



carta: Fevereiro, 2023

Brilha uma estrela...
cadente?

mar asset
management

Os grandes governantes que “moldaram” seus tempos ao longo da história foram forjados menos por suas características pessoais e mais por terem vivido no intervalo das grandes ondas inflacionárias que atingiram as sociedades ao longo dos séculos.

Nesta carta, voltamos a visitar David Hackett Fischer em seu livro “The Great Wave”, de onde surfamos a ideia de que a variável mais poderosa para se contextualizar a história são as grandes ondas inflacionárias.

A partir dessa ideia que trata sobre o ambiente de contorno inflacionário, abordamos o atual momento político brasileiro e as restrições político/econômicas existentes ao terceiro mandato do presidente Lula.

Uma das principais virtudes de um bom político é reconhecer o ambiente ao seu redor, perceber suas restrições e alcançar com credibilidade e efetividade o melhor caminho em busca de seu objetivo.

Entendemos que o objetivo central do presidente Lula é terminar seu terceiro mandato com aprovação popular mais próxima aos níveis do fim de seu segundo mandato em 2010, ao redor de 80%, que levou o então Presidente americano, Barack Obama, a se referir ao Lula em encontro do G20 como “The Man”.

Se, como presidente, Lula já atingiu esse nível de aprovação no passado, porque não repetiria o mesmo sucesso agora, com ainda mais experiência?

Nesta carta, abordaremos como o ambiente de contorno existente no terceiro mandato do Presidente difere do encontrado em 2003, e como esperamos que Lula irá reagir às restrições impostas a ele.

O nosso foco é em como o Presidente enfrentará o dilema entre aceitar ou não uma desaceleração da economia necessária para conter a inflação e

sofrer os inerentes impactos negativos desta estratégia em sua popularidade no curto prazo. Isso em um contexto em que a tradicional intolerância petista à desaceleração da atividade econômica é amplificada pela adição de uma nova força oposicionista que ameaça sua estabilidade política.

O ambiente de contorno

Em 2002, Lula foi eleito em segundo turno com 61,3% dos votos. Recebeu a faixa presidencial das mãos de um presidente de centro esquerda, que durante oito anos fez profundas reformas estruturais e conviveu com diversas crises econômicas externas e domésticas durante o seu termo. Na reta final da eleição de 2002, enfrentou uma crise econômica ao ser forçado a decretar um racionamento compulsório de energia elétrica.

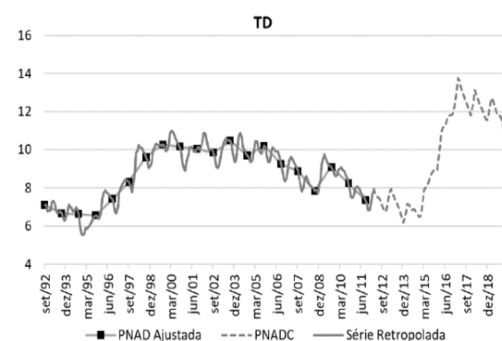
A combinação do acúmulo de reformas estruturais com sucessivas crises¹, que abriram o hiato do produto e aumentaram a taxa de desemprego, e o início do bônus demográfico, em que o crescimento da população em idade ativa garantia crescimento potencial de pelo menos 2,1% do PIB ao ano, formaram o ambiente político/econômico de fundo para o novo presidente em exercício (Gráficos 1 e 2). Foi um ambiente que viabilizou um forte crescimento da economia e expansão dos gastos sociais com consequências diminutas no aumento da inflação durante os anos subsequentes.

1 E.g., Crise dos Tigres Asiáticos em 1997, crise da Rússia em 1998, Crise da Argentina em 1999, Racionamento de energia em 2001.

Gráfico 1:

Taxa de desemprego entre 1992 e 2019

% da força de trabalho

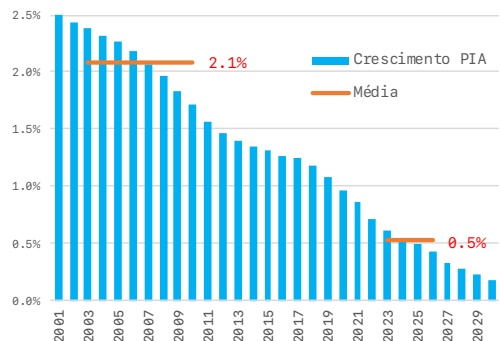


Fonte: IBGE, Vaz e Barreira (2021), Mar Asset Management

Gráfico 2:

Crescimento População 20-64 anos

%, anual



Fonte: IBGE, Mar Asset Management

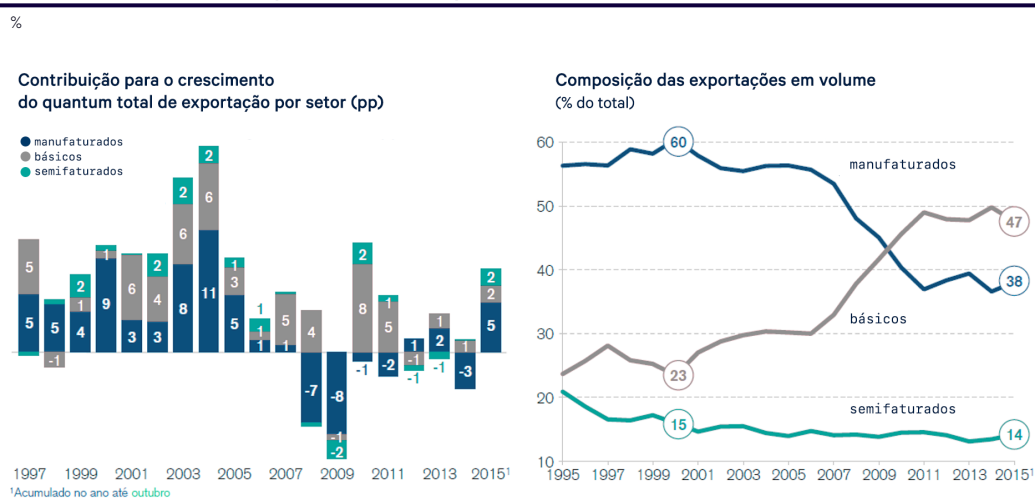
O ciclo econômico interno estava a favor do primeiro mandato do Lula, mas, além disso, o ambiente externo, depois de crises sequenciais na década de 90, se tornou extremamente positivo aos países emergentes no início dos anos 2000.

A China, recém inserida no comércio mundial, começava a crescer fortemente e demandava commodities agrícolas e metálicas que beneficiaram o Brasil duplamente. Tanto pelo impacto direto, através da maior demanda pelas commodities brasileiras, bem, como em seu efeito indireto, ao fomentar o crescimento dos nossos vizinhos do continente e, por consequência, as exportações brasileiras de produtos manufaturados.

Em especial, nos beneficiamos de maneira secundária das fortes exportações para a Argentina que, naquele período, saía de sua maior crise econômica, fortalecendo assim a aliança do Mercosul.

Nos primeiros anos do governo Lula, a maior contribuição para o crescimento advindo do mercado externo veio das exportações de manufaturados. Com a recuperação da LATAM, as exportações de produtos manufaturados aumentaram bastante em volume até 2005. A partir de 2007, as exportações de produtos básicos dominaram o crescimento da pauta (Gráfico 3).

Gráfico 3:
Crescimento e composição das exportações brasileira



Fonte: Credit Suisse, Mar Asset Management

Em 2006, meio do governo Lula, os países sul-americanos representavam o destino de 19% das exportações brasileiras enquanto a China representava pouco menos de 8%. Já em 2020, a fatia importada pelos nossos vizinhos caiu para 11% ao passo que os chineses passaram a representar 32%.

Sob a ótica política, Lula em 2003 ainda tinha receio do establishment e dos mercados. Além do maior medo de errar, era cercado por experiente núcleo político do PT que tinha se formado nas décadas anteriores. Como assessor econômico pessoal, possuía o médico Antônio Palocci, que surpreendentemente aprendeu sobre economia em uma velocidade espantosa.

Lula estava bem conectado ao seu tempo. Sua campanha foi baseada na ideia de compartilhar riqueza via fortalecimento das políticas de distribuição de renda. Apesar de já existirem à época, ainda eram tímidas e não foram foco do governo anterior.

Enquanto seu predecessor investiu capital político em uma agenda macro de mudanças estruturais econômicas e legais, Lula trouxe a agenda da distribuição de renda com crescimento econômico, que era compatível com ambiente da época.

O presidente Lula teve a capacidade e mérito de capturar as mentes e corações da sociedade brasileira ao efetivamente entregar, de maneira

perceptível pela população, suas promessas de campanha. O fez ao mesmo tempo que manteve as bases econômicas sólidas, com manutenção e fortalecimento do tripé macroeconômico. A política monetária foi bem tocada por Meirelles e os resultados fiscais mantiveram-se muito positivos durante todo o seu mandato devido ao crescimento econômico.

Assim, se tornou o Presidente mais bem avaliado de nossa história.

Por que há estranhamento atual dos mercados financeiros sobre a premissa de que o Lula em seus mandatos anteriores foi fiscalmente e monetariamente responsável, mas não estaria sendo agora?

O próprio presidente Lula repete constantemente que basta olhar para seus governos anteriores para atestar sua responsabilidade fiscal.

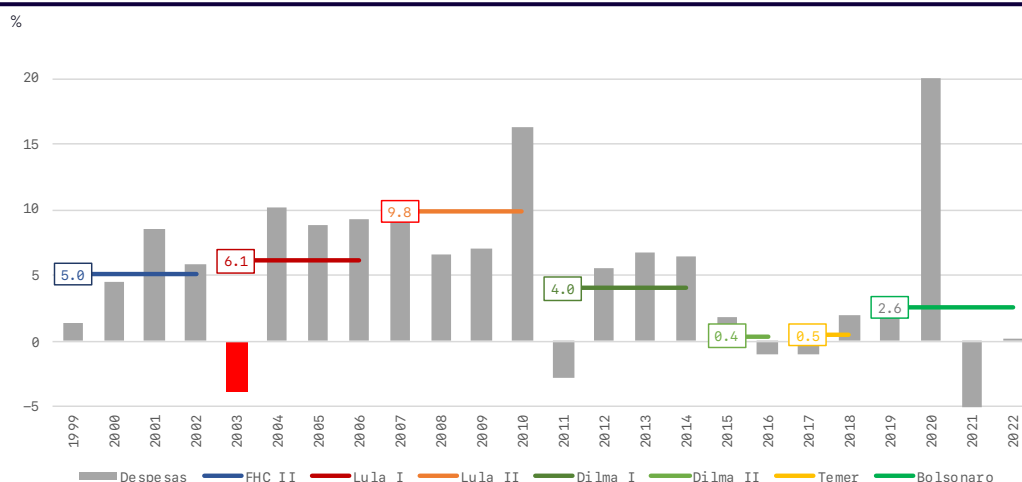
Nossa premissa para definir um governo fiscalmente responsável é que ele respeite, efetivamente, restrições fiscais quando elas são apresentadas. Será que esse foi o caso durante o governo Lula 1?

Foi exatamente o que tentamos responder em nossa carta/estudo “Lula sob a ótica da política fiscal”². Vimos que, em 2003, ano em que o governo teria feito verdadeiro esforço fiscal ao aumentar o superávit primário em 0,5% do PIB, este foi alcançado através de corte de 1% do PIB em investimentos e aumento de 0,5% do PIB em gastos sociais.

A partir de 2004, os gastos do governo se expandiram de forma agressiva, fazendo com que a média de crescimento dos gastos do governo nos mandatos Lula 1 e Lula 2, tenha sido de 8,0% do PIB ao ano (Gráfico 4). Ou seja, apesar dos consistentes superávits primários, o presidente Lula nunca enfrentou restrição fiscal de fato.

2 Ver em nosso sítio ([link](#)).

Gráfico 4:

Crescimento real das despesas primárias do governo central por ano

Fonte: Tesouro Nacional, Mar Asset Management

Ainda assim, dada a experiência exitosa em seus mandatos anteriores, seu diagnóstico hoje é que, repetindo as diretrizes econômicas de seus governos no Lula 3, os resultados econômicos também serão os mesmos.

Esse diagnóstico nos parece falho, pois revela uma falta de adequação com o atual ambiente de contorno, como pontos do ciclo político e econômico bastante diferentes dos encontrados em 2003.

Lula repetirá os mesmos erros da Dilma?

Lula não é a Dilma!

A diferença entre os dois é flagrante. Lula é um político tradicional, forjado nas bases das negociações sindicais da década de 80, quando emergiu como principal líder político por capacidade própria de negociação e articulação.

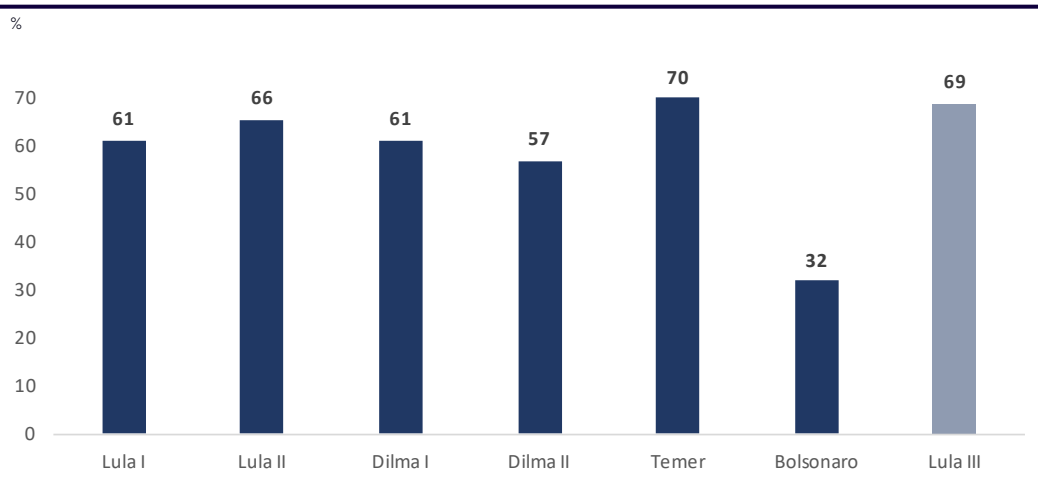
A relação de Lula com o Congresso sempre foi, em todos os mandatos, muito diferente da relação política da Presidente Dilma.

Em recente entrevista ao jornalista Kennedy Alencar, em 2/02/23³, o Presidente confirmou o seu diagnóstico de que o impeachment da Dilma foi de caráter político, e especificamente devido a sua relação conturbada com o Congresso. Erro que, segundo ele diz nessa entrevista, não se repetirá.

Para exemplificar sua abordagem, Lula tem usado de forma repetida a expressão “o Governo precisa mais do Congresso que o Congresso do Governo” como forma de deixar clara sua abertura política e disposição de negociação com o Congresso.

Em janeiro de 2023, divulgamos carta/estudo, intitulada “Governabilidade no novo mandato Lula” em que calculamos o índice de coalescência do atual governo⁴. Esse índice mede a proporção da distribuição partidária do primeiro escalão do executivo com a proporção da distribuição partidária de sua base no Congresso (Gráfico 5). Quanto mais próximo de 1, mais semelhante é distribuição do ministério em relação a sua base de sustentação.

Gráfico 5:

Taxa de Coalescência na Câmara ao Início de cada Mandato

Fonte: Congresso Nacional, Mar Asset Management

3 Leia a íntegra da entrevista no site da Uol ([link](#)).

4 Ver no [link](#).

O Lula 3 tem índice semelhante ao do Governo Temer, que teve o maior índice dos governos brasileiros e se caracterizou por ser a presidência mais parlamentarista que já tivemos.

Isso mostra o empenho de Lula em não cometer o erro político de Dilma.

Mas ao ter como diagnóstico para o impeachment da Dilma um erro estritamente político, Lula não observa o grave erro de Dilma cometido na política econômica. Em nosso ver, o erro econômico tem sua origem no não respeito ao ciclo econômico e na não aceitação da necessária desaceleração da atividade econômica.

Depois dos dois mandatos do Lula, de forte crescimento do PIB e relevante redução do desemprego, a inflação permaneceu insistentemente alta durante o primeiro mandato da Dilma. Aquela inflação não foi percebida pelo governo como um sinal de dificuldade da economia depois de tantos anos de forte crescimento, mas sim como um empecilho a eventual reeleição da Presidente.

A inflação alta e desaceleração econômica, geradas pelo esgotamento da capacidade produtiva, foram combatidas com ainda mais estímulo governamental ao crescimento. Afinal de contas, os governos petistas anteriores foram marcados pela expansão do PIB, aumento do salário mínimo e queda do desemprego. Qualquer coisa diferente disso seria considerado um fracasso e poderia colocar a reeleição em risco.

Porém, um aumento superficial de demanda em uma economia já rodando acima do seu potencial não gera crescimento, gera somente mais inflação. Depois, essa inflação tem que ser combatida com recessão e aumento do desemprego ainda mais fortes. Foi exatamente isso que vimos em 2015 e 2016.

Os analistas econômicos na época apontaram com clareza o erro de diagnóstico de política econômica, mas as restrições políticas foram consideradas pelo governo mais importantes que as econômicas. Medidas heterodoxas foram adotadas para redução da inflação: intervenções em preços administrados – com destaque a redução, via canetada, no

preço da energia elétrica – combinado com expansão do balanço dos bancos públicos com juros mais baixos que os praticados pelo mercado, e pressão sobre o Banco Central que levou a redução prematura da sua taxa de juros. Tudo a fim de reativar um crescimento da economia que já demonstrava claros sinais de esgotamento.

Apesar de extensa literatura sobre os erros de política econômica do governo Dilma, quando Lula faz o diagnóstico daquele período se atendo somente ao erro político, desconfiamos que há espaço para que repita os mesmos erros de política econômica que Dilma cometeu.

O ambiente atual

Em 2023, o ambiente de contorno é bastante diferente do encontrado há 20 anos. O ciclo econômico global está extremamente sincronizado desde a pandemia.

Depois da bem-sucedida reação de política econômica global, com rápida recuperação dos empregos perdidos por conta do isolamento social, o desafio econômico passou a ser lidar com a inflação global, seu principal efeito colateral.

Os bancos centrais ao redor do mundo têm tido mais dificuldade do que se esperava para desacelerar suas economias e trazer a inflação de volta a meta. Entendemos que os fortes estímulos dados durante a pandemia ainda se fazem presentes, tornando mais intensa a batalha dos BCs ao redor do mundo, demandando taxas de juros ainda mais altas do que se imaginava ao longo do ciclo⁵.

No Brasil não é diferente, o Banco Central vem mantendo a taxa Selic em níveis altos para desinflacionar a economia. No entanto, enquanto os estímulos fiscais vêm sendo recolhidos ao redor do mundo para ajudar as autoridades monetárias na batalha contra inflação, o novo governo brasileiro

5 Ver, por exemplo, nossas cartas de junho e agosto de 2022 ([link](#) e [link](#)).

recentemente aprovou aumento de gastos em aproximadamente 2pp do PIB para 2023.

Temos assim, novamente, um mandato petista em momento em que o ciclo econômico demanda desaceleração da atividade e algum aumento do desemprego para o controle inflacionário.

Ainda que o governo anterior tenha deixado setores desatendidos, a economia brasileira se portou de forma consistente durante a pandemia e hoje apresenta taxa de desemprego bastante baixo comparado a nossos padrões históricos (Gráfico 6). A retomada da economia brasileira nos últimos anos foi mais forte que o esperado, assim como a geração de novos empregos.

A surpresa é a resiliência da economia ao forte aperto da política monetária. Ainda que a expectativa consensual entre os economistas seja de desaceleração econômica e aumento do desemprego, o que vimos nos últimos trimestres foi a manutenção de um crescimento acima do potencial, com uma taxa de desemprego próxima de seus menores níveis históricos.

Portanto, acreditamos que o risco atual é menos de um excesso de aperto monetário. Pelo contrário, o maior risco, em nosso ver, é um nível de atividade tão forte que manterá a inflação pressionada por algum tempo.

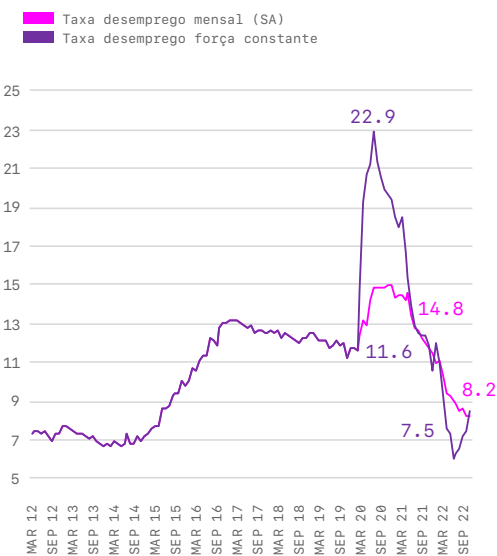
Esperamos que o PIB cresça acima de 2% em 2023 a despeito dos juros reais estarem em níveis decididamente altos. A taxa de juros real ex-ante de um ano está há mais de 12 meses acima de 6% e há mais de seis meses acima de 8%. A manutenção do crescimento acima do potencial irá colaborar para que a inflação permaneça acima da meta pelo terceiro ano consecutivo⁶ (Gráfico 7).

6 Ver nossa carta/estudo “Haverá espaço para afrouxamento monetário em 2023?”, de setembro de 2022 ([link](#)).

Gráfico 6:

Taxa de desemprego mensalizada e com ajuste sazonal - headline e com força de trabalho constante no nível pré-pandemia

% da força de trabalho

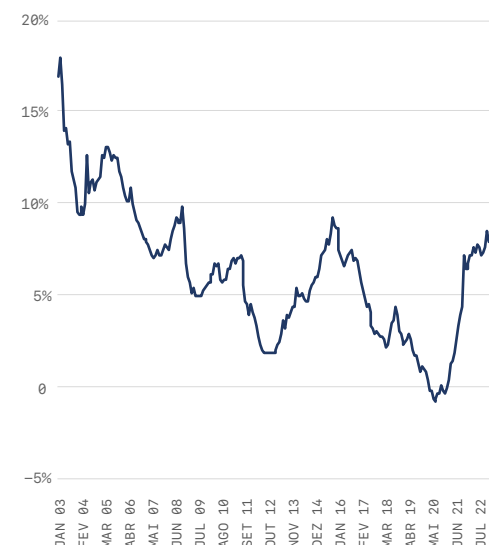


Fonte: IBGE, Mar Asset Management

Gráfico 7:

Taxa de juros real ex-ante de 1 ano

% anual



Fonte: IBGE, BCB, Mar Asset Management

Ou seja, o momento do ciclo econômico demanda desaceleração da atividade, que é o efeito desejado pelas altas de juros do BCB, mas que vai contra às intenções de crescimento nesse início de mandato.

Nesse estágio do ciclo, maior crescimento econômico é uma má notícia por pressionar uma inflação alta ainda mais para cima. Quanto mais tempo a inflação permanecer elevada, maior será a desancoragem das expectativas e, por conseguinte, maior o custo futuro de controlá-la.

Se as lições da Dilma são claras, por que Lula repetiria os mesmos erros?

O conhecimento político popular carrega uma simples receita para os mandatos presidenciais de quatro anos. Nos dois primeiros anos de mandato se arruma a casa, aprovando as medidas legislativas mais difíceis e apertando os gastos, para que nos dois últimos possa acelerar os gastos e terminar o mandato com a economia em um bom momento.

Se Lula é o político mais bem sucedido da história do Brasil, a pergunta que nos fazemos é por que um político com essa trajetória cometeria um

erro que parece tão claro? Por que não seguiria a regra de bolso de dois anos de desaceleração para depois dois anos de expansão?

Tentando o impossível exercício de nos colocarmos em seus sapatos, voltamos a reflexão de que a política econômica deve respeitar o estágio do ciclo econômico, mas, na ótica do operador político, a política econômica também deve observar o ciclo político.

O ambiente político atual é muito diferente do de 2003. O Governo Bolsonaro revelou uma parcela estrutural da população brasileira com inclinações à direita no espectro político, que antes se identificava parcialmente com os governos do PSDB⁷.

Uma vez encontrado o veículo político que melhor expressou seus anseios, essa parcela da sociedade se mobilizou atrás dessas ideias representando uma oposição conservadora popular, permanente, organizada e ruidosa.

Isso é uma novidade para o presidente Lula que sempre governou com baixa e tímida oposição popular.

O resultado da eleição presidencial em 2022, diferente de 2002, foi um virtual empate, demonstrando relevante rejeição de ambos os lados.

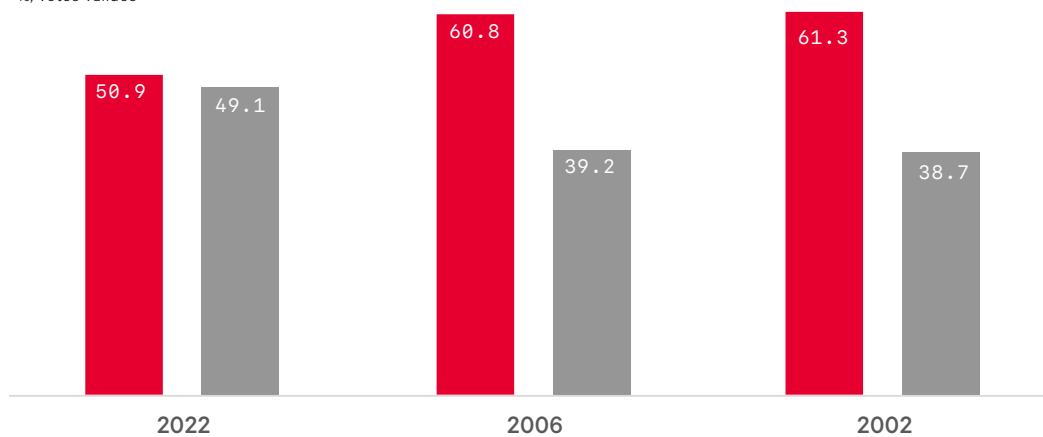
Uma vitória nas urnas em segundo turno com 50,8% dos votos (Gráfico 8), que significa efetivamente apoio de somente 38% da população, combinada com uma ameaça permanente de uma oposição popular organizada, produz um ambiente político instável e se apresenta como uma severa restrição ao aumento do desemprego, demandado pelo ciclo econômico.

7 Ver nossa carta “O Paradoxo Bolsonaro”, de outubro de 2021 ([link](#)).

Gráfico 8:

Resultado do segundo turno das eleições presidenciais vencidas por Lula (vermelho)

%, votos válidos



Fonte: TSE, Mar Asset Management

A tradicional intolerância à desaceleração da atividade que marca os governos petistas se soma agora à ameaça política da extrema direita que o aumento do desemprego poderia catalisar.

Uma queda relevante de popularidade por conta do aumento do desemprego no curto prazo poderia levar a própria base do governo a acusá-lo de estelionato eleitoral. Ao mesmo tempo, a manutenção dos estímulos econômicos pressionará a inflação contratando uma recessão e aumento de desemprego ainda maior a frente.

Esse é o dilema pouco trivial que o governo Lula 3 está sendo obrigado a enfrentar. Até aqui, a resposta pública do Presidente é de que o risco político é maior que o risco do ciclo econômico.

Tal decisão é facilitada pelo incorreto diagnóstico do ciclo econômico, minimizando o risco de insustentabilidade da dívida pública e descontrole inflacionário, fazendo com que o risco político pareça muito mais relevante.

Assim sendo, o caminho a ser trilhado por esse governo na pauta econômica seria muito semelhante ao feito pela Dilma. A saber, uso dos bancos públicos para crédito subsidiado, expansão dos gastos primários do governo, aumento dos salários do funcionalismo, salário-mínimo e finalmente intervenção na atuação do Banco Central para que a taxa básica de juros seja reduzida.

Tudo em nome do crescimento do PIB e queda do desemprego.

O debate sobre dominância fiscal se aproximaria rapidamente.

Isso não quer dizer que o Brasil irá virar a Argentina. Enxergamos diferenças estruturais na organização político social, na inter-relação do establishment econômico e nas lideranças políticas, assim como no nível de amadurecimento das instituições.

O próprio resultado da eleição brasileira de 2022 é a melhor métrica para observarmos que os espaços do atual governo são bastante estreitos, o risco de queda de popularidade é grande e caso Lula não encontre uma solução eficaz, o mundo político rapidamente reagirá reduzindo o efetivo poder do executivo, transferindo ao longo do tempo as principais decisões para o legislativo.

Ainda que não acreditemos nos cenários extremos, os preços de mercados flutuariam por níveis muito diferentes do que vemos hoje.

Mercados e desconstrução do modelo econômico

Em um primeiro momento, entendemos que as taxas de juros para cima serão as variáveis de ajuste. Isso aumentará o carregamento do BRL e protegerá a moeda. No entanto, se, em algum momento, a liberdade de ação do Banco Central for limitada, a variável de ajuste passará a ser a taxa de câmbio e a fuga de capitais para o exterior será a consequência natural.

Lula tem atacado de forma consistente dois pés do famoso tripé da política econômica, que consiste em fiscal controlado, meta de inflação e câmbio flutuante.

A política fiscal do teto de gastos, que parecia sólida por estar escrita na Constituição, foi desconstituída na PEC da Transição antes mesmo da posse do atual governo. O regime de metas de inflação, que foi fortalecido com a independência legal do Banco Central, tem sido diuturnamente atacado. Por fim, uma eventual fuga de capitais com desvalorização do Real levaria a medidas de controle cambial.

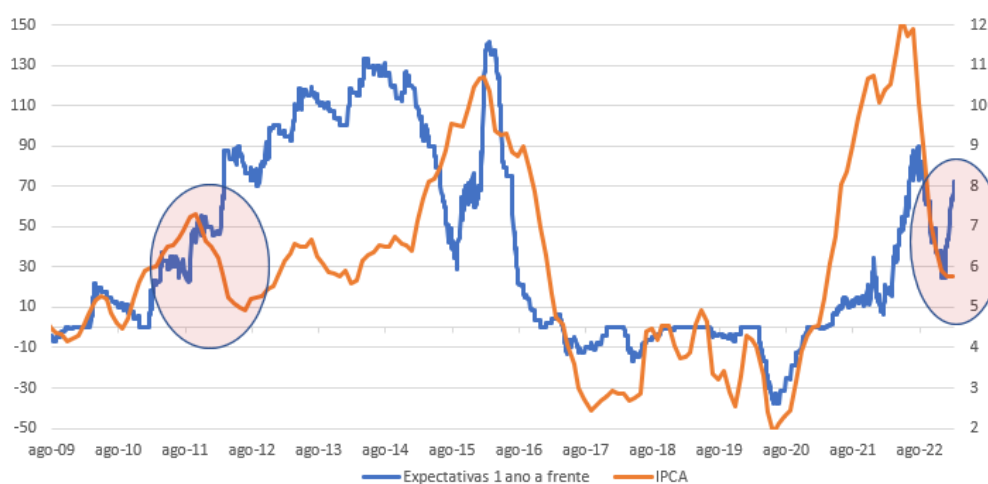
Completando, assim, a tentativa de desconstrução do atual modelo econômico.

O mercado já antecipa o risco de um cenário como esse se concretizar. As expectativas de inflação, que são mais sensíveis a possibilidade de um ambiente conturbado, se elevaram consistentemente desde o primeiro sinal de que o Presidente Lula adotaria a sua estratégia expansionista. Isso ocorre a despeito de a inflação corrente mostrar uma dinâmica muito mais benigna do que era esperado há alguns meses. Ou seja, estamos vendo um cenário em que as expectativas de inflação estão desancorando ao mesmo tempo que a inflação corrente vem diminuindo. Desde o início do século, esse fenômeno tinha ocorrido somente em 2011, durante a gestão Tombini / Dilma.

Gráfico 9:

Desvio das Expectativas da Inflação em Relação a Meta (bps) vs IPCA (% , yoy)

%, acumulado em 12 meses



Fonte: IBGE, BCB, Mar Asset Management

O que faria o Lula mudar de ideia?

Entendemos que o novo mandato do Lula tem restrições importantes, tanto políticas como econômicas. No entanto, o correto diagnóstico do ponto do ciclo econômico que o Brasil e o mundo se encontram parece necessário para uma melhor calibragem das próximas decisões governamentais.

A baixa interlocução do presidente com establishment, assim como a resistência do seu grupo político mais próximo, consolidaram o diagnóstico

de que a necessidade de redução dos riscos políticos através de entregas imediatas de medidas expansionistas se sobrepõem a austeridade fiscal e monetária que o ponto do ciclo econômico demanda.

Serão essas mesmas decisões que aprofundarão o problema econômico, elevando a inflação, afetando os preços dos ativos e, eventualmente, a popularidade presidencial.

A variável que acreditamos que fará o presidente reavaliar sua estratégia é a queda de sua popularidade. Poderia vir através da desvalorização do real e aumento da inflação.

Ainda assim, restaria a pergunta se, nesse caso, Lula recuará de sua estratégia inicial ou a dobrará. Lula poderia, por exemplo, intensificar políticas fiscal e monetária (via BNDES) expansionistas, ou até, eventualmente, adotar controle direto de preços para combater a inflação.

Qual o efeito de tamanhas restrições de espaço político/econômico sobre um bem sucedido ex-presidente, já com 77 anos e após 580 dias preso?

Sua longa e bem sucedida carreira política o levará a uma análise cuidadosa e minuciosa do ambiente a frente, entendendo que tem que caminhar sobre “gelo fino”, ou sua confiança e impaciência o levará ao excesso de simplificação dos problemas, criando culpados imaginários e apresentando soluções em desacordo com o momento atual, mas que já teriam funcionado no passado e por isso deveriam funcionar novamente agora?

Enquanto, nos EUA, o Presidente Biden e o Chairman Powell torcem pelo “soft landing”, queda de inflação com desaceleração do crescimento, mas sem recessão (curva de Phillips flat), no Brasil, o governo atual demanda um processo desinflacionário concomitante a reaceleração da atividade econômica e queda ainda maior do desemprego.

Será que, como dizia o jingle da primeira campanha do Lula em 89, sua estrela brilhará novamente?

mar asset
management

Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º andar, leblon • 22440 034
marasset.com.br