

WHG Insights

O impacto da inflação nas contas fiscais

Perspectivas para o Brasil e EUA

31 de maio de 2022

Sumário Executivo

- Em março deste ano, publicamos o estudo “Eu sou você amanhã?” – Semelhanças, diferenças e coincidências do processo de normalização brasileiro e americano”. Nele, discorremos utilizando diversas métricas quantitativas, sobre a semelhança (positiva) na performance das economias brasileira e americana – logo na saída da fase mais aguda da pandemia. Notamos, entretanto, que no início de 2021 houve uma divergência, para pior, no caso brasileiro;
- Neste presente relatório continuamos tal comparação, mas agora sob a ótica fiscal de ambos os países (situação atual e perspectivas);
- Nota-se que a surpreendente alta da inflação, a partir de 2021, e as, relativamente lentas, reações das autoridades monetárias (em especial, do *Fed*) gerou uma “surpresa nominal” que levou à queda dos índices de endividamento em relação ao PIB em ambas as geografias, apesar do forte aumento de gastos para combater a pandemia;
- Nota-se também que os gastos com a pandemia foram, efetivamente, financiados com o imposto inflacionário, levando à grandes perdas de riqueza para detentores de títulos de renda fixa;
- Houve também aumento expressivo de arrecadação e há um corrente debate entre analistas sobre a durabilidade de tal melhora;
- No caso brasileiro isso se deve em parte à alta dos preços das commodities, enquanto no caso dos EUA à fortíssima alta nos preços dos ativos financeiros;
- A recente melhora da perspectiva fiscal deverá depender, em grande parte, do nível de taxa de juros prevalecerão nos próximos anos.

Uma surpresa positiva (mas não para investimentos em renda fixa)

Grande parte da resposta ao choque da pandemia da Covid-19 foi uma reação ao consenso de que o nível de apoio fiscal, oferecido durante a grande crise financeira de 2008, deixou a desejar.

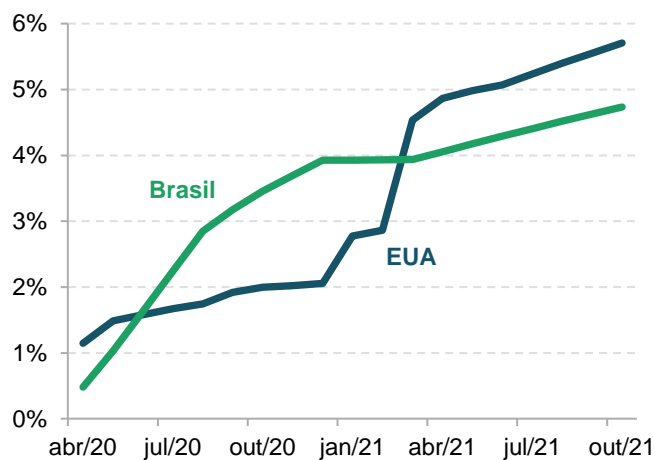
Essa falta de apoio é vista como uma das principais razões pela qual a recuperação econômica depois da crise de 2008 foi bastante lenta. É apontada também, como motivo pelo qual a economia americana demorou anos para voltar ao mesmo nível tendencial de atividade econômica. Algo que, tratando do caso europeu, nunca nem chegou a acontecer.

Esse mesmo erro não foi cometido com a crise da Covid. Nesse novo desafio, ocorreu justamente o contrário.

No caso do Brasil, as transferências diretas para combater a pandemia foram maiores do que nos EUA, até o anúncio do pacote do novo governo Biden, no início de 2021, conforme ilustração subsequente:

Transferências relacionadas ao combate à Pandemia

% do PIB de 2020, gastos acumulados



Fonte: Tesouro Nacional, BEA e WHG

Essa “explosão” de gastos, somada à forte queda de receita dos governos devido à recessão, levou

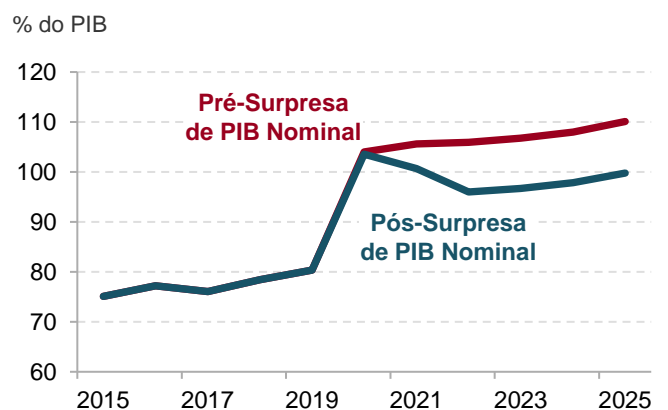
a maioria dos analistas a preverem forte aumento nos níveis de endividamento ao redor do mundo.

No caso do Brasil, muitos acreditavam que em breve o país atingiria a marca simbólica de endividamento igual a 100% do PIB. Mas não foi isso o que aconteceu.

Uma forte e persistente alta da inflação em ambos os países, acrescido à rápida saída do ambiente recessivo (em parte, devido ao desenvolvimento de vacinas contra a Covid-19 ter sido mais rápido do que o esperado), gerou altas no PIB nominal que acabaram derrubando a relação dívida/PIB, “pelo denominador”, a despeito do enorme aumento de gastos em ambos os países.

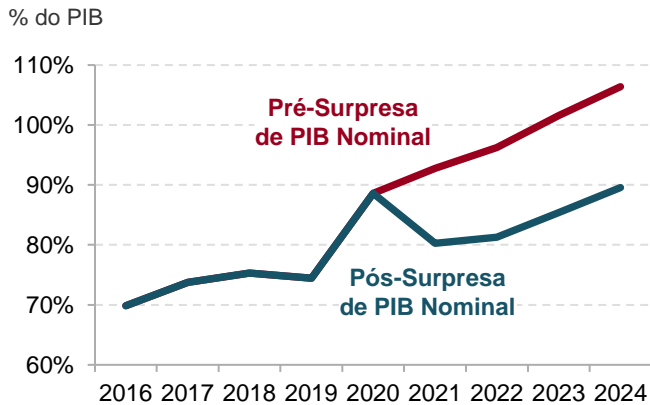
Isso pode ser mensurado através da comparação da dinâmica de dívida, com e sem a mencionada “surpresa” de crescimento do PIB nominal, como demonstrado abaixo:

Dinâmica da Dívida nos EUA



Fonte: FMI, CBO e WHG

Dinâmica da Dívida no Brasil



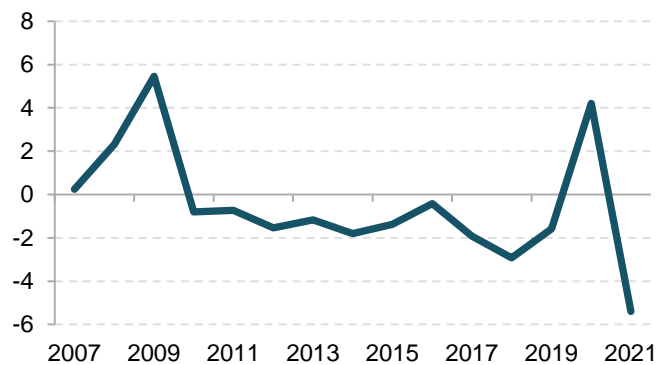
Fonte: Banco Central do Brasil e WHG

Assim, no caso de Brasil, tal surpresa de crescimento foi essencial para que o endividamento em relação ao PIB não superasse a marca de 100% neste ano.

Uma boa maneira de decompor o efeito da surpresa inflacionária na dinâmica da dívida, é através da relação conhecida como “ $r-g$ ”, na qual r é a taxa de juros de rolagem da dívida e g é a taxa do crescimento econômico.

Surtos inesperados de inflação podem, temporariamente, derrubar a taxa de rolagem e emissão da dívida, o que melhora a dinâmica fiscal.

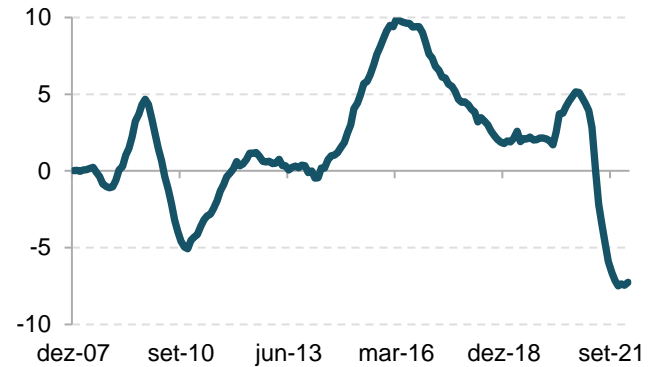
EUA – Taxa implícita da dívida vs Crescimento do PIB Nominal



Fonte: CBO e WHG

O papel redutivo que a inflação pode desempenhar na relação mencionada ($r-g$) fica mais claro ainda no período da pandemia, nos casos do Brasil e dos EUA:

Brasil – Taxa implícita da dívida vs Crescimento do PIB Nominal



Fonte: Banco Central do Brasil e WHG

Percebam que no período depois da crise de 2008, a relação era geralmente negativa nos EUA (rápidos surtos de alta enquanto o crescimento despencou durante recessões).

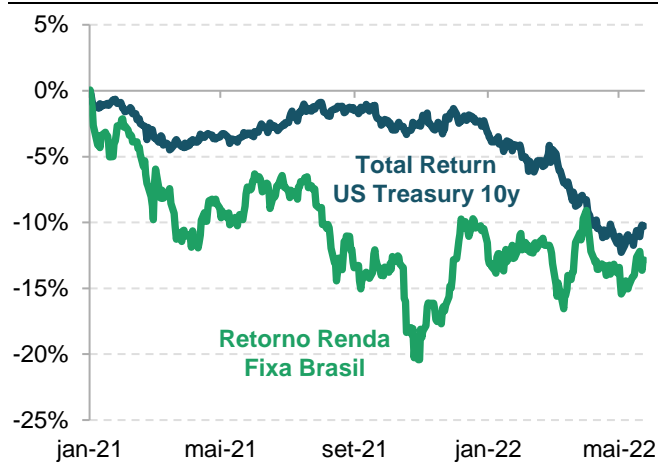
No caso do Brasil, a relação em geral tem sido positiva, fruto da nossa tradicionalmente alta taxa de juros (a queda da taxa, ao redor de 2010 foi quando nosso crescimento temporariamente atingiu o patamar asiático de 7,5%). Logo após o início da pandemia, essa relação caiu para o nível historicamente baixo, de -8%.

Assim, o excesso de estímulos fiscais e monetários se autofinanciaram, impondo um imposto inflacionário.

A crença da alta de inflação ser algo transitório, gerou um nível de complacência tanto do Federal Reserve como, em menor grau, do Banco Central, que permitiu que os gastos com a pandemia fossem financiados pela inflação (já evidente desde o início de 2021) a tal ponto que a relação dívida/PIB não só deixou de subir, mas acabou caindo.

Essa façanha não seria possível sem custo, que nesse caso foi principalmente imposto sobre detentores de títulos de renda fixa. Podemos ver esse imposto sendo “cobrado” com as fortes quedas no valor dos índices de renda fixa tanto no Brasil como nos EUA:

Retorno Acumulado da Renda Fixa desde 2021



Fonte: Bloomberg, WHG

Entretanto, essa excepcional (e acreditamos acidental) imposição do imposto inflacionário não é algo sustentável ao longo do tempo.

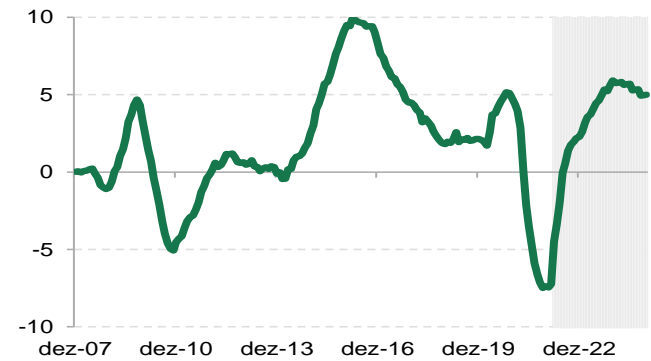
Eventualmente os investidores em títulos de renda fixa notaram as perdas em seus investimentos e acabaram pedindo taxas maiores para comprar novos títulos.

Assim, tanto o Banco Central como, com muito mais atraso, o Federal Reserve, foram forçados a começar a subir os juros para controlar a inflação.

No caso do Brasil, a queda da relação $r-g$ em território negativo não deve durar muito tempo:

Brasil – Taxa implícita da dívida vs Crescimento do PIB Nominal

Projeção até 2024



Fonte: Banco Central do Brasil, WHG

Podemos dizer então, que “o que os bancos centrais tiram; eles mesmos acabam devolvendo” - pelo menos em países com alguma organização monetária.

A contribuição da arrecadação

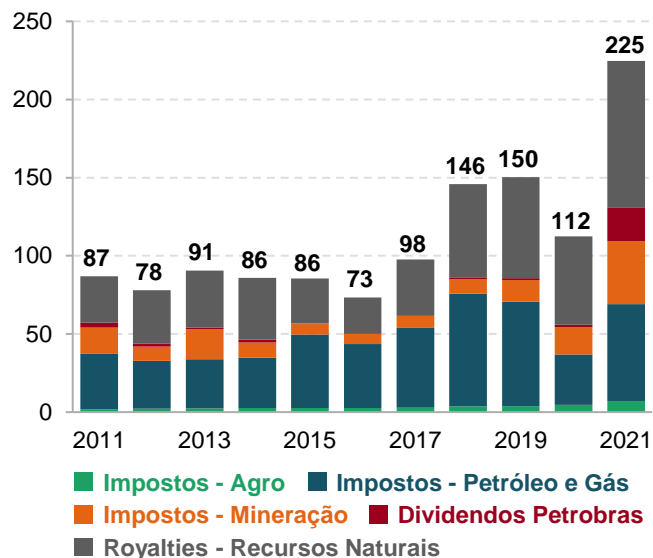
A “surpresa” nominal que derrubou o nível de endividamento não foi somente oriunda da inflação. Tanto no Brasil, quanto nos EUA houve aumento real de arrecadação, provenientes de diferentes.

Determinar até que ponto essa melhora de arrecadação é duradoura é outro elemento importante para determinar qual o futuro da trajetória fiscal.

No caso do Brasil, o grande determinante da melhora de arrecadação tem sido a alta de commodities:

Receitas do Gov. Central com Commodities

R\$ bilhões



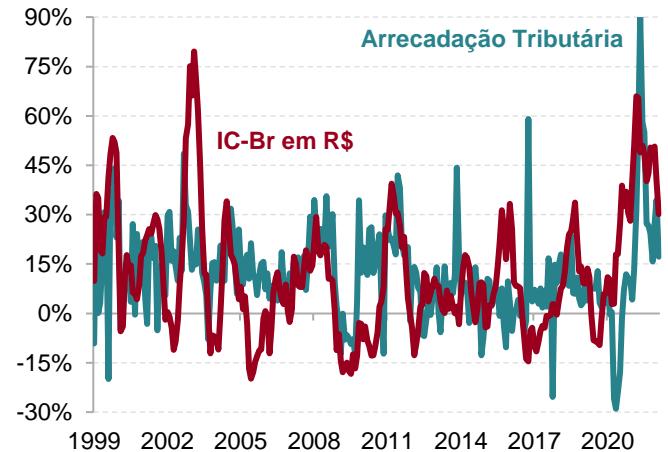
Fonte: Tesouro Nacional, WHG

Os níveis de arrecadação ligados às commodities em 2021, estão duas vezes maiores frente aos mesmos dados de 2018.

Para poder mensurar a importância desse setor para a questão fiscal, disponibilizamos na sequência uma ilustração da relação entre a variação interanual da arrecadação fiscal e a variação do índice de commodities IC-Br do Banco Central:

Arrecadação vs. Preço de Commodities

YoY



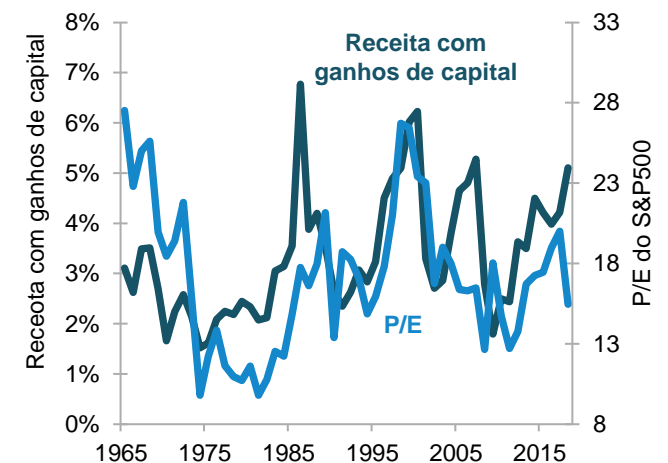
Fonte: Bloomberg, Receita Federal e WHG

No caso dos EUA, uma economia altamente financiada, um dos fatores mais importantes e cíclicos de arrecadação é a tributação da venda de ativos financeiros (*capital gains tax*).

Podemos ver a importância dos mercados financeiros através da correlação entre o percentual de impostos cobrados sobre o ganho de capital, na receita tributária, e a relação preço/lucro da bolsa americana:

Receita com ganhos de capital vs P/E do S&P500

% da receita total



Fonte: Tax Policy Center, Bloomberg e WHG

O ambiente econômico positivo logo depois do início da pandemia – fruto da reabertura da economia e dos estímulos fiscais e monetários – fizeram os preços das commodities e dos ativos financeiros subirem, o que tem ajudado a situação fiscal em ambos os países.

Qual “surpresa” de arrecadação deve ser mais duradoura?

Neste início de ano temos visto fortes quedas nas bolsas americanas, o que certamente terá um impacto negativo sobre a arrecadação tributária nos EUA. Mas, historicamente, correções nas bolsas americanas tendem a ser de curta duração e nenhum mercado acionário no mundo tem um recorde tão consistente de alta como as bolsas americanas.

Certamente o nível de dano fiscal vai depender da profundidade da correção, e se de fato houver ou não uma recessão nos EUA.

No caso do Brasil, a alta de commodities é um fenômeno externo e não doméstico. A alta recente tem a ver com a reabertura da economia global depois do choque da pandemia, e depois a alta global da inflação tem elevado o interesse de investidores no segmento.

Há também fatores de oferta, já que o setor viu queda secular de investimentos com a queda de preços a partir de 2011.

Até com a recente alta de preços, os níveis de investimentos não têm respondido da maneira esperada, já que preocupações ecológicas têm restringido o número de investidores institucionais dispostos a financiar empresas nos setores de energia e mineração.

Mas, ao mesmo tempo, a transição energética necessária para controlar o aquecimento global vai demandar grandes investimentos em infraestrutura que são intensivos nesses mesmos insumos.

Esses fatores têm levado muitos analistas a argumentar que estamos vivendo um “super ciclo” nos preços de commodities, um período de alta secular nos preços com menor sensibilidade a oscilações do ciclo econômico.

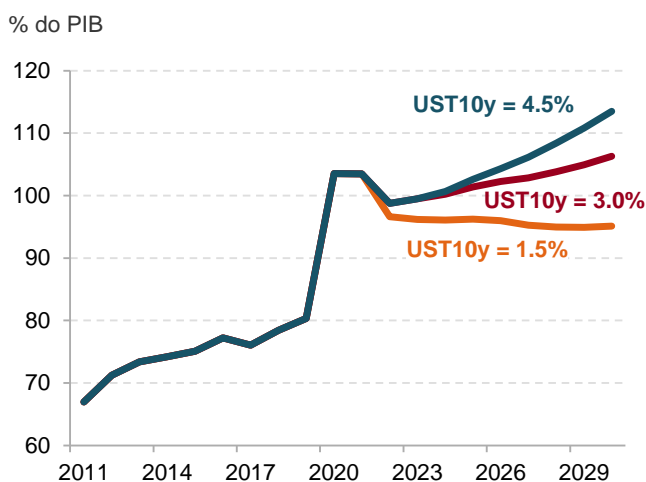
Perspectivas fiscais – “de volta ao futuro”?

Em um período de normalização monetária – o que, pelo menos temporariamente, aumenta as taxas de juros e leva (com algum atraso) a queda da inflação, a relação $r-g$ piora, e alguma parte da “surpresa” nominal é revertida.

Porém, mais importante do que uma reversão parcial do ganho inesperado, é a questão: os choques devidos à pandemia mudaram de forma permanente os fatores determinantes da dinâmica do endividamento? Ou seja, qual o impacto dos choques em r ou em g .

Podemos ver isso variando o parâmetro r , a taxa de juros, no caso dos EUA. Aqui calculamos o efeito na dívida em relação ao PIB se a taxa de juros nominal de 10 anos, que hoje está ao redor de 3%, fica neste patamar, voltar a cair para 1,5% (patamar médio de 2021), ou subir para 4,5% (patamar antes da crise de 2008). Assume-se um crescimento do PIB nominal de 3,8%.

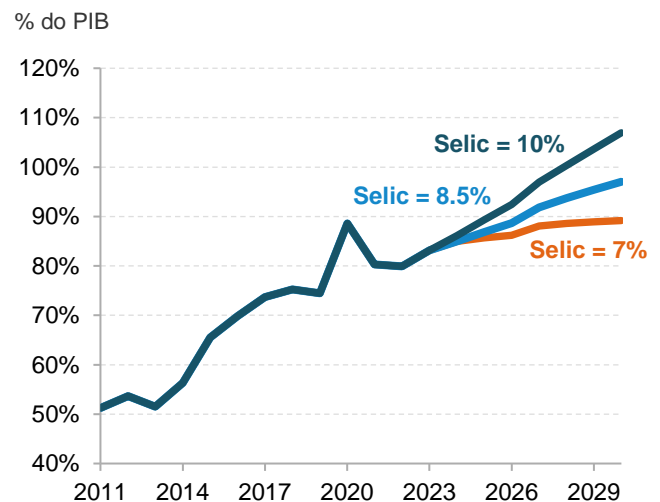
EUA – Dívida/PIB sob diferentes cenários para a taxa de juros de 10 anos.



Fonte: CBO e WHG

Essa seria a dinâmica no caso brasileiro assumindo um crescimento do PIB nominal de 6% e o respeito ao teto de gastos.

Brasil - Simulação para a dívida bruta



Fonte: Banco Central do Brasil e WHG

Podemos ver que se trabalharmos com as estimativas atuais do que seriam taxas “neutras”, ou os níveis onde as taxas de juros devem oscilar ao longo dos ciclos econômicos, a dinâmica da dívida é ascendente, mas não explosiva. Assim se a taxa de juros de dez anos dos EUA ficar, na média, abaixo de 3%, e no caso brasileiro a taxa Selic ficar ao redor de 7%, ambos os países devem ver aumento relativamente suaves nos seus índices de endividamento. Mas seriam esses aumentos sustentáveis?

No caso dos EUA, já há vários países desenvolvidos com níveis de endividamento bem maior que os EUA que não tem tido dificuldades fiscais. O maior exemplo disso é o Japão, que hoje se encontra em uma relação dívida/PIB de 263%.

No caso de países desenvolvidos, não parece haver um limite empírico limitando o nível de endividamento¹.

O caso brasileiro é bastante distinto, já que nós não detemos uma moeda reserva. Nosso nível de endividamento já destoa da média dos países emergentes, mais próximo de 70% do PIB.

O fato de que não temos hoje problemas na rolagem da dívida é atribuído, em grande parte, a profundidade e liquidez dos mercados de renda fixa local (um fator importante no caso japonês). Mas isso não deve criar uma sensação de tranquilidade. A experiência de qualquer crise financeira é de algo que parecia ser sustentável e, de repente, e sem aviso prévio, se torna insustentável.

Um leve e gradual aumento no índice pode ser sustentável por algum tempo, mas se isso não for acompanhado de reformas de racionalização do gasto público e do sistema tributário e de aumento do nível de crescimento, o aumento do endividamento vai gerar um aumento da fragilidade financeira e da sensibilidade dos mercados de renda fixa a choques externos e domésticos.

¹ Há, porém, limites em algumas abordagens teóricas. Modelos intertemporais sugerem que o estoque da dívida deve ser igual ao valor presente dos futuros superávits primários. Essa restrição seria muito restritiva, e não é difícil mostrar que ela já deveria ter limitado o nível de

endividamento em países como os EUA e o Japão. Há várias soluções teóricas para este enigma, para uma contribuição recente veja Markus Brunnermeier et al, "The fiscal theory of the price level with a bubble", Working Paper, Princeton University, December 2021.

Este material de divulgação é meramente informativo e foi elaborado para os clientes da Wealth High Governance (“WHG”), e não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. Os parâmetros aqui descritos são meramente referenciais e exemplificativos, podendo ser alterados pela WHG Capital a seu exclusivo critério, a qualquer momento, sem prévio aviso. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, consultoria de investimentos, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento ou sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Recomendamos uma consulta a profissionais especializados para uma análise específica e personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos. Este material pode apresentar conclusões e opiniões feitas sob determinadas premissas. Ainda que o time de gestão da WHG acredite que essas premissas sejam razoáveis e factíveis, não pode assegurar que sejam precisas ou válidas em condições de mercado no futuro ou, ainda, que todos os fatores relevantes tenham sido considerados na determinação dessas conclusões, opiniões, sugestões, projeções e hipóteses. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG.



Wealth High Governance

Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)
andrew.reider@whg.com.br

Fernando Fenolio

Economista-chefe
fernando.fenolio@whg.com.br

Tony Volpon

Estrategista-chefe
tony.volpon@whg.com.br

Bruno Diniz

Head de Produtos
bruno.diniz@whg.com.br

