



**A FRÁGIL MELHORA  
DAS CONTAS  
PÚBLICAS E O  
OPORTUNISMO  
POLÍTICO**

COMENTÁRIO MACRO



Nos últimos meses, o cenário macroeconômico brasileiro mostrou sensível piora, notadamente para o ano de 2022, mesmo com a melhora no enfrentamento da pandemia. Apesar da redução das estimativas de crescimento, há alta contínua das projeções de inflação, não deixando outra opção para o Banco Central que não elevar a taxa Selic para território "significativamente contracionista". A deterioração das expectativas, contudo, não se relaciona com fundamentos melhores no que toca o setor externo e mesmo as contas públicas de curto prazo, com menor crescimento da relação dívida/PIB. A incerteza liga-se às recorrentes tentativas do governo e de sua base de apoio no Congresso de expandir o gasto no ano eleitoral, fragilizando as regras fiscais, em especial o teto de gastos. Em um cenário de desorganização fiscal, é possível que tenhamos no ano de 2022 um quadro semelhante ao final do governo Dilma, com retração do PIB e inflação de dois dígitos, ou seja, de estagflação.

Em nosso comentário de 26/08, discorremos sobre o crescente viés populista do governo Bolsonaro, incluindo a agenda de reformas mal desenhadas (imposto de renda e precatórios). Defendemos então que a incerteza quanto à trajetória da nossa principal âncora fiscal, o teto de gastos, vinha contribuindo para o aperto das condições financeiras (juros e dólar mais altos, bolsa em queda) que tenderia a impactar negativamente a inflação e o crescimento econômico, sobretudo em 2022.

Desde então, no curto espaço de seis semanas, vimos uma redução considerável nas projeções de PIB para 2022, que recuaram de 2,0% para 1,56% na pesquisa Focus. Mesmo com menos crescimento, as projeções de inflação para 2021 saltaram de 7,18% para 8,61%, contaminando as expectativas para o próximo ano, que passaram de 3,88% para 4,13%, muito acima da meta de 3,5%. Reagindo a tais riscos, não houve outra solução que não a sinalização pelo Banco Central de que deverá colocar a taxa Selic em território “significativamente contracionista”, o que na nossa opinião indica um patamar de ao menos 9,0%, a ser atingido no início de 2022. Para o BC, há muito tempo está claro que os riscos fiscais, agora em particular o equacionamento do financiamento do bolsa família, tornaram-se a principal incerteza sobre a trajetória inflacionária e da política monetária.

Curiosamente, é fato que as estatísticas fiscais propriamente ditas não estão em trajetória de piora no período recente. Se consultarmos o Prisma Fiscal, do Ministério da Economia, podemos constatar que em dezembro de 2020 havia uma expectativa de déficit primário do governo central de R\$ 227,2 bilhões em 2021, com a dívida bruta encerrando o ano em 92,3% do PIB. Em setembro, o consenso passou a prever números muito melhores, de R\$ 135,1 bilhões e 81,7% do PIB, respectivamente. Nossas previsões no ASA Investments são de um déficit primário do governo central de R\$ 147,0 bilhões (já incluída a prorrogação por dois meses do auxílio emergencial) e dívida bruta de 81,0% do PIB. Chama atenção que o déficit primário por nós previsto é praticamente equivalente aos créditos extraordinários relacionados ao combate à pandemia, que estimamos em R\$ 152 bilhões. Ainda, a dívida bruta estimada para este ano é pouco acima daquela que se previa antes da pandemia (78,1% do PIB, no Prisma Fiscal de janeiro de 2020).

Mas se até podemos comemorar a situação até aqui melhor do que o esperado das contas públicas, que realçam a importância das nossas âncoras fiscais (Lei de Responsabilidade Fiscal e, sobretudo, o teto de gastos), a leitura no mundo político parece ser outra. Segundo relatos de analistas políticos e da mídia, há quem veja na melhora recente uma oportunidade de ouro para expandir o gasto, flexibilizando as regras fiscais. Em lógica que combina esperteza com cinismo, reconhece-se que haveria impactos negativos no mercado. Mas que estes (queda da bolsa, alta de juros e dólar) já teriam ocorrido. Há propostas que contemplam não apenas criar o Auxílio Brasil de R\$ 300/mês para 17 milhões de beneficiários, mas também de renovar o Auxílio Emergencial por mais um ano, ao lado de um vale-gás de R\$ 100/mês, detonando o teto de gastos e a LRF. Uma conta que poderia chegar a R\$ 130 bilhões em 2022, cerca de 1,5% do PIB.

A lógica obtusa do argumento acima deixa de reconhecer que o que está por trás da melhora recente das contas públicas é a recuperação econômica com a crescente normalização da economia, aliada a um comportamento excepcional e atípico da receita tributária, auxiliada pela inflação e pela forte demanda por bens industriais, cujo consumo é mais tributado. Ao mesmo tempo, a manutenção do teto de gastos tem resultado em um comportamento mais benigno das despesas obrigatórias, especialmente previdenciárias e de pessoal. Por fim, a expectativa dos agentes econômicos é que os gastos emergenciais ligados à pandemia sejam (finalmente) drasticamente reduzidos em 2022, com a normalização das atividades econômicas, não obstante a continuidade da vacinação e medidas sanitárias necessárias.

Como apontamos acima, em 2022 não deveremos ter mais um crescimento robusto e nem os fatores atípicos que elevaram a receita tributária durante a pandemia. Se não controlarmos a despesa e, adicionalmente, aprovarmos uma reforma do Imposto de Renda que envolve significativa renúncia de receitas, iremos na contramão das condições que, até aqui, garantiram a recuperação econômica em curso.

Vale aqui citar o alerta do Presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, em live esta semana: “Se jogar mais dinheiro for como uma percepção de destruição do arcabouço fiscal, o efeito de desorganização de preços e o efeito que isso gera na economia vai ser mais forte que o efeito benéfico do novo dinheiro em circulação. Fazer mais pode significar fazer menos.”

Para que esse argumento fique mais claro, julgamos adequado um esforço de quantificação, tomando como base o ocorrido ao final do governo Dilma, marcado por forte expansão fiscal envolvendo inclusive as famosas “pedaladas” que levaram ao impeachment. Não obstante o grande aumento do gasto público, a economia ingressou em profunda recessão em 2015 e 2016, refletindo a forte deterioração das expectativas, elevação da inflação e aperto das condições financeiras. Como veremos, não estamos tão distantes de repetir a tragédia.

Como pontuamos acima, experimentamos no período recente uma significativa piora das condições financeiras, particularmente ao longo do 3º trimestre. Nosso Índice de Condições Financeiras (ICF) está hoje em território contracionista, em nível semelhante ao experimentado no início da pandemia, em 2020. Mas o que “está no preço”? Já chegamos ao fundo do poço?

Gráfico 1: ICF - Condições Financeiras (pontos)



Fonte: Bloomberg, ASA Investments

A resposta é claramente não. É possível afundarmos muito mais se a expectativa de desordem fiscal for, de fato, confirmada pelo Congresso Nacional, com a cumplicidade eleitoral do Palácio do Planalto. Teríamos a “dilmização” do Governo Bolsonaro. Como medir tal cenário?

Uma análise a partir do ICF pode ajudar a trazer luz a este cenário alternativo. Setembro de 2015 foi o momento mais agudo, em termos de condições financeiras, da crise do governo Dilma. Tal piora foi consequência do envio, pelo governo, de um inédito orçamento deficitário, contemplando o ano de 2016. As projeções de inflação no boletim Focus para o ano seguinte passaram a mostrar marcante trajetória ascendente a partir deste momento, subindo 2,0 pontos percentuais nos meses seguintes.

A concretização da dramaticidade fiscal naquele momento tinha como pano de fundo o abandono da âncora fiscal representada pela LRF. Para isso foi necessário, ao final de 2016, a aprovação do teto de gastos. Caso tenhamos uma ruptura da âncora fiscal contida na figura do teto não descartaríamos movimento semelhante, com intensificação da alta de taxas de juros, depreciação adicional acentuada do real e queda do Ibovespa, todos vetores operando a levar as condições financeiras a terreno ainda mais contracionista.

É fato que o ICF já se encontra, desde meados de junho, em patamar contracionista, como pontuado. Porém, ainda se encontra cerca de 40% abaixo daquele pior momento observado em setembro de 2015. Uma piora semelhante ao que foi observado entre o 3T e o 4T15, caso sustentada, levaria o PIB de 2022, atualmente estimado em 1,5% por nós para o território negativo (-0,5%), ou seja, uma nova recessão.

Apesar da recessão que se configuraria, as projeções de inflação, tal como observado em 2015, provavelmente subiriam de maneira expressiva, levando à necessidade de mais elevação da Selic. A inflação muito provavelmente superaria os patamares experimentados no governo Dilma, medidas em 12 meses (estamos já quase lá). Considerando o grau de inércia observada hoje na

# A FRÁGIL MELHORA DAS CONTAS PÚBLICAS E O OPORTUNISMO POLÍTICO

## COMENTÁRIO MACRO



inflação, e pensando já no horizonte de 2023 para a política monetária, observaríamos ao menos mais 125 pontos base de alta da Selic, que voltaria ao patamar de dois dígitos.

Tal estimativa, porém, é conservadora, pois, em cenário de perda da âncora fiscal, a inércia inflacionária provavelmente seria fortalecida. Desta forma, fica claro que, a despeito da situação atual, ainda há muito o que se piorar caso continuemos flertando com medidas que possam ser interpretadas como flexibilização ou abandono do teto de gasto e das âncoras fiscais. O passado recente é prova disso.

Caso a sinalização do atual governo, de abraçar o populismo fiscal a qualquer custo, tenha respaldo no Congresso, desperdiçaremos o lado positivo dos fundamentos econômicos: a gradual reabertura da economia, dinamizando o setor de serviços, a recomposição dos estoques da indústria quando da normalização das cadeias produtivas globais, contas externas em situação saudável e trajetória fiscal de estabilização da dívida pública. Fica então o alerta para os que acham que o desmonte do arcabouço fiscal “está no preço”. Estão encomendando para 2022 um cenário de estagflação.



**Carlos Kawall**

Diretor

**Gustavo Ribeiro**

Economista-chefe

**Débora Nogueira**

Economista Internacional

**Leonardo Costa**

Economista

**Gabriel Braga**

Estagiário

Acesse [asainvestments.com](https://asainvestments.com)