

*"There Are Decades Where Nothing Happens;
And There Are Weeks Where Decades happen"*

Vladimir Ilyich Lenin

Os três meses, entre a última carta e esta, englobam uma infinidade de acontecimentos que tornam hercúleo o desafio de resumi-los em poucas páginas. Mas, se há um bom ponto para começar, este seria distinguir a atual recessão de todas as demais que a antecederam, pelo menos no pós-guerra. O motor desta recessão claramente foi um choque de oferta – um evento exógeno que fez com que uma parcela significativa da economia parasse de trabalhar. No caso hipotético de surgir uma vacina amanhã, tudo voltaria ao normal. O mesmo não se pode dizer de uma recessão-tradicional, característica do fim do ciclo econômico. Não existe um “remédio” que acabe uma recessão tradicional do dia para a noite. É importante fazer essa distinção porque uma recuperação no caso atual é, pelo lado econômico ao menos, mais simples do que no caso de uma recessão tradicional. A grande cicatriz macroeconômica que essa recessão vai deixar, e que discutiremos mais adiante, é a elevação do endividamento público em todos os países.

O caso americano é emblemático do processo que vivem a maior parte dos países. Depois do choque inicial da pandemia, houve uma reação massiva das políticas monetária e fiscal. O uso da política monetária foi em linha com o que foi observado em outras crises: queda acentuada nas taxas de juros, injeção de liquidez (embora num ritmo muito mais acelerado do que anteriormente) e, desta vez, compra direta pelo Fed de títulos corporativos para fazer com que a queda nas taxas de juros chegasse até as empresas. Face ao medo da recessão, os bancos privados não repassaram num primeiro momento a disponibilidade de liquidez do Fed. Ponha-se na posição de um banco privado no momento mais agudo da crise: por que tomar o risco de crédito e emprestar para uma empresa que pode quebrar? Ainda que a taxa de juros seja zero, o banco teria que devolver o principal para o Fed no futuro. Esse medo fez com que o Fed tivesse que tomar a dianteira e comprar diretamente os títulos de empresas privadas para forçar a queda nos juros corporativos.

Mas a grande novidade nesse ciclo talvez tenha sido a magnitude da política fiscal. O congresso americano aprovou rapidamente um pacote fiscal de USD 2 trilhões, aproximadamente 10% do PIB. O desembolso desse pacote se deu de forma extremamente acelerada. Em apenas dois meses o déficit fiscal americano saltou de

4% para 10% do PIB. Mas talvez a métrica mais interessante para avaliar o exagero da política fiscal seja olhar a renda disponível de todos os consumidores dos Estados Unidos. Usando dados anualizados para facilitar a comparação, a renda agregada (não apenas dos desempregados) caiu USD 1.5 trilhões. Num cenário razoável, a política fiscal compensaria 50-70% desta queda. No entanto, as transferências para os consumidores nesse mesmo período foram de USD 3 trilhões, ou seja, o dobro do que foi perdido. Em resumo, entre março e abril de 2020, ao invés de se observar uma queda na renda disponível, observou-se uma alta real de 14% em apenas um mês. A taxa de poupança do total dos consumidores americanos, que em geral oscila em torno de 7%, saltou para 30% da renda corrente.

O exagero na reação das políticas monetária e fiscal explica o comportamento exuberante dos mercados globais de ativos. Muitos analistas dizem que os mercados estão descolados da realidade. Mas esses analistas estão olhando para o passado. O mercado já está olhando para uma nova realidade que esses estímulos vão gerar mais a frente. E os primeiros sinais da retomada em V já começam a aparecer globalmente em todos os indicadores que tendem a anteceder uma melhora no nível de atividade. O temor de uma segunda onda não parece estar sendo confirmado por um aumento no número de mortes. Em muitos casos essas notícias são baseadas em regiões que vivem ainda a sua primeira onda atrasada, ou então pelo aumento do número de testes. De qualquer forma, existem dados diários que mostram a evolução da atividade, da mobilidade, do consumo de energia elétrica e esse grande universo de dados não mostra retração por temor de uma segunda onda de contaminação – ao contrário, a recuperação parece estar acelerando globalmente.

Esse ambiente de liquidez chegando nas empresas e de retomada do crescimento é positivo para a retomada de risco em geral. Embora ainda estejamos numa fase inicial da recuperação, esse clima mais positivo globalmente vai progressivamente gerando um vento de cauda para o Brasil.

O cenário brasileiro não é muito distinto do caso americano e dos demais países. O déficit primário brasileiro deve ultrapassar 10% do PIB, possivelmente chegando até 13% do PIB. Adicionalmente, vivemos um período onde a taxa de juros Selic se encontra num patamar excepcionalmente baixo e ainda assim o mercado visualiza uma inflação abaixo ou no centro da meta nos próximos anos. Os indicadores antecedentes também sugerem uma recuperação rápida na atividade nas últimas semanas. O consumo de energia elétrica, que é divulgado diariamente, caía no final de abril 15% em relação ao mesmo período de 2019. No final de maio esse número tinha melhorado para -12%. Em junho esse mesmo indicador saltou para -5% em relação ao mesmo período do ano anterior. Essa forte melhora em junho é importante porque é o último mês do segundo trimestre.

Embora a queda do PIB no segundo trimestre vá ser em torno de 10%, essa melhora em junho gera uma boa perspectiva para o terceiro trimestre. Nossa estimativa é que mesmo com um crescimento moderado em julho-agosto-setembro, o PIB do terceiro trimestre deverá crescer acima de 5% em relação ao segundo trimestre. Para o ano de 2020, já chegamos a prever uma queda de 7% do PIB, mas revisamos recentemente para uma queda de 5% - com a perspectiva de novas revisões positivas se nosso cenário de retomada global coordenada se confirmar.

Uma questão delicada para todos os países, mas com mais ênfase para o Brasil, é a questão fiscal pós-pandemia. Uma característica positiva do caso brasileiro é o fato do setor público ter uma quantidade de reservas cambiais acima de 20% do PIB, sem comparação para países semelhantes ao Brasil. A dívida líquida do setor público brasileiro terminou o ano de 2019 em 55.7% do PIB. Em maio de 2020 esse número caiu para 55% do PIB. Já a dívida bruta cresceu de 75.8% para 81.9% no mesmo período. Por que a diferença? Porque o valor das reservas cambiais, em reais, cresceu mais do que as despesas do governo. Essa é uma diferença que vai se acentuar ao longo do ano. Vai haver um crescimento muito mais significativo da dívida bruta do que da dívida líquida. O mercado e as agências de risco tendem a enfatizar os indicadores da dívida bruta. Essa pode chegar a 95% do PIB. Será então um caso de insolvência fiscal? Tudo vai depender da sinalização que o governo der ao final da crise. Como dissemos anteriormente, o mercado olha para a frente e não para trás. Com o chamado “orçamento de guerra”, todas as despesas extraordinárias deveriam se encerrar nesse ano. E o governo deve mostrar ao mercado uma trajetória (crível) de retorno ao superávit primário – com aumento da arrecadação, privatizações e retorno dos gastos a patamares normais. Se isso for feito, não deve haver problema. Com a atual equipe econômica esse cenário parece ser o mais provável, embora as dúvidas surjam a partir da intenção do Congresso de interferir nessa trajetória.

Churchill, no início de um dos seus discursos no parlamento, pediu desculpas antecipadamente por fazer um discurso longo uma vez que ele não tinha tido tempo suficiente para preparar um discurso curto. Esse parece ser o caso aqui. Uma infinidade de assuntos permearam esse trimestre. Mas ao invés de descrever esses temas, talvez o mais importante seja focar no essencial para não se distrair com os detalhes. E o essencial parece ser a reação vigorosa das políticas monetária e fiscal ao choque. E o posicionamento de mercado deve focar, em primeiro lugar, com o tema da recuperação em V que está se desenhando. Um pouco mais a frente será preciso avaliar as contas fiscais dos diversos países. Países que mantiverem um endividamento em “bola-de-neve” serão penalizados e aqueles que sinalizarem um caminho de volta ao equilíbrio fiscal poderão seguir o seu caminho de retomada da normalidade.

O ambiente volátil do trimestre claramente foi inadequado para qualquer posicionamento mais persistente e de longo prazo. Dentro das linhas gerais que descrevemos acima, temos procurado posições oportunistas. Nas últimas semanas nos posicionamos comprados em bolsa e apostando na apreciação do Real. Mas, considerando a elevada volatilidade e a incerteza do cenário, temos procurado intervenções mais táticas do que estruturais.

José Carlos Carvalho

Economista-Chefe, **Paineiras Investimentos**

As informações divulgadas neste documento têm caráter meramente informativo, não se constituindo em oferta de venda de cotas dos fundos geridos pela Paineiras Investimentos ou de qualquer outro título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 555 ou no Código de Auto Regulação da Anbima. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos-FGC. Este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior e utiliza 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 multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. As rentabilidades divulgadas não estão líquidas de impostos. Não há garantia de que este fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do Prospecto, do Formulário de Informações Complementares e do Regulamento antes de investir. Nos fundos geridos pela Paineiras Investimentos a data de conversão de cotas é diversa da data de pagamento do resgate.