



Carta Macro

Fevereiro 2021

Na nossa última carta Macro (de nov/20) argumentávamos que 3 fatores determinariam a sorte dos mercados nos meses seguintes: 1) a política econômica pós-eleição nos EUA, 2) o desenvolvimento das vacinas e 3) nossos riscos fiscais. A perspectiva era boa e, realmente, a evolução desses fatores desde o final do ano passado tem sido positiva. O mercado andou de lá para cá e nossos fundos, apesar de um 2020 difícil, também tiveram um final de ano positivo. Mas nem tudo ainda está nos preços. Estamos, afinal, na fase de aceleração do ciclo econômico, que deve ser intenso e com juros reais historicamente baixos. Seguimos construtivos com o cenário e vamos tentar justificar essa visão, partindo desses mesmos 3 fatores que seguem determinando a velocidade de recuperação das economias e o comportamento dos mercados.

Biden: Mirando para cima

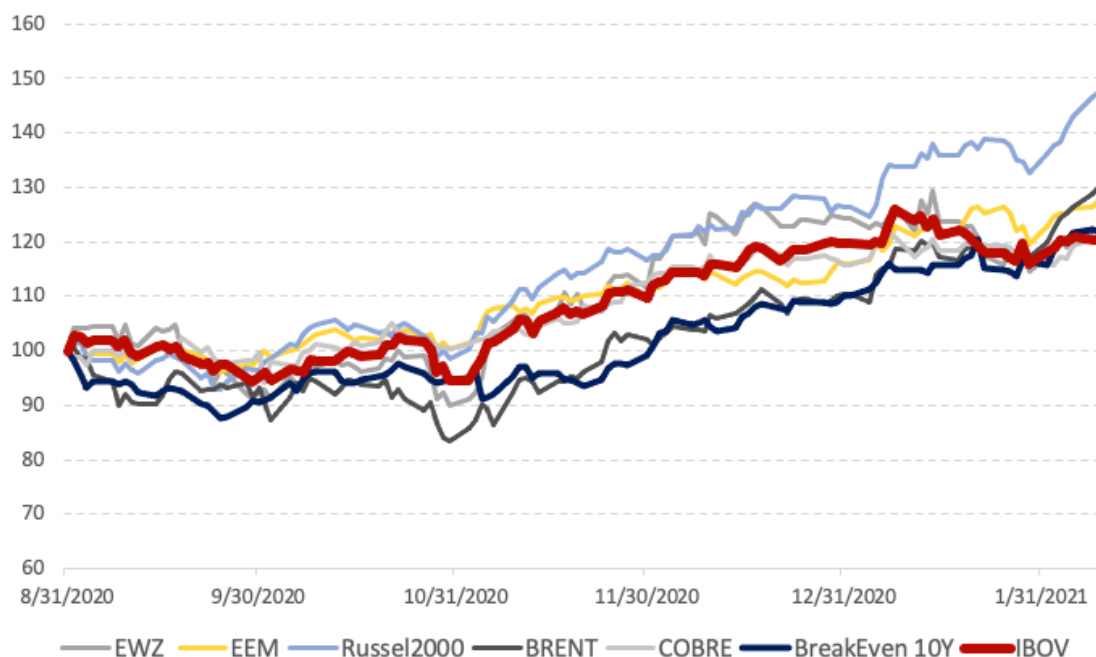
Desde o início de janeiro ficou claro que Biden teria condições de buscar um objetivo mais ambicioso na política fiscal. Ao ganhar as duas vagas no Senado na eleição em 2º turno na Georgia, os Democratas garantiram a maioria no Senado. Rigorosamente, está 50 a 50, mas o voto de minerva é da vice-presidente Harris. O partido já tem a maioria na Câmara e, se votar unido no Senado, consegue fazer valer sua agenda no campo fiscal.

Biden propôs um pacote fiscal de espantosos USD 1,9 tri. De início, havia o risco dos senadores democratas mais moderados não aceitarem uma conta tão alta. Mas, nos últimos dias, o governo recusou a proposta de acordo bipartidário em torno de um pacote menor e conseguiu a unanimidade dos democratas na votação do Senado que permitiu que o pacote seja aprovado por maioria simples. São sinais de que os democratas estão unidos, até porque faz sentido buscar um pacote mais ambicioso nesse início de governo. A agenda tem apoio popular, o impulso econômico será relevante e vai ajudar nas eleições do ano que vem.

A política monetária nunca esteve tão expansionista e o fiscal vai dar um impulso adicional a essa economia. Isso em um momento em que já se vacina em alta escala por lá (1,5 milhão doses/dia). Com cerca de 10% da população já vacinada em primeira dose, os efeitos já se manifestam na queda recente nas hospitalizações. A economia americana vai acelerar nos próximos trimestres e o crescimento na ordem de espantosos 6 a 7% neste ano parece provável. Não é à toa que os ativos que melhor refletem a volta da atividade e da inflação em USD andaram na frente. Na Figura1 descrevemos como a partir de novembro – quando ficou definida a vitória de Biden e surgiram as primeiras notícias sobre a eficácia das vacinas – a inflação projetada na

curva americana (*BreakEven10Y*) e o Russel 2000 (que reflete as ações de *small caps* nos EUA) andaram na frente. A perspectiva de aceleração no ciclo também impactou positivamente sobre as commodities, as ações dos mercados emergentes (EEM) e nosso mercado local (IBOV). Apesar da oscilação em janeiro, o *rally* nos ativos elásticos ao crescimento continua. O Brasil se beneficia dessa história.

Figura 1: Inflação Projetada na Curva EUA e Ativos Relacionados com o Ciclo Econômico (31/ago/20 = 100)



O outro lado dessa moeda é que, se o ciclo fica mais acelerado, ele também deve ser mais curto. Depois das vacinas, será a maturação do ciclo nos EUA que vai definir os rumos do mercado neste ano.

Mas, por enquanto, o *rally* dos mercados emergentes (e por tabela do mercado de ações no Brasil) ainda tem pernas longas. Estamos, afinal, ainda abaixo dos objetivos de inflação do Fed e teremos uns bons meses de extrema liquidez acompanhada da

aceleração no crescimento. Enquanto a volta da inflação for resultado da maior expansão no ciclo econômico levando a inflação esperada para as metas da política monetária, estamos em mares tranquilos. Esse ainda é o caso, com essa inflação longa rodando os 2,20% (Figura 2). Ao explicitar o regime, o Fed deixa claro que, após um longo período em que a inflação ficou abaixo da meta ele deseja que a inflação corra um pouco acima desta. No passado, quando o Fed entregava a meta, a inflação projetada pelo mercado nas *breakevens* longas (5y5y) rodava por volta de 2,5%. Dificilmente o Fed mudará seus planos antes de ultrapassarmos com alguma folga esse nível. Estamos hoje mais perto, mas ainda há espaço para o mercado andar mais nesse ciclo de liquidez. Não à toa, a inflação projetada tem subido, mas os juros reais seguem em patamar historicamente baixos. É exatamente esse o objetivo do Fed: manter a liquidez abundante enquanto a economia se recupera e eleva as perspectivas de inflação. Ainda é o melhor momento do ciclo.



Vacinas e o ciclo

Este segue sendo o tema mais relevante também para os mercados. Afinal, a velocidade da vacinação define o ritmo da recuperação econômica e do crescimento dos lucros das empresas. Além disso, conforme a vacinação avança, os riscos de novas ondas e de interrupções futuras na atividade econômica vão ficando para trás. A economia ganha em previsibilidade e a redução dos riscos aprecia o preço dos ativos.

Avançamos nesse aspecto nos últimos meses, mas com a exceção de Israel, EUA e Reino Unido, a vacinação ainda está longe de engendrar efeitos positivos sobre o controle da pandemia nas maiores economias. Inícios tardios, restrições regulatórias diversas e dificuldades na oferta e na logística explicam o atraso em muitos lugares. Em um mundo em que a pandemia recrudescer com as novas cepas do vírus, a velocidade da vacinação faz toda a diferença. As evidências até aqui são de que as vacinas perdem eficácia com as novas cepas mas que seguem reduzindo drasticamente os casos graves. Além disso, mais imunizados reduzem a transmissão do vírus e suas mutações. Velocidade de vacinação, portanto, é fundamental.

Apesar do nosso início tardio e das trapalhadas do governo federal na compra das vacinas, o Brasil está relativamente bem posicionado nesse aspecto. Nossa logística funciona, apesar de tudo, devido ao bem sucedido Programa Nacional de Imunização (PNI) que todo ano vacina com folga mais de 80 milhões de pessoas nos ciclos de Influenza (cerca de 3 meses). Além disso, nossa proporção de idosos na população ainda é relativamente baixa e os casos severos de Covid estão concentrados nesse grupo.

Na aritmética da vacinação, até o dia 9/fev foram 4,0 milhões de vacinados e temos disponíveis no país cerca de 4,6 milhões de doses prontas que devem ser distribuídas até o fim de fevereiro (somente no final do mês teremos novas doses disponíveis da Coronavac). Considerando a reserva para a segunda dose e uma perda esperada de 5% no processo, isso permite vacinar uma média um pouco acima de 170 mil pessoas/dia nesse período. Nos dados mais recentes, a vacinação tem vindo em um ritmo até maior (210 mil/dia na média dos últimos 7 dias). Essa é uma forte evidência de que o gargalo não está na distribuição, mas na quantidade de vacinas disponíveis. Se tivermos mais, vamos vacinar mais. Devemos fechar fevereiro perto dos 6,5 milhões de vacinados em primeira dose.

A boa notícia é que em março os gargalos na oferta da vacina ficam menores. Com a chegada recente dos insumos, parece que as dificuldades na produção da Coronavac estão sendo superadas. Só o Butantan deve disponibilizar mais 17,3 milhões de doses ao longo do mês. A Fiocruz recebeu o primeiro lote de insumos na semana passada e se não ocorrerem novos atrasos promete entregar ainda mais 15 milhões de doses em março, acelerando para 27 milhões em abril. Isso sem contar os 10 milhões de doses prontas da AstraZenca que viriam da Índia ou as 10 milhões de doses da Sputnik V, se esta for aprovada pela Anvisa, todas previstas para março mas dependentes da velocidade do governo na negociação.

Ficando apenas com Butantan e Fiocruz na conta, no decorrer de março teremos disponibilizado 32,3 milhões de doses para a vacinação. Sem gargalos relevantes na logística essas doses devem ser aplicadas até o fim do mês. Considerando a reserva da 2ª dose (o que para a AstraZenca pode não ocorrer) e as perdas, é razoável esperar que no decorrer de março o PNI vai vacinar cerca de 14,5 milhões de pessoas em

primeira dose. Some ao total de fevereiro e já serão 21 milhões de pessoas vacinadas em primeira dose.

Vale lembrar que a população com mais de 70 anos e a de prioritários (profissionais de saúde e indígenas) somam cerca de 20 milhões. Se a produção do Butantan e da Fiocruz ocorrerem de acordo com seus cronogramas, teremos vacinado toda essa população em primeira dose ao final de março e em duas doses com a Coronavac até meados de Abril (a Astrazeneca deve ter um intervalo maior entre doses mas já garante imunização elevada após a primeira).

Os idosos acima dos 70 anos representam apenas 6% da população, mas são mais de 50% das mortes e acima de 30% das internações hospitalares. Vacinaremos rapidamente os mais idosos o que deve trazer a letalidade para baixo e diminuir a pressão sobre o sistema de saúde.

São a letalidade e as hospitalizações que inibem a atividade econômica. Ao longo do segundo trimestre, do ponto de vista econômico, a vida estará bem mais próxima do normal. Significa que a economia vai acelerar seu crescimento e ganhará previsibilidade – ou no âmbito das empresas que os lucros serão crescentes e o risco associado ao mercado de ações (*equity risk premium*) menor. Com juros domésticos e globais ainda historicamente baixos, o mercados de ações seguirá subindo. Isso vale especialmente para as empresas voltadas aos setores domésticos, que mais sofreram com a pandemia. Devemos ver uma recuperação importante aqui no 2oTri.

Sempre o Fiscal

Esse é um assunto que vai nos perseguir por um bom tempo. A dívida mais alta pós-pandemia, a carga tributária elevada e orçamento rígido nos impedem de virar essa página. A situação realmente é instável porque choques podem nos colocar numa trajetória não linear da dívida – em que juros altos reduzem o crescimento e a arrecadação, levando a juros mais altos o que vai empurrando o endividamento para cima. Nesse contexto, as regras fiscais são importantes porque parametrizam o comportamento esperado da dívida. A mais simples dessas regras, como sabemos, é o teto de gastos.

O teto não dá uma solução para o problema fiscal, mas ao impor a restrição ele obriga que o ajuste seja feito nos gastos, especialmente reduzindo e cortando as despesas obrigatórias. Ele alinha os interesses no Congresso e baliza expectativas. Sem o teto os prêmios demandados pelos credores para financiar a dívida pública brasileira seriam muito maiores.

Nas últimas semanas, com o Congresso de volta às atividades, voltou também a pressão por uma extensão dos benefícios nos moldes do Auxílio Emergencial. Há bons argumentos econômicos, afinal a segunda onda na pandemia está atrasando a recuperação, especialmente no setor de serviços, o que dificulta a volta do emprego e, o que é pior, afeta principalmente o trabalhador de renda mais baixa. A questão, claro, é qual o tamanho da conta e como pagá-la sem fragilizar nossas regras de controle fiscal.

Para controlar esses riscos, e fazer uma limonada com esses limões, a ideia do time econômico é de colocar tudo dentro de uma PEC que criaria uma cláusula de

calamidade que excetuaria esse tipo de despesa das demais regras fiscais (teto inclusive) por um período definido, mas que traria contrapartidas duras de cortes nos gastos obrigatórios (especialmente na despesa com o funcionalismo). O veículo pode ser a PEC Emergencial já em tramitação no Senado.

Parte do Congresso não gosta dessa ideia porque a PEC não é aprovada do dia para a noite. O novo presidente do Senado, Rodrigo Pacheco, por exemplo disse nesta semana que espera uma aprovação rápida do novo Auxílio antes de outras medidas. Não está claro, mas parece que ideia seria que o governo publicasse uma Medida Provisória autorizando o crédito extraordinário (extra-teto) para financiar rapidamente o novo programa. Essa solução pode mandar as medidas compensatórias, que cortam gastos futuros, para a gaveta – em qualquer negociação com o Congresso não se paga o benefício na frente. Seria uma solução conveniente para alguns congressistas porque viria sem custos, mas negativa para o equilíbrio fiscal.

Há dúvidas se, formalmente, apenas com uma MP se poderia viabilizar o novo Auxílio. Isso contornaria o teto de gastos, mas a Lei de Responsabilidade Fiscal e a Regra de Ouro exigiriam que a LDO fosse alterada também por lei e que o Orçamento fosse aprovado antes. Não viria da noite para o dia, portanto.

Mas, mais importante, a decisão de autorizar essas medidas extra-teto, só pode ser feita via MP. Portanto a iniciativa é prerrogativa do Executivo. Se tem a prerrogativa, o governo vai tentar garantir que os valores sejam modestos, até porque a economia não está parada como em meados do ano passado. Fala-se em um adicional por 3 meses de R\$ 200 mensais para um grupo de pouco mais de 30 milhões de pessoas que não são beneficiadas pelo Bolsa Família. A conta total ficaria próxima dos R\$ 18 bi (ou 0,25% do PIB). Não se trata, portanto, de uma despesa proibitiva em si. A questão aqui

é ter controle sobre o processo para que a despesa não fique excessiva e termine por tirar a credibilidade das regras fiscais.

Também por ter a prerrogativa, parece improvável que o Executivo tope aumentar as despesas sem o controle sobre o processo e/ou garantir contrapartidas. Claro que a palavra final aqui é do presidente e, bem, ele não é uma figura das mais previsíveis. Mas o equilíbrio fiscal é central para a recuperação da economia e o teto é uma medida considerada fundamental por Paulo Guedes e seu time. Bolsonaro dificilmente ficaria frontalmente contra eles nesse tema. Se perde seu time econômico ele compromete a recuperação econômica e suas chances para 2022. O mais provável, portanto, é que a negociação do novo programa seja feita em conjunto com as contrapartidas em um pacote só. Ou que haja um acordo com os líderes do Congresso para que o pacote tenha um custo fiscal reduzido e limitado.

Em um ambiente global favorável, quando liquidez, vacinas e a aceleração do ciclo econômico são as principais apostas no mundo, é difícil que o mercado vá vender os ativos brasileiros se a exceção ao teto for limitada e de baixo efeito fiscal, ou se for compensada intertemporalmente com a redução dos gastos obrigatórios. A complacência ajuda aqui e, apesar do ruído, o fiscal não deve ser empecilho para que o mercado siga apreciando nos próximos meses. Por enquanto, o que deve impulsionar as ações brasileiras é a recuperação do ciclo econômico acelerada pela vacinação, com os juros reais mais baixos que já vimos.

Mas, como dissemos no início, se o ciclo global deve ser muito intenso nesses próximos meses, ele também provavelmente será mais curto. No final deste ano a discussão sobre a retirada de estímulos pelo Fed ficará mais forte. Se não voltarmos à trajetória de equilíbrio fiscal até lá, a mudança na liquidez global pode ser o grande choque para

nos colocar em uma trajetória explosiva de endividamento. Para isso, precisamos de mais reformas sobre os gastos obrigatórios, mas a maneira como o Congresso está pressionando pelo novo benefício sem contrapartidas fiscais é um sinal de como essa agenda será difícil. Quando o ciclo estiver maduro – e o mercado em outro patamar de preços – o nosso tombo pode ser grande. Temos esses próximos meses para ajustar essa trajetória fiscal. Vamos voltar a esse tema com frequência nas próximas cartas.