

## O Custo da Expansão de Gastos com Teto e Orçamento Apertados

O que a política fiscal expansionista e a política monetária contracionista têm em comum no Brasil? Por incrível que pareça, a inflação acelerada e elevada. Por um lado, de olho nas eleições de 2022 e diante do empobrecimento da população de renda mais baixa causado pela alta inflação, o governo federal busca a expansão fiscal por meio da versão turbinada do Bolsa Família, o chamado Auxílio Brasil. Por outro lado, também preocupado com a alta inflação e com os seus efeitos sobre deterioração das projeções para a variação do IPCA no ano que vem, o Banco Central se vê forçado a subir a Selic para pelo menos 7,5% no final de 2021, de acordo com a mediana das projeções coletadas pela pesquisa semanal Focus do Banco Central. São dois caminhos opostos, destacando que a expansão fiscal dificulta o trabalho do Comitê de Política Monetária (Copom), que busca conter a demanda em relação à oferta a fim de levar as projeções de inflação de 2022 de 4% atualmente para perto do centro da meta (3,5%). Ao mesmo tempo, o aumento do impulso fiscal (via transferências de renda do governo federal para as famílias) visa sustentar a demanda agregada, principalmente no ano que vem, ameaçada pela desaceleração na esteira da alta inflação que afeta itens básicos e que corrói o poder de compra das classes de renda que têm propensões a consumir relativamente elevadas.

**A coordenação das políticas monetária e fiscal** é importante para assegurar a credibilidade do Banco Central, contribuindo para manter as respectivas volatilidades da curva de juros e do câmbio relativamente controladas. Não é o caso atual, ainda mais quando a piora dos ruídos fiscais é gerada tanto pelo aumento esperado das transferências do governo para as famílias de baixa renda quanto pelo impacto da repentina e surpreendente elevação dos gastos com precatórios, usualmente em R\$ 55 bilhões, para R\$ 89 bilhões no ano que vem. Isto significa que, se pelo menos uma dessas fontes de expansão de despesas não for contida em 2022, não só o déficit primário será maior do que 1,5% do PIB, mas também o teto de gastos de R\$ 1,6 trilhão fixado para 2022 pode ser rompido. Esta é a receita para um ano potencialmente conturbado pela polarização presidencial, dificultando o trabalho do Copom em levar a inflação para 3,5% sem ter que majorar a Selic para patamares superiores a 7,5% (eventualmente próximos a 8%) já em 2021. Decisões de política monetária nesta direção certamente reduzem a perspectiva de crescimento do PIB em 2022 para patamares inferiores a 2,0% e contribuem para manter o desemprego acima de 10%. Estes são os temas que deterioraram rapidamente as expectativas de inflação e da Selic em 2021 e 2022, assim como os preços dos ativos domésticos no mês passado.

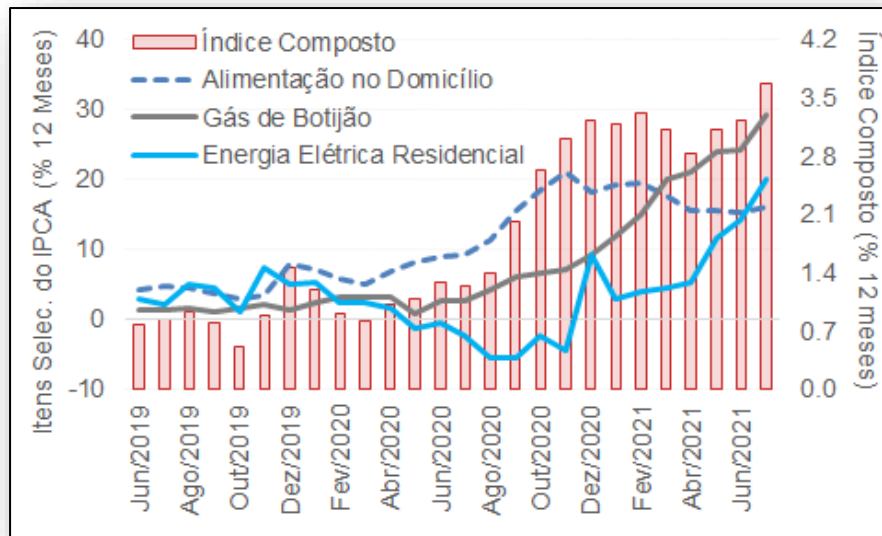
Começando pela relação entre inflação e política fiscal, o que motiva o governo a buscar ampliar o atual Bolsa Família da transferência média por família de R\$ 192,00 para R\$ 300,00, abrangendo 14 a 17 milhões de famílias ao custo total entre R\$ 55 bilhões e R\$ 66 bilhões ante o valor atual de R\$ 35 bilhões? (Lembrando que a diferença de R\$ 20 bilhões a R\$ 31 bilhões será encaixada no orçamento fiscal de 2022).

Além de o desemprego dessazonalizado beirar atualmente 14,5% (dados de maio), correspondendo a 14,8 milhões de desempregados, os itens do IPCA com muita importância na cesta de consumo dos brasileiros mais pobres – especificamente, alimentos no domicílio (+16% em 12 meses até julho), tarifa de energia elétrica residencial (+20%) e gás de botijão (+29%) – vêm reduzindo expressivamente o

poder de compra das famílias de renda muito baixa, baixa e média baixa, principalmente. O gráfico a seguir mostra a evolução da inflação em 12 meses desses itens pertencentes ao IPCA desde junho de 2019 bem como um índice ponderado que construímos a partir do peso dos três itens na composição do IPCA.

## Evolução da Inflação de Itens Seleccionados do IPCA e do Índice Composto

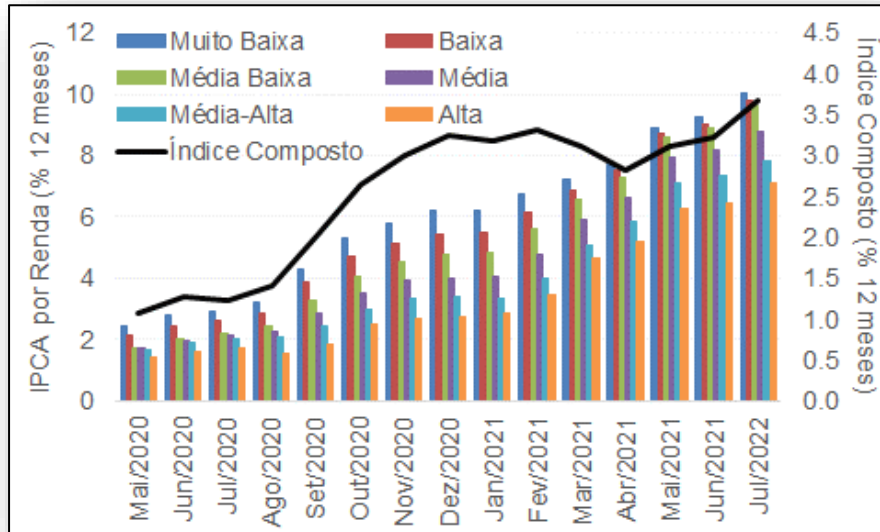
(% acumulado em 12 meses)



**Fontes:** IBGE, Ipea, Kairós Capital

Como sugerido acima, as fortes variações dos preços dos itens mencionados, que contribuem significativamente para a inflação do IPCA em 12 meses de 9% até julho, reduzem o poder real de compra principalmente das famílias de renda muito baixa até média. O gráfico abaixo mostra a correlação entre o índice composto (ponderado) pelos três itens do IPCA e o diferencial de inflação em 12 meses entre as categorias que vão da renda muito baixa até média baixa e as que vão da média até a alta. Como a propensão a consumir cai progressivamente das classes de renda mais baixa até as de renda mais alta, a inflação mais elevada concentrada nos segmentos de renda média e inferiores reduz o potencial de crescimento mais acelerado do consumo das famílias (peso de 62% no produto) e do PIB em 2021 e 2022.

## Inflação do IPCA por Faixa de Renda Acumulada em 12 Meses x Índice Composto Maio/20 a Julho/21

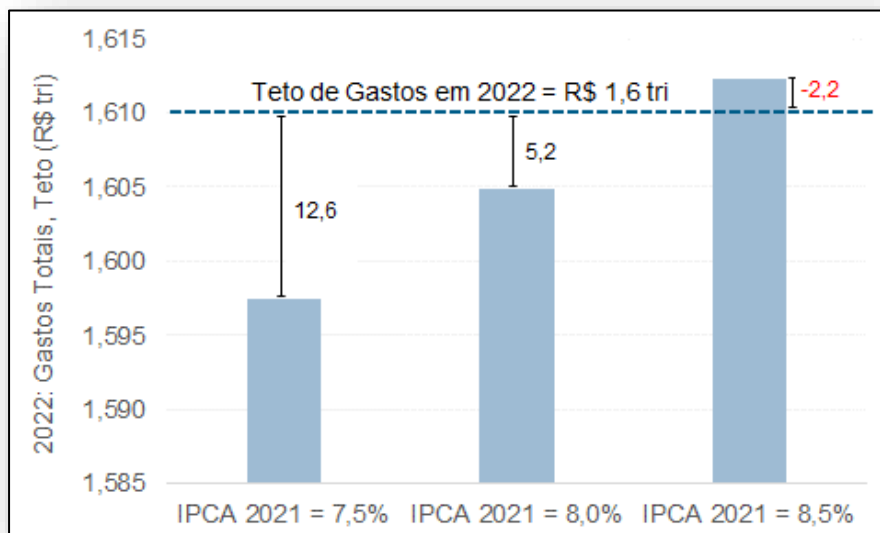


Fontes: IBGE, Ipea, Kairós Capital

Diante desse quadro, a política fiscal escolhida pelo governo foi a expansão da transferência de renda para as famílias mais pobres por meio da ampliação do programa Bolsa Família em R\$ 20 bilhões a R\$ 31 bilhões, em relação aos R\$ 35 bilhões atuais, a qual deverá ser aprovada e devidamente encaixada no orçamento governamental de 2022. A solução fiscal para o aumento da inflação e da pobreza baseada no aumento de transferências (de quase R\$ 31 bilhões) para as famílias mais carentes esbarra nos prováveis limites do teto de gastos do governo federal no ano que vem.

Nossas simulações mostram que, hipoteticamente, o aumento de quase R\$ 31 bilhões no orçamento federal associado ao Auxílio Brasil (o Bolsa Família turbinado) levará os gastos do governo federal para bem perto do teto de gastos. Para ver isso, primeiro é preciso lembrar que o teto de gastos no ano que vem é obtido pela correção do teto de 2021 (R\$ 1,486 trilhão) pela variação do IPCA em 12 meses até junho (+8,35%), perfazendo R\$ 1,610 trilhão. Dado que os gastos do ano que vem serão corrigidos pela variação da combinação do INPC (que reajusta os gastos sociais) com o IPCA (que reajusta quase 50% dos gastos do governo federal), acumulados em 12 meses até dezembro de 2021, a sobra do teto de gastos em relação aos gastos totais tenderá a ser relativamente baixa, entre R\$ 12,6 bilhões e R\$ 5,2 bilhões, assumindo o IPCA de 2021 entre 7,5% e 8,0%. Se o IPCA vier perto de 8,5%, resultante (por exemplo) de reajustes adicionais da sobretaxa da tarifa de energia elétrica Bandeira Vermelha 2 para R\$ 25,00, o furo no teto de gastos atingirá R\$ 2,2 bilhões.

## Despesas do Governo Federal x Teto de Gastos em 2022 (R\$ tri): Diferentes Níveis % do IPCA em 2021



**Fontes:** Tesouro Nacional, IBGE, Congresso Nacional, Kairós Capital

Finalmente, vale lembrar que as simulações no gráfico imediatamente acima pressupõem que o governo federal conseguirá aprovar a PEC dos precatórios, a qual limita os pagamentos de sentenças judiciais do ano que vem a R\$ 48 bilhões (no máximo) dos R\$ 90 bilhões que surpreenderam o Governo e o mercado há duas semanas. Estamos ainda assumindo que a aprovação da PEC contemplará o parcelamento dos R\$ 42 bilhões restantes em dez anos (a partir de 2023) e incluirá a ampliação do limite de parcelamento dos precatórios acima de R\$ 66 milhões, também em dez anos, em relação ao limite atual de 15% do total anual em dívidas judiciais a serem pagas.

Nessas circunstâncias, a política monetária a ser seguida pelo Copom tornar-se-á progressivamente mais limitada. Se as pressões inflacionárias que mencionamos acima persistirem até o primeiro trimestre do ano que vem e, mais importante, se os impulsos fiscais via transferências e os gastos com precatórios implicarem rompimento do teto de gastos, o Copom poderá se ver forçado a elevar a Selic acima do valor de 7,5% contemplado pela mediana das projeções da pesquisa Focus do Banco Central.

A mediana das expectativas para a variação do IPCA em 2022, a qual é monitorada de perto pelo Copom, está atualmente em 3,95%, acima – portanto – do centro da meta do ano que vem (3,5%). Ela requer, assumindo a normalização da política fiscal, a Selic em 7,5% no final de 2021 e a sua manutenção neste patamar durante os nove primeiros meses do ano que vem para levar as perspectivas de inflação para 3,5%. No entanto, em primeiro lugar, impulsos fiscais advindos do Auxílio Brasil e de gastos em infraestrutura no ano que vem (não se pode esquecer que o orçamento federal de 2022 deverá estar povoado de emendas parlamentares contemplando obras) implicarão expansão da demanda agregada em relação à capacidade normal de oferta e, conseqüentemente, eventuais novas revisões (para cima) das projeções de inflação em 2022. Ao mesmo tempo, em segundo lugar, o eventual rompimento do teto de gastos associado ao aumento do Bolsa Família e ao

pagamento de precatórios adicionará prêmio de risco de 150 a 200 pontos-base ao chamado juro real neutro (igual a 3%, segundo o Banco Central)<sup>1</sup>. Estas duas forças poderão induzir o Copom a majorar a Selic para 8,0% até o final do ano e para 8,5% em 2022, o que provavelmente levará a inflação para perto de 3,5%, mas empurrará o PIB para níveis inferiores a 2% após o crescimento de 5% em 2021.

Portanto, dado o contexto orçamentário atual, no qual o teto de gastos do ano que vem tende a apresentar pequena folga relativamente aos gastos totais do Governo Central, a escolha da política fiscal expansionista com vistas às eleições de 2022 tenderá a ser parcialmente ineficaz para a recuperação do PIB e do emprego. Isso exigirá do Banco Central elevações da Selic superiores ao nível de 7,5%, patamar necessário para trazer a mediana das projeções de inflação para meta do ano que vem, sob condições de normalização da política fiscal. A desarmonia entre a política monetária e fiscal em 2021 e 2022 implicará em dificuldades para a recuperação do PIB simultânea à desaceleração da inflação, ainda mais diante de um (eventual) polarizado e conturbado contexto eleitoral no ano que vem.

---

<sup>1</sup> O juro real neutro é aquele que garante o crescimento da economia em linha com a ocupação normal da mão de obra e da capacidade produtiva sem acelerar a inflação em relação ao centro da meta



Rua Baltazar da Veiga, 634, 10º and, cj. 101/102  
Vila Nova Conceição – São Paulo – SP – 04510-001  
Tel.: +55 (11) 3135-7730 | [www.kairoscapital.com.br](http://www.kairoscapital.com.br)

A Kairós Capital Gestão de Recursos Ltda. (Kairós Capital) não comercializa e nem distribui cotas de fundos ou qualquer outro ativo financeiro. Este material não constitui em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Kairós Capital e também não deve ser considerada como recomendação de investimento. Recomendamos uma consulta a assessores de investimento e profissionais especializados para uma análise específica, personalizada antes de sua decisão sobre investimentos. Aos investidores é recomendada a leitura cuidadosa do formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de aplicar seus recursos. Os fundos geridos utilizam 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. Os fundos geridos estão autorizados a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. Os fundos multimercados podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Nos fundos geridos pela Kairós Capital a data de conversão de cotas é diversa da data de aplicação e de resgate, e a data de pagamento do resgate é diversa da data do pedido de resgate. Não há garantia de que os fundos multimercados terão o tratamento tributário de fundos de longo prazo. Qualquer divulgação de informação sobre os resultados dos fundos só poderá ser feita, por qualquer meio, após um período de carência de 6 (seis) meses, a partir da data da primeira emissão de cotas. A data de constituição do fundo Kairós Macro FIC FIM é o dia 30 de abril de 2019. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído a terceiros sem a expressa concordância da Kairós Capital.



Gestão de Recursos

Signatory of:

