



Carta Macroeconômica
Outubro de 2021





Prêmio de Risco Fiscal

A forte volatilidade observada nos mercados domésticos nas últimas semanas evidencia um problema há muito tempo não equacionado, embora menor nos últimos anos. O problema crônico do gasto público e a péssima condução da política fiscal por parte do governo elevou significativamente os prêmios de risco da economia brasileira.

A Emenda Constitucional 95 de 2016, mais conhecida como a Lei do Teto de Gastos instituiu que, para os próximos 10 anos subsequentes à promulgação da emenda, a despesa total do governo federal não poderia exceder o total da despesa do ano anterior corrigido pela taxa de inflação, medido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) dos últimos 12 meses encerrados em junho do ano corrente. Ou seja, o nível de despesa pública não poderá aumentar em termos reais.

Hoje a despesa total do governo federal é da ordem de R\$ 1.720 bilhões, sendo que, desse montante, R\$ 731 bilhões são benefícios previdenciários (43%), R\$ 344 bilhões são despesas com pessoal (20%), R\$ 382 bilhões são outras despesas obrigatórias (22%) e R\$ 262 bilhões são despesas discricionárias (15%). Desde a instituição do Teto de Gastos, a estratégia dos governos concentrou-se exclusivamente em reduzir as despesas discricionárias (despesas que podem ser reduzidas, como as com saúde, educação e segurança) para não furar o teto, dado que as despesas obrigatórias (previdência e pessoal) crescem 5% ao ano em termos reais. Dessa forma, cada vez mais as despesas obrigatórias tomam espaço das discricionárias, como podemos verificar na figura abaixo.





O problema dos Precatórios, que são títulos expedidos pelo Poder Judiciário reconhecendo uma dívida de um ente público com outros entes, pessoas físicas ou jurídicas, após condenação judicial definitiva, se acentuou recentemente e foi o gatilho para uma manobra fiscal por parte do governo. Segundo informações encaminhadas pelo Poder Judiciário, cerca de R\$ 90 bilhões deveriam ser direcionados para gastos com sentenças judiciais no Orçamento federal de 2022, o que nos parece estar longe de ser o principal problema do gasto público. Essa despesa em termos reais cresceu 5% ao ano desde 2009.

O Teto de Gastos é a única medida hoje que limita o crescimento exponencial e descontrolado das despesas públicas e qualquer iniciativa para o seu enfraquecimento deve ser interpretada como uma péssima perspectiva futura. Antes do início da pandemia existiam regras complementares ao Teto para a sustentabilidade da despesa pública. Por conta da emergência sanitária, diversas delas foram flexibilizadas.

A iniciativa do governo para solucionar as despesas dos Precatórios foi enviar para o Congresso Nacional uma Proposta de Emenda Constitucional (PEC) que propõe o parcelamento das dívidas que deveriam ser pagas em 2022 com a criação de um limite para o pagamento (valor de 2016 acrescido da inflação do período; algo em torno de R\$ 45 bilhões). Por si só esse parcelamento já deve ser visto com maus olhos, dado que não houve capacidade de remanejar outros recursos do orçamento. No entanto, a

PEC implica em uma revisão do Teto de Gastos para abrir espaço para o programa “Auxílio Brasil”. Ou seja, em um assunto estritamente relacionado a despesas judiciais, foi agregada uma revisão do arcabouço fiscal atual, acrescida de um aumento de transferência sociais.

Tratando primeiramente do Teto de Gastos, acreditamos que a revisão não seja uma boa medida, além de ser claramente casuística. A PEC proposta visa alterar a correção pela inflação dos 12 meses até junho do ano corrente para 12 meses até dezembro do ano corrente, retroativamente desde 2016. Por conta da sazonalidade da inflação, que na metade do ano tende a ser menor do que no fim do ano, a correção retroativa elevará o nível do Teto e isso abriria mais espaço para despesas. Segundo estimativas, essa correção retroativa do indexador poderá abrir mais de R\$ 50 bilhões para 2022. Se aprovada para os próximos anos, a correção do Teto poderá ser baseada apenas em uma estimativa de IPCA, dado que o projeto orçamentário é enviado em agosto e nesse período não se sabe quanto será a variação da inflação em dezembro.

Ou seja, somando-se o parcelamento dos Precatórios, que já abre algo em torno de R\$ 45 bilhões, com a mudança do indexador (R\$ 50 bilhões), concluímos que a medida criaria uma expansão fiscal de R\$ 95 bilhões que previamente não existia.

Segundo ponto de atenção: a criação do “Auxílio Brasil”, em substituição ao Bolsa



Família, aumentando o benefício médio de cerca de R\$ 150 para R\$ 400, uma medida que vemos como claramente meritória. A recuperação da economia não elevou a renda real da população para os mesmos níveis pré-pandêmicos. Porém, faz sentido elencar esse programa a uma fonte não recorrente de receita (calote em dívida e revisão do Teto) sem atacar e enfrentar grupos de interesse que capturam parte significativa do orçamento? Para nós, não faz. Faz sentido transformar um programa de estado (como é o Bolsa Família) num programa de governo com data de validade para final de 2022? Também não faz sentido. O custo orçado para esse programa até o final desta administração está em torno de R\$ 70 bilhões. Ou seja, como afirmamos que a expansão do teto será de R\$ 95 bilhões, existem R\$ 25 bilhões ainda “sem” destino, que devem ser canalizadas para as “Emendas do Relator” do orçamento no Congresso Nacional, segundo informações.

Todo esse artifício fiscal, que possui uma finalidade de turbinar a popularidade do governo, deverá dobrar o déficit primário esperado de 2022 para algo em torno de 1,5% do PIB. O mais grave é que, a longo prazo, essa elevação artificial do Teto produzirá mais dívida, mais juros e expectativas deterioradas.

A proposta foi votada e aprovada em primeiro turno na Câmara dos Deputados (03/11/2021) e o segundo turno de votação ainda será agendada. Já no Senado federal, onde a PEC também precisa ser aprovada, o cenário

é mais complexo para o governo. Ainda não existe maioria para a sua aprovação. Mesmo que aprovada, a PEC será questionada pelo Tribunal de Contas da União (TCU), já que existem flagrantes de ilegalidades contidas na proposta.

Dado essa conjuntura volátil e pouco previsível, o mercado precifica que o Banco Central do Brasil (BCB) precisará ir muito mais longe do que o esperado previamente em sua política monetária. Na curva de juros, a expectativa implícita é que a Selic encerre o ciclo de alta em torno de 13% até o segundo trimestre de 2022.

Apesar de concordarmos que o cenário se deteriorou de maneira significativa, em nossa avaliação o mercado está superestimando o ciclo de aumento da Selic para os próximos meses. Esperamos que a Selic no final do ciclo termine com uma taxa próxima a 11%. Esperamos que a inflação medida pelo IPCA comece a reduzir nos próximos meses por conta da fraca retomada da renda real da economia. Se esse cenário se confirmar, poderemos ver uma redução nas taxas de juros de mercado e com isso um avanço na inclinação negativa vista atualmente da curva nominal e real de juros (taxas de curto prazo mais altas do que as de longo prazo).

Parafraseando Alexandre Schwartzman: “Nenhuma surpresa aqui: além do Carnaval, samba e (em outros tempos) o futebol, uma das nossas marcas mais fortes é jamais aprender com os próprios erros”.



Projeções

Indicador	2021		2022	
Crescimento do PIB (% a.a.)	4,8	▼	0,9	▼
IPCA (% , fim do período)	9,3	▲	4,1	=
Taxa Selic (% , fim do período)	9,2	▲	11,0	▲
CDI (% , acumulado no ano)	5,2	▲	9,5	▲
Desemprego (% , fim do período)	13,1	▲	11,5	▲



Para informações:

(41) 3351 9966
contato@4um.com.br
www.4UM.com.br
Rua Visconde do Rio Branco, 1488 – 4º
andar
Curitiba | PR

Ouvidoria-Reclamações: 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais, o regulamento e o material técnico denominado como “Informativo Mensal” antes de investir, os quais podem ser obtidos no site do administrador/gestor, 4UM Investimentos, bem como os selos ANBIMA em www.4um.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

