



Carta Mensal Macroeconômica



Política e Cenário | Mar/Abr.24

Economistas: Étore Sanchez | Guilherme Sousa | Matheus Alexandre

www.ativainvestimentos.com.br



Políticas e resultados: Brasil é o país do passado

Março/Abril/2024

Não é preciso ter muitos cabelos brancos para notar que o noticiário sobre o atual governo é muito similar ao que se observou ao longo do governo Dilma I (2009-2013). O primeiro governo do PT, que se estendeu de 2003 a 2016, foi extremamente heterogêneo, suscitando dúvidas sobre qual estratégia seria adotada pelo partido nesse novo mandato, tanto politicamente quanto economicamente.

Dentre as opções que o PT possuía, os agentes mais otimistas projetavam um governo similar ao Lula I (2003-2006), enquanto os mais pessimistas chegaram a falar em uma ruptura institucional com o regime econômico vigente.

Contudo, conforme mencionado anteriormente, as notícias indicam que o Estado se ampliou e deverá continuar nesse sentido, o rigor fiscal está se esvaindo, o BNDES e os bancos públicos estão acelerando a concessão de crédito apesar da restrição da política monetária, as empresas públicas estão sendo alvo de interferências e ingerências, políticas neindustriais com subsídios de taxas de empréstimos estão sendo adotadas e diante da desancoragem das expectativas de inflação, fruto do descrença de que o BC irá perseguir fielmente o regime de metas de inflação, nos encontramos buscando paralelos nos desfechos observados das políticas decorrentes do governo Dilma I para tentar entender onde o Brasil de hoje pode estar em um curto espaço de tempo.

Nesse período, também não foram insignificantes algumas ações tomadas pelo governo que geraram um efeito “mola” sobre a inflação. O caso mais emblemático foi a MP 579, que antecipava a concessão de hidrelétricas sob a condição de barateamento do preço da energia, tornando-se um grande impulsionador dos preços administrados posteriormente e resultando em um processo inflacionário que levou o IPCA acima de 10% em 2015. Oportunamente e emblematicamente, os jornais novamente trazem “velhas novidades” que apontam que até o fim deste mandato, o governo Lula buscará antecipar a renovação de concessões de distribuidoras de energia elétrica.

Com isso posto, à época, todos estes fatores culminaram em uma menor eficiência da política monetária, com queda do PIB, aumento do endividamento da nação e financiamento do estado através da inflação, como exploraremos abaixo.

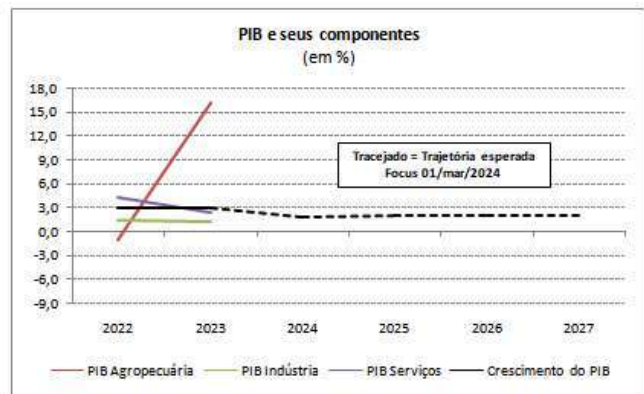
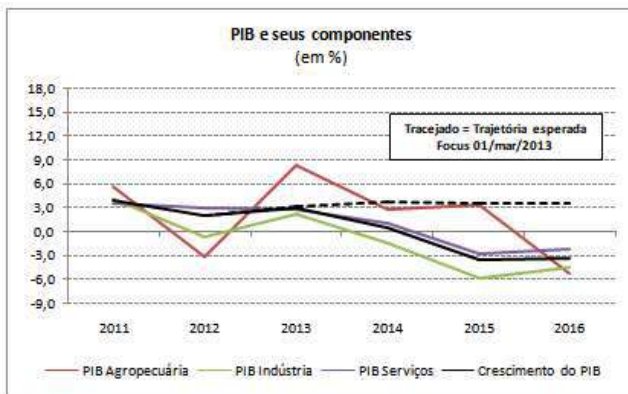
Começando nosso paralelo pela análise da Selic e sua perspectiva ao longo do governo Dilma. Era esperado que o processo de afrouxamento monetário vigorasse por longo tempo, e que a taxa de juros neutra nominal estimada fosse de 8,5%. A realidade inflacionária se impôs através do choque dos administrados (liberação de preços represados), da perspectiva de depreciação acentuada da moeda e da desancoragem das expectativas de inflação, ensejando por juros em restrição a partir de 2013. Notavelmente, a perspectiva observada no Boletim Focus de 1º de março de 2024 (gráfico à direita) aponta para uma trajetória da Selic bastante acomodaticia, muito similar ao observado em 2013, ao passo que até mesmo o juro neutro precificado é o mesmo, 8,5%



Salientamos que a condução da Selic em 2011 e 2012 foi amplamente criticada devido à sua redução considerada imprudente, visto que o país estava com desancoragem das expectativas de inflação de longo prazo e a falta de convergência da inflação para a meta no horizonte relevante.

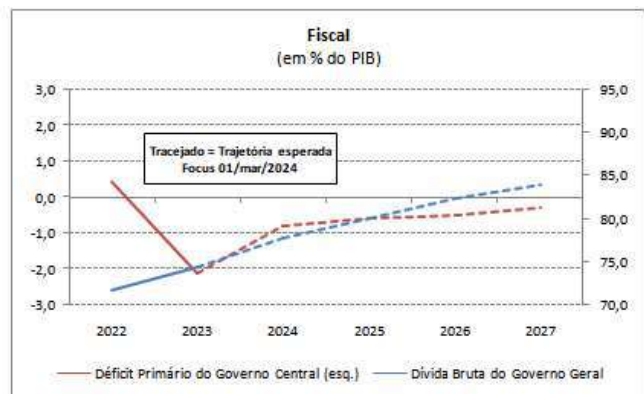
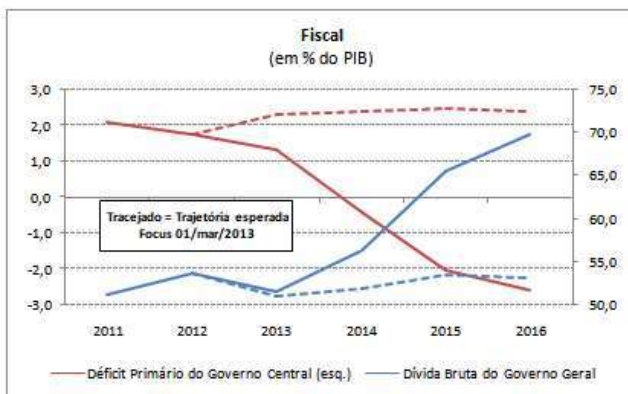
Os receios atuais sobre a composição do BC no próximo ano caminham no sentido de minar a credibilidade da autoridade. A partir de 2025, a maioria dos diretores do Copom será indicada por Lula, cujas declarações sugerem uma potencial leniência com o compromisso inflacionário, a ponto de o próprio BC reconhecer que “o Comitê avalia que a redução das expectativas (de inflação) requer uma atuação firme da autoridade monetária, bem como o contínuo fortalecimento da credibilidade [...]”.

Nesse ínterim, passamos então à análise do PIB, cuja perspectiva era de crescimento em torno de 3,0% durante todo o governo Dilma, principalmente após os três primeiros anos oscilarem nesse patamar. Notavelmente, o crescimento do PIB agropecuário sustentou (2011:2013) ou atenuou (2014:2015) o crescimento/decrescimento do PIB até 2015, o que também foi observado em 2023. Nas outras composições, parte relevante do crescimento da indústria foi “garantida” através de políticas de isenção de impostos, como em 2011 a 2013, mas a antecipação do consumo, principalmente de bens duráveis, impôs severas quedas no triênio de 2014 a 2016.



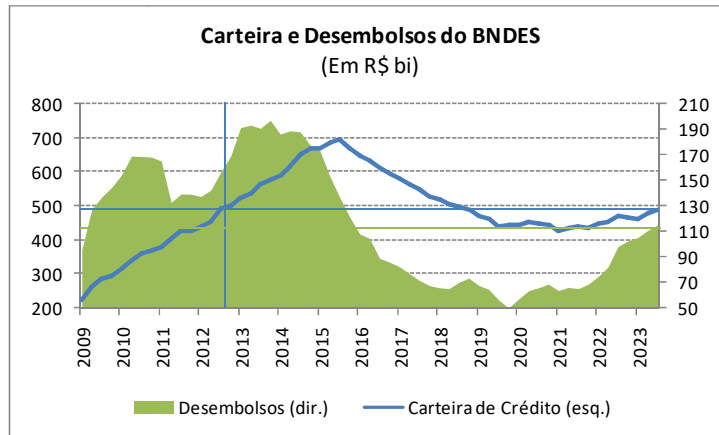
Não coincidentemente, quando os juros começaram a impactar sobremaneira a atividade (característica da defasagem da política monetária), o setor de serviços também sentiu (2014 a 2016), carregando o PIB consigo.

Ao longo do governo do PT, o estado foi grande propulsor do crescimento, até que encontrou uma estafa. Como podemos notar no gráfico abaixo, até março de 2013, as expectativas sobre o fiscal estavam bem-comportadas segundo o Boletim Focus, mas a partir de 2014 houve a concretização de déficits primários gigantescos, implicando em uma explosão da dívida (DBGG) em cerca de 20 pontos percentuais. Hoje em dia, com o fiscal em um patamar muito mais deteriorado do que o observado até 2013, a perspectiva de déficit primário reluta em convergir para a meta contida no arcabouço, esfacelado pelo ambiente político, ao passo que a trajetória da dívida bruta do governo geral (DBGG) em percentual do PIB segue crescente (aumento de 10 pontos percentuais).





No rastro da ampliação da participação do estado na economia, através da retomada de políticas parafiscais, chamamos a atenção para o gráfico da carteira de crédito e do desembolso do BNDES. O ponto mínimo foi atingido em 2020 por motivos óbvios, mas desde 2022 segue em constante incremento, ao passo que o nível de desembolso feito pela autoridade em 2023 supera R\$110 bilhões, um patamar de meados de 2009, enquanto a carteira de quase R\$500 bilhões atinge o patamar de 2013.

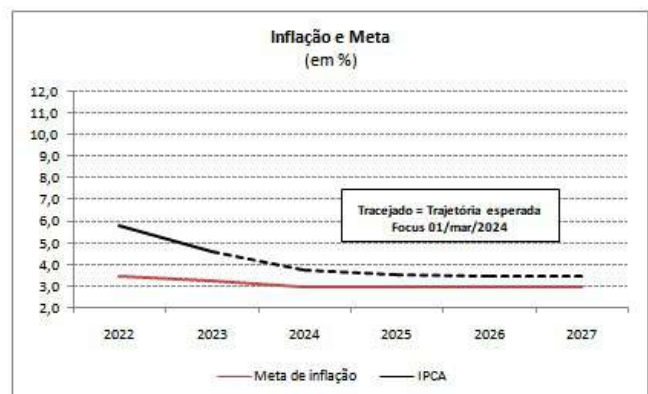
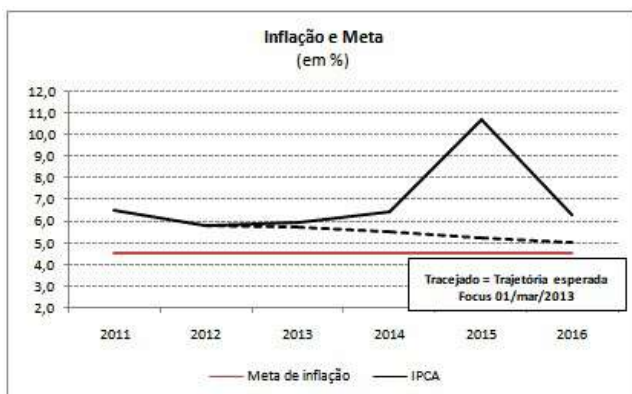


Como mencionado em outras análises, o nível de desembolso do BNDES no patamar atual é bem menos nocivo do que em 2009, por exemplo, e o nível da carteira também tem menores efeitos negativos do que em 2013, visto que a política de subsídios de taxas foi encerrada e, por enquanto, não há perspectiva de que a mesma seja retomada.

Contudo, a ampliação de políticas parafiscais, principalmente em momentos de restrição da política monetária, que em tese retira recursos da economia, faz com que haja um recuo do dinamismo do capital, bem como sua produtividade de alocação, “expulsando” a iniciativa privada de oportunidades que poderiam ser ocupadas pela mesma em condições normais, diminuindo a eficiência da política restritiva de juros.

Assim, chegamos ao ponto de ajuste de todo o conjunto de medidas adotadas no governo Dilma: A Inflação. Um país com memória inflacionária gigantesca e altamente indexada não pode se dar ao luxo de conviver com a desancoragem das expectativas. Isso está longe de significar que desvios da inflação corrente para a meta não possam ocorrer, mas que a credibilidade da autoridade em seu compromisso de perseguir a meta de inflação deve estar intacta e plenamente estabelecida, especialmente em um ambiente de deterioração fiscal e afrouxamento monetário.

Com todo o conjunto de medidas, em 2013, assistíamos a uma perspectiva inflacionária desancorada, com desvio descendente até +50 pontos-base em 2016, hiato precificado para toda a curva na atualidade. Como podemos notar no gráfico a esquerda, a realidade cobrou um preço severo. O crescimento parou em 2014, o fiscal expandiu fortemente a partir desse ano, o represamento de preços teve que ser revertido também a partir dessa data, o que gerou uma explosão da inflação em 2015, sem considerar que a inflação média foi amplamente mais dilatada.





Como se deve imaginar, a conclusão desse texto é relativamente óbvia: temos alertado nossos clientes sobre o risco de convivermos com inflação mais pressionada em futuro próximo. O tempo de duração da mudança do patamar inflacionário depende da duração da política aplicada e da deterioração das expectativas, enquanto o início do processo dependerá em parte da intensidade das políticas e de um fator randômico associado a choques inflacionários.

Se a intensidade das políticas aplicadas, com BNDES, bancos públicos, participação do estado na economia e compromissos primários confirmando as atuais perspectivas, avaliamos que a partir de 2026 existe grande probabilidade de vermos o início do processo inflacionário mais forte, ainda que apostemos com maior precisão que tal processo possa ocorrer a partir de 2027. Essa previsão contempla a perspectiva de que não teremos grandes choques na inflação e que a capacidade de represamento de preços por parte do governo se esgotará em 2026, com a corrida presidencial.

Vale salientar que a hipótese de não ocorrência de grandes choques de inflação é o principal fator de risco para nossa projeção, visto que choques inflacionários altistas ocorrem muito mais frequentemente do que baixistas, e a desancoragem das expectativas dificulta o controle do efeito secundário do avanço de preços na economia através da política monetária.

Alguns aspectos técnicos são suscitados para promover uma estratégia frutífera de investimentos diante do cenário apresentado, principalmente no que diz respeito aos questionamentos sobre o ponto de entrada. Embora esse tema seja complexo e mereça uma explicação mais detalhada, que deixaremos para outros momentos, sugerimos que os ativos deverão começar a precificar parte de um cenário menos construtivo a partir do momento em que o primeiro grande investidor fizer um movimento relevante para venda do Brasil, o que deverá acionar comportamento de outros agentes, antecipando grande parte do movimento projetado acima.

Em resumo, as análises comparativas entre os governos Dilma e o atual revelam uma série de paralelos preocupantes, especialmente no que diz respeito à gestão fiscal, política monetária e expectativas inflacionárias. À medida que nos aproximamos de um cenário de incertezas econômicas, é crucial que estejamos atentos aos sinais do mercado e às políticas governamentais para tomarmos decisões estratégicas e mitigarmos possíveis impactos adversos. A compreensão dos padrões históricos e a avaliação cuidadosa das tendências emergentes serão fundamentais para navegarmos pelos desafios econômicos que se avizinham.