

E AGORA, LUIZ INÁCIO?

“À parte manobras puramente especulativas, que sem dúvida existem, o que há é uma forte preocupação do mercado financeiro com o mau desempenho da economia e com sua fragilidade atual, gerando temores relativos à capacidade de o país administrar sua dívida interna e externa”

Luiz Inácio Lula da Silva - Carta ao povo brasileiro, 2002

No último final de semana de outubro ocorreu o segundo turno das eleições presidenciais brasileiras, no qual Luiz Inácio Lula da Silva foi eleito para seu terceiro mandato. Na semana que antecedeu a ida às urnas o mercado brasileiro apresentou expressivo aumento na percepção de risco, como resultado o índice Ibovespa caiu quase nove mil pontos em três dias. A instabilidade tem se mantido nos pregões após a eleição do novo presidente, principalmente após o anúncio da equipe de transição quando a bolsa brasileira terminou o dia caindo mais de 6% em dólar contra uma alta de mais de 4% do S&P500.

Em sua campanha, Lula focou suas propostas e declarações para sua base, mantendo constantemente o apelo social comum de sua carreira política. Este movimento naturalmente colaborou para uma maior percepção de risco acerca de trajetória fiscal brasileira e de possíveis intervenções econômicas. Cabe destacar que a falta de indicação de uma equipe responsável pelo novo ministério da fazenda mantém o mercado alerta e sem resposta acerca do controle fiscal para os próximos anos.

A discussão sobre as possíveis mudanças no teto de gastos para que programas sociais não entrem no limite orçamentário do governo tem sido o principal catalisador de movimentos abruptos no mercado. Alguns integrantes da equipe de transição solicitam aos parlamentares a liberação de cerca de R\$ 200 bilhões fora do teto para manutenção e ampliação dos programas sociais prometidos em campanha.

Neste sentido, enquanto a campanha de Lula utilizou como trunfo os programas sociais realizados nos anos 2000, o cenário hoje diverge materialmente daquele observado no período. Dada a situação precária observada nas contas públicas e o passado inflacionário recente, o exagero de programas sociais pode fazer, mais uma vez,

que o Brasil perca a oportunidade de acelerar seu desenvolvimento com capital externo advindo do ciclo de *commodities*.

Cabe salientar que não só a situação econômica brasileira atual é diferente da observada 20 anos atrás, mas também observamos nos últimos anos relevante fortalecimento das instituições brasileiras, com diversas reformas estruturais que não devem ser revertidas.

Nesta carta abordaremos a diferença entre o Brasil de hoje e a situação no país observada no primeiro mandato de Lula, as possíveis limitações que o presidente deve enfrentar, o que esperamos para os próximos anos e como posicionamos nossos portfólios para o período.

ELEIÇÃO

Antes de discutirmos as diferenças entre os cenários econômicos observados nos dois períodos, é de suma importância abordarmos o processo eleitoral em si. Primeiramente, em linha com grande parte das eleições presidenciais brasileiras, a região do sudeste foi decisiva para a vitória de Lula.

Quando avaliamos os percentuais da região sudeste, Bolsonaro obteve 11,4 *p.p.* a menos que em 2018, ainda que tenha sido vencedor nestes estados. Vale destacar que a eleição de 2022 contou com o maior número de votos válidos já registrado, no entanto, quando analisamos os números absolutos da região Bolsonaro perdeu cerca de 1,3 milhões de votos. Além disso, 4,1 milhões de novos votos válidos a mais foram registrados para o petista quando comparado à eleição anterior.

Desta forma, ainda que Lula tenha ganho no nordeste, onde a divulgação de programas sociais possui maior apelo por votos, em comparação à 2018, Bolsonaro aumentou sua relevância nas urnas da região em 0,4 *p.p.*

Assim, foi a diferença observada no sudeste que garantiu a vitória, estados com maiores colégios eleitorais onde governantes de centro direita como Zema e Tarcísio foram eleitos governadores.

Este aspecto é preponderante na avaliação da opinião da população que apoiaram Lula não pelo uso de programas sociais, como comumente é atribuído ao nordeste. Outro reflexo deste movimento é a eleição majoritária de congressistas com viés de centro direita.

Ambos os fatores são relevantes quando pensamos nos próximos anos para o Brasil, um país que conta com instituições mais fortes e independentes que 20 anos atrás. Um dos processos que colabora para esta visão são os votos do congresso que, distintamente à períodos passados, apresenta atualmente maior independência do presidente, com deputados e senadores que votam mais alinhados com sua base de eleitores.

O BRASIL PARA BRASILEIROS

Para ressaltar as discrepâncias dos parlamentares de hoje é importante que analisemos o histórico e a trajetória anterior. Quando olhamos para o período de FHC e os dois primeiros mandatos de Lula, observamos que a votação dos congressistas normalmente era alinhada com o presidente. Para este movimento existem diversos motivos e teorias, mas duas explicações parecem mais razoáveis, sendo:

I – Nos períodos supracitados, tanto a inexistência de meios de comunicação digital como a ascendência de ambas as figuras políticas, colaboravam para um cenário onde, para um congressista, ter seu nome vinculado ao dos presidentes ampliava de forma relevante a chance de reeleição.

Neste sentido, cabe salientar que esta eleição reforçou um movimento de queda de popularidade do Partido dos Trabalhadores, que não apresentou grande representatividade como em períodos anteriores, mas ainda ressaltou que Lula

como indivíduo possui maior força política que seu partido.

II – O segundo aspecto é o orçamento do governo, que anteriormente não possuía regras para contingência de gastos e sendo centralizado no presidente e seus ministros. Sendo esta uma mudança relevante, tanto no sentido de menor espaço fiscal para gastos como na retirada de poder do presidente, que foi chamado durante o governo Bolsonaro de orçamento secreto pela mídia.

Neste aspecto, o orçamento secreto foi a liberação de verbas para as pautas de cada congressista em troca de votos dos parlamentares. Este movimento e seus efeitos econômicos são retratados por Zeina Latif no livro *Nós do Brasil*, onde a economista nomeia esta negociação como politicagem, que não necessariamente está atrelada à corrupção, mas sim um processo natural dentro da política, onde a negociação dos congressistas leva a aprovação de leis e medidas econômicas.

Independente do juízo de valor, o fato é que em grande parte o presidente hoje possui menos mecanismos para interferência na trajetória política e econômica do que anteriormente observado.

Esta independência do congresso limita a força política de Lula para aprovações e deve colaborar para a manutenção das mudanças estruturais aprovadas desde o governo Temer. Assim sendo, o maior risco atualmente é a trajetória fiscal, que caso indique aumento desenfreado de gastos, pode contribuir para um prêmio de risco consideravelmente maior nos ativos brasileiros.

Desta forma, ainda que esta discussão seja demasiadamente prematura, entendemos que não devemos observar novas reformas que colaborem para um crescimento econômico estruturalmente maior e sustentável, fator propiciado pela ancoragem fiscal e por reformas, como a trabalhista. Em contraponto, tirando mudanças já esperadas no teto de gastos, entendemos que há maior dificuldade em reaver as reformas já implementadas.

Salienta-se neste tópico a necessidade de maior segurança jurídica no Brasil, que deve ser encarada como uma indispensabilidade do crescimento econômico e investimento no país. Qualquer retrocesso em reformas colabora para um cenário de percepção de instabilidade que dificulta novos investimentos de empresas e geração de empregos.

“O judiciário não poderá falhar, ainda que falhem executivo e legislativo”

Pedro Chaves, 1960 – Discurso feito ao assumir a presidência do Tribunal de Justiça

O Brasil nos últimos anos reforçou sua legislação, construindo arcabouço legal que auxiliou para um crescimento estrutural maior e trajetória fiscal previsível. Neste sentido, o cenário atual difere em muitos aspectos ao encontrado por Lula em 2002, limitando a atuação do presidente com programas sociais e interferência econômica.

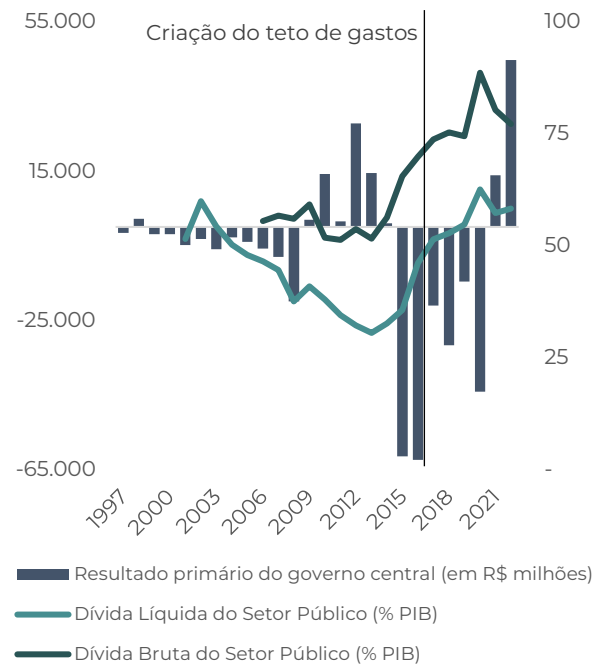
DIFERENÇAS ESTRUTURAIS

Desde o governo de Michel Temer diversas reformas colaboraram para um menor prêmio de risco para os ativos brasileiros. A principal foi o teto de gastos, que é um alicerce essencial para a trajetória fiscal brasileira. O efeito do teto de gastos está demonstrado no gráfico 1 que traz a trajetória do resultado primário do governo brasileiro e a dívida em percentual do PIB.

Atualmente, o teto de gastos já passou por diversas flexibilizações desde sua aprovação no governo Temer. No entanto, ele ainda serve como âncora fiscal, tanto que em 2022 o governo brasileiro, apoiado por um forte ciclo de *commodities*, tem registrado resultado primário positivo.

Quando há imprudência na condução fiscal, ocorre aumento da dívida do país, limitando os gastos e investimentos futuros, diminuindo assim o crescimento econômico esperado. No caso de este aumento de endividamento trazer dúvidas acerca da capacidade de pagamento por parte do governo, ocorre aumento na taxa exigida por investidores para financiar o país.

Gráfico 1 - Trajetória fiscal brasileira



Fonte: Bloomberg e Banco Central do Brasil, elaboração Rubik Capital.

Este aumento de taxas de juros inviabiliza novos projetos e reduz as taxas de investimento na economia. Além disso, conforme há crescimento na dívida de um país sem ancoragem fiscal, há elevação do custo de senhoriagem, termo utilizado para a inflação futura decorrente da impressão de moeda para pagamento das obrigações.

Este cenário foi observado no Brasil por diversos anos, que resultaram em menor crescimento, desvalorização cambial, alta inflação e baixa taxa de investimento na economia real. Cabe destacar a reforma da previdência, realizada durante o governo Bolsonaro que foi responsável por controlar o custo do governo que apresentava maior risco orçamentário naquele momento.

Outro aspecto que auxiliou estes resultados foi a intervenção em empresas estatais, principalmente na Petrobras. A gigante estatal, além de envolvida em diversos casos de corrupção, teve sua governança desviada das práticas de mercado, se endividando para pagar dividendos para financiar o aumento de gastos do governo, ou operando com preços menores que os de mercado para reduzir a inflação do país.

Neste sentido, ainda que haja maior risco na empresa após a eleição de Lula, enxergamos que atualmente existem importantes mecanismos que protegem as estatais de intervenções, no caso da Petrobras, são estes:

I – Lei das estatais, que protege a gestão destas empresas para que elas atuem com sentido econômico, isto é, as companhias do governo não devem receber incentivos que possibilitem praticar preços abaixo do mercado sendo caracterizado como concorrência desleal. A lei ainda conta com outras medidas para proteção de corrupção e intervenção na economia.

II – Política de preços que segue a paridade internacional.

III – Conselho de administração composto por 60% de membros do setor privado.

Desta forma, ainda que a estatal deva ser alvo de tentativas de intervenção, o atual arcabouço legal que traz maiores níveis de governança.

Cabe comentar que há alta possibilidade de que o novo governo brasileiro aumente os gastos ou busque interferir na economia, no entanto, o fortalecimento das instituições brasileiras corrobora para um custo político maior, caso essa seja a via adotada por Lula. Consideramos, entretanto, que o congresso majoritariamente formado por membros de centro direita e a indicação do apoio popular para uma maior responsabilidade fiscal e menor intervenção econômica, contribuem para restringir qualquer retrocesso neste caminho.

O último aspecto a ser citado é a independência do Banco Central do Brasil, que atualmente conta com time técnico que deve permanecer na gestão da autarquia pelos próximos dois anos. Acreditamos que ainda que o novo governo busque medidas que colaborem para um cenário de retomada da inflação, a trajetória da política monetária deve compensar, ainda que parcialmente, este efeito.

BRASIL, PAÍS DO FUTURO

Nos dois mandatos antecedentes de Lula o mundo passava por um superciclo de

commodities. O minério de ferro foi impulsionado pelo investimento chinês em infraestrutura, assim como o consumo de *soft commodities* aumentou devido à ascensão da classe média chinesa. Este movimento gerou entrada de capital relevante para o país e suas empresas, no entanto, o recurso exuberante foi gasto parcialmente com programas sociais, investimentos imprudentes e incentivo à determinados setores. O Brasil perdeu naquela época a oportunidade de se destacar com investimentos que suportassem um maior crescimento potencial para os anos seguintes.

Atualmente, o cenário de inflação elevada no mundo colabora para que os próximos anos sejam de resultados positivos para as empresas de materiais básicos. Neste sentido, acreditamos que ainda que a inflação venha a ceder nos países desenvolvidos, devemos conviver com preços elevados de *commodities* por alguns anos, contribuindo para cenário semelhante ao que foi observado no começo do século.

A China novamente apresenta tendência de relevante consumo de materiais básicos, tanto pela promessa do governo de finalizar todas as obras dos imóveis contratados, como pelo plano quinquenal do partido que prevê o aumento da classe média e pela melhoria de vida da população e é esperado maior consumo, desde proteínas e bens à embalagens.

Nos países desenvolvidos, há perspectiva de reindustrialização, visando primordialmente a menor dependência da China como produtora. Este efeito deve não apenas demandar grandes quantidades de *commodities* nos próximos anos, mas também colaborar para um fortalecimento das indústrias brasileiras de metalurgia, siderurgia e outros materiais básicos necessários para estes investimentos.

Com estes fatores, nosso país apresenta novamente uma oportunidade singular de desenvolvimento e crescimento econômico, sendo preponderante que o governo atue em prol de mudanças estruturais que contribuam para maior segurança jurídica,

simplificação tributária, ancoragem fiscal, controle inflacionário, entre outros aspectos que tenderiam a reforçar os retornos das empresas brasileiras.

Neste sentido, enxergamos cenário alternativo que pode prejudicar a trajetória positiva do setor de *commodities*, que é o aperto monetário dos países desenvolvidos, que deve limitar o PIB do mundo no próximo ano, restringindo o consumo e impactando diretamente nas receitas das companhias exportadoras. Acreditamos que este é um fator de risco importante, ainda mais quando considerada a possibilidade de uma recessão que tende a ser acompanhada de uma forte queda nos preços dos materiais básicos.

Entendemos que caso este risco se concretize, devemos observar forte depreciação nos preços das empresas dos países desenvolvidos, seguida, em um segundo momento, pela atuação dos Bancos Centrais com injeção de liquidez novamente. Quando projetamos este cenário, enxergamos que a alocação no exterior por meio de nossos veículos deve ser maior que o habitual, tanto para diversificar do risco Brasil, como para investir em empresas com grande potencial de retorno. Sobre nossa alocação atual, descreveremos a seguir alguns pensamentos acerca dos portfólios neste momento.

PORTFÓLIOS DE INVESTIMENTO

Quando refletimos sobre a atividade de investimento entendemos que, ao adotar uma filosofia pautada no longo prazo se torna inerente lidar com a instabilidade política. A tarefa de investimento consiste em adaptar o portfólio para um leque amplo de riscos, mantendo a geração consistente de valor. Neste sentido, nos mantemos em nossa atividade de investir, alocando em momentos em que existe grande margem de segurança e atraente risco-retorno para nossos investidores.

Enxergamos hoje nas empresas brasileiras um desconto relevante, mesmo com o risco político. Com o cenário internacional se desenhando para uma demanda consistente

de *commodities*, as exportadoras brasileiras tendem a manter os patamares elevados de lucratividade. Sendo estas empresas o grupo mais representativo de nossas carteiras atualmente, tanto pela alta lucratividade, como pela menor dependência da economia brasileira. A demanda perene por nossas exportações tende a colaborar para um cenário de maiores investimentos em capacidade produtiva destas empresas e apreciação cambial do Brasil.

O real, até a eleição, se mantinha como uma das moedas mais fortes do mundo. Entendemos que esta pode ser a trajetória para os próximos anos, tendo em vista que possuímos três dos quatro fatores teóricos necessários para a valorização de nossa moeda, são estes:

I – Juro real positivo que neste ano deve se encerrar próximo a 8% dada a queda relevante de inflação.

II – Balança comercial positiva impulsionada pela exportação de *commodities*.

III – Diferencial de crescimento, que com o aperto monetário nos países desenvolvidos tende a se ampliar.

Apenas um dos fatores tem contribuído recentemente para a depreciação do real, este último aspecto é a estabilidade política e trajetória fiscal sustentável. Assim, ressaltamos a relevância de medidas que limitem os gastos públicos, para que não haja cenário de necessidade de um aperto monetário mais longo ou de juros mais elevados.

Cabe destacar que, caso o governo prossiga com atuação focada em programas sociais que tragam maior endividamento para o país, devemos observar um cenário de política monetária mais restritiva, colaborando para maior rentabilidade na alocação em títulos de dívida e, em nossos veículos, maior alocação no exterior a depender do cenário macroeconômico.

Assim como a vida, os investimentos também são cíclicos, esteja com a Rubik em toda sua trajetória