



Safari Capital

Carta Macro
Novembro 2020

Este tem sido um ano duro. Depois da queda que a Covid provocou sobre os mercados e nossos fundos em março, tivemos uma recuperação rápida a partir de abril. Mas, nos últimos meses, essa volta ficou limitada pela volatilidade recente dos mercados globais e pela incerteza sobre a trajetória do endividamento público por aqui. Uma recuperação incompleta e os ativos (e nossos fundos) ainda não voltaram para os níveis anteriores à crise.

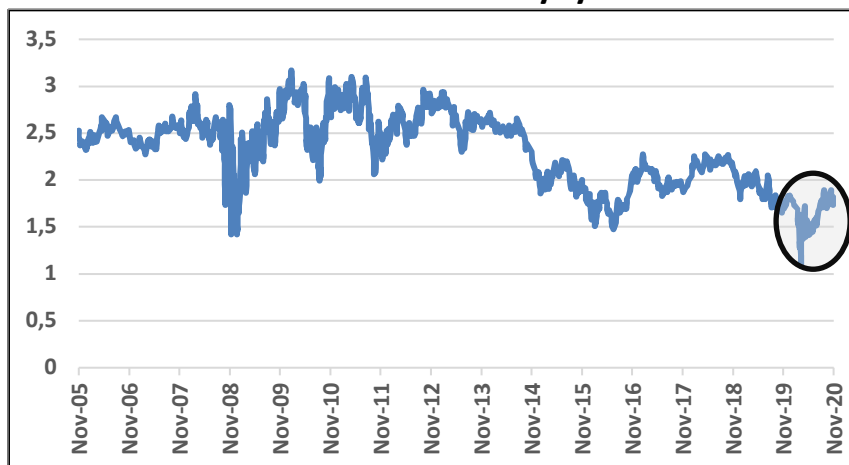
Mas, apesar dos seguidos choques, temos uma visão positiva para o mercado de ações brasileiro para os próximos meses. Afinal, nesse prazo, muitos dos fatores extraeconômicos que tanto impactaram os preços dos ativos neste ano terão desdobramentos mais claros. Desde as consequências da eleição americana, passando pela segunda onda da Covid, pelos riscos positivos da vacina e chegando até a definição sobre o que fazer com o nosso desequilíbrio fiscal, tudo converge para um desfecho (mesmo que provisório) em breve.

São muitos fatores, o que pode ainda causar turbulências, mas a resultante nos parece boa. A combinação de liquidez global sem precedentes com o ciclo de crescimento de lucros das empresas já seriam razões para a compra. E quando olhamos para os desfechos mais prováveis do que teremos pela frente nessas semanas, parece que os riscos positivos predominam. Vamos tentar justificar esses pontos abaixo.

O pano de fundo

O momento do ciclo econômico global ainda é favorável. Juros reais negativos nas principais economias mudam a referência de preços de todos os ativos. E essa superliquidez vai permanecer ainda por um longo período. Afinal, a inflação está estruturalmente muito baixa (na Figura 1 está a inflação projetada na curva de juros americanas entre o 5º e o 10º anos). Isso porque a inflação já vinha baixa antes da crise e esta teve seu maior impacto sobre o setor de serviços que é o grande empregador de mão de obra. O buraco no mercado de trabalho vai segurar salários, não veremos inflação de serviços por um bom tempo e este é dos determinantes mais relevantes da inflação ao consumidor. Os bancos centrais globais vão manter a liquidez até que a inflação volte a patamares mais confortáveis vis-a-vis suas metas, o que vai demandar tempo.

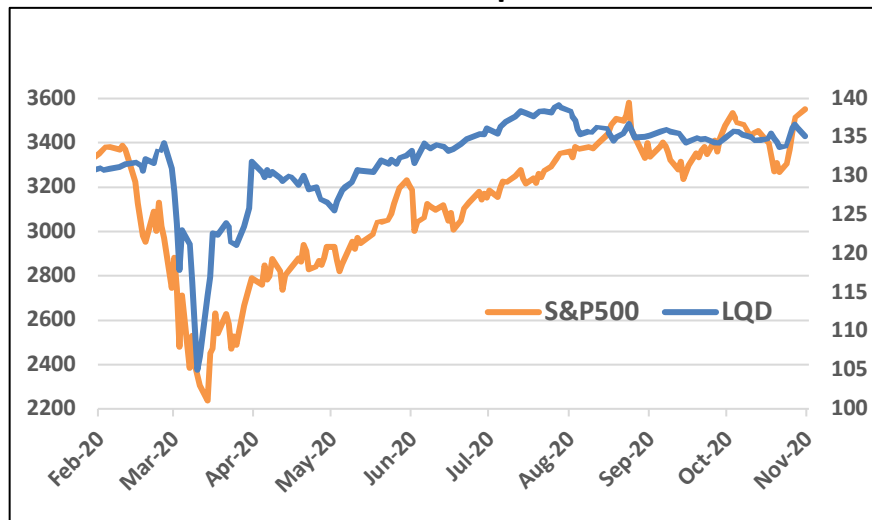
Figura 1
US Breakevens 5y5y



Fonte: BBG

Isso, em grande parte, já está precificado na renda fixa global. Não há nenhum sinal de aumento de juros na parte curta da curva de juros americana e o próprio Fed antecipou essa história ao projetar (na mediana dos membros do FOMC) que os juros não sobem até o final de 2022. Com as ações do Fed, o mercado de crédito americano fez uma forte recuperação e hoje não há sinal de desarbiteragem relevante com o mercado de ações (Figura 2). Mas, ainda que essa liquidez abundante não seja exatamente uma surpresa, ela limita as quedas dos mercados. E sabemos pelo discurso do Fed que, se a economia desacelerar excessivamente, ele aumenta suas intervenções, o que reduz os riscos.

Figura 2
S&P 500 e US IG Corporate Bonds

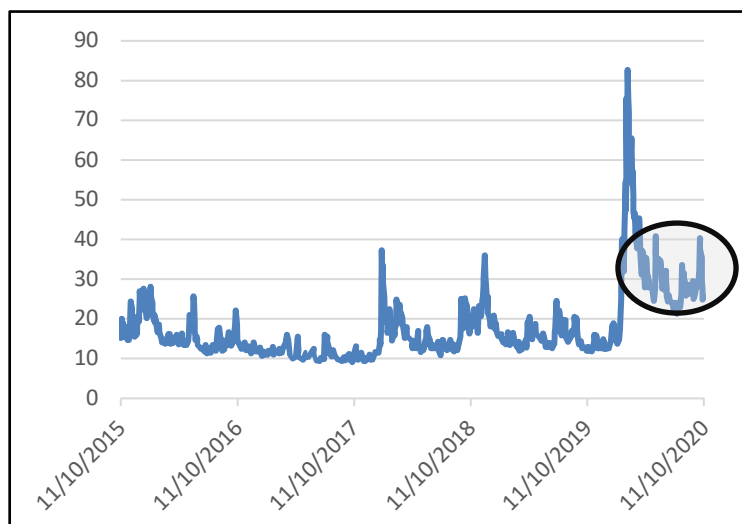


Fonte: BBG

Se a liquidez está bem precificada, o mesmo não se pode dizer sobre o ciclo de lucros. Afinal, o desafio de se projetar o que acontecerá com a economia em 21 e 22 não é trivial. Os mercados globais começaram só agora a reduzir os riscos sobre o desfecho da eleição americana e suas implicações para a política econômica. E ainda há, principalmente, dúvidas sobre a trajetória da Covid no período. Sem clareza sobre como será a volta da economia global, o mercado vinha evitando os setores mais dependentes do ciclo econômico mesmo que os dados recentes mostrem uma clara recuperação. Sabemos que a economia melhorou rapidamente do 2º TRI para cá. Mas ninguém quer pagar muito na frente a continuidade da recuperação, porque a visibilidade é baixa.

Essa percepção sobre os riscos na volta do ciclo ficam mais claras nas volatilidades. Apesar da melhora desses últimos dias, as distorções ainda estão lá. O Vix (índice de volatilidade do S&P 500) está bem acima dos níveis pré-crise (Figura 3) e na sua estrutura a termo (Figura 4), a volatilidade projetada mais curta é praticamente igual à de prazo mais longo, ao contrário do que ocorria antes da crise (há 1 ano, por exemplo). O mercado projeta riscos maiores do que no passado e esses riscos estão mais concentrados no curto prazo. Mesmo para o S&P que já recuperou suas máximas, o mercado ainda está longe de uma normalidade.

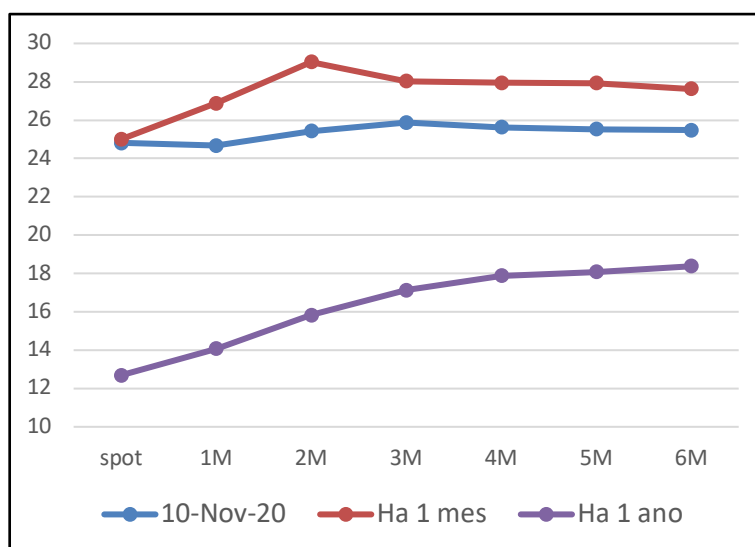
Figura 3
VIX



Fonte: BBG

Quais são esses riscos que ainda afetam o mercado aqui e lá fora? Os suspeitos são a política econômica americana no pós-eleições e a dinâmica da Covid no mundo. Se os desfechos nesses temas forem positivos, não apenas a recuperação econômica global será acelerada, mas também a visibilidade e os riscos envolvidos serão menores.

Figura 4
VIX Estrutura a Termo



Fonte: BBG

Biden!

A vitória democrata não foi exatamente uma surpresa. Apesar do ceticismo (justificável) em relação às pesquisas, Biden era o favorito. O que mudou, no imediato pós-eleição, foram os riscos de uma contestação judicial levar à indefinição sobre quem ocuparia o cargo. Estes ficaram reduzidos. Ainda que por margens estreitas, Biden deve ganhar em vários estados o que diminui as chances jurídicas de Trump. Além disso, mesmo que muitas lideranças republicanas não tenham reconhecido a vitória de Biden e defendam o direito de Trump buscar a justiça, a grande maioria não embarcou até agora na onda de que as eleições foram fraudadas. Vai ser mais barulhento, Trump sem dúvida vai esperar, mas não teremos uma crise de autoridade. Isso ajudou na queda recente do risco.

Talvez mais importante do que a vitória em si foi o discurso mais conciliador que Biden tem praticado. A eleição no Senado não está definida, mas mesmo que os Democratas ganhem as duas vagas remanescentes na Geórgia, sua maioria seria tênue. Não seria suficiente para contornar as obstruções que o regimento do Senado permite, o que impede votações sobre temas que não tenham sido previamente negociados. Isso enfraquece a esquerda democrata e traz Biden mais para o centro.

Na prática, há espaço para uma expansão fiscal significativa, ainda que mais modesta do que se os Democratas ocupassem as duas casas. Mas também há riscos menores de aumento relevante de impostos e de mudanças abruptas na regulação. E, claro, no âmbito das economias emergentes, Biden vai ter uma relação diferente com seus parceiros comerciais. As diferenças com a China permanecem, mas a Guerra Comercial, que era o grande risco de longo prazo, deixa de fazer parte da estratégia de negociação.

A eleição mostrou uma sociedade ainda dividida, mas ter um presidente que não apaga fogo com gasolina faz diferença. Esse perfil mais centrista, a visão mais liberal para o comércio global e a necessidade de negociar suas pautas no Senado reduzem os riscos dos cenários mais extremos.

Covid, covid covid...

A Covid segue sendo o grande risco. Há um aumento preocupante de casos no hemisfério norte. Nos EUA, os casos se espalham nos estados do meio-oeste e da região norte que foram menos afetados de início. No país como um todo, a média semanal de casos ultrapassa os 100 mil (muito acima dos picos de 34 mil casos em abril), o número de hospitalizados está mais espalhado entre estados, mas no agregado já está nas máximas de abril e julho. A boa notícia é que a letalidade segue abaixo do que vimos em abril (mortes semanais são menos da metade hoje).

Na Europa, não é diferente. A França preocupa, com a média semanal de casos 6 vezes acima do pico de abril. Hospitalizações se aproximam do patamar crítico da primeira onda, mas as mortes ainda que crescentes, estão abaixo do que vimos quando o país entrou no lockdown mais rígido de abril. Na Itália, Espanha e Reino Unido, as hospitalizações preocupam menos, mas a dinâmica de forte crescimento de casos com letalidade mais baixa é a mesma.

A mortalidade menor é, sem dúvida, um alento importante. Parece que aprendemos a lidar melhor com a pandemia. O uso disseminado da máscara, o distanciamento social dos grupos de maior risco e o avanço nos tratamentos hospitalares estão fazendo diferença. Mas, há limites no sistema hospitalar e uma quantidade exponencial de casos, mesmo que menos graves em média, pode vir a testá-los.

Mesmo com essa dinâmica preocupante, parece difícil que os governos optem por lockdowns generalizados como em abril. A opção deve ficar mais restrita a medidas setoriais (bares, restaurantes, turismo, serviços pessoais, etc) e a restrições locais de mobilidade. Mas isso já atrasa a recuperação do setor de serviços. E o crescimento em 21 em todos os países afetados pela pandemia vai depender da volta desse setor.

Por isso que foram tão importantes os bons números que a vacina da Pfizer/BioNTech apresentou nos testes clínicos nesta semana. Os testes estão nos últimos dias e se conformada a eficácia apresentada pelas empresas, a aprovação de uma licença emergencial no FDA deve vir em poucas semanas. A vacinação em escala nos grupos de mais risco pode começar neste ano.

É verdade que depois da aprovação há todos os desafios de produção e distribuição. E a oferta, pelo menos nesse início, deve ficar bem mais restrita aos países ricos – a Pfizer anunciou a produção de 1,3bi de doses em 2021, mas como são duas doses por pessoa, sua produção só vai permitir a imunização de 650 milhões de pessoas. Não vai sobrar muito para as partes mais pobres do planeta. Mas há mais 11 vacinas na última fase de testes clínicos. A Moderna (que tem uma tecnologia similar a da Pfizer/BioNTech) deve ter os resultados dos testes nos próximos dias e as duas que tem convênios de produção com o Brasil – AztraZeneca/Oxford com a FioCruz e Sinovac com o Butantan – devem anunciar o resultado desses testes em dezembro. Se aprovadas a vacinação em escala para os grupos de mais risco também começariam por aqui no início do ano que vem. Boas perspectivas, portanto.

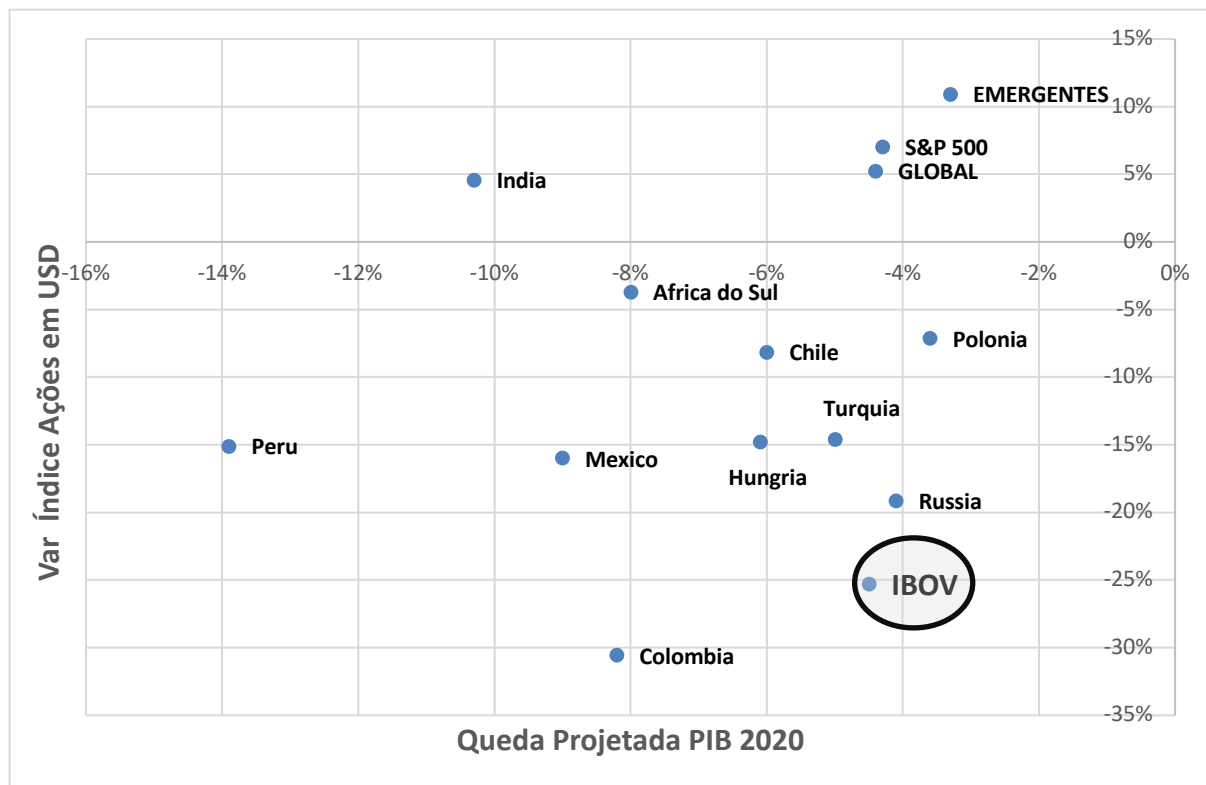
Essas próximas semanas serão cruciais para definirmos como será a recuperação econômica em 21 e 22. Este é o efeito econômico da vacina. Ela vai permitir a normalização da mobilidade e vai acelerar a volta do setor de serviços e do mercado de trabalho, consolidando a retomada. A vacina também reduz as incertezas sobre os cenários possíveis para os próximos anos. As caudas negativas ficam muito menores.

O fiscal estraga a festa?

Parece que as incertezas que marcaram este ano nos mercados globais vão ficando para trás. O resultado das eleições e a perspectiva positiva para a vacina no curto prazo reduzem dois dos principais fatores de risco que fizeram preço este ano. A perspectiva de crescimento global melhora e os riscos em torno desse cenário são menores. Nesse aspecto estamos evoluindo bem.

Também é bom lembrar que o mercado brasileiro ficou bem para trás. Na renda fixa, com aproximadamente 600 bps, temos a curva de juros mais inclinada de todos os emergentes. Uma curva assim não só eleva os custos de oportunidade em investir no mercado de ações, mas também sinaliza que o ciclo de recuperação da economia aqui pode ser curto. Por isso, a melhora dos mercados por aqui ficou interrompida. Na Figura 5 abaixo, isso fica mais claro. A queda projetada para o PIB neste ano não fica muito distante da queda para os EUA ou da média Global, mas o nosso mercado de ações (em USD) é dos que está mais para trás nessa crise.

Figura 5
Variações nos Índices de Ações (USD) desde o início da crise
contra as Quedas Projetadas do PIB



Variações no mercado de ações entre 21/fev/2020 e 11/nov/2020

Fonte: BBG, FMI, Safari Capital

O que explica essa má performance vis-a-vis o mundo é o risco fiscal. Com uma dívida praticamente do tamanho do PIB e com um orçamento crescente e já quase todo tomado por gastos obrigatórios, o governo precisa sinalizar que os gastos sobre o PIB vão diminuir ao longo do tempo. Se não for por esse caminho os outros dois possíveis não são agradáveis: aumento da carga tributária ou aumento da inflação.

Mas foi a necessidade de criar um programa de renda básica no orçamento do ano que vem, que precipitou o desequilíbrio. Evidentemente não há espaço para uma nova despesa permanente, maior do que o Bolsa Família, sem cortar outras despesas obrigatórias. Com a pressão política por um substituto do Auxílio Emergencial, o teste de stress do teto de gastos chegou. E as definições virão nesses próximos meses.

Como o governo interditou o debate até as eleições, é difícil projetar hoje como será o desfecho dessa história. Na Tabela 1 abaixo, está uma sensibilidade de custos para diversos tamanhos e valores desse novo programa de transferência de renda (que vamos chamar de Renda Brasil, na falta de um nome oficial). Qualquer coisa em uma escala maior demanda cortes relevantes em outras despesas, se vamos respeitar o teto. Na Tabela 2 temos a estimativa de cortes dos programas que tem sido ventilados como fontes de financiamento. Não há escolhas fáceis aqui e será crucial que, se quiser fazer um programa maior, o governo se posicione claramente defendendo os cortes necessários para seu financiamento.

Tabela1

Sensibilidade do Custo Anual do Renda Brasil (R\$M)

Benefício R\$	Número de Benefícios				
	15,2M	+3M	+6M	+9M	+12M
225	6.400	14.500	22.600	30.700	38.800
250	10.900	19.950	28.900	37.900	46.950
275	15.500	25.400	35.300	45.200	55.100
300	20.100	30.800	41.700	52.500	63.300
325	24.600	36.300	48.000	59.700	71.400

Fonte: Safari Capital

Tabela 2

Fontes Possíveis de Financiamento do Renda Brasil

	2021	2022
Gatilho Congelamento Sal Servidores (10 ano)	-	10.000
Gatilho Redução Jornada e Salários (limitado a 25%)	8.600	8.600
Teto e redução Penduricalhos Servidores	2.200	2.200
Seguro Desemprego e FGTS	3.100	3.100
Revisão Seguro-Defeso	1.500	1.500
Fim Abono (para quem ganha mais de 1,4SM)	-	8.000
Dedução IR despesas de saúde	7.500	7.500
Dedução IR despesas educação	2.500	2.500
TOTAL	25.400	43.400

Fonte: STN, Estado de São Paulo, IPEA Elaboração: Safari Capital

Mas, se não há ainda muita definição sobre o tamanho do programa e seu financiamento, as condições em que essas decisões serão tomadas são mais claras e, no nosso entender, tornam difícil o rompimento do teto.

Primeiro porque Rodrigo Maia e TCU são defensores do teto de gastos e estão em posições estratégicas, que podem vetar os caminhos alternativos para burlar a regra. A extensão do decreto de calamidade, por exemplo, que permitiu o governo gastar livre das amarras fiscais em 2020 termina no final do ano. Mesmo que o governo quisesse prorrogá-lo, ele teria que ser aprovado no Congresso, a tramitação começaria na Câmara e quem decide a pauta é Rodrigo Maia. Ele já disse que não pretende pautar esse assunto porque sabe que é a porta de entrada para as medidas populistas

Outras tentativas de fazer desvios da regra do teto também já foram cogitadas. Já se pensou em usar os restos a pagar do orçamento deste ano (que não tem limites), reservando o dinheiro para o ano que vem. Também já se cogitou uma MP para crédito extraordinário para estender o Auxílio Emergencial para 2021 enquanto não se resolve o Renda Brasil. Esses caminhos alternativos foram bloqueados pelo TCU. Para o tribunal, a leitura parece clara: passado o período da calamidade, o teto só muda com emenda a constituição e gastos extra-teto só através de créditos extraordinários que, de acordo com a Constituição só servem para *“atender a despesas imprevisíveis e urgentes, como as decorrentes de guerra, comoção interna ou calamidade pública”* (§ 3º do artigo 167 da CF), o que não seria o caso da prorrogação do auxílio emergencial para depois do período de calamidade. Se o TCU é contra, dificilmente qualquer técnico no governo assinaria uma despesa como essa.

Se os caminhos alternativos estão bloqueados, para gastar acima do teto é necessário mudar a Constituição, o que requer 308 votos na Câmara (e 49 no Senado). Na divisão atual da Câmara, o Centrão com cerca de 170 deputados seria crucial para a formação dessa maioria – os demais grupos tem posições mais previsíveis. Se quisesse, o Centrão poderia fazer uma aliança de conveniência com a oposição e juntar alguns poucos votos dos partidos menores para aprovar o fim do teto. Mas o Centrão hoje é base e só votaria assim se Bolsonaro defendesse explicitamente o fim do teto.

É difícil projetar o que Bolsonaro vai fazer sobre qualquer assunto, mas parece claro que explicitar um apoio ao fim do teto tem custos proibitivos para ele. É improvável que Paulo Guedes ficasse no governo nessas condições. A perda da credibilidade do regime fiscal, com uma dívida tão grande para ser rolada, levaria à combinação de juros altos, câmbio depreciado e inflação elevada que caracterizou o final do governo Dilma. O governo sabe como essa história terminou.

Por sinal, o recall do período Dilma é muito presente entre todas as lideranças partidárias. Muitos da legislatura anterior não foram reeleitos porque a crise econômica e a Lava-Jato levaram o eleitor a uma postura de rejeição do político tradicional. E não tem nada que pareça mais com um político tradicional do que um deputado do Centrão. Aqueles que conseguiram se eleger são sobreviventes e receiam disputar outra eleição anti-establishment. Este Congresso não é exatamente reformista ou *Faria Limer*. O que este Congresso tem é medo de uma nova crise econômica.

O episódio recente dos precatórios ilustra bem esses temores. Quando governo e seus líderes perceberam a reação negativa à tentativa de usar o atraso no pagamento dos precatórios para financiar o Renda Brasil, todos voltaram atrás rapidamente. Se pudessem, o Centrão e Bolsonaro já teriam deixado o equilíbrio fiscal lá. Os precatórios eram uma pedalada, para gastar mais sem fazer cortes difíceis. Mas o receio de uma nova crise fiscal os disciplina.

As barreiras estão claras, portanto: Não dá para burlar o teto via artifícios da contabilidade pública, não se consegue, em condições normais, prorrogar a calamidade e, mesmo entre os que querem gastar, seria muito difícil arrumar maioria constitucional para romper o teto, arriscando uma crise econômica. Se o governo não avança (e os prazos são realmente muito restritos) em um acordo que viabilize um programa de renda básica, vamos voltar ao orçamento como ele foi elaborado pelo Tesouro, com um crescimento mais modesto no Bolsa Família e dentro do teto.

Evidente que ninguém em Brasília quer essa solução. A ideia de um programa de renda básica maior faz sentido e seria uma oportunidade para otimizar as políticas sociais concentrando seus gastos naqueles que mais necessitam. Também seria uma forma de conter o aumento dos gastos com o funcionalismo ao longo do tempo ajudando a sustentar o teto para além de 2022.

Mas mexer nisso tem custos políticos. Além disso a disputa pela eleição para a presidência da Câmara e do Senado distanciou os grupos, especialmente na Câmara, o que dificulta qualquer negociação até o fim do ano. Para que uma solução para o Renda Brasil saísse a tempo de substituir o Auxílio, seria necessária uma liderança muito maior do governo, o que, honestamente, até agora não apareceu.

Mas o que nos deixa mais confortável com o risco fiscal é que simplesmente romper o teto para financiar esse programa de renda básica amplo parece difícil. Por isso que as últimas notícias já sinalizam que o governo voltaria ao Bolsa Família, buscando dentro do teto uma ampliação modesta e discutindo reformas ao longo de 2021.

Está ainda longe do ideal, o reequilíbrio fiscal demanda reformas profundas, mas o fim do Auxílio Emergencial era o grande desafio de curto prazo para o teto de gastos. Se o teto for realmente mantido, mesmo com tantas pressões políticas, parte da incerteza sobre nossa recuperação cíclica diminui. Considerando o que já está nos preços dos ativos locais e o ambiente mais favorável a riscos em todo o mundo, há espaço para o mercado aqui andar mais.