

# RESENHA ECONÔMICA

# 2021

 RIO BRAVO



O ano começa com um importante realinhamento político, representado pela eleição dos novos presidentes das duas casas legislativas, processo que funciona, no Brasil, como o voto de confiança nos regimes parlamentaristas. Muitas vezes, a aprovação de uma “moção de desconfiança” (ou reprovação de “voto de confiança”) derruba um governo. Mas, também é comum de acontecer o contrário: o chefe do governo sai fortalecido. Ou pode sair muito machucado e diferente.

Com Artur Lira e Rodrigo Pacheco empossados no começo de fevereiro, o *impeachment* desapareceu como perspectiva política, e foi como se um novo governo tivesse início, ainda que com a mesma chefia no Executivo. Era a segunda metade da presidência Jair Bolsonaro.

Começa, então, a haver mais atividade do Legislativo, e mais tensão entre o presidente da República e o STF. A democracia brasileira respira. Há um sentimento de alívio. Mas a agenda reformista do ministro Guedes não progride, e a pandemia é a explicação mais importante, ainda que não a única.

O desgaste e o isolamento do presidente Bolsonaro – que insiste em antagonizar máscaras, distanciamento e especialmente *lockdown* – foram progressivos e proporcionais ao rastro de devastação deixado pela Covid-19. Ao tratar a pandemia como se fora um tema no contexto da guerra de narrativas, ou um problema de *marketing*, a insensatez do presidente o tornou responsável, aos olhos da opinião pública, pelo mau desempenho do país no combate à pandemia.

É nesse contexto que Jair Bolsonaro demite o presidente da Petrobras, Roberto Castello Branco, a propósito da clássica arenga sobre os preços dos combustíveis, produzindo efeitos adversos no valor de mercado da empresa, na taxa de câmbio, e no ministro da Economia, que se declara publicamente “ferido” pelo presidente da República (segundo uma entrevista de grande repercussão: “presidente, o senhor está ferindo seu general. Na hora em que estou ganhando a batalha o senhor me dá um tiro”).

O discreto general que passou a presidir a companhia (General Joaquim Silva e Luna, ex-diretor geral da Itaipu Binacional) nada alterou da política de preços de derivados de petróleo, baseada na paridade com preços internacionais.

O ministro Guedes vinha tendo sucesso em conter o apetite do Legislativo quanto a um novo auxílio emergencial (o de R\$600,00 tinha terminado no fim do ano e deixado forte impressão nos políticos, em razão de seus efeitos populares, inclusive em comunidades fortemente dependentes do Bolsa Família). Havia o risco da renovação e muito esforço do ministro para trazer o número para o terreno do razoável, em termos de valor e escopo. Parecia existir certo entendimento com Artur Lira sobre o assunto, pois o Legislativo queria participar da autoria desse programa, que mexia da “bandeira” do Bolsa Família e tinha enorme impacto eleitoral.

O ministro Guedes também vinha tentando reorganizar uma pauta fiscal de natureza mais duradoura através de algumas propostas de emendas constitucionais.

Mas o recrudescimento da pandemia desmanchou as combinações e suas respectivas estratégias. Março terminou com mortes superiores a 3.600 para o último dia do mês, e novos casos diários beirando os 90 mil. A vacinação avançava muito lentamente, as notícias de Manaus eram tenebrosas e a instalação da CPI da COVID-19 se daria logo em seguida, em abril.

O enfraquecimento do ministro da Economia não era propriamente uma novidade, mas Guedes permaneceu em seu posto, imune a “fraquezas” que tendem a provocar demissões em condições normais, de ministros normais. Mas não há nada de ordinário na relação entre Guedes e o presidente da República. O ministro é o custodiante de uma agenda liberal reformista que o presidente acolhe, mas não parece endossar.

De tempos em tempos, as reformas liberais acontecem – muito mais pela inércia da burocracia, e pelo esforço de equipes dedicadas, do que apoio explícito do governo. São reformas que vão subindo como balões de ensaio, sem proteção contra os petardos dos que se opõem, e se o processo chega a bom termo, o governo corre para beneficiar-se do patrocínio e alertar para seu “programa”.

Na medida em que vai terminando a presidência Jair Bolsonaro, esses balões que conseguiram subir sem ajuda, curiosamente, vão se tornando os grandes feitos do governo.

É o caso de vários assuntos que vinham de longe: (i) a Lei Complementar 179, em fevereiro, elevando a autonomia do Banco Central ao estabelecer mandatos para seus dirigentes; (ii) o leilão da CEDAE em abril, o primeiro grande evento do novo marco do saneamento, aprovado em meados do ano anterior; assim como (iii) o leilão da frequência 5G, ocorrido em novembro. Nada disso estava nos planos do governo.

Em maio, o pacote econômico do presidente dos EUA, Joe Biden, deu grande alento aos mercados. Mas foi exatamente quando a velha senhora fez a sua primeira grande aparição em 2021, através de um verdadeiro susto no IGPM: a leitura para o mês de maio - variação positiva de 4,10% para o mês, 14,4% acumulado no ano e incríveis 37,0% em doze meses, provocaria muitos sobressaltos, inclusive no terreno judicial, trazendo de volta à ribalta a “teoria da imprevisão” e velhos fantasmas do tempo da inflação elevada.

Normalmente, o câmbio aprecia quando as *commodities* sobem de preço, como vinha se passando naquela altura, mas nada foi muito normal nesses anos de pandemia. Não se sabia ainda sobre os efeitos de médio prazo do pacote orçamentário de Joe Biden, tampouco se sua mecânica poderia ser importada por outros países. O excepcionalismo americano e o privilégio exorbitante do dólar são temas arcanos, e nem tudo que funciona nos Estados Unidos pode ser aplicado no Brasil.

Entretanto, nada pode ser mais apelativo para as heterodoxias locais que a ideia de remover todas as restrições fiscais de modo a fazer pacotes do tamanho da ambição dos políticos. Se qualquer sobressalto econômico é sempre pretexto para o aumento do gasto público, que dizer de uma pandemia e que provoca enormes ondas de despesa pública nos países ricos?

Países de renda média, como o Brasil, precisavam se adaptar a seu “espaço fiscal” - ou à sua capacidade de soltar as velas da política fiscal sem descontrolar a inflação - um desafio ainda mais difícil, nessas circunstâncias, que o habitual. Não é surpreendente que o Brasil tenha engendrado uma “resposta fiscal” particularmente forte, considerando

suas possibilidades (o “espaço fiscal”), conforme constantemente repetido pelas autoridades. É notável, por outro lado, que esta resposta não tenha se desmanchado na mais absoluta irresponsabilidade, um risco que esteve conosco durante todo o ano.

A despeito do ruidoso funcionamento da CPI da Covid-19, houve mais movimentação e atividade econômica, com muitas empresas retornando a rotinas parecidas com as de antes da pandemia.

A fadiga parecia ser a melhor explicação para uma curiosa demanda por otimismo, que parece predominar ao final de maio.

O mês de junho seria monótono se tivesse terminado na manhã da sua derradeira sexta-feira, já designada como “sombria”, dia 25 de junho, quando o Executivo organizou uma cerimônia para a entrega de um Projeto de Lei nas mãos do Presidente da Câmara Artur Lira, tratando de matéria tributária, e enganosamente designado pelo ministro como uma “segunda etapa” da reforma tributária. Era apenas um projeto de lei (PL2337/21), e não uma emenda constitucional, nem mesmo uma medida provisória que teria efeito de lei e vigência imediata, tratando do imposto de renda.

Depois de uma péssima recepção e de uma tramitação turbulenta durante semanas o projeto acabou aprovado na Câmara, numa versão bastante mais branda, graças aos bons ofícios do presidente Lira, salvando em parte a face do ministro. Mas, na sequência, o projeto encalha no Senado, onde permanece.

O projeto sobre o imposto de renda foi um grande erro do ministro Guedes, possivelmente decorrente da insistência do presidente no reajuste da tabela progressiva e da (má) ideia (ainda que tentadora) de dar à SRF (Secretaria da Receita Federal) a iniciativa para propor as “medidas compensatórias”.

Em que medida esse fiasco afetou a discussão sobre a reforma tributária, a verdadeira? Em que medida um pacote visto como uma *wish list* de “maldades” da SRF a descredenciou para um debate sobre a “simplificação” do sistema tributário?

Essas perguntas ficaram espetadas.

Esse insucesso debitado ao ministro da Economia talvez tenha sido relevante para a decisão do presidente relativa ao embarque no ministério de Cyro Nogueira, condestável do Centrão, presidente do PP, um “peso pesado” da política parlamentar que vinha para a Casa Civil do Governo em substituição a Onyx Lorenzoni, deslocado para um ministério a ser criado – do Trabalho, Emprego e Previdência – extraído de dentro do ministério da Economia.

As tensões políticas vão escalando a partir daí, até o grande evento do dia 7 de setembro, para quando estavam programadas grandes manifestações convocadas por Jair Bolsonaro e havia considerável apreensão sobre a presença maciça de policiais armados entre os manifestantes, e mesmo sobre a possibilidade de golpe. Era uma insanidade, como costuma ser descrita a corrida nuclear entre as grandes potências, cuja lógica era bem descrita na teoria dos jogos pelo chamado jogo da galinha (*game of chicken*), no qual o desfecho pode ser trágico se não houver recuos coordenados.

Foi uma irresponsabilidade absoluta escalar as tensões até este ponto. A economia sofreu, os mercados apanharam e a ansiedade foi tão generalizada quanto desnecessária. Como certa vez ensinou a presidente Dilma Rousseff, nem sempre se consegue colocar o dentifrício de volta no tubo. Enquanto a escalada prosseguiu, a política econômica foi perdendo qualquer lógica e funcionalidade. Quando paira uma dúvida básica sobre a Democracia, não há clima para nenhuma conversa séria sobre reformas econômicas.

Esses desgastes e mais o recrudescimento da pandemia, com a chegada da Delta (inicialmente a variante indiana), e a aceleração da inflação, em conjunto, enfraqueceram consideravelmente o governo e o ministro da Economia na reta final do ano de 2021.

A pauta fiscal, de índole predominantemente orçamentária e constitucional, ia ficando mais caudalosa, daí a lógica de fortalecimento da base governista no Legislativo, e da ampliação do espaço dado ao chamado “Centrão”. Os assuntos fiscais convergiram, em seus aspectos mais polêmicos, para a PEC 23, conhecida como PEC dos Precatórios, cuja desgastante tramitação ocuparia os últimos meses de 2021.

A PEC dos Precatórios era a terceira emenda constitucional tratando de temas fiscais desde o começo da pandemia: a primeira foi a chamada PEC do “orçamento de guerra” (EC106 de maio de 2020), cujo patrocínio teve que ver com Rodrigo Maia, e a segunda foi a “PEC Emergencial” (EC109 de março de 2021). Nenhuma delas, incluída a PEC dos Precatórios, era muito parecida com as propostas iniciais do ministro Guedes.

As urgências trazidas pela Covid-19 explicam essas opções. A despesa “excepcional” provocada pelo imperativo de responder à pandemia esbarrou em muitas das “trancas” previa e cuidadosamente colocadas de modo a evitar o descontrole fiscal, da “regra de ouro” ao “Teto de Gastos”.

Os problemas orçamentários se acumularam, com destaque para os impedimentos trazidos pelo Teto de Gastos (EC95 de 2016), que, de fato, *engessava* o orçamento, mesmo que não tivesse o condão de cancelar ou mesmo diminuir gastos. O Teto – é importante lembrar – era uma referência apenas, um limite que, uma vez alcançado (ou alcançada certa proximidade crítica), disparava gatilhos e consequência adversas de natureza variada. Tal como se fosse uma cerca eletrificada que não se pode tocar ou mesmo chegar muito perto.

Mas o Teto em si não limitava nem alterava despesas que a própria Constituição determinava. Era apenas um “incentivo” para que *outras* alterações na Carta Magna pudessem ser feitas *antes* de a despesa pública alcançar o Teto. É claro que não apenas não fizemos o dever de casa como a pandemia apressou o momento em que o Teto seria alcançado, produzindo uma espécie de *shutdown* da máquina pública.

A PEC23 acabou adotando uma solução estética e conceitualmente horrorosa para o assunto do Teto (meramente alterando a regra de correção monetária do Teto a ser aplicada sobre os valores de 2016, o que apenas adiava por mais um ano o momento em que o Teto seria restritivo), que foi interpretada pelo mercado não tanto como o fim do “incentivo” (que se sabia inevitável), mas como a indicação de que o governo não tinha uma solução para esse impasse. Por isso, a opção foi pelo equivalente a uma *pedalada* com vistas a estender o prazo de validade do Teto de Gastos.

Aberto o espaço abaixo do Teto, as alterações no pagamento de precatórios judiciais criavam as condições orçamentárias para o novo Auxílio Brasil, com vistas a substituir (e ampliar) o Bolsa Família, agora como programa “permanente” e inscrito na Constituição Federal, desta feita, porém, sob nova denominação.

É claro que o Congresso não poderia votar contra isso, nem mesmo a esquerda (exceto pelo PT, é claro), pois ninguém gostaria de ser apontado como um opositor ao novo auxílio emergencial. O encaminhamento parlamentar da PEC dos Precatórios, que acabou sendo uma PEC da Jabutis Fiscais variados, foi indubitavelmente engenhoso.

Era, todavia, uma estratégia de alto risco, e cheia de desgastes (junto à opinião pública informada) na sua execução, mas cujo sucesso apenas poderá ser avaliado por inteiro a partir de seus resultados eleitorais. Os efeitos do novo programa social, que o governo alardeava ser o maior de todos os tempos, ainda não eram perceptíveis nas pesquisas de intenção de voto ao final de 2021, que mostram o presidente em um distante segundo lugar e vulnerável ao ataque da “terceira via”.

Os mercados reagiram mal diante da sensação de que a polarização eleitoral dominou os debates sobre o Teto, os Auxílios e o Orçamento, e interpretou negativamente as soluções encontradas pelo ministro Guedes. Não se pode negar ao ministro o sucesso em ter evitado que a elevação de gastos provocada pela pandemia tivesse se tornado permanente. Os números para o déficit primário retroagiram ao patamar que estavam antes da Covid-19, mas os resultados da economia não são bons. Tampouco a percepção de que o governo agiu bem diante dos desafios trazidos pela pandemia. O ano de 2022 começa com números ruins para o desemprego, para as perspectivas da atividade econômica (e para o investimento) e para a inflação.

É verdade que o Banco Central já vinha cumprindo o seu dever desde a reunião de 17 de março, quando primeiro alterou para cima a SELIC, de 2% para 2,75%. Mas muitos acham que a Autoridade Monetária reagiu não apenas tardia, mas também lentamente.

A elevação dos juros em resposta ao recrudescimento da inflação começou apenas em março, e muito gradual, como foram os ciclos anteriores de elevação dos juros. Em retrospecto, parece claro que desta vez era diferente, um julgamento sempre muito fácil de se fazer *ex post facto*.

O fato é que, em setembro, os alarmes soaram quando o IBGE divulgou a variação do IPCA para agosto.

A variação do IPCA para o mês de agosto foi de 0,87%, o pior agosto desde 2000, levando o acumulado de 12 meses a 9,68%, e o acumulado do ano a 5,67%, já superando a meta para o ano calendário, fixada em 3,75% mesmo considerando a margem de tolerância de 1,5%, ou seja, com um “teto” de 5,25%.

Com o que já estava contratado até agosto, o presidente do Banco Central já estava obrigado a escrever uma “carta aberta” ao ministro da Economia com explicações sobre o “descumprimento” da meta para 2021 e “providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos” (Decreto 3.088/99, Art. 4, §único). Talvez seja a mais importante de todas as “cartas abertas” já escritas por presidentes do BC que falharam em cumprir a meta, sendo certo que é a primeira de um presidente do BC com mandato fixo.

Será a quinta vez que a meta foi ultrapassada pela variação anual do IPCA desde a criação da sistemática de metas para a inflação em 1999: outros quatro episódios de “descumprimentos a maior” ocorreram em 2001, 2002, 2003 e 2016, conforme pode ser visto no quadro abaixo:

Ano	Meta	Intervalo (+ ou -)	Limite Superior	IPCA do Ano
2001	4%	2%	6%	7,67%
2002	3,50%	2%	6%	12,50%
2003*	4%	2,50%	7%	9,30%
2016	4,50%	2%	7%	10,70%

\*uma “meta ajustada” de 8,5% foi proposta pelo BCB para 2003 na “carta aberta” de 2002, mas a sugestão não foi acolhida pelo CMN.



Em vista da credibilidade acumulada pelo sistema e seu guardião, a justa recompensa pelos diversos anos de diligente execução do regime de metas as expectativas para o IPCA dos anos de 2022 e posteriores não desestabilizaram, ao menos no primeiro momento.

Desde o começo do ano se sabia que o país enfrentaria choques. A inflação acumulada de 12 meses no pior momento poderia parecer elevada, mas o ano calendário terminaria dentro da meta. Essa era a premissa no início de 2021. Entretanto, os choques foram maiores – preços administrados (energia) câmbio, *commodities*, por exemplo – e sobretudo as ansiedades despertadas pela inflação, muito embora tenha sido percebida pelos especialistas como temporária e sazonal.

As suscetibilidades estavam elevadas, de tal sorte que a prática já consagrada de o BC elevar os juros *behind the curve* – adicionando “medicação” de forma gradual, a cada reunião, preservando suas opções, transmitiu uma sensação desconfortável, ainda que um tanto exagerada, de inércia diante do problema.

A última reunião do COPOM do ano de 2021, em 8 e 9 de dezembro, produziu aumento da SELIC

para 9,25%, o que parece pouco diante de um IPCA com variação acumulada até novembro de 10,74%, mesmo depois de um ano de elevações “em suaves prestações”. Quase um ano se passou na “transição” para o “modo restritivo” da política monetária, que somente será alcançado em 2022.

Esta é a primeira vez que o país experimenta uma eleição presidencial na qual os dirigentes do BC, na verdade ao menos 4 deles (são 9), vão permanecer ao menos um ano em seus cargos dentro da próxima presidência. Não deve haver dúvida de que esta extensão de horizonte da política monetária afetou o *timing* da reação da Autoridade Monetária diante da ameaça inflacionária, sendo certo que foi esta a percepção predominante do mercado, a julgar pelo fato de que as expectativas de inflação para os anos de 2022 e adiante não desancoraram.

Já se tornou um clichê o prognóstico que 2022 será tumultuado em razão da eleição. A sabedoria de mercado, todavia, é de que todo prognóstico consensual é sempre antecipado, de tal sorte a trazer para o presente o que já se toma como certo para o futuro. É possível que o pior de 2022 esteja sendo experimentado agora, ou mesmo já tenha ficado para trás. A ver.

**Gustavo H. B. Franco**

Senior Advisor

# CONHEÇA NOSSAS ESTRATÉGIAS

## Imobiliários

A Rio Bravo é pioneira em Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil e um dos principais players, atuando em estruturação, administração e gestão deste produto.

### Escritórios

Aquisição e gestão de lajes corporativas  
RCRB11 – Rio Bravo Renda Corporativa

### Educacional

Aquisição e gestão de centros educacionais  
RBED11 – Rio Bravo Renda Educacional

### Varejo

Aquisição e gestão de lojas individuais  
RBVA11 – Rio Bravo Renda Varejo

### Fundo de Fundos

Alocação em FII's listados com foco em perpetuidade  
RBFF11 – Rio Bravo Fundo de Fundos

### Logístico

Aquisição e gestão de centros industriais e Logísticos  
SDIL11 – SDI Rio Bravo Renda Logística

### Residencial

Aquisição e gestão de imóveis residenciais  
RBRS11 – Rio Bravo Renda Residencial

## Renda Variável

Com histórico de quase 17 anos, a área de renda variável da Rio Bravo é pautada na análise fundamentalista voltada para o longo prazo. Temos histórico comprovado de retorno no longo-prazo, em linha com nossa filosofia de investimento.

### Rio Bravo Fundamental FIA

Fundo de ações long-only iniciado em 2004, possui um dos melhores históricos de fundos de ações do mercado brasileiro.

## Multimercados

A Rio Bravo tem um dos fundos quantitativos mais longevos do mercado brasileiro, com início em 2015, e atua com modelos estatísticos e tecnologia para decidir os melhores instrumentos e para gerenciar o risco.

### Rio Bravo Sistemático FIC FIM

Um dos primeiros fundos quantitativos do país, usa inteligência artificial para basear as decisões de investimento.

### Previdência

Pensamento de longo prazo e gestão fundamentalista, atuação conjunta das áreas de expertise da Rio Bravo

## Renda Fixa e Crédito

A área de Renda Fixa da Rio Bravo atua desde 2007 e é formada por profissionais com experiência em gestão de fundos de renda fixa e atuação no mercado de capitais.

### Rio Bravo Crédito Privado FI RF

Investimentos em ativos de renda fixa de baixo risco de crédito

### Fundos imobiliários de crédito

5 FIIs com estratégias e maturações diferentes. Portfólio amplo com operações high grade e high yield

### Infraestrutura

atuação e pesquisa em infraestrutura e sustentabilidade



# R I O B R A V O

Rio Bravo Investimentos  
Av. Chedid Jafet, 222, Bloco B, 3º andar - Conj. 32  
04551-065 São Paulo SP Brasil  
Tel. +55 11 3509-6500

[www.riobravo.com.br](http://www.riobravo.com.br)

