

Fiscal, Fiscal... e Fiscal.

O regime fiscal brasileiro apresenta inconsistências estruturais incompatíveis com o projeto de desenvolvimento do país. O debate atual sobre a alteração da meta estabelecida pelo ministério da fazenda para o resultado das contas públicas é uma prova eloquente da fragilidade institucional em torno do orçamento público, com consequências para a sua credibilidade junto aos agentes de mercado que as incorpora aos preços dos ativos.

O desconforto com a questão fiscal é evidenciado na percepção, amplamente majoritária nos participantes de mercado, de que o governo não alcançará o seu objetivo de zerar o déficit público primário em 2024. Além da descrença no cumprimento da meta, as pesquisas recentes apontam a ausência de uma política fiscal crível como um dos principais problemas da economia brasileira e uma das razões para as baixas taxas de crescimento do país.

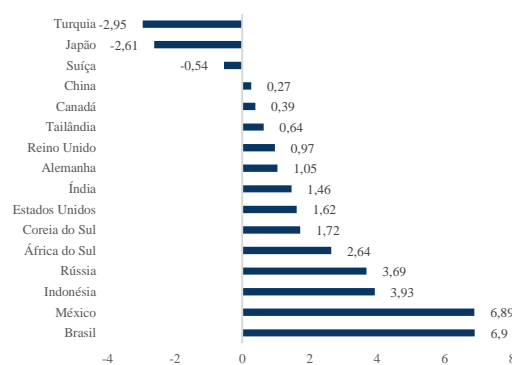
As expectativas dos agentes em relação ao equilíbrio das contas públicas afetam os juros de longo prazo, que são preços determinados pelo mercado, e refletem o mal-estar em relação ao tamanho e evolução da dívida pública. A taxa Selic, de curto prazo, é ajustada pelo Banco central e atende aos objetivos da política monetária estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

No regime de metas inflacionárias, o Banco Central trabalha com uma taxa de equilíbrio ou taxa neutra de juros (TNJ) em torno da qual a política monetária pode assumir caráter expansionista ou contracionista de acordo com as variáveis dos cenários prospectivos para a economia. A TNJ não é observável e deve ser estimada por modelos. Bancos Centrais têm interesse na dívida pública pelas evidências de que a

sua dinâmica contribui na estimação da TNJ. Modelos fiscais incapazes de oferecer segurança a investidores elevam a taxa de equilíbrio e os prêmios embutidos da curva de juros. Neste ambiente, a oferta de crédito e a percepção de risco por parte dos investidores são afetados negativamente, alterando a alocação de recursos no mercado financeiro.

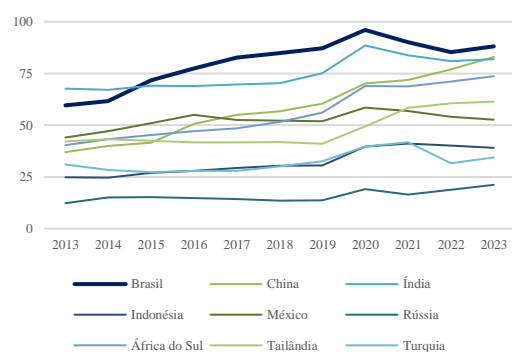
TAXAS DE JUROS REAIS

Projetada para os próximos 12 meses (Em %)



DÍVIDA PÚBLICA DOS PAÍSES EMERGENTES

(% do PIB)



O Plano Real representou um importante avanço no ambiente macroeconômico brasileiro. A implantação do regime de metas, a adoção do câmbio flutuante e a obtenção de superávits primários suficientes para estabilizar a dívida pública foram medidas importantes que sinalizaram aos investidores uma

melhor governança na gestão pública.

A manutenção por diferentes governos de maior disciplina na condução das finanças públicas culminou com o Brasil alcançando a classificação de Grau de Investimento pelas agências internacionais de rating em 2008. Aquela conquista reduziu os prêmios de risco do país e as condições de financiamento da dívida pública. Apesar dos inegáveis avanços, o Brasil perderia em setembro de 2015 o selo de bom pagador para suas emissões como consequência de uma expansão fiscal imprudente e práticas contábeis que comprometeram a credibilidade das contas públicas. O aumento do gasto público teve pouco efeito na taxa de investimento e ainda levou o resultado primário do governo a sucessivos déficits nos anos seguintes.

A insegurança em relação à questão fiscal ainda é um desafio para a economia brasileira, principalmente pela ausência, em nosso desenho institucional, de instrumentos adequados ao controle do gasto público. No limite, as recorrentes alterações de regras fiscais podem levar a uma expansão descontrolada das despesas, cujo custo de financiamento adicionaria incerteza e traria riscos ao cumprimento das metas de inflação estabelecidas pelo CMN. Não é incomum que alguns economistas manifestem nos seus cenários prospectivos os riscos de a política monetária ficar sob efeito de dominância fiscal*.

Ainda por ser pacificado o conflito distributivo em torno do orçamento público brasileiro já foi enfrentado através da expansão do endividamento, do aumento da carga tributária e, até o Plano Real, pela emissão de moeda cuja consequência, a alta inflação, ajudou a financiar o déficit público. Todos esses expedientes já estão há algum tempo dando sinais de esgotamento.

A Lei de Responsabilidade Fiscal, o Teto de Gastos (Emenda Constitucional 95/2016) e o recente Arcabouço Fiscal são exemplos do esforço dos legisladores em tentar disciplinar o crescimento do gasto

público dadas as restrições do orçamento. Apesar de louváveis, os limites impostos à expansão das despesas têm sido recorrentemente contornados através de diversos expedientes ao longo dos anos.

No recém-lançado Arcabouço Fiscal, o equilíbrio das contas públicas está associado principalmente a propostas de aumento da arrecadação. Com a carga tributária já elevada, a aprovação de uma agenda orientada exclusivamente para o aumento de receitas e pouca ou nenhuma redução das despesas encontra natural resistência à sua aprovação pelos legisladores, adicionando incerteza ao cumprimento das metas fiscais.

No Brasil, a elaboração de um orçamento público crível tornou-se uma questão relevante para a economia. Marcado por excessiva rigidez que limita a flexibilidade dos gestores em termos de política fiscal, o governo recorre com frequência a estimativas irreais de receitas e despesas, apresentando uma peça orçamentária com baixa credibilidade. Hoje, menos de 10% do orçamento são despesas discricionárias e aproximadamente um quarto delas já estão sob responsabilidade do poder legislativo, numa clara demonstração de que o presidencialismo de coalização está sendo desafiado e a arena do conflito se dá em torno da destinação dos recursos do tesouro, antes uma prerrogativa exclusiva do executivo.

O reduzido espaço para a gestão do orçamento faz com que o compromisso com as regras fiscais seja alcançado através de interpretações “adequadas” da legislação, contabilidade criativa e outros instrumentos que comprometem a credibilidade das contas públicas.

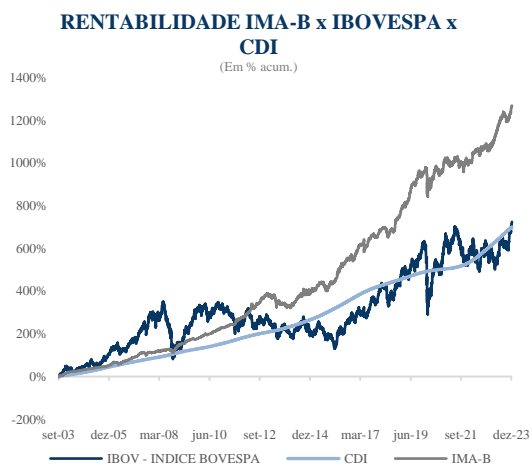
O equilíbrio das finanças governamentais e o *enforcement* desenhado para garantir o cumprimento das regras fiscais têm persistido como fontes de insegurança para a percepção de solvência da dívida pública. Os prêmios de risco para as emissões do tesouro afetam a alocação de

recursos ao deslocar a demanda de ativos com maior volatilidade para produtos lastreados em emissões de dívidas pública e privada com taxas de retorno atrativas quando comparadas ao seu risco de crédito.

A reação da curva de juros fica evidente nos momentos de maior incerteza quanto ao compromisso do governo com uma gestão fiscal prudente. Em 2016, o título de emissão do tesouro corrigido pelo IPCA e vencimento em 2045 alcançou juros próximos a 7,5% ao ano, um recorde dos últimos 15 anos.

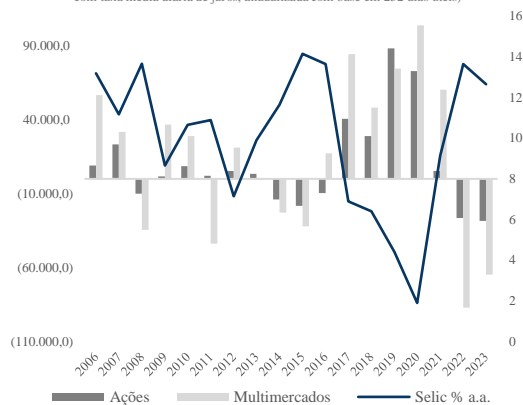
Os elevados juros, uma anomalia brasileira, tornaram o ato de emprestar dinheiro ao governo um bom negócio.

A rentabilidade robusta associada à baixa volatilidade e boa qualidade do emissor podem ter contribuído para os movimentos observados na alocação de recursos. Nos últimos anos, os juros elevados, a dispersão de retornos na indústria de fundos e a oferta de títulos isentos de IR contribuíram para a realocação das carteiras. Os movimentos medidos pelos saldos dos fundos multimercados e de ações têm boa correlação com os prêmios dos juros longos, uma evidência dos efeitos do impulso fiscal na indústria de investimentos.



CAPTAÇÃO LÍQUIDA FUNDOS x SELIC

(Captação com dados em R\$ milhões acumulados no ano até a data, e SELIC com taxa média diária de juros, anualizada com base em 252 dias úteis)



Durante muitos anos a economia brasileira conviveu com problemas em seu balanço de pagamentos que hoje estão superados. Com aproximadamente **U\$350 bilhões** de reservas e uma balança comercial que deverá ter superávit recorde de mais de **U\$90 bilhões** agora em 2023, o acesso a moeda externa não é mais uma restrição para a economia brasileira.

A acumulação de vantagens competitivas estruturais na produção agrícola e de commodities deverá ampliar a nossa corrente de comércio e levar o saldo no comércio exterior a superar em breve a marca de **U\$100 bilhões**.

A reforma tributária é outro avanço recente que deverá contribuir positivamente para o ambiente de negócios do país. Apesar das concessões que a afastaram do desenho ideal, a versão aprovada dará importante contribuição para a produtividade das companhias instaladas no país ao simplificar a perversa complexidade do nosso sistema tributário.

A superação dos obstáculos responsáveis pelo crescimento medíocre nas últimas décadas dependerá em grande parte da agenda de reformas que deverão modernizar o desenho institucional da economia do país.

A ausência de um regime fiscal que ofereça segurança a investidores reduzindo os juros pagos pelo tesouro e estabilizando a dívida pública em níveis prudentes deverá ser um dos temas relevantes na economia

brasileira nos próximos anos. A gestão de recursos limitados demanda boa qualidade do gasto público. As avaliações, hoje ausentes, dos retornos esperados para as políticas públicas contribuirão para melhorar a eficiência alocativa dos escassos recursos do tesouro.

O equilíbrio fiscal terá efeito considerável na taxa de investimento da economia. O setor privado aumentará a propensão de investir pelo maior excesso de retorno sobre o custo de capital, antes um risco inaceitável devido aos altos juros das dívidas das companhias. A menor despesa com juros tenderá a alterar a estrutura de capital das empresas e os níveis de alavancagens prudenciais dos negócios, melhorando sua avaliação e o seu retorno para os acionistas.

O valor de nossas companhias investidas não está imune ao ambiente institucional em que operam. Segurança jurídica, regras estáveis e tributação com baixo custo de conformidade são alguns dos fatores que afetam a avaliação dos negócios. Além desses, a macroeconomia “arrumada”, onde juros e câmbio deverão estar com expectativas devidamente ancoradas, são determinantes na propensão ao investimento de risco.

A política monetária restritiva do Banco Central atua sobre o preço dos ativos negociados em bolsa por diversos canais: Reduz o valor presente dos fluxos de caixa futuros pela maior taxa de desconto incorporada aos modelos de avaliação por DCF (Discount Cash Flow); pelo aumento do custo de capital das empresas, tornando a alavancagem do negócio uma questão crítica e ainda, pela competição dos produtos de renda fixa que oferecem relação risco/retorno atrativas.

Pressionados pelos altos juros praticados no país, os ativos de risco terão

oportunidade de oferecer retornos superiores ao custo de oportunidade local nos próximos anos com a redução estrutural dos juros de equilíbrio da economia.

O Brasil poderá usufruir de sua boa posição em temas relevantes no cenário mundial como matriz energética limpa, agronegócio com ganhos de produtividade expressivos nas últimas décadas, mercado interno robusto com oportunidades de escala para diversos negócios e uma agenda de reformas a serem implementadas que elevará a taxa potencial de crescimento.

A constituição de 1988 consagrou em seu caráter assistencialista e com o desenho de um Estado provedor de seguros públicos universais a aspiração do país de crescer com maior equidade. Essa pretensão, embora legítima, não prescinde de um regime fiscal sustentável, hoje uma agenda inadiável ao projeto de desenvolvimento do país.

“The big money is not in the buying and the selling, but in the waiting.”

&

“Our ideas are so simple that people keep asking us for mysteries when all we have are the most elementary ideas.”



Charlie Munger (1924 – 2023)

Mauricio Pedrosa

(*) Sob dominância fiscal, o governo acumula tanta dívida que o Banco Central tem que priorizar a estabilização da situação fiscal do governo, muitas vezes sacrificando seus objetivos de controle inflacionário.