

MAIO DE 2021

CARTA AOS INVESTIDORES

A revolução estrutural da dívida pública

“Podemos terminar ano com dívida/PIB de 85%, 15 p.p. abaixo do previsto”¹
Paulo Guedes

No mês de maio, o Persevera Compass FIC novamente apresentou retorno positivo de 0,97% enquanto o Persevera Compounder FIC, nosso fundo para a previdência aberta, obteve ganho de 0,98%. Para as informações completas acesse o [material informativo](#).

Temos argumentado em nossas cartas e reuniões com investidores que a dívida pública brasileira e a situação fiscal de longo prazo estão bem mais blindadas do que é percebido pelos analistas de mercado. Nesta carta, vamos revisitar o tema à luz dos dados recentes sobre resultados fiscais e endividamento público. Como antevíamos, os números têm vindo bem melhores do que se esperava, indicando que a trajetória da dívida pública no Brasil novamente surpreenderá positivamente as expectativas de mercado. Mais do que isso, fica evidente a importância da permanência e contínua atuação do ministro Guedes no governo - ao contrário do que parece acreditar a maioria dos analistas de mercado - que parecem desconsiderar as restrições que o próprio regime democrático legitimamente impõe a medidas draconianas.

Vale lembrar que o mercado já havia, em 2015, feito o mesmo tipo de extrapolação para a trajetória da dívida. Naquela ocasião, chegou-se a estimar uma dívida bruta de 100% do PIB para o ano de 2019. Acreditávamos que essa visão se mostraria equivocada, e, como esperávamos, os juros baixos fizeram a relação citada fechar o ano de 2019 em 74,3%, apesar de o PIB ter crescido muito menos do que se esperava. Como destacamos em [uma de nossas primeiras cartas aos investidores](#):

“Mesmo sem conseguir reverter a geração de déficits primários, apesar do excepcional trabalho do Ministério da Fazenda e da bem-vinda aprovação do teto de gastos, o Brasil acabou conseguindo limitar o crescimento de sua dívida também por meio de uma taxa de juros real muito baixa por um longo período.”

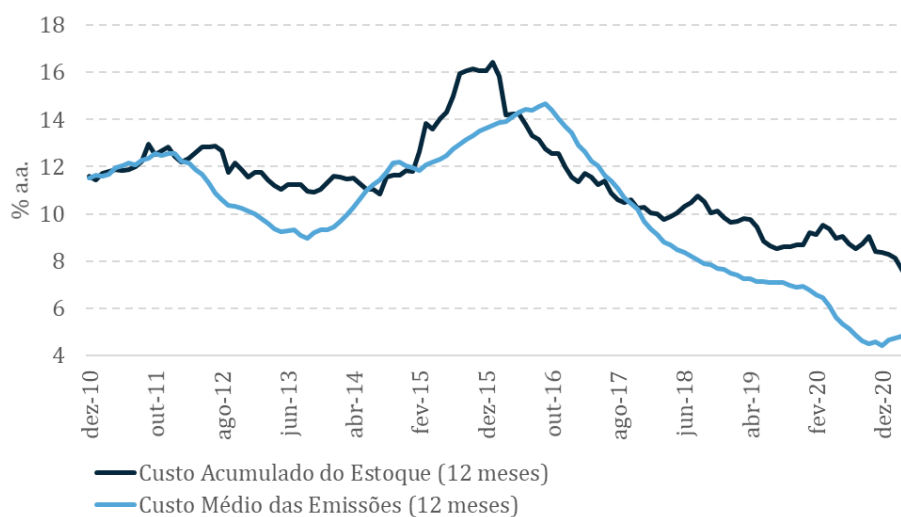
Novamente, temos defendido há vários meses que a situação fiscal do país é bem menos frágil do que vinham afirmando os analistas, que voltaram a temer uma dívida bruta flertando com o nível de 100% do PIB. As atualizações recentes dos resultados fiscais e do PIB passaram a corroborar nossa visão, e ainda achamos que o mercado vai se surpreender com a dívida bruta caindo abaixo de 80% do PIB muito antes do que se imagina, e levando a dívida líquida em direção a 50% do PIB.

Além disso, levará um tempo para que a elevação da taxa Selic iniciada em março se materialize no custo da dívida, da mesma forma como ocorreu quando a taxa caiu a partir de 2016. Dessa forma, esperamos que a trajetória da

¹ AE Broadcast, 27/5/2021

dívida ainda apresente um arrasto positivo da Selic historicamente baixa, além de acreditarmos que, em prazos mais longos, a taxa de juros não retornará para os níveis atualmente implícitos nos preços de mercado.

Custo da Dívida Pública Mobiliária Federal



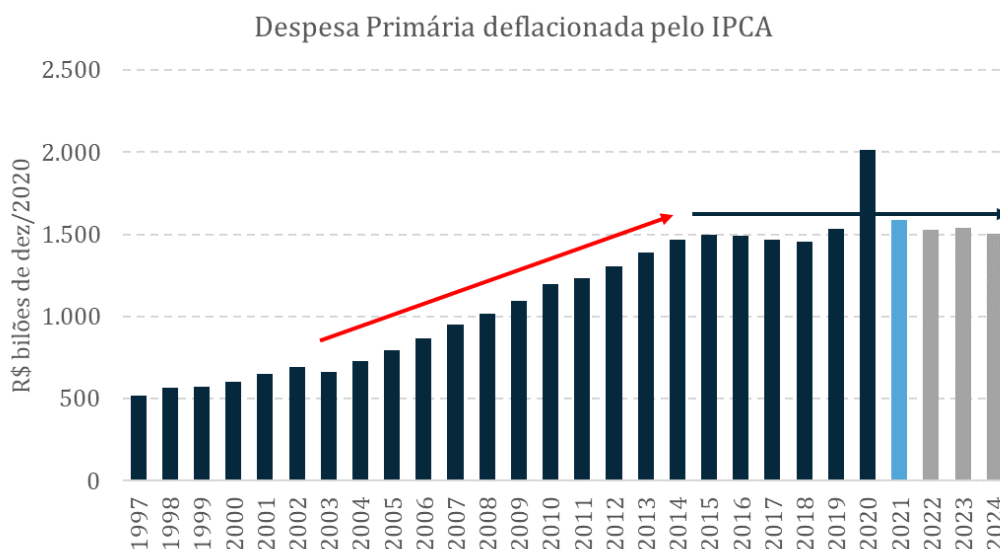
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional

As árvores (orçamento) e a floresta (teto)

A condução da política fiscal neste ano nos lembra da frase de Otto von Bismark de que “os cidadãos não poderiam dormir tranquilos se soubessem como são feitas as salsichas e as leis.” Após a necessária expansão de gastos em 2020 para conter os danos econômicos das medidas de distanciamento social, esperava-se uma consolidação fiscal inédita em 2021. A segunda onda da pandemia tornou esse cenário inviável, exigindo a prorrogação dos auxílios emergenciais e de verbas extraordinárias para vacinação e combate à pandemia.

Nesse contexto, surgiram as pressões e ruídos do primeiro quadrimestre, inicialmente na tramitação da PEC Emergencial – com a tentativa de se excluir o bolsa família do teto de gastos – e depois na já atrasadíssima discussão orçamentária de 2021 – com a subestimativa das despesas obrigatórias para permitir o aumento das emendas parlamentares. Combinadas com a postura do Banco Central em permitir e até incentivar o mercado a precificar os riscos fiscais, a taxa de câmbio voltou para próximo ao patamar de R\$ 6,00, certamente influenciando o Copom a iniciar a retirada dos estímulos monetários.

Quando, no entanto, nos afastamos das árvores e observamos a floresta construída pelo arcabouço do teto de gastos, a figura fica bem diferente. A despesa primária vinha crescendo a taxas muito superiores à inflação até 2015, quando se estabilizou em termos reais. Essa estabilidade foi rompida com os gastos extraordinários de 2020, mas a despesa voltará ao patamar pré-pandemia de acordo com as projeções da avaliação de receitas e despesas do 2º bimestre e do PLDO 2022, mostradas no gráfico a seguir.



Fontes: Tullett Prebon; Bloomberg; Tesouro Nacional; Relatório de Avaliação 2o bimestre/2021; PLDO 2022

Uma extrapolação interessante para se ter uma ideia da magnitude do ajuste fiscal implementado no período foi destacada pelo economista chefe da Tullett Prebon, Fernando Montero: se os gastos tivessem continuado com o crescimento real do período 2005-2014, a relação despesa primária/PIB em 2020 teria sido mais de 10 pontos percentuais superior ao ocorrido, **mesmo sem o gasto extraordinário da pandemia**.

Ou seja, quando avaliamos em um prazo mais longo, a PEC do teto de gastos surtiu efeitos muito positivos. Em primeiro lugar, empurrou para uma discussão profunda das despesas obrigatórias: o “piso” de gastos. Isso resultou na aprovação da reforma da previdência em 2019 e das discussões correntes a respeito da reforma administrativa. A percepção do ímpeto “fura-teto” em 2021, por mais turbulenta que tenha sido, é um sintoma da efetividade dos limites impostos pela PEC. Se não houvesse restrição real, não teria havido todas as discussões e pressões – muitas legítimas – para se contornar o limite neste ano.

Há também uma questão técnica que tornou o teto de 2021 demasiadamente apertado em termos reais: o limite de gastos para este ano foi corrigido por apenas 2,13%², enquanto, na média, a inflação elevará a despesa primária deste ano em aproximadamente 7%³. Essa disparidade, na prática, espremeu o limite de gastos deste ano em mais de R\$ 65 bilhões, que se reverterão quase integralmente para 2022. Somou-se a essa contração temporária a necessidade de extensão dos auxílios emergenciais, o que não justifica, mas explica melhor os ruídos orçamentários que foram vividos nos quatro primeiros meses do ano.

Em suma, é razoável dizer que o teto de gastos vem cumprindo seu papel no sentido de provocar uma reavaliação contínua e profunda sobre a qualidade dos gastos públicos no Brasil. Mais do que isso, ainda citando Montero:

“O fiasco – lamentável – no orçamento não derrubou o teto, que se mostrou flexível o suficiente para contornar o ápice da crise sanitária do ano passado e lidar com as sequelas que, este ano, já cobraram mais vidas.”⁴

² Inflação de julho/19 a junho/20

³ Média da variação de 12 meses do IPCA em 2021 de acordo com as projeções da Persevera

⁴ Fonte: Tullett Prebon

Uma impressionante recuperação fiscal

Na reavaliação bimestral das receitas e despesas para o 2º trimestre de 2021⁵, o Tesouro Nacional reduziu a previsão de déficit primário em nada menos que R\$98 bilhões. Quase toda melhora (R\$ 88 bilhões) veio da fortíssima recuperação das receitas, que têm reagido à retomada da atividade econômica e principalmente à elevação de preços de diversas *commodities*. A título de comparação, vale lembrar que todas as despesas retiradas do teto em 2021 somam um total de R\$110 bi⁶, quase compensadas pela revisão mencionada.

Mesmo na linha das despesas, os resultados têm sido positivos. Em 2020, os gastos primários ficaram aquém do esperado, fato que o ministro Guedes atribui às medidas compensatórias impostas pela PEC da Guerra em 2020. Nesta última revisão orçamentária, houve também uma redução de R\$10 bilhões na projeção das despesas, indicando a continuidade dessas surpresas.

Essa combinação de surpresas para cima na arrecadação e para baixo nos gastos têm levado o mercado a consistentemente superestimar os déficits fiscais. Conforme estudo da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia divulgado pelo Jornal Valor Econômico:

“Depois de junho de 2020, as previsões de déficit têm sido consistentemente maiores do que o resultado efetivo e o erro médio foi para R\$ 20,7 bilhões.”⁷

De fato, o déficit primário excluindo as medidas extraordinárias de combate à pandemia situa-se em magros 1,4% do PIB nos últimos 12 meses⁸, e, talvez mais impressionante, **o resultado fiscal do primeiro quadrimestre de 2021 (+0,5% do PIB⁹) é o melhor desde 2012, mesmo com as despesas extraordinárias deste ano.**

O (surpreendente) PIB nominal

Além dessas notícias favoráveis nos resultados fiscais, o endividamento em relação ao PIB também tem se reduzido devido ao crescimento do produto em termos nominais, o denominador dessa relação.

Em primeiro lugar, o lado positivo incontestável dos auxílios extraordinários e do afrouxamento monetário de 2020 foi a contenção de danos sobre a atividade econômica. No pior momento da pandemia, chegou-se a projetar uma queda de quase 10% do PIB, número que ficou em “apenas” -4,1% e continuou surpreendendo para cima apesar dos novos *lockdowns* em março e abril deste ano. Vale lembrar que as estimativas mais profundas para a queda do PIB não eram apenas teóricas, diversos países sofreram retrações dessa magnitude: Peru (-11,0%), Espanha (-10,8%), Itália (-8,9%), México (-8,2%), França (-8,1%), Portugal (-7,6%), Colômbia (-6,8%), Reino Unido (-6,1%) e Chile (-5,8%). Além disso, o PIB nominal, assim como a arrecadação, tem recebido importante impulso das elevações de preços, em especial das *commodities* da pauta exportadora brasileira, que estão nos melhores patamares das últimas décadas, como mostramos na [carta de dezembro](#) e atualizamos no gráfico a seguir:

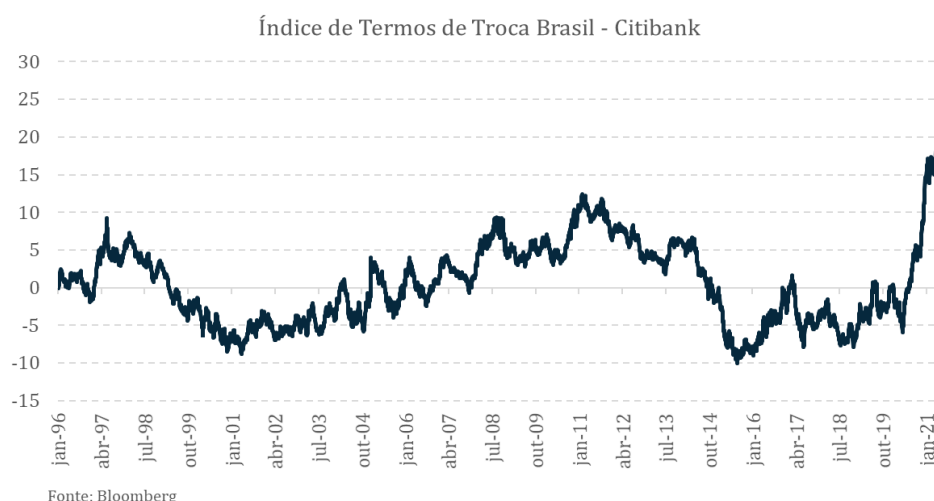
⁵ https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:39216, acesso em 31/05/2021

⁶ Fonte: Bradesco BBI

⁷ <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2021/06/08/mercado-superestima-deficit-primario-ha-dez-meses-aponta-estudo-da-spe.shtml>, acesso em 08/06/2021

⁸ Fonte: Itau

⁹ Fonte: Tullett Prebon



A resultante de tudo isso é um cenário em que, como menciona o ministro Guedes na citação que abre esta carta, a dívida bruta fechará o ano incríveis 15 pontos percentuais abaixo da expectativa que se tinha há apenas alguns meses.

A foto e o filme

Essa melhora é ainda mais impressionante quando ponderamos que ela ocorre em um ambiente em que ainda há grande ociosidade na economia como um todo, em especial no setor de serviços. Em outras palavras, se estivéssemos em níveis “normais” de atividade econômica, para os quais deveremos caminhar a partir do segundo semestre com o avanço da vacinação, a melhora fiscal seria ainda mais proeminente.

Em estudo publicado recentemente, o economista Bráulio Borges no Observatório de Política Fiscal do FGV/Ibre calcula que:

“o resultado primário estrutural do governo geral [...] oscilou em torno de zero desde 2017, e deve ter sido levemente positivo, de 0,1% do PIB potencial, em 2020.”¹⁰

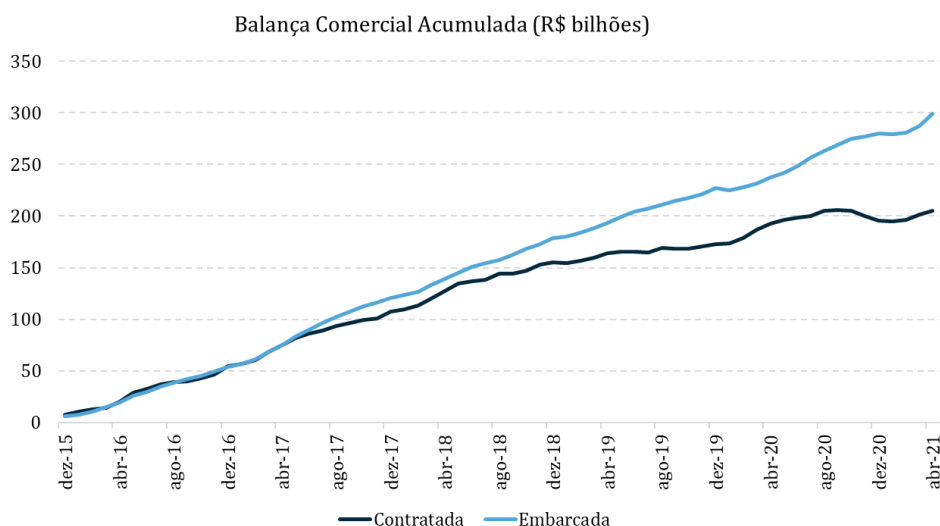
Se o Brasil tivesse trilhado o caminho de realizar um ajuste imediato e profundo nas despesas, é bem possível que a população tivesse rejeitado nas urnas o projeto liberal, como ocorreu com o governo Macri na Argentina. Por aqui, ao contrário, os ministros Meirelles e Guedes entenderam que é mais eficiente implementar ajustes estruturais relevantes sem, no entanto, provocar um nível de sacrifício corrente que fosse inaceitável para a população, que já sofre com o elevado nível de desemprego. Neste ano de 2021, e mais ainda em 2022, estamos colhendo os primeiros frutos das reformas liberais bem implementadas politicamente, ainda que sob a forte neblina da crise causada pela pandemia de covid-19. Ou seja, apesar de uma foto sombria, delineia-se um filme melhor para os próximos anos.

Implicações para os investimentos

Na Persevera, temos a visão de que as forças estruturais continuam a apontar para um cenário global desinflacionário. No entanto, a reaceleração inflacionária causada por fatores temporários tem se mostrado maior e mais persistente. Por um lado, isso justifica uma maior cautela com investimentos em renda fixa no Brasil e no exterior, que ficaram pressionados pela percepção, ao nosso ver incorreta, de que esse forte repique inflacionário se transformará em um processo descontrolado.

¹⁰ Fonte: AE Broadcast

Por outro lado, a forte elevação dos preços das *commodities*, respondendo a esse cenário e a restrições temporárias de oferta e logística, ajudam o país tanto do lado da dinâmica da dívida quanto do lado dos termos de troca, mostrados acima. A virada dos fluxos comerciais já aponta para um superávit comercial na casa de US\$70 bilhões¹¹, que será potencializado pela internação dos recursos que vêm sendo acumulados pelos exportadores e não remetidos ao país.



Fontes: MDIC, BCB

Essa melhora cambial não somente poderá ajudar a reforçar o ciclo virtuoso positivo como também deverá levar a algum arrefecimento das projeções de inflação para 2022, auxiliando o Banco Central em sua tarefa de manter as expectativas ancoradas. Isso aponta para um ciclo positivo para o desempenho dos ativos brasileiros, em grande parte resultantes da resiliência e perseverança do ministro Guedes, com quem concordamos quando ele afirma que:

“Se [tivesse saído...], será que teria acontecido a independência do BC, [...] marco do gás, Lei de Falências, saneamento, privatização da Eletrobras?”¹²

Em síntese, a revolução causada pela combinação entre o teto de gastos e os juros mais baixos torna a dívida pública estruturalmente mais blindada. Desde 2015, por duas vezes, essa nova estrutura conseguiu reverter a perspectiva de que a dívida chegaria aos 100% do PIB. Como sempre acreditamos, esse é um novo regime, e a situação fiscal brasileira é muito mais blindada do que é percebido pelo mercado.

Equipe Persevera.

Disclaimer: As informações contidas nesta carta têm objetivo exclusivamente informativo e não constituem recomendação de investimento nem tampouco oferta de venda de quaisquer valores mobiliários. Esta carta e as informações nela contidas são estritamente confidenciais, para uso exclusivo de quem as recebeu, e não poderão ser divulgadas ou distribuídas a terceiros, total ou parcialmente, sem a prévia autorização por escrito da Persevera. Qualquer oferta ou solicitação para oferta de quaisquer valores mobiliários somente será realizada em observância à regulamentação aplicável. Ao receber esta carta, o receptor concorda em não divulgar ou disponibilizar cópias desta carta, tampouco qualquer informação aqui contida. Esta carta e as informações aqui contidas não devem ser levadas em consideração como aconselhamento financeiro, jurídico, contábil, tributário ou como recomendação de investimento. Os receptores desta carta poderão entrar em contato com a Persevera a fim de sanar quaisquer dúvidas, procedimentos e metodologias aqui descritas. Embora os autores desta carta tenham tomado todas as precauções para assegurar que as informações aqui contidas sejam verdadeiras, eles não se responsabilizam pela exatidão, veracidade ou abrangência de tais informações, tendo em vista que as informações aqui descritas podem mudar a qualquer momento, inclusive, por razões alheias a vontade da Persevera.



¹¹ US\$ 68 bilhões de acordo com a pesquisa Focus de 28/05/2021

¹² <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/05/agora-vem-a-eleicao-vamos-para-o-ataque-diz-paulo-guedes.shtml>, acesso em 28/5/2021