

Lulanomics: navegando o complexo 2023

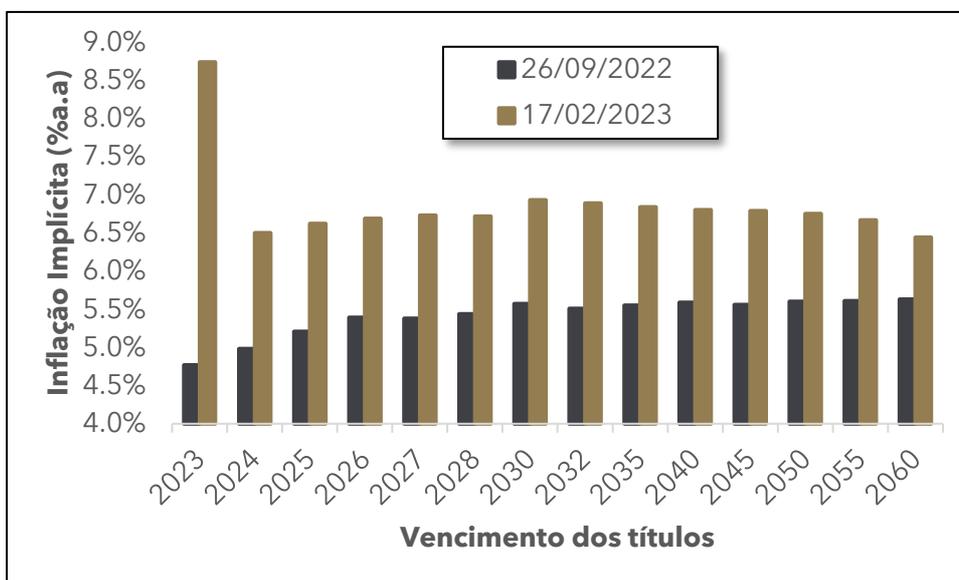
Temos cinquenta dias do terceiro governo de Lula e diferentemente do que muitos esperavam, ele não tem manifestado o pragmatismo do seu primeiro mandato. Ao contrário, tem mostrado sinais de semelhança com o governo de Dilma e com o discurso sindicalista com que ele sempre concorreu ao cargo de presidente, desde as eleições de 1989. Nesta carta, vamos discorrer um pouco sobre os primeiros sinais do novo governo, as condições de contorno e a distância entre querer e poder, diante dos contrapesos institucionais.

É um governo que deseja gastar, e muito. A “PEC do Estouro” já mostrou sua crença fundamental: Estado grande, gastos inchados e nenhuma preocupação com o “falecido” Teto de Gastos (justiça seja feita, Bolsonaro “chutou” e Lula apenas fechou o caixa). A PEC nos deixou um furo no orçamento de cerca de R\$ 200 bilhões, valor acima do necessário para o cumprimento da promessa eleitoral dos R\$ 600 do Auxílio Brasil. Tivemos, naturalmente, uma reação ruim do mercado com elevação dos juros futuros para os vértices de prazos médios e longos. Na sequência, o ministro Haddad veio com um plano de consolidação fiscal, calcado em medidas arrecadatórias de caráter incerto e extraordinário. O próprio ministro tem como meta chegar no fim do ano com um déficit de R\$ 100 bilhões, ou seja, ele mesmo crê que metade do seu plano não sairá do papel a tempo. Os primeiros atos do governo mostram a abertura de torneira para rubricas como a Lei Rouanet, reajuste de 8% para os servidores, reajuste de 40% para os bolsistas e reajuste acima da inflação para o salário mínimo. Não podemos alegar surpresa nisso tudo, já que o PT sempre defendeu um Estado grande e gastador, inclusive, na última campanha eleitoral. Estão colocando em prática exatamente o que falaram que iriam fazer.

É um governo que tem fúria arrecadatória. A questão do voto de qualidade do CARF e a recente decisão do STF de permitir a “quebra” de decisões definitivas (provocando insegurança jurídica, que deve gerar inúmeros fatos relevantes de empresas trazendo passivos fiscais para os balanços), além de uma reforma tributária que não deve ser neutra, mostram bem a direção. Ao contrário do governo Dilma, que com suas desonerações renunciou as receitas, este pretende financiar a sua expansão fiscal com aumento da carga tributária, seja via alíquotas, seja pelo maior rigor fiscalizatório e jurídico.

É um governo que deseja um Banco Central dócil. A recente onda de *bullying* sofrida por Roberto Campos Neto mostra que o governo, sabedor do potencial inflacionário de suas políticas, não quer um BC com juros reais altos para combater a carestia. Ele quer juros reais bem baixos ou até negativos para “deixar a roda da economia girar”, como sempre diz Lula. Tivemos episódios de desmontes de bancos centrais em países emergentes, Turquia e Argentina, por exemplo, com as devidas consequências na inflação, como é sabido. O nosso BC, por ora autônomo, resistiu à primeira onda de ataques, os presidentes da Câmara e do Senado se mostraram contrários em rever a Lei que dá autonomia ao Banco Central, bem como Lula foi convencido que nesta reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN) não seria prudente mudar a meta de inflação para cima, com isso, teoricamente, abrindo espaço para juros menores. No meio de seu mandato, o presidente Lula terá a chance de trocar Roberto Campos Neto, nos parecendo provável que o seu sucessor terá um perfil mais aderente à política econômica do governo e será bem mais “*dovish*” na condução da política monetária. E nada impede que o assunto meta de inflação seja retomado nas próximas reuniões do CMN. A resultante da deterioração fiscal e da percepção de um BC potencialmente mais leniente com a inflação levou o mercado a subir mais de 1 ponto a sua projeção de inflação de curto, médio e longo prazos, como podemos ver no gráfico abaixo. E mais inflação se reflete em maiores taxas de juros nos prazos médio e longo da curva, encarecendo o crédito para consumidores e para o investimento do setor produtivo.

Curva de inflação implícita antes e depois das eleições (%a.a)



Fontes: Tullett Prebon, Kairós Capital

É um governo que deseja expandir o crédito. No caso, utilizando os bancos públicos, pois estamos no começo de uma provável crise de crédito no Brasil (falaremos disso abaixo) e os bancos privados irão restringir e não aumentar o crédito. Primeiramente, teremos o programa “Desenrola” para limpar o nome do endividado cidadão, que com o seu nome limpo então vai correr para o balcão oficial (BB, CEF e BNDES) para se endividar e gastar. Sabemos como isso acabará em alguns anos, no balanço destes bancos, não sabemos?

Em termos de atividade, o empresariado já vem cancelando investimentos e demitindo gente, pelo ajuste cíclico da economia (juros altos), pela falta de confiança na política econômica do novo governo e mais recentemente pelo aperto no crédito. Quando ele sabe que o seu passado tributário é incerto e que terá que pagar coisas que achava que não teria de pagar, qual vocês acham que será a sua reação? Vai investir e contratar? Claro que não! O empresariado está entrando em “modo sobrevivência” onde sabe que terá menores receitas, pagará mais impostos e não terá crédito como tinha antes.

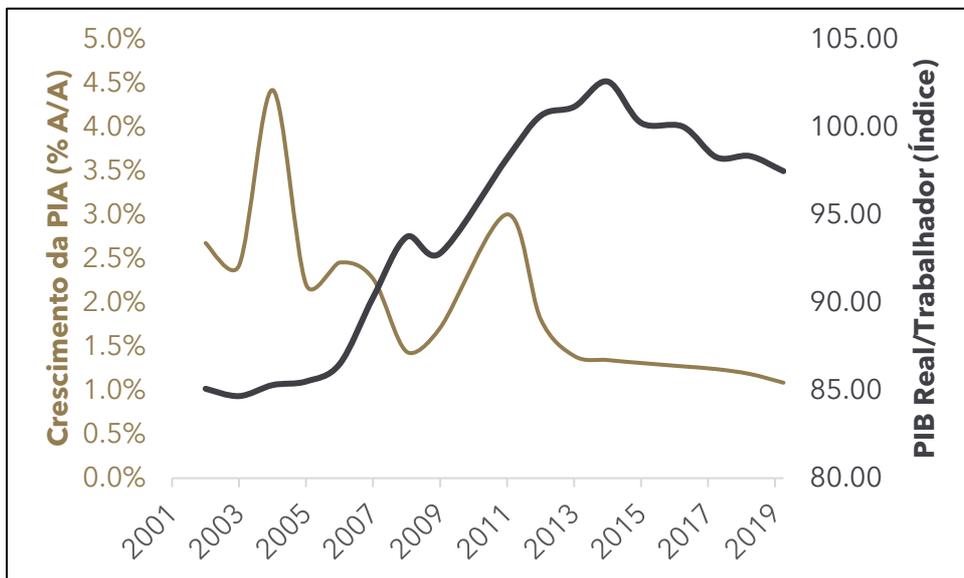
Em termos de atividade, temos três vetores apontando para baixo; confiança do consumidor e do empresariado se deteriorando, ajuste cíclico pelos juros altos com desemprego aumentando e menor consumo, crise de crédito potencial com bancos privados se retraíndo e dois vetores altistas; a expansão do gasto fiscal e os bancos oficiais turbinando o crédito. **Creemos que a resultante destes vetores é baixista para a atividade** e não podemos descartar que o ano de 2023 se encerre com uma recessão.

Em termos de inflação, temos três vetores funcionando como anabolizantes, a deterioração de expectativas, mais gastos (fiscal) e expansão de crédito pelos bancos públicos. Por ora, o que segura a casa de não tombar é um BC técnico e independente, mantendo os juros no patamar contracionista. Porém, isso tem prazo de validade e a sucessão de Roberto Campos Neto poderá significar a perda da âncora monetária. **A resultante destes vetores é altista para a inflação, porém, ainda em patamares tidos como civilizados.**

Creemos que o melhor cenário para Brasil, neste momento, e mantido o viés dos primeiros 50 dias, seria de uma mediocridade modorrenta neste governo e, o pior, um ativismo populista como a Argentina ou a Turquia. Os riscos claramente estão se deslocando, lentamente, do melhor para o pior cenário.

As condições de contorno: o Brasil de hoje enfrenta uma situação bem diferente do que Lula pegou ao assumir o seu primeiro mandato. O país cresce estruturalmente menos do que no começo dos anos 2000. Partindo da simplificação de que crescimento de longo prazo é o crescimento da população economicamente ativa multiplicado pelo crescimento da produtividade desta população, temos ambos os termos desta equação em declínio, como o gráfico abaixo mostra. Um menor crescimento implica em menor crescimento da arrecadação e maiores tensões sociais. Demograficamente, o envelhecimento contratado da população nos trará maiores pressões por gastos de assistência médica e previdenciários.

Crescimento da população em idade ativa (%A/A) e PIB Real por trabalhador (Índice, 2015 = 100)



Fontes: IBGE, Kairós Capital

Em 2002 Lula herdou uma herança bendita com superávit primário robusto, um forte ciclo de commodities, uma demografia ainda favorável ao crescimento interno e um mundo sem problemas de inflação ou com juros altos. Pode-se dizer que o Lula do primeiro e segundo mandatos não enfrentou restrições orçamentárias. Com o vento a favor foi fácil implementar uma agenda distributiva e de crescimento de crédito. Nesta carta, não iremos retomar o cenário internacional, mais adverso e restritivo de qualquer ângulo que se olhe. **Seja pelo cenário interno, seja pelo externo, o Lula de 2023 enfrenta um cenário adverso e com muitas restrições orçamentárias.** A questão é como o marinheiro reagirá a um mar que não é de almirante e está mais para uma perigosa travessia do Cabo Horn.

Outro componente do quadro atual é um país bem polarizado, após eleições que foram vencidas pela menor margem em segundo turno, desde a redemocratização. **O risco, bem palpável, é uma erosão acentuada de popularidade de Lula na medida em que a atividade piore e que a inflação permaneça alta. Neste cenário a tendência é de Lula apertar mais e mais os botões “populistas”**

tentando induzir um crescimento a qualquer custo. Aliás, o que estamos vendo, já pode ser considerado como o começo desse movimento.

Vamos agora nos deter na potencial crise de crédito em seus estágios iniciais. Recentemente, em entrevista, o presidente Lula começou a chamar as coisas pelo nome, disse que *"estamos quase vivendo uma crise de crédito, porque não tem crédito nesse país"*.

Começando pelo básico, o caso Americanas não é a causa do problema, apenas está sendo um grande catalisador de algo que já vinha se desenrolando. A origem da contração de crédito foi o aumento brutal de juros, que saiu de 2% a.a. para quase 14% a.a. em curto espaço de tempo, cerca de 18 meses.

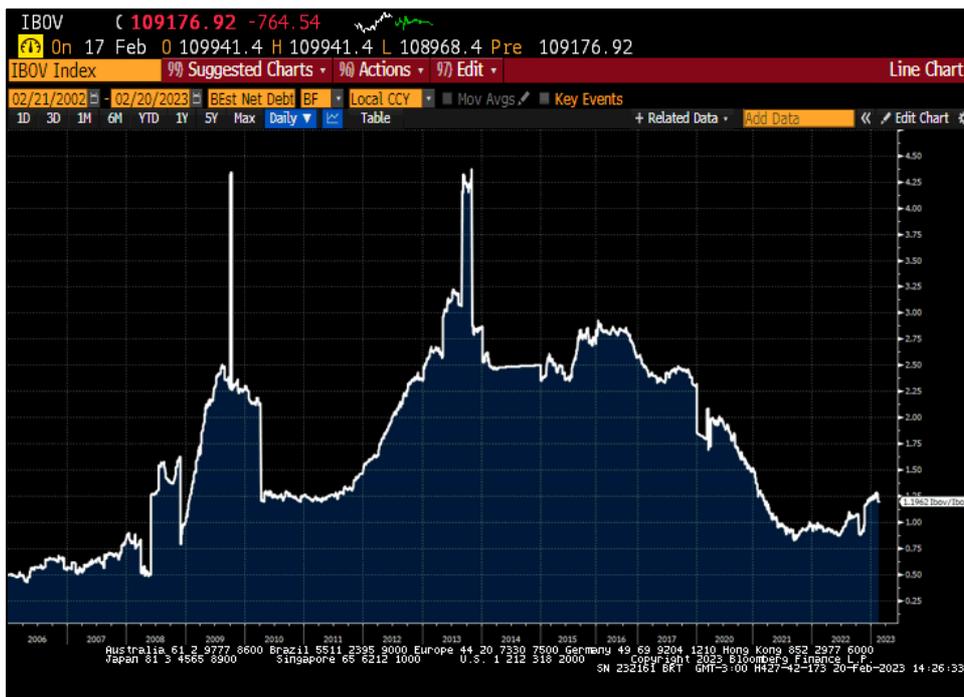
Imaginem uma empresa com endividamento líquido de R\$ 1 bilhão e que gere anualmente R\$ 200 milhões de EBITDA (lucro antes de impostos, depreciação e juros). O *spread* de crédito para a pessoa jurídica é de 13% e somando os 14% da taxa básica temos 27% a.a. de custo que uma empresa dependente de crédito bancário paga em sua dívida. Vamos assumir que essa empresa, por seu porte, se financia parte em bancos e parte via mercado e que seu custo seja algo como 20% a.a.

Pronto, a conta já não fecha. Com R\$ 1 bilhão de dívida líquida, esta empresa paga só de juros R\$ 200 milhões, exatamente o que faz operacionalmente. Esse exemplo, hipotético, ilustra como as altas taxas de juros machucam as empresas mais alavancadas.

Do lado positivo, a alavancagem média das empresas hoje é menor do que no passado. Olhando a relação *"best net debt dividido por best ebitda"* (usando a projeção de mercado para os próximos 12 meses) das empresas do Ibovespa temos que a situação começa a se deteriorar, porém, é bem mais confortável do que no governo Dilma. Isso fica claro no gráfico abaixo.

Dívida Líquida/EBITDA

(projeção do mercado para os próximos 12 meses)



Fontes: Bloomberg, Kairós Capital

O problema é que esse ciclo de aperto não é um ciclo normal, este ciclo é marcado por uma fraude de grandes proporções, das Americanas. Quando um evento desse tamanho ocorre, envolvendo figuras icônicas do capitalismo brasileiro, **a reação imediata dos bancos e gestores de crédito é de revisar imediatamente os seus processos de concessão de crédito.**

Falando português claro, a barra fica mais alta, o crédito fica mais difícil e em alguns casos seca por completo. Não sem motivo (CVC, Light, Gol, Azul, Marisa e agora Tok&Stok) estão tendo suas notas de crédito sendo rebaixadas e/ou contratando consultorias para renegociarem suas dívidas. Para a turma mais alavancada o crédito secou, a música parou de tocar.

É um ambiente complexo, agravado pelo fato de os investidores “pessoa física” terem comprado nos últimos anos um volume grande de crédito, sem necessariamente saber o que estavam comprando, atraídos apenas pela boa remuneração.

Um ponto para se observar é o comportamento dos bancos estatais, BB, CEF e BNDES que possivelmente entrarão agressivamente de forma contra cíclica, concedendo crédito em um momento em que o setor privado (bancos e investidores) poderá estar se retraindo. Isso poderá amenizar o cenário econômico de curto prazo, mesmo às custas de créditos ruins estourando no balanço destes bancos em alguns anos. Esse filme não é exatamente inédito, na verdade é uma reprise dos governos anteriores do PT.

Em resumo, Lula de 2023 encontra um país dividido, uma economia desacelerando forte, uma inflação em patamares elevados, expectativas desancoradas de inflação, um cenário externo mais restritivo, um país que cresce menos e que enfrenta o risco de uma crise de crédito. **São restrições para todos os lados. Um ambiente que exigirá muita perícia e poderá ser agravado por tentações populistas.** O corrente ano não será fácil.



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:

