



INCERTEZA POLÍTICA PODE GERAR PIB NEGATIVO NO 1º SEMESTRE

COMENTÁRIO MACRO

Fevereiro, 2021



O atraso da vacinação e o aumento da incerteza política nos conduziu a uma mudança de cenário. Projetamos contração do PIB no primeiro semestre deste ano, com variação de -0,8% no 1T e -0,3% no 2T – com crescimento de 2,0% em 2021. O aumento da percepção de risco se alinha agora com o real mais depreciado, com câmbio médio de R\$5,40/US\$ neste ano. O IPCA para 2021 deverá chegar a 4,0% e a taxa Selic deverá alcançar 4,0%, com a primeira alta agora ocorrendo já em março (25 p.b.), e juro alcançaria o nível neutro de 6,0% ao final de 2022.

INCERTEZA POLÍTICA PODE GERAR PIB NEGATIVO NO 1º SEMESTRE

COMENTÁRIO MACRO

Ao início de 2021, julgávamos que a retomada econômica mais lenta que o consenso implicaria alta da Selic apenas em 2022, com inflação e núcleos bem comportados e confortavelmente abaixo da meta. Estávamos errados, já que a piora das expectativas inflacionárias, refletindo pressões em preços industriais e a alta das commodities sem contrapartida na valorização do real, conduziram o BC a sinalizar a normalização precoce da política monetária, provavelmente já na reunião de março.

Mas se a inflação está de volta, o crescimento está, infelizmente, parecendo confirmar nossa visão de enfraquecimento. Em comentário macro de 15/10/20, alertávamos que “a preocupação quanto ao baixo crescimento em 2021 também vem do aperto das condições financeiras (...) em decorrência direta da série de ruídos de cunho político e incerteza quanto ao futuro do arcabouço [fiscal] observados recentemente e que têm impacto de maneira bastante negativa nos preços de mercado.” Concluímos, assim, que não era impossível que pudéssemos, trilhando o caminho do populismo, ter um PIB até negativo em 2021. Naquele momento, tal vaticínio parecia uma ideia totalmente fora do lugar, um exagero. Mas parece que em parte ele está próximo de ser confirmado.

Desde a última 6ª feira, a ação intempestiva do governo em trocar o presidente da Petrobras, com mensagem contrária a sua política de preços, causou novo aumento de incerteza, jogando as condições financeiras para seu pior patamar desde novembro do ano passado. É lamentável que haja, aparentemente, tão pouco conhecimento por parte dos governantes e classe política de como os movimentos do mercado, via condições financeiras, se transmitem para o setor real da economia e afetam o crescimento econômico e o nível de emprego no futuro.

Ser mais pessimista no Brasil sempre pagou bem, pois você pode contar que a (in) competência do poder público estará, na maior parte do tempo, do seu lado. Hoje está claro que a omissão governamental com relação à vacinação, explorada em nosso comentário “O custo do atraso da vacina” (14/01/21), já colocava um viés negativo para a recuperação da economia por conta de retardar o fim do distanciamento, mantendo ainda relevantes a poupança circunstancial e, principalmente, a precaucional.

Ao lado da vacinação morosa, a observação dos países que estão mais avançados no processo de imunização mostra que a redução de casos de Covid-19 é lenta, sugerindo que medidas de distanciamento serão necessárias no Brasil ainda ao longo do 2T21 ou, eventualmente, até ao longo dos trimestres seguintes, se a vacinação atrasar mais. Ao que tudo indica, fecharemos o 1T21 com apenas 25 a 30 milhões de vacinas administradas, o que implicaria a necessidade de fortíssima aceleração para que os grupos de risco recebessem as duas doses da vacina até junho (mais 70 a 75 milhões de doses).

Dessa forma, com a balança pendendo mais para o lado da incerteza e menos para o lado da vacina, optamos em fazer nova modificação no cenário econômico brasileiro, combinando mais inflação, menos crescimento e juros mais altos. O aumento da percepção de risco se alinha agora com um câmbio mais depreciado, não obstante a situação favorável das contas externas (déficit em transações correntes em forte redução, investimento direto e de portfólio em alta). Assim, alteramos nossa previsão para o dólar médio do ano de R\$ 5,15/US\$ para R\$ 5,40/US\$. O IPCA para 2021 deverá então chegar a 4,0% (antes 3,5%) e a taxa Selic

INCERTEZA POLÍTICA PODE GERAR PIB NEGATIVO NO 1º SEMESTRE

COMENTÁRIO MACRO

deverá alcançar 4,0% (anteriormente 3,5%), com a primeira alta agora ocorrendo já em março (25 p.b.). O juro já alcançaria 6,0% (nível neutro) ao final de 2022.

Esperamos queda de 0,8% no PIB do 1º tri desse ano, e o 2º tri agora deverá também ser negativo (-0,3%), impactado pela demora da vacina e aperto das condições financeiras (que operam com defasagem entre 3 a 6 meses). Ou seja, teremos uma recessão técnica nesse semestre. Com isso, revimos para 2,0% (de 2,4%) o PIB de 2021, com 1,8% (de 2,1%) em 2022. O cenário se configuraria, assim, de inflação relativamente alta frente a um fechamento do hiato lento, com desemprego ainda elevado.

Não estamos contemplando que o viés populista do governo envolva o arcabouço fiscal. Julgamos que haverá condições de aprovar, no Congresso, uma versão enxuta da PEC Emergencial, conciliando o disparo de gatilhos do teto concomitantemente com a aprovação de um auxílio emergencial residual (R\$ 30 a 40 bilhões).

A esse respeito, nossa leitura do relatório do Senador Márcio Bittar apresentado nessa semana é positivo. Embora não contemple medidas que pudessem gerar já maior compressão das despesas obrigatórias (desindexação de benefícios, redução de salário e jornada de servidores), a previsão de disparo de gatilhos da PEC ligados a gastos de pessoal e correção dos benefícios sociais é medida importante para permitir a manutenção do teto de gastos até ao menos 2026 (quando completaria dez anos), conforme abordamos em nosso último comentário. Não se trata, portanto, de uma “dilmização” do atual governo, dado o compromisso da equipe econômica e das novas lideranças do Congresso em garantir a responsabilidade fiscal. Contudo, não é de se esperar que o trâmite da PEC emergencial seja rápido e sem ruídos.

Prova disso é que o primeiro tiro contrário nem veio da oposição de esquerda, e sim do Senador José Serra, que de forma surpreendente propôs pura e simplesmente fatiar a PEC e aprovar, imediatamente, apenas o auxílio emergencial. É importante lembrar aqui que os gatilhos do teto propostos pela PEC emergencial já estão em sua maior parte na Constituição, mas há uma redação defeituosa que impede que sejam acionados. Deixá-los de fora da PEC seria, assim, abdicar da racionalidade que já foi aprovada em 2016, em contexto em que situação das contas públicas se agravou severamente. Um total contrasenso.

É imprescindível que o Congresso mantenha o espírito de avançar com o ajuste estrutural em momento que novamente será aprovado um gasto extra teto relevante. Vale pontuar que as PECs emergencial e do pacto federativo foram propostas ANTES da pandemia, como forma de consolidar o teto e dar mais flexibilidade para o gasto discricionário, preservando o investimento. Atualmente, são ainda mais necessárias frente ao patamar elevadíssimo da dívida pública e encurtamento de seu perfil.

É bastante importante, ainda, a previsão da PEC de buscar uma redução gradual de 2% do PIB em gastos tributários ao longo do tempo, um instrumento poderoso para tornar mais rápido o objetivo de voltarmos a ter superávits primários a médio prazo. Tal proposta permitiria, nas nossas projeções, antecipar a obtenção de um pequeno superávit primário para 2024.

INCERTEZA POLÍTICA PODE GERAR PIB NEGATIVO NO 1º SEMESTRE

COMENTÁRIO MACRO

Após a intervenção desastrosa na Petrobras, o governo fez a “mea culpa” enviando ao Congresso a MP de capitalização (privatização) da Eletrobras. Já abordamos em comentários macro anteriores esse assunto e saudamos a decisão como muito positiva. Vale lembrar que a privatização da Eletrobras, de forma fatiada, foi iniciada já no governo FHC, mas bloqueada no Congresso, gerando imensa destruição de valor.

A proposta apresentada fundamenta-se na capitalização com diluição de controle proposta por Wilson Ferreira Jr. já no governo Temer. Chamou atenção o valor de outorga bastante elevado (R\$ 50 bilhões) do novo contrato de concessão da empresa, possivelmente pela inclusão da usina de Tucuruí. É importante agora que o governo se mobilize para aprovar a MP e que ela não seja um mero marketing político para atenuar o desgaste gerado pela intervenção na Petrobras (ou que aprove via projeto de lei, caso a MP seja devolvida, como noticiado ontem à tarde).

E os ganhos com a privatização da Eletrobras não devem parar por aí. Ao manter uma participação minoritária na empresa, esta poderá se valorizar ao longo do tempo, com ganhos expressivos à frente. Esse mês, foi concluída a venda da participação acionária remanescente do BNDES na Vale, completando a privatização iniciada em 1997, quando houve a venda do controle. Com os R\$ 11,2 bilhões auferidos esse ano, a venda das ações remanescentes da Vale feita pelo BNDES desde o ano passado atingiu R\$ 24 bilhões, quase o dobro do valor dos R\$ 13 bilhões obtidos na venda do bloco de controle da Vale em maio de 1997, em valores corrigidos. E o governo ainda detém cerca de R\$ 6 bilhões de debêntures participativas da Vale, que deverão ser vendidas ainda nesse semestre. Com isso, terá obtido na “segunda” privatização da empresa 2,3 vezes o obtido na venda inicial.

O episódio da intervenção da Petrobras, com destruição de valor para a empresa e acionistas e impactos na incerteza econômica, vai na direção oposta e apenas confirma que a privatização da empresa é a única solução razoável. Sempre há quem proponha as soluções milagrosas para lidar com o problema do preço dos combustíveis como (mais uma vez) a criação de um fundo de estabilização usando royalties do petróleo recebidos pela União. Mas aqui vale lembrar que apropriar tais receitas em um fundo é gasto primário sujeito ao teto, qualquer coisa diferente é pedalada. E seria mais um subsídio para as camadas de renda média e alta da população, um desastre alocativo.

Muitos têm defendido que a solução para a economia é vacina, vacina e vacina. No caso do populismo de uso indevido das empresas estatais, a vacina é privatizar, privatizar e privatizar.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com