

05/10/2018

## Especial Eleições

Inicia-se outubro e, ao final desse mês, saberemos qual será o nosso presidente (pelo menos) nos próximos quatro anos. Inúmeras reviravoltas marcaram a disputa, incluindo mais um “cisne negro eleitoral”: o atentado contra o candidato Jair Bolsonaro embaralhou as cartas na reta final da campanha e, desde já, é um dos eventos marcantes desse pleito.

Esta é uma eleição polarizada entre o petismo (na figura de Fernando Haddad) e o antipetismo (personificado em Bolsonaro). Vale ressaltar que temos uma chance razoável da eleição ser liquidada no primeiro turno, com vitória de Bolsonaro. Com a polarização antecipada, propostas e discussões programáticas ficaram em segundo plano, reduzindo-se a discussão a um intenso “nós contra eles”. Os *front-runners* são os candidatos de maior rejeição e, estranhamente, perderiam para os outros candidatos mais viáveis (Ciro Gomes e Geraldo Alckmin) em embates “mano a mano”. Parece que a escolha será uma “não escolha” – o vencedor será aquele que conseguir capitalizar de forma mais intensa a aversão ao seu concorrente.

Em que pese a natureza *sui generis* dessa eleição, haverá um vencedor. E, a partir do dia 29 de outubro, teremos uma reconciliação forçada com a realidade: a economia brasileira patina há anos, temos sérios problemas na seara fiscal, as conquistas de inflação e juros baixos estão sob risco, o desemprego continua elevado e decisões de política econômica desastrosas podem levar a um novo ciclo de piora (seja dos ativos, seja de variáveis reais) que já partiria de níveis deprimidos.

Mesmo sem querer estabelecer uma clara ordem de prioridades, **parece-nos óbvio que a questão fiscal será o início de tudo** – seja para o desempenho de curto prazo, seja para o comportamento da economia em prazos mais longos. Tendo como pano de fundo o descasamento entre a geração de receita e a despesa, a erosão do resultado primário e aceleração acentuada da dívida/PIB (de aproximadamente 25p.p. do PIB em somente 5 anos), o governo Temer impôs a emenda constitucional 95 (o Teto dos Gastos públicos) – que, acima de tudo, explicita o conflito distributivo em que vivemos.

Com limite ao crescimento total da despesa e crescimento expressivo de algumas rubricas “por dentro”, é questão de pouco tempo para que a operação do Estado se torne inviável – inclusive pelo acionamento de gatilhos que limitam contratação de servidores, reajustes e despesas. No interim, e mesmo com os gatilhos funcionando, sem reformas continuaremos gerando déficits primários e a dívida/PIB continuará se expandindo – é altamente contestável que um país como o Brasil possa suportar níveis de endividamento acima de 85% do PIB em equilíbrio (se é que isso seria um equilíbrio).



# Especial Eleições – Panorama Fiscal

05/10/2018

O desafio fiscal é, acima de tudo, a necessidade de recobrar a credibilidade intertemporal das finanças públicas brasileiras – do jeito atual, a conta não fecha. Entendemos que são necessários expedientes em três grandes frentes. Em primeiro lugar, garantir reformas que modifiquem a estrutura das despesas e permitam a aderência ao Teto dos Gastos (ou a qualquer regra que limite o crescimento das despesas), com absoluto destaque para a Reforma da Previdência – na atual trajetória, em um par de anos nos tornaremos somente uma grande folha de pagamentos voltada especialmente aos inativos.

Em segundo lugar, garantir que o Estado tenha capacidade de gerar melhores resultados primários nos próximos anos, seja por diminuição das despesas, seja por aumento (preferencialmente recorrente) das receitas. Por fim, garantir que a dívida/PIB tenha uma trajetória crível (i.e., que não leve a temores de *default*) no médio prazo, com o desafio de uma trajetória desfavorável no curto prazo – o que passa não só por estabilização fiscal como por retomada do crescimento em ambiente de inflação e juros baixos.

Esse artigo tratará especialmente dos temas fiscais, ainda que outras questões (produtividade, emprego, crescimento inclusivo, estabilidade financeira, coordenação entre as políticas macroeconômicas) também sejam importantes. Os desafios são relevantes e, muitas vezes, não fica claro se sua real dimensão é compreendida. Nesse sentido, nos dedicamos a destrinchar as propostas dos dois principais postulantes ao Planalto (Bolsonaro e Haddad). São consistentes ou recorrem a fórmulas mágicas e “realidades alternativas” como solução?

Começamos por Bolsonaro. Do lado das despesas, defende (vagamente) o Teto dos Gastos e propõe uma reforma profunda na Previdência com a migração para um regime de capitalização (onde a aposentadoria está diretamente ligada ao tamanho da contribuição do trabalhador durante toda a sua vida) e aumento da idade mínima de aposentadoria. A migração para este modelo exigiria a criação de um fundo de transição, em tese a ser financiado por receitas extraordinárias (privatização) – montantes, critérios e regras de migração não são conhecidos.

Na questão do resultado primário, propõe zerar o déficit já em 2019 com o uso de receitas de privatização (novamente) e, ao mesmo tempo, reduzir a carga tributária com simplificação da estrutura de tributos, incluindo imposto de renda (alíquota única de 20% e isenção até 5 salários mínimos). Na melhor das hipóteses, a proposta é irrealista em termos de tempo de execução e capacidade de geração de receita (entre privatização e corte de tributos). As primeiras cisões já apareceram, com sugestões de um imposto nos moldes da CPMF que foram prontamente rechaçadas, e estimativas independentes (Sérgio Gobetti, IPEA) sugerem que a mudança no imposto de renda levaria a uma renúncia fiscal líquida de R\$ 69bi.

05/10/2018

Por fim, a questão da sustentabilidade da dívida passaria por reduzir o seu volume em 20% por meio de concessão/venda de ativos do Estado (privatizações, concessões, imóveis e devolução de recursos das instituições financeiras oficiais) e, ao mesmo tempo, acelerar o crescimento com inflação baixa por meio de um “choque de liberalismo” nas relações trabalhistas, na diminuição do tamanho do Estado, na quebra de monopólios (como a Petrobrás), nas privatizações, na criação de um “Superministério da Economia” e na independência do Banco Central (mesmo que “alinhado” a este superministério). Detalhes, estimativas e prazos de execução são absolutamente desconhecidos.

Passemos agora a Haddad. Do lado das despesas, defende revogar o Teto dos Gastos (que vê como limitador da ação do Estado na economia), reforçar políticas de subsídios setoriais “com critério”(?), revitalizar os bancos públicos como indutores do crescimento e fortalecer as empresas estatais –portanto, claro viés de expansão dos gastos públicos ou, ao menos, de menor preocupação com seu controle. Na Previdência, sugere discutir idade mínima, mas é absolutamente vago em valores e propostas – não parece haver senso de urgência ou reconhecimento da gravidade do problema previdenciário.

Na questão do resultado primário, ao viés de menor controle das despesas se soma uma sinalização de reprogramação das receitas com taxação dos mais ricos (seja via imposto de renda, seja via impostos sobre grandes fortunas), reforma tributária que aumente a progressividade (tributação sobre lucros e dividendos, imposição de um imposto sobre valor adicionado, isenção de imposto de renda até cinco salários mínimos) e taxação de bancos para forçar uma diminuição do spread bancário (?). Há sérias dúvidas sobre o efeito final dessas propostas sobre a arrecadação – novamente na questão do imposto de renda, as estimativas independentes apontam para renúncia líquida de R\$ 39bi – e sobre o resultado primário.

Por fim, a questão da sustentabilidade da dívida passa especialmente pela aceleração do crescimento econômico através do estímulo à demanda que emula, em grande medida, os experimentos feitos no Governo Dilma. Nesse contexto, a ideia é reforçar investimentos públicos (eventualmente usando parte das reservas internacionais e ampliando as parcerias público-privadas, com forte participação das estatais), criar um programa emergencial de geração de empregos, revogar a reforma trabalhista feita no Governo Temer, induzir spreads bancários mais baixos e instituir mandato duplo no Banco Central (emprego e inflação) – ideias cujos resultados desastrosos já conhecemos.

Percebe-se que a polarização política também se observa na polarização de ideias econômicas (ao menos na seara fiscal). De um lado, uma proposta de redução do tamanho do Estado e “liberalismo” que não reconhece as dificuldades políticas e o custo (financeiro e social) da transição. Do outro lado, uma proposta de aumento do tamanho do Estado e intervencionismo

05/10/2018

que não dá o devido peso ao ponto (fiscal) de partida e aos erros cometidos no passado recente. Em ambos os casos, a solução se dá por maior crescimento, ainda que seja obtido por indutores diametralmente opostos. Além disso, as chances de sucesso são muito baixas: de um lado, sem privatizações extremamente agressivas não haverá transição; do outro lado, demanda não gera a sua oferta e leva à erosão patrimonial.

É inegável que as propostas de Bolsonaro soam mais palatáveis aos ouvidos do mercado financeiro, ainda que exista o reconhecimento de evento voluntarismo e hipóteses fortes em sua concepção – parece mais um plano de princípios do que um plano de ação, e o tempo não joga ao nosso favor. Nesse sentido, é possível que, ao otimismo inicial, siga um período de reconhecimento da realidade: curto prazo bom e enormes incertezas a médio prazo.

Já do lado de Haddad, as propostas soam mal aos ouvidos do mercado financeiro (tenho minhas dúvidas sobre os sentimentos do setor real...), com enorme voluntarismo e hipóteses fortes de trabalho (que inclusive já se mostraram equivocadas no passado recente). Claramente haverá um forte pessimismo inicial, que, no entanto, pode ser seguido de certa moderação ao se perceber que a velocidade/capacidade de execução dessas propostas não é tão intensa: curto prazo ruim e enormes incertezas a médio prazo.

Sem fazer qualquer juízo de valor sobre as plataformas eleitorais (afinal, uma coisa é campanha e outra é governo), parece que estamos em uma escolha de Sofia no campo econômico. Ambos os programas carecem de consistência interna e não sugerem diagnósticos equilibrados. Pior ainda, ambos ao fim e ao cabo recorrem a uma aceleração do crescimento para a solução da questão fiscal, sem dar o devido peso ao descasamento entre receitas e despesas e às razões estruturais que nos levaram a essa situação.

Não existem balas de prata e soluções exóticas em economia. Existe trabalho, consistência e planejamento. Preocupa.

05/10/2018

## DISCLAIMER

- Esta apresentação foi elaborada pela TAG Investimentos Ltda. (TAG) e não pode ser reproduzida ou redistribuída para qualquer pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito da TAG. Informações adicionais sobre a apresentação e as oportunidades de investimento se encontram disponíveis quando solicitadas.
- Esta apresentação tem como único propósito fornecer informações e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.
- Este material é de uso da TAG e não deve ser considerado como material de venda ou divulgação, e pode ser usado para simular resultados futuros com base em informações passadas, sem qualquer garantia de que os resultados simulados serão obtidos ao longo do tempo.
- Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a TAG não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.
- Acreditamos que as informações contidas neste material sejam confiáveis, mas não garantimos que sejam exatas ou completas. As opiniões, estimativas, estratégias e visões de investimento expressas neste documento constituem o juízo de nossos estrategistas de investimento dedicados aos clientes, com base nas atuais condições de mercado, podendo ser alteradas sem aviso prévio.
- As estratégias e visões de investimento contidas neste material poderão divergir daquelas expressas para outros fins ou em outros contextos por outros estrategistas de mercado. Os pontos de vista e estratégias descritos aqui podem não ser apropriados para todos os investidores.
- Os responsáveis pela elaboração deste relatório certificam, por meio desta, que as opiniões expressas neste relatório refletem, de forma precisa, única e exclusiva, suas visões e opiniões pessoais a respeito de todos os emitentes ou valores mobiliários analisados, e foram produzidas de forma independente e autônoma. Os responsáveis pela elaboração deste relatório não estão registrados e/ou não são qualificados como analistas de pesquisas junto à NYSE ou à FINRA; portanto, não estão sujeitos às restrições da Norma 2711 sobre comunicações com uma empresa-objeto de análise, aparições públicas e transações com valores mobiliários mantidos em uma conta de analista de pesquisas. A TAG Investimentos não assume qualquer compromisso de publicar atualizações ou revisões dessas previsões.
- Os investidores que desejem adquirir ou negociar os títulos mobiliários mencionados neste relatório devem obter documentos pertinentes relativos aos instrumentos financeiros e às bolsas e confirmar seu conteúdo. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões.
- As cotas dos Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e Fundos de Investimento constituídos sob a forma de condomínios fechados somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo, admitindo-se a amortização de cotas, sempre em conformidade com o que dispuser o regulamento ou a assembleia geral de cotistas. Estes fundos podem concentrar a carteira em poucos ativos de baixa liquidez, o que pode resultar em perdas de patrimônio financeiro por seus cotistas que podem superar o capital aplicado.
- Fundo(s) de investimento citado(s) como opções de investimentos pode(m) utilizar ou aplicar em fundos que utilizem estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.
- Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (FIC) eventualmente citados nas apresentações estão autorizados a realizar aplicações em cotas de fundos de investimento que aplicam seus recursos em ativos financeiros no exterior, na forma e nos limites estabelecidos na regulamentação vigente. Nos fundos de investimento, a rentabilidade divulgada já é líquida das taxas de administração, de performance e dos outros custos pertinentes aos fundos. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Valor da cota, patrimônio e rentabilidade são divulgados diariamente em jornal de grande circulação.
- Os investimentos discutidos podem flutuar em termos de preço ou valor. Para avaliação de performance do fundo de investimento é recomendável uma análise de período mínimo de 12 (doze) meses. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.
- Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos – FGC.
- Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento antes de investir.
- O material é distribuído com a ressalva de que não oferece assessoria contábil, jurídica ou tributária. Consulte um assessor jurídico ou tributário de sua confiança.
- As rentabilidades informadas são brutas de impostos.
- Para dúvidas ou reclamações e sugestões, entre em contato com a TAG Investimentos, pelo telefone + 55 11 3474-0000 ou pelo e-mail [ouvidoria@taginvest.com.br](mailto:ouvidoria@taginvest.com.br).