

O perigoso pré-jogo do novo Governo

Em meio à eleição do novo Governo e de toda a confusão sobre os gastos fiscais embutidos na PEC da Transição, o PIB brasileiro mostrou um desempenho no 3º trimestre de 2022 melhor do que o esperado. Sintomaticamente, um dos aspectos que contribuíram para a variação anual do PIB de 3,6% e trimestral de 0,4% foi o consumo das famílias, impulsionado pela queda do desemprego e pelo Auxílio Brasil, de R\$ 600,00 por família. Isso explica, portanto, quase a totalidade dos R\$ 175 bilhões incluídos nos R\$ 200 bilhões embutidos na PEC da Transição. Além disso, há a insistência da equipe de transição em ultrapassar o limite de gastos e o pouco cuidado do novo governo com o resultado primário (que exclui o pagamento de juros da dívida pública) nos próximos anos, o qual pode passar de um superávit de 1,5% do PIB em 2022 para um déficit de 1% a 2% do PIB em 2023. As possíveis consequências orçamentárias e econômicas da nova administração federal ultrapassar o teto de gastos e gerar um déficit primário de pelo menos 1% do PIB vão desde a convergência da razão entre dívida pública (bruta) e PIB de 76,2% (atualmente) para mais de 85% até a desvalorização cambial, aceleração da inflação e, eventualmente, manutenção da taxa Selic (fixada pelo Copom) em 13,75% até o início de 2024.

Além disso, nesse contexto, a casual alta da dívida pública para perto de 90%, ao elevar o risco de insolvência do governo e (por conseguinte) ao aumentar o prêmio embutido nos juros dos títulos públicos e a inclinação da curva de juros futuros de mercado, dificulta o objetivo do Banco Central de controlar a inflação por meio da estabilidade da Selic em 13,75%. Ou seja, quanto mais elevados o déficit orçamentário e a dívida pública, maior é a expectativa de desvalorização cambial e de inflação, o que pode forçar o Banco Central a subir a taxa de juros para patamares superiores aos inicialmente desejados. No final, a alta efetiva da taxa Selic aumenta a dívida pública (como proporção do PIB), iniciando novos ciclos de desvalorização cambial, inflação, elevação de juros de mercado e a repetição de uma história desastrosa que só pode ser interrompida por um grande choque (terminal e recessivo) de juros promovido pelo Banco Central. A recessão acaba revelando oportunidades de investimento em ações baratas, em compra do real, dado o câmbio já bem desvalorizado, e posições aplicadas em juros prefixados, dada a curva de juros bem elevada e inclinada.

Esses momentos são difíceis de serem identificados, ainda mais quando o Banco Central evita ao máximo promover choques (recessivos) de juros ao longo de seis meses a 1 ano. Por outro lado, no curto prazo, é muito mais fácil o governo central entender que dobrar a aposta no risco fiscal e minimizar os efeitos inflacionários e, posteriormente, recessivos da deterioração dos preços dos ativos têm consequências sociais mais profundas e duradouras do que o choque de juros promovido pelo Banco Central no médio e longo prazo. A compreensão deste resultado pela futura administração federal é a principal evidência para as oportunidades de investimento em ativos brasileiros que já estariam relativamente baratos.

Entrando em detalhes, o risco fiscal pode ser analisado simplificadaamente por meio da tabela a seguir. Ela mostra os principais componentes do impacto fiscal do programa Bolsa Família, que engloba o Auxílio Brasil original a R\$ 400,00 por família, a ampliação do benefício para R\$ 600,00 por família e o Auxílio Criança de R\$ 150,00 por criança até seis anos, totalizando R\$ 175 bilhões. Classificamos os R\$ 23 bilhões restantes como “Despesas Extras”, pois abrangem a ampliação dos investimentos federais (incluindo o Minha Casa, Minha Vida) para o dobro do valor proposto originalmente na PLOA (Projeto de Lei Orçamentária Anual), abatimento de dívida dos estados junto ao Governo Federal, a reinstauração do Programa Farmácia Popular e a recuperação do valor da merenda escolar.

Composição da PEC da Transição

Destinação	Valor (R\$ bi)
Auxílio Brasil a R\$ 400/família	105
Aumento para R\$ 600/família	52
Auxílio Criança de R\$ 150/criança até 6 anos	18
Despesas Extras	23
Total	198

Fontes: Kairós Capital

Quase todos os itens acima incluem programas sociais que foram a base da campanha presidencial e da eleição do candidato Luiz Inácio Lula da Silva, apresentando – portanto – rigidez relativamente alta diante das propostas alternativas de valores menores para a PEC da Transição, entre R\$ 80 bilhões (proposta do senador Tasso Jereissati) e R\$ 120 bilhões. Conseguimos enxergar alguma possibilidade

de cortes no tamanho de R\$ 198 bilhões da PEC, mas o valor dos gastos sociais em R\$ 175 bilhões se caracteriza por forte rigidez para baixo.

Os R\$ 175 bilhões apontam para um déficit primário que pode chegar a 1% do PIB em 2023 em relação ao superávit de 1,5% que estimamos para dezembro de 2022. Como a piora do déficit primário do governo tende a elevar os juros e a (pelo menos) desacelerar o PIB (no primeiro momento), a relação dívida pública (bruta)/PIB pode crescer de 76,2%, que estimamos para dezembro de 2022, para 83% em dezembro de 2023. Ou seja, a razão déficit primário/PIB de 1% equivale à razão déficit primário/dívida pública (bruta) de 1,2% no final de 2023. Essa relação é muito importante porque o crescimento do déficit primário governamental com relação à dívida pública mostra a incapacidade progressiva do governo em gerar periodicamente fluxos de caixa suficientes para pagar os encargos e a amortização da dívida pública total bruta. O efeito desse quadro é a elevação do risco governamental e do risco país, a desvalorização cambial, a aceleração inflacionária e alta da curva de juros futuros, bem como da sua inclinação, e a desaceleração econômica que pode acabar desembocando na recessão mais profunda.

Só para se ter uma ideia de magnitudes, as nossas simulações mostram que relação déficit primário/dívida pública bruta de 1,2% em 2023 ante o superávit de quase 2% no final de 2022 pode gerar uma desvalorização cambial de 8% durante o ano que vem. Por seu turno, a desvalorização cambial tende a acelerar principalmente a inflação dos itens comercializáveis do IPCA (alimentos no domicílio e bens industriais) da expectativa inicial de 4,4% e 4,1% para 7,2% e 6,3%, respectivamente, no final de 2023. Dada a inflação de itens administrados pelo governo, como tarifas de energia elétrica e combustíveis, em 5,2% (hipótese heroica) e a inflação de serviços (como alimentação fora do domicílio, passagens aéreas, saúde, educação e recreação), a qual é mais sensível ao ciclo econômico, em 6,5% no ano que vem, o IPCA esperado originalmente para 2023 em 5,3% subiria para 6,3%. Além disso, um choque inflacionário dessa magnitude no ano que vem e a insistência do governo na política fiscal progressivamente insolvente ao longo dos próximos 4 anos desvalorizaria o câmbio adicionalmente e deterioraria as expectativas de inflação de mercado para 4,9% em 2024 ante 3,5% a 4% previstos atualmente.

Cenário de IPCA com fiscal e câmbio mais estressados

(Variação ano contra ano %)

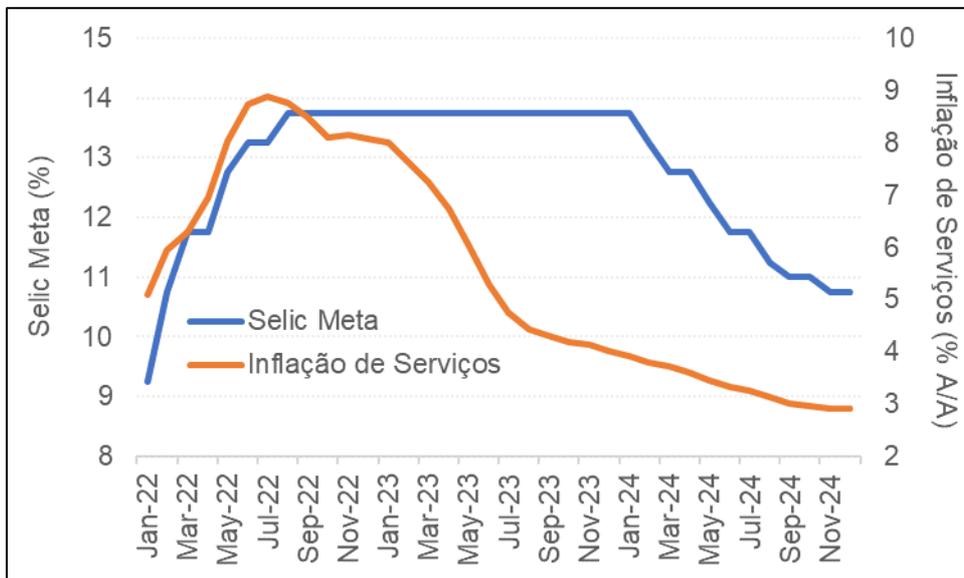
	IPCA	Administrados	Livres	Alimentos no Dom.	Industriais	Serviços
dez/22	5,98	-3,55	9,56	13,64	9,12	8,07
dez/23	6,26	5,20	6,61	7,34	6,31	6,48
dez/24	4,86	3,57	5,33	5,70	4,76	5,52

Fontes: Kairós Capital

Espremer números tende a ser uma tarefa enfadonha e sempre sujeita à margem de erro, principalmente quando há muita incerteza na trajetória dos preços dos ativos, ainda mais da taxa de câmbio, mas os resultados das simulações implicam a variação do IPCA acima do teto da meta em 2023 (3,25% ± intervalo de variação = 1,5%) e 2024 (3,0% ± intervalo de variação = 1,5%). Esse cenário implica um Banco Central mais duro na condução da política monetária, mantendo a Selic em 13,75% até meados do primeiro trimestre de 2024 a fim de trazer a inflação do IPCA de 2024 o mais perto possível do centro da meta. O canal mais claro dessa estratégia é via desaceleração da inflação de serviços (a qual pesa 33% no IPCA), pois é o grupo mais sensível à política monetária e à esperada desaceleração da economia. Nesse sentido, eventuais variações negativas do PIB a partir do segundo semestre de 2023 e a elevação do desemprego para perto de 10% poderiam quebrar a inércia da inflação de serviços, fazendo com que ela desabasse para 4% e 2,9% em 2023 e 2024, respectivamente. Se a permanência da Selic em 13,75% for suficiente para conter a desvalorização cambial, principalmente em 2024, a leitura do IPCA do ano que vem poderia ficar em 5,40% (ainda acima do teto da meta) e em 3,84% em 2024, bem mais próxima do centro da meta de inflação.

Selic e inflação de Serviços no cenário básico

(Selic em %, inflação em ano contra ano %)



Fontes: Kairós Capital

Diante das incertezas desencadeadas por ruídos fiscais e pela insistência da nova administração federal nos valores da PEC da Transição por pelo menos 2 anos, esses resultados possíveis levam à conclusão de que – se não for possível manter a Selic estável à 13,75% até o início de 2024 – a probabilidade de sua elevação para patamares superiores a 15% a partir do segundo semestre de 2023 é maior do que a probabilidade de queda no final do ano que vem, mesmo que a probabilidade de recessão seja relativamente elevada no ano que vem.

A análise feita acima permite concluir que é relativamente mais fácil imaginar cenários difíceis e que implicam a quase óbvia venda de ativos brasileiros. Portanto, o mais difícil (e interessante) é encontrar pontos de compra dos ativos relativamente baratos; estes pontos surgirão no prazo mais longo (provavelmente, a partir do segundo semestre do ano que vem) se o Banco Central der um choque de juros em 2023. No curto prazo, diante do tombo dos preços dos ativos e dos seus efeitos sobre o desemprego e a inflação, a sensibilização do novo governo e a busca pela âncora fiscal baseada no teto de gastos tornam-se o canal mais óbvio para o surgimento de oportunidades de compra de ativos brasileiros. Tomara que haja razão e sensibilidade...



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

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:

