



QUEBRA DE REGIME
COMENTÁRIO MACRO



Acreditamos que os acontecimentos da semana passada apontam para uma mudança relevante do regime fiscal vigente desde o pós-2016. Como consequência da incapacidade de se fazer escolhas dentro do teto de gastos, estamos colhendo um cenário de prêmio de risco muito mais elevado, com piora acentuada de condições financeiras. Passamos a esperar recessão técnica no 1S22, com o PIB avançando apenas 0,4% no próximo ano. O IPCA deve atingir 4,2%, e o BC deverá responder a este cenário acelerando o ritmo de alta, com 150 pontos base no próximo Copom e a Selic atingindo 10,5%.

Os acontecimentos da semana passada culminaram, na prática, no que será lembrado como o fim da âncora fiscal que regia o ordenamento econômico pós-2016. Com a morte matada do teto de gastos que está sendo desenhada, estamos sucumbindo à antiga tentação de se gastar mais, a despeito de décadas de experiência mostrando que este caminho é nada menos que destrutivo.

A instituição do teto de gastos em 2016, com vigência a partir de 2017, foi um divisor de águas importante, trazendo uma amarra constitucional ao que parecia ser uma trajetória desenfreada de deterioração fiscal. Reganhar confiança, após décadas de gastos públicos que cresciam a uma média de 6% real ao ano, mostrou-se um processo gradativo, mas o efeito foi bastante visível. Quebramos uma clara tendência altista da inflação, criamos as condições de uma queda estrutural dos juros e a evolução do mercado de capitais.

Tal pano de fundo nos permitiu espaço para reagir de forma forte e tempestiva aos efeitos da pandemia. A despeito do elevado custo fiscal, a recuperação da economia, do mercado de trabalho e, mais importante, a sinalização de que os gastos assumidos nos últimos dois anos haviam sido uma exceção, estando subjacente a sinalização de respeito ao teto de gastos findo o período emergencial, o cenário estrutural que se apontava era positivo, com métricas de endividamento mostrando trajetória cadente e projeções indicando a retomada da capacidade do país gerar superávits primários já em 2024, talvez até mesmo em 2023.

Mas o contexto atual mostra que as consequências sociais da pandemia ainda se fazem presentes. Com a desigualdade de renda e riqueza tendo saltado durante os dois últimos anos e a fome reaparecendo na capa dos jornais, a tentação de se cruzar a linha da responsabilidade parece que ultrapassou os limites da prudência. Criou-se o falso discurso de que há um “trade-off” entre a manutenção da responsabilidade fiscal e a capacidade do Estado de atender às necessidades das classes econômicas mais carentes.

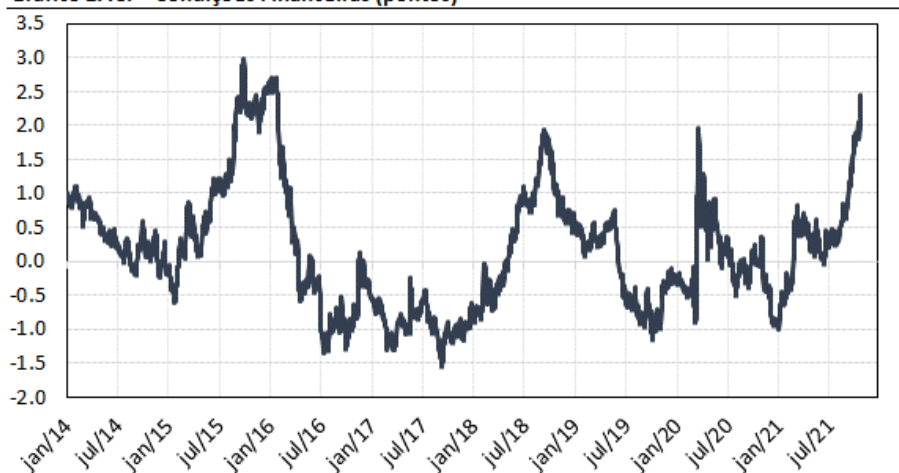
Esta falsa dicotomia apenas escancara a incapacidade de se fazer escolhas. Agora se discute, no Congresso, a abertura de ao menos R\$ 90 bilhões frente ao teto de gastos em 2022, combinando um calote dado pela limitação de pagamentos de precatórios ao recálculo oportuno da regra do teto. Com isto, lideranças políticas afirmam que o teto não será furado. A regra não está sendo quebrada, visto que mudamos a regra.

Não temos condições de apontar qual será o desfecho desta novela, nem qual será o desenho final para abordar as diferentes demandas políticas que, diga-se de passagem, não se resumem a um Auxílio Brasil de R\$ 400, visto as demandas por Vale-Gás, Auxílio Diesel, clamor por espaço para Emendas de

Relator dentro do Orçamento, dentre outros. Mas o que está claro é que os acontecimentos da semana passada sepultam o arcabouço fiscal vigente até aqui. O paciente, que já estava em relapso mental, caminha a passos largos para concretizar o relapso físico frente à tentação de se gastar mais.

A consequência mais imediata está sendo vista em uma piora marcante das condições financeiras. Abaixo, trazemos nosso Indicador de Condições Financeiras (ICF), semelhante ao calculado pelo BC, porém levando em consideração a queda do juro real neutro doméstico e internacional. Estamos nos aproximando do pior nível observado na crise anterior, entre agosto e setembro de 2015, logo após ao envio do inédito orçamento deficitário ao Congresso.

Gráfico 1: ICF - Condições Financeiras (pontos)



Fonte: ASA Investments

out/21

Esta acentuada piora de condições financeiras, respondendo a um cenário de prêmios de risco muito mais elevados, é condizente com um cenário de recessão técnica no 1S22, e, reconhecendo isto, passamos a esperar crescimento de apenas 0,4% no próximo ano, saindo de 1,5% anteriormente. A despeito da revisão baixista de crescimento, um câmbio mais depreciado e um nível de incertezas muito mais elevado – o que leva a um processo inercial mais intenso e tende a elevar o “passthrough” do câmbio para os preços – nos leva também a rever nossa projeção de inflação, que sai de 3,8% para 4,2% em 2022.

O BC deverá responder a este cenário reconhecendo a necessidade de uma taxa de juros terminal muito mais elevada e, por conseguinte, de se acelerar o passo de alta. A autoridade monetária tem apontado a importância do momento de resolução do impasse sobre o “funding” do novo Bolsa Família como possível ponto de inflexão de expectativas. Visto a resolução em sentido absolutamente contrário ao esperado, dificilmente conseguirá deixar de reconhecer a quebra, ou ao menos a piora substancial, do regime fiscal.

Com isto, acreditamos que, dada a mudança significativa do cenário prospectivo, o BC deverá elevar a taxa Selic em 150 pontos base em sua próxima reunião, na próxima quarta-feira. Revisamos também a Selic ao final do ciclo de alta, saindo de 9,00% para 10,50%. Estas projeções são, naturalmente, condicionais ao que conheceremos do Copom nesta semana.

Em um momento de mudança de regime, um cenário numérico central é muito mais difícil de ser construído, dado o alto grau de incertezas vigente. Não obstante, entendemos que, muito mais importante que os números em si, as direções são chave. E escolhemos, como país, o caminho de novamente nos render ao vício, devendo colher como consequência inflação mais elevada, mais juros e uma volta à recessão.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com