



Tempo  
de leitura:  
4 min.

07  
-  
JUNHO  
-  
2021

# Recap semanal

XP ADVISORY

TEMA:  
Melhora cíclica  
ou estrutural?

## Melhora cíclica ou estrutural?

Por **Rogério Freitas**, CO-HEAD de Gestão, XP Advisory.

Depois de um longo período barrados de participar da festa da reflução global, enfim, os ativos brasileiros começam a sofrer os efeitos colaterais da repressão financeira. A compressão dos retornos esperados, com a valorização dos preços dos ativos, chegou, enfim, à Pindorama após redução de riscos importantes, como o fim da lei do teto de gastos e o descontrole total da crise da saúde.

Um mínimo de previsibilidade econômica e social, juntamente com ventos fortes favoráveis externos, vêm gerando surpresas positivas na economia, melhorando as expectativas sobre o futuro e, conseqüentemente, destravando o valor dos ativos domésticos.

Os dados do PIB do primeiro trimestre, que há poucos meses, a média do mercado esperava contração, surpreendeu positivamente, indicando crescimento. Com o resultado, o PIB praticamente voltou ao patamar do quarto trimestre de 2019, antes da pandemia.

As projeções para 2021, que no fim do ano passado estavam perto de 3%, já caminham agora para algo próximo ou superior à 5%.

Além disso, o cenário fiscal também parece estar melhor do que se imaginava. De um lado, a recuperação mais forte da economia tem gerado maior arrecadação e melhorado as estimativas para o déficit primário deste ano. De outro, a alta da inflação, principalmente o elevadíssimo valor do IGP-M, tem aumentado a projeção do deflator do PIB (onde a composição se assemelha mais com a do IGP-M do que com a do IPCA), reduzindo as projeções para a relação dívida/PIB.

No entanto, apesar da melhora da arrecadação e do ponto atual mais baixo do nível da relação dívida/PIB, existem dúvidas sobre o quanto dessa recuperação pode contaminar positivamente a dinâmica futura da trajetória dessa relação.

Vale ressaltar que o ponto inicial da dívida é, sim, importante, mas a dinâmica ou o comportamento das expectativas da relação dívida/PIB para os próximos anos é ainda mais importante.

Nesse sentido, nos questionamos se um ponto inicial mais baixo pode gerar uma contaminação positiva das expectativas, dado que um nível mais baixo da dívida hoje pode provocar juros menores, mais confiança, por conseguinte, mais investimentos e mais crescimento. Em resumo, um conjuntural positivo teria o poder de gerar um estrutural também positivo?



Para começar é importante frisar que fazer simulações sobre o futuro requer muito bom senso sobre economia e conhecimento sobre a história econômica. Afinal, planilha de Excel aceita tudo. Simular que o PIB brasileiro crescerá 3,5% nos próximos 5 ou 10 anos não é recusado por uma planilha, mas o é por quem conhece um mínimo do PIB potencial e o histórico de crescimento da economia brasileira dos últimos 20 anos, que teve expansão média em torno de 1,5% ao ano.

Nesse sentido, mesmo se a dívida encerrar o ano próxima a 80% do PIB, ainda será excessivamente alta, se comparado com os nossos pares, e suscetível ao risco de descontrole em cenários menos favoráveis durante o próximo governo. Sua gradativa redução irá requerer um esforço fiscal que, a depender dos parâmetros de juros e crescimento do PIB, demandaria superávits primários entre 2,5% e 3,0% do PIB, caso raro nas últimas décadas.

Ainda pelo lado do resultado primário do setor público, se nos debruçarmos melhor para entender a dinâmica da arrecadação e dos gastos vamos compreender que não podemos extrapolar para os anos seguintes o resultado atual. O fato é que o resultado primário é extremamente dependente do crescimento da receita, dado o contínuo aumento de despesas obrigatórias em relação ao PIB.

Pelo lado do crescimento, os riscos para uma expansão sustentada para os próximos anos não são poucos, como a aceleração da inflação, com o IGP-M contaminando o IPCA de 2022 num ambiente de atividade mais forte e passthrough mais elevado, além de um agravamento do quadro hidrológico do país, um afrouxamento adicional do controle fiscal e uma contaminação da confiança dos investidores pelo quadro eleitoral de 2022.

Crescer de forma cíclica, puxada pelo boom das commodities, historicamente tem sido fácil para a economia brasileira, mas, passada a janela externa positiva, será muito difícil fazer com que esse crescimento se prolongue. Já vimos esse filme antes.

Questões como as reformas tributária, do Estado e administrativa, a segurança jurídica de longo prazo, fortalecimento das agências reguladoras, abertura comercial e melhora de eficiência na nossa infra-estrutura serão cada vez mais cobradas pelos mercados. Eles podem não estar cobrando agora, mas cedo ou tarde todos esses temas voltarão à pauta. Como diria o ditado, macaco velho não põe a mão em cumbuca.