Copom e de estimativas da extensão do ciclo.”* (grifo nosso)

Juntando as duas informações, temos as seguintes expectativas para os próximos passos da política monetária: uma queda de 1,00 p.p. (de 9,25% a.a. para 8,25%a.a.) dos juros na próxima reunião do COPOM (06/09) e um patamar de 7,75% a.a. para a Selic ao final do ano. Podemos, ainda, colocar duas qualificações nessas projeções. A primeira é que, se esse patamar de juros não se verificar, a tendência, nesse momento, seria de que o número fosse inferior a esse e não superior. A segunda, é que não acreditamos na ideia do BCB reduzindo os juros para níveis próximos a 7,00% a.a. nesse ano, mas voltando a eleva-los ao longo de 2018. Nas nossas projeções, novas elevações viriam apenas em 2019, a não ser que haja uma deterioração muito forte do câmbio ao longo de 2018, colocando em risco a meta de 2019.

A rejeição da denúncia da Procuradoria Geral da União (PGR) contra o presidente Michel Temer pela Câmara se, não pode ser considerada uma surpresa, não deixou de ser surpreendente.

Não foi uma surpresa porque o número de deputados necessários para dar prosseguimento à denúncia era extremamente elevado (342 em um universo de 513 deputados), mas foi surpreendente porque, para quem era dado como “morto” antes do recesso parlamentar, angariar 263 votos para se “salvar”, nos parece um feito e tanto. Tirada essa questão do caminho, o mercado saiu da sua letargia política e voltou a se interessar na contabilização das chances de aprovação da Reforma da Previdência. Mas, antes de entrar nessa questão em si, vamos lembrar da importância do tema para as contas públicas brasileiras.

Vamos começar a discussão recordando que foi aprovada no ano passado a PEC 95/2016, que instituiu um teto para os gastos do Governo. Segundo a nova regra, o crescimento das despesas de um ano seria limitado à inflação acumulada em 12 meses, apurada até o mês de junho do ano anterior. Portanto, para 2018, o Governo não poderia gastar mais do que as

despesas de 2016 acrescidas da inflação até junho de 2016 e 2017 (7,2% e 3,0%, respectivamente).

Um dos pontos mais discutidos nas últimas semanas é a mudança ou não da meta fiscal para esse ano e para o próximo. Interessante notar que essa discussão não tem nenhuma relação direta nem com a questão do teto, nem com a da Reforma da Previdência, mas implicações indiretas importantes sobre ambas. O primeiro ponto é que teremos problemas para cumprir a meta de superávit primário de R\$ 129 bilhões para o ano que vem, não pelas dificuldades em se adequar ao teto dos gastos (até porque isso é mandatório), mas devido as questões referentes à receita. O segundo ponto, é que as mudanças da Reforma da Previdência só começariam a fazer um efeito mais relevante sobre os gastos, a partir de 2019. Então, por que estamos misturando os dois assuntos? Porque, se não tem relação contábil direta, tem uma grande relevância em termos de formação de expectativa.

Ao mudar as metas para esse ano e para o próximo, estamos piorando um cenário de curto prazo que já é ruim, ou seja, o ponto de partida para qualquer cálculo de solvência da dívida piora. Entretanto, se os agentes olharem isso apenas como uma mudança de nível, mas não de trajetória, o impacto poderia ser absorvido. Ou seja, o Governo poderia colocar metas de déficit primário mais altas, sem grandes impactos sobre os ativos brasileiros e/ou um aumento na probabilidade de novo rebaixamento da nota brasileiras dada pelas agências de rating. Seria como trocar uma âncora de curto prazo por uma âncora de longo prazo. O problema é que, atualmente, podemos ficar sem nenhum dos dois. Mas qual é a probabilidade de mudança na meta? Infelizmente alta. Para esse ano, a meta de R\$ 139 bilhões do Governo Central, dificilmente será alcançada. Para chegar a ela, o Ministério da Fazenda aumentou o PIS/Cofins sobre os combustíveis, que poderia arrecadar R\$ 10,4

bilhões e aumentou o contingenciamento de R\$ 39 bilhões para R\$ 45 bilhões, ou seja, o tamanho do desafio é mais ou menos a soma desses dois, R\$ 16,4 bilhões. O problema, claramente, tem sido as receitas. Além das frustrações usuais com o nível de atividade, o Governo teve que abrir mão de R\$ 500 milhões do PIS/Cofins sobre o etanol por questões legais, arrecadou R\$ 1,6 bilhões com a nova rodada de repatriação, ao invés dos R\$ 2,9 bilhões esperados e, se o TCU não reverter as restrições feitas à nova licitação das hidrelétricas da CEMIG, terá uma redução dos R\$ 11 bilhões esperados nessa operação. Por outro lado, temos vários exemplos de que como o atual contingenciamento não parece sustentável, algo terá que ser descontingenciado até o final do ano. Nesse cenário, parece certa uma mudança na meta, tanto para esse ano, quanto para o ano que vem. No caso de 2018, o problema, como já comentado, vem do lado da receita, mas para 2017, acreditamos em um motivo determinante. Mantendo a meta para esse ano e aumentando a do o ano que vem, a sinalização de redução do déficit fica comprometida. Como o aumento do próximo ano parece inevitável, pode-se fazer isso mantendo-se a indicação de queda do rombo fiscal. Além disso, para minimizar o impacto negativo dessa medida, dado que não temos a âncora da Reforma da Previdência, a alteração para o ano que vem deverá vir acompanhada de medidas duras pelo lado das despesas, como o fim do abono salarial e o adiamento do aumento do funcionalismo público.

Entretanto, tudo isso, inclusive a questão dos juros, será inócuo, se não aprovarmos a Reforma da Previdência. Pode-se notar que não falamos dela ao considerarmos os resultados de 2017 e 2018. Isso porque, para esses anos, a combinação teto dos gastos/déficit da previdência, não será ainda restritiva, mas a partir de 2019 e, de forma inexorável, em 2020, sim. Isso significa que sem a Reforma, ou se vai desistir do teto, ou os gatilhos instituídos na lei serão acionados, como a proibição de aumento do salário mínimo, de reajustes para os funcionários públicos e de novas contratações e a demissão de servidores sem estabilidade.

Ou seja, a questão da Reforma da Previdência, não seria um avanço, mas o caminho para se evitar um retrocesso. A boa notícia é que, nesse momento, apenas a passagem da idade mínima com a regra de transição próxima da que está no projeto, já seria suficiente para resolver boa parte do problema, significando que há espaço para negociação no Congresso. A má notícia é que o governo que entrar em 2019, seja ele qual for, terá que colocar a mão em outro vespeiro, a desvinculação dos benefícios previdenciários do salário mínimo. Para ver isso, basta notar que 45% dos gastos da previdência estão associados diretamente ao salário mínimo (64% do número de benefícios) e que estes representam quase 50% dos gastos totais do Governo. Ou seja, tendo algo em torno de 25% dos gastos crescendo acima do que crescerá o teto destes, fica fácil ver que, em algum momento, todo o limite seria utilizado com a Previdência Social (isso nem entrando no mérito dos efeitos indiretos do aumento do Salário Mínimo em termos de aumento do número de beneficiários, nem na questão demográfica).

Aqui entra a vitória de Temer na Câmara nessa semana. Como vimos acima, o teto dos gastos é incompatível com a atual trajetória das despesas previdenciárias e a ausência do primeiro é incompatível com a retomada, tanto do equilíbrio fiscal, quanto de uma trajetória crível para a dívida pública brasileira. Portanto, qualquer evento que aumente a probabilidade de aprovação dessa Reforma é bem-vindo e, é nesse caso, que se encaixa a votação de 4ª feira.

A conta que o mercado vem fazendo depois da votação da denúncia é que, a base de Temer poderia chegar a algo entre 310 e 320 votos, ou seja, há potencial para alcançar os 308 votos necessários para aprovar a Reforma. Para chegar a esse número, contabiliza-se os 263 votos efetivos que Temer teve, com as 19 ausências, as 2 abstenções, os 21 membros do PSDB e os 6 do DEM que foram contra Temer, mas votariam pela Reforma, totalizando 311 votos. Ou

seja, se ainda parece difícil, pelo menos, deixou de ser impossível como parecia logo após a delação de Joesley Batista em maio.

A conclusão a que chegamos é que o cenário parece mais favorável para a economia brasileira nesse início de agosto do que parecia no início de junho ou mesmo de julho. Os ativos brasileiros ainda estão performando bem, o BCB mostrou que há espaço para que os juros alcancem níveis mais baixos do que os anteriormente precificados e os últimos acontecimentos políticos trouxeram de volta a esperança de que a Reforma da Previdência possa ser aprovada. Agora só nos resta observar qual será o comprometimento da classe política com a estabilidade econômica, torcendo para que Henry Kissinger esteja certo ao dizer: “A ausência de alternativas clarifica maravilhosamente a mente”.

Este material possui cunho meramente informativo, não constituindo qualquer tipo de oferta, convite, proposta ou aconselhamento por parte do Banco ABC Brasil S.A. ("Banco") aos seus destinatários para quaisquer fins, inclusive, mas não limitado, à contratação ou não de operações financeiras, negócios ou investimentos, bem como quanto ao desenvolvimento por estes, ou não, de quaisquer estratégias correlatas. O envio deste material aos seus destinatários se dá de forma gratuita e por mera liberalidade do Banco, não se configurando como qualquer tipo de produto ou prestação de serviços por parte deste, ao qual fica reservado o direito de descontinuar o envio destas informações a qualquer tempo e sem qualquer tipo de aviso prévio a seus destinatários. As informações contidas neste material foram obtidas de fontes públicas e consideradas razoavelmente apuradas na data de sua divulgação. O Banco não confere aos destinatários deste material qualquer espécie de garantia, direito ou pretensão no que se refere às informações ora apresentadas, bem como quanto à sua exatidão, completude, isenção, confiabilidade ou atualização. Quaisquer decisões, contratações, investimentos, negócios ou estratégias, relacionadas ou não às informações ora apresentadas, deverão ser adotadas, efetuadas ou desenvolvidas pelos destinatários deste material exclusivamente de acordo com seus critérios de avaliação próprios e sob sua integral responsabilidade, com base nas informações por estes obtidas de forma independente e de acordo com a análise e opinião de seus consultores, analistas e administradores próprios. O Banco não será responsável, perante os destinatários deste material ou quaisquer terceiros, por qualquer forma de utilização das informações ora apresentadas, bem como por quaisquer perdas diretas, indiretas ou quaisquer tipos de prejuízos e/ou lucros cessantes que possam ser decorrentes do uso deste conteúdo. Este material e as informações dele constantes somente poderão ser reproduzidos, divulgados ou redistribuídos com a expressa anuência por escrito do Banco. Este material não se constitui, e não deve ser interpretado, para quaisquer fins, como relatório de análise nos termos do artigo 1º da Instrução CVM n.º 483, de 06 de Julho de 2010.