POPULISMO FISCAL APERTA CONDIÇÕES FINANCEIRAS E CONTRATA PIBINHO PARA 2022

COMENTÁRIO MACRO

ASA INVESTMENTS

A incerteza fiscal e o rumo da agenda de reformas propostas pelo governo têm contribuído para a piora dos mercados, apertando as condições financeiras. As repetidas investidas contra a responsabilidade fiscal e o teto de gastos, elevando os juros futuros e dólar, e derrubando a bolsa, conspiram a favor de uma atividade menor sobretudo em 2022. Nossa expectativa de crescimento de 2,0% para 2022 pode, nesse contexto, ser revista para o intervalo de 1,0 a 1,5%. Seria importante nesse momento um sinal inconteste do governo de compromisso com a disciplina fiscal por parte do governo, abandonando a reforma do IR, desistindo de parcelar os precatórios e contendo a expansão do programa Bolsa Família dentro do teto de gastos.

POPULISMO FISCAL APERTA CONDIÇÕES FINANCEIRAS E CONTRATA PIBINHO PARA 2022

COMENTÁRIO MACRO

Em nosso comentário anterior, destacamos o caráter inoportuno da PEC dos precatórios e da incerteza com ela criada quanto à trajetória fiscal e credibilidade do Tesouro Nacional. Defendemos solução alternativa que não passasse pela criação do fundo de ativos e pelo parcelamento, mesmo que, excepcionalmente, houvesse algum espaço extra teto, de preferência de forma temporária. A incerteza fiscal também foi agudizada pelos rumos da reforma tributária, aumentando perdas de receita, e pela pressão para a ampliação do gasto social via ampliação do Bolsa Família.

O elevado grau de incerteza tanto em relação aos rumos da política fiscal quanto ao destino de reformas mal desenhadas (tributária e precatórios) causou substancial aperto de condições financeiras. Com o dólar mais alto, bolsa em queda e elevação dos juros de longo prazo (vencimentos mais longos já em dois dígitos), criou-se um viés negativo para o crescimento econômico, sobretudo para o ano que vem.

A perda de confiança na estratégia fiscal do governo não é de hoje. Teve início há um ano quando, com a popularidade em alta em decorrência do auxílio emergencial, o governo passou a flertar com iniciativas de populismo fiscal, ora buscando espaço para aumento dos investimentos fora do teto, ora tentando prorrogar o Orçamento de Guerra para 2021. O stress do mercado e a negativa do então Presidente da Câmara, Rodrigo Maia, em prorrogar o decreto de calamidade acabaram por bloquear as iniciativas fura teto.

Mas a partir da mudança da Presidência da Câmara e da nova base de apoio do governo no Congresso, os problemas voltaram. Ressurgiram, na votação da Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2021, pressões para gastos extra teto, com a proposta de exclusão do Bolsa Família de seus limites. Houve ainda enorme desgaste a partir do crescimento muito significativo das emendas parlamentares (sobretudo as de relator), indicando o custo expressivo da nova base de apoio do governo, envolvendo parte do chamado “centrão”, afetando a qualidade do gasto público.

A partir da aprovação da LOA 2021, tivemos um breve interregno positivo. O comportamento da economia mostrou-se bem melhor do que o esperado, com recuperação do emprego, desfazendo visões (como a nossa então) de que houvesse nova retração com a segunda onda da Covid-19. A arrecadação tributária em forte alta, beneficiada pela alta do consumo de bens, recuperação do mercado formal de trabalho e boa performance relativa da indústria, melhorou substancialmente as projeções de crescimento da dívida pública/PIB, com esta última relação também ajudada pela inflação mais elevada e ganho de termos de troca. Assim, previsões mais próximas de 80% para o final de 2021 melhoraram as expectativas do mercado.

No front externo, a recuperação cíclica da economia global e do preço das commodities ditou níveis recordes de saldos comerciais, com o ingresso líquido de capital de portfólio se tornando positivo depois de muitos anos, gerando um fluxo cambial positivo ao longo do primeiro semestre.

Nesse contexto, parecia que o governo, finalmente, estaria convencido das vantagens de seguir as regras do jogo, até mesmo avançando em agendas como a reforma administrativa. Para isso também contribuía um quadro de maior crescimento econômico e inflação recuando ao final do ano, o que geraria um bônus adicional: um substancial espaço no teto de gastos para expansão do gasto social em 2022. Como consequência da percepção de respeito ao arcabouço fiscal, o risco Brasil caiu, juros recuaram, a bolsa subiu e o dólar recuou para baixo dos R$ 5,00.

Ledo engano. Nesse terceiro trimestre, voltamos novamente à tentação populista de expansão fiscal. É verdade que no cenário externo, a desaceleração da China e as incertezas trazidas pela variante delta passaram a gerar expectativas menos exuberantes quanto à recuperação da economia global em curso, afetando os preços de algumas commodities, como o minério, mesmo que ainda em patamares elevados frente ao contexto pré-Covid. Mas foi sobretudo, como sempre, o cenário interno que se deteriorou substancialmente.

A persistente alta da inflação, agravada por choques climáticos que vêm encarecendo a energia e alimentos, levou o BC a sinalizar, no último Copom, uma taxa Selic que deverá ir para terreno contracionista. Além desse efeito negativo, a inflação sabidamente corrói o poder de compra da população de baixa renda, já se fazendo sentir na redução do consumo de itens básicos, como nas vendas de supermercados e varejo em geral.

E, ainda, na medida em que a inflação está mudando de patamar ao longo do 2º semestre, ela está jogando na direção de reduzir cada vez mais o espaço fiscal no teto de gastos para 2022. Nesse contexto, deixou de valer a pena para o governo seguir as regras do jogo: novamente surgiu, como em 2020 e no início do ano, a tentação de alterá-las, encontrando mais espaço fiscal. Observa-se, assim, que nos últimos doze meses a tentativa de trilhar o caminho do populismo fiscal é a regra; a exceção se dá em momentos de vento a favor. Respeitar a regra do jogo na bonança; alterá-la se há tempo ruim.

Tal dinâmica fica bastante clara quando vemos o comportamento do Índice de Condições Financeiras (ICF) calculado por nós com base em exercício similar feito pelo Banco Central, com exceção de que ajustamos os juros domésticos e internacionais pela queda do juro real neutro observada na última década. O ICF havia mostrado piora substancial no início do ano, quando das discussões referentes ao orçamento de 2021 e da PEC Emergencial, incluindo a possível exclusão do Bolsa Família do teto de gastos. Após este período, o ICF registrou arrefecimento, tocando patamar neutro em meados do ano. Voltou a assumir terreno contracionista e, mais recentemente, superou o seu maior nível desde abril de 2020, no auge da pandemia, refletindo as incertezas fiscais mencionadas. Lembrando que, no ano passado, havíamos observado uma piora marcada das condições financeiras com a instalação da pandemia no país, e estas só voltaram a arrefecer a partir de meados do ano de 2020.

POPULISMO FISCAL APERTA CONDIÇÕES FINANCEIRAS E CONTRATA PIBINHO PARA 2022

COMENTÁRIO MACRO

Mantidas em seu nível atual, as condições financeiras jogariam o PIB de 2022 abaixo de 2,0%, provavelmente para o intervalo de 1,0 a 1,5%. Qual seria a solução para minimizar esse risco? A resposta está em desmontar o círculo vicioso dado pela pressão por mais gasto, que deprime a atividade econômica futura via expectativas e alta dos juros, dada a elevação da inflação esperada em contexto de dólar mais alto. Não adianta nada elevar o bolsa família para R$ 300, se a maneira de fazê-lo aumentar a inflação e limitar o ganho real para o beneficiário.

Tampouco julgamos ser o momento de buscar, via reformas, garantir mais crescimento em contexto em que há alto risco de que o que for aprovado acabe por piorar o que já não está bom. No caso da reforma tributária, salta aos olhos que o rumo do projeto não se revela mais adequando do ponto de vista de eficiência do sistema tributário, com custo fiscal crescente. A melhor opção seria simplesmente abandonar o projeto e retomar a discussão após as eleições, o que parece ser uma possibilidade que ficou mais provável frente ao impasse para sua votação na Câmara e forte resistência no Senado.

O governo já fala até em Plano B caso a reforma tributária não seja aprovada, já que a tributação de dividendos prevista era forma de compensar, nos termos da LRF, a elevação permanente de gasto trazida pela expansão do Bolsa Família. A alternativa então seria a redução de gastos tributários (desonerações), proposta que vai na direção correta, mas de difícil implementação.

Na semana que vem, o governo apresentará o orçamento de 2022 com a conta integral de R$ 89 bilhões de precatórios e o programa Bolsa Família provavelmente em R$ 35 bilhões, sem comportar, portanto, o aumento desejado para ao menos R$ 300. Vale conferir, então, qual o valor consignado para emendas parlamentares. Aí teremos uma base objetiva para entender se o orçamento é inexequível ou se há, na verdade, um trade off entre aumento do Bolsa Família e o interesse dos parlamentares em manter as emendas em nível historicamente elevadíssimo.

Somente a partir daí poderá ser mais bem avaliado se necessitamos realmente de uma solução constitucional para o problema. Que, na nossa visão, necessariamente deve evitar o parcelamento e a criação do fundo de ativos, de um lado, e a abertura artificial de mais espaço fiscal para gasto, de outro.

A incerteza fiscal, piorada pela agenda reformista do governo, é cada vez mais vista como a antecâmara das eleições presidenciais. O cenário básico, como indicam as pesquisas, é a polarização Bolsonaro versus Lula. Mas, em que termos ela se dará? Nos termos atuais do debate, será uma campanha de polarização populista, com ambos os polos flertando com ou defendendo abertamente a erosão do regime fiscal. A forma mais fácil de garantir, a partir de 2022, a volta do crescimento econômico medíocre, com risco crescente de nova recessão.

Carlos Kawall
Diretor

Gustavo Ribeiro
Economista-chefe

Débora Nogueira
Economista Internacional

Leonardo Costa
Economista

Gabriel Braga
Estagiário

Acesse **asainvestments.com**