

Relatório de Gestão

Carta Macroeconômica

O caminho virtuoso ainda é possível

Após o resultado da eleição presidencial de 2022, o mercado financeiro teve um bom desempenho. O Dólar caiu de R\$ 5,30 no dia 28/out, véspera do 2º turno, para R\$ 5,18 na 2ª feira, logo após a eleição, e continuou caindo até R\$ 5,06 no dia 04/nov, 6ª feira, encerrando bem a primeira semana subsequente à eleição. O mesmo ocorreu com os outros ativos: o índice Ibovespa passou de 114,5 mil pontos na véspera da eleição para 118,2 mil pontos no final da semana seguinte e o DI Jan 25 saiu de 11,82% para 11,73% no mesmo período. A anedota que o mercado não gosta do PT foi, portanto, desmentida nessa primeira semana. O mercado não é formado por uma pessoa ou um pequeno grupo, mas por um conjunto de ações de um grupo grande de pessoas. Como todo fenômeno de grupo, oscila bastante e, por vezes, desvia-se dos fundamentos.

O bom desempenho dos ativos brasileiros começou a ser revertido à medida que foram sendo divulgados os planos de submeter ao Congresso uma PEC para obter um “*waiver*” fiscal, uma espécie de licença para gastar mais do que o permitido pela Lei do Teto de Gastos. Essa licença acabou ficando em R\$ 168 bilhões, valendo para o ano de 2023, mas chegou-se a falar em até R\$ 200 bilhões. Era também sabido que a decisão anterior, ainda no governo Bolsonaro, de tornar perene o aumento do benefício do Auxílio Brasil para R\$ 600 reais/mês e ainda aumentar o número de famílias com direito a recebê-lo, teria um impacto de aproximadamente R\$ 70 bilhões nos gastos em 2023. Portanto, era forçoso fazer um ajuste no Teto para acomodar esse gasto. Porém, o que surpreendeu o mercado na ocasião foi a magnitude do “*waiver*” fiscal. Isso deixou clara a intenção do novo governo de perseguir uma política fiscal mais relaxada, o que foi corroborado pelos diversos pronunciamentos dos membros da equipe de transição durante o bimestre nov/dez de 2022. Ainda nessa fase, o governo deixou transparecer a intenção de mudar o arcabouço fiscal vigente, baseado no Teto de Gastos, substituindo-o por um outro arcabouço a ser divulgado em data futura. O mercado ficou, portanto, sem âncora fiscal.

A consequência da falta de ancoragem fiscal foi uma piora dos ativos financeiros, em parte atenuada pelo bom momento vivido pelos ativos de risco dos países emergentes em geral. Essa melhora global veio do fato da inflação norte-americana começar a dar sinais de arrefecimento, o que permitiu vislumbrar uma maior proximidade do encerramento do ciclo de aperto monetário naquele país. No entanto, enquanto havia um “*rally*” em países

emergentes, no Brasil, a volatilidade continuou alta, com ciclos de melhoras interrompidos por fortes correções. Nesse contexto, as expectativas de inflação começaram a se mover para cima, descolando-se das metas até mesmo em horizontes mais longos. Logo após a eleição presidencial, a mediana do IPCA projetado pela pesquisa Focus, estava em 4,94% para 2023, 3,5% para 2024 e 3,0% para 2025 em diante, perfeitamente ancorada na meta (3%) nesses horizontes mais longos. No fim de 2022, as expectativas já haviam se deslocado para 5,31% (2023), 3,65% (2024), 3,25% (2025) e 3,15% (2026). Boa parte desse deslocamento em horizontes mais distantes pode ser atribuída à expectativa de uma política fiscal mais frouxa.

Em meados de janeiro, ainda com o Congresso em recesso, houve um esforço por parte do Ministério da Fazenda para melhorar as expectativas no campo fiscal. Foi anunciado um plano para cortar despesas e melhorar a arrecadação, no total de R\$ 240 bilhões. A maior parte desse valor seria obtida com mais arrecadação, via redução de litígios, reoneração de tributos que haviam sido cortados e reestimação de receita, que estaria subestimada no orçamento. Uma parte menor viria do corte de despesas, principalmente enxugando excessos do antigo Auxílio Brasil, atual Bolsa Família. O valor de R\$ 240 bilhões parece muito otimista, mas os analistas reconhecem que há espaço para reestimação de receitas e algum corte de despesas. O déficit primário do governo federal estimado pelo Focus está em 1,1% do PIB em 2023 e não em 2%, como seria de se supor considerando apenas a PEC dos gastos. A Fazenda anunciou ainda que irá divulgar a proposta do novo arcabouço fiscal até abril. Segundo interlocutores, esse arcabouço deverá ser simples e exequível, de modo a funcionar como nova âncora fiscal.

Contudo, paralelamente ao esforço de melhorar as expectativas fiscais, começaram a surgir ruídos em torno da meta de inflação, que estaria apertada demais. Essas discussões deram ensejo a uma nova rodada de piora das expectativas de inflação. No momento em que essa carta é escrita, as medianas do IPCA da pesquisa Focus estão em 5,8% para 2023, 3,9% para 2024 e 3,5% para daí em diante, tornando mais difícil o trabalho de combate à inflação do BCB. O reflexo dessa piora nas projeções de inflação veio no comunicado subsequente à reunião de fevereiro do Copom. O comitê revisou para cima suas próprias projeções, avisando que a deterioração das expectativas no Focus tem reflexo no seu modelo. Dessa forma, concluiu que o juro terá que ficar alto por mais tempo a fim de assegurar a convergência da inflação para a meta. A manifestação do Copom teve forte reação política por parte do governo, estabelecendo-se um grave conflito.

Toda essa digressão nos faz pensar que um outro caminho seria possível: o ciclo virtuoso proposto no título dessa carta. Esse caminho seria baseado na construção de um novo arcabouço fiscal, crível e simples, como pretende o Ministério da Fazenda, mas que deveria ter sido preparado durante a transição e anunciado junto com a PEC de aumento de gastos, para impedir a deterioração das expectativas que ela gerou. A boa vontade do mercado financeiro, que ficou clara na primeira semana do governo, seria capitalizada favoravelmente e ajudada

pelos bons ventos externos. A valorização dos ativos brasileiros, particularmente do câmbio, poderia contribuir favoravelmente para uma inflação mais baixa, abrindo espaço para o corte de juros. O objetivo final de ter juro mais baixo e crescimento maior seria atingido por essa via construtiva.

Essa trajetória virtuosa ainda é possível? A resposta é sim. Vilanizar o mercado financeiro não leva a nada e vai no sentido contrário de uma boa coordenação de expectativas, fundamental para o ciclo virtuoso. A mudança da meta de inflação poderia se inserir em um contexto positivo. Já foi feita no passado. Novamente, teria que ser cercada de cuidados para ser bem compreendida pelo público e combinada com um arcabouço fiscal que permita ao país ter uma inflação cadente. Aumentar a meta de inflação sem âncora fiscal é contraproducente. O papel do BC é zelar pelo cumprimento da meta de inflação, dispondo de apenas um instrumento, que é a taxa de juros. O BC controla o juro nominal, mas o juro real depende dos fundamentos. Ao atacar o BC, o governo reduz o seu capital institucional e torna o seu trabalho mais difícil e mais custoso. Se investir em um bom relacionamento com as instituições vigentes e um maior cuidado com a coordenação de expectativas, o governo colherá os frutos de um ciclo virtuoso. O mercado externo está nos dando boas condições.

Administração

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A
CNPJ: 02.201.501/0001-61
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar
Rio de Janeiro – RJ
CEP: 20030-905
Telefone (21) 3219-2500
Fax (21) 3219-2508
www.bnymellon.com.br/sf

SAC: Fale conosco no endereço
www.bnymellon.com.br/sf
ou no telefone 0800 7253219
Ouvidoria no endereço
www.bnymellon.com.br/sf
ou no telefone: 0800 7253219

Gestão e Distribuição

JGP Gestão de Recursos Ltda.
e JGP Gestão de Crédito Ltda.
Rua Humaitá 275, 11º andar
Humaitá, Rio de Janeiro - RJ
CEP: 22261-005
Brasil
www.jgp.com.br



Este material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores. Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto ou do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos. As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. As informações e conclusões contidas neste material podem ser alteradas a qualquer tempo, sem que seja necessária prévia comunicação. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da JGP. Para maiores informações, consulte nossa área comercial.