

Valor Econômico, 04 de dezembro de 2020

O desmonte dos estímulos

Melhor forma de contrabalançar a alta esperada na demanda privada em 2021 é revertendo o estímulo fiscal dado em 2020

Por: Armando Castelar

“O campo é nosso, mas a bola é deles”. Assim um amigo resumiu a importância do investidor estrangeiro em determinar a trajetória da bolsa de valores brasileira. Faz tempo que ouvi isso, mas a descrição cai como uma luva no que ocorreu mês passado, quando a Bovespa teve a quarta maior alta mensal deste século (15,9%) e os estrangeiros foram os únicos compradores em termos líquidos, adquirindo R\$ 33,3 bilhões em ações.

Isso com a pandemia recrudescendo, os hospitais cheios, a inflação subindo e o governo sem saber como lidar com a difícil situação fiscal do país. Como pode? E o que isso diz sobre a economia brasileira daqui para a frente?

A alta da bolsa teve pouco a ver com o Brasil e muito com o que ocorre no exterior - em especial, com o rearranjo de portfólios detonado pelo anúncio de vacinas contra a covid-19. Basta ver que não foi só a Bovespa que subiu. Em novembro, o MSCI World, um índice com 1.603 empresas de 23 países ricos, subiu 12,7%, enquanto o STOXX 600 europeu teve a maior alta de sua história (13,7%).

Esse rearranjo de portfólios privilegiou ativos de maior risco, como o Bitcoin (+42,1%), commodities (altas de 27% no Brent e 10,6% no Índice CRB), ações e ativos de países emergentes, em detrimento, até certo ponto, de títulos soberanos de países ricos e de metais como o ouro (-5,4%).

A rotação de papéis nas carteiras de ações refletiu dois movimentos relacionados, mas diferentes. Um, a troca de ações de empresas que ganharam com a pandemia (Zoom, Amazon etc.) pelas de quem perdeu com ela (empresas aéreas e de petróleo, por exemplo). Outro, a substituição de empresas de tecnologia, valiosas pela perspectiva de crescimento futuro dos lucros (“growth”), por outras mais sensíveis ao ciclo econômico

(“value”), como bancos. Isto pois se espera que a economia cresça mais com a vacina, empinando a curva de juros.

Isso explica a alta da bolsa brasileira, que é concentrada em ações de “valor” (produtores de commodities e bancos). Na mesma linha, o Micex russo subiu 15,5%. A alta das ações de empresas que ganham com o fim da pandemia também foi notável: em novembro, as ações Azul subiram 68,6%, as da Gol 49,9% e as da CVC 48,5%.

E não foram só as ações. O risco Brasil teve queda, com o CDS de 5 anos caindo 52 bps no mês, para 166 bps, em linha com o observado para outros emergentes. As moedas de emergentes também se valorizaram contra o dólar (4,3% na média), com o real se destacando (+7,7%). Tudo isso ajudou a baixar os juros longos dos títulos indexados ao IPCA, com o IMA-B+ subindo 2,6% no mês.

Os especialistas acham que esse movimento ainda tem fôlego para avançar. A vacinação contra a covid-19 começa semana que vem e os países ricos terão imunidade coletiva em meados de 2021. Nos emergentes, isso virá no segundo semestre. A política monetária, porém, seguirá expansionista. Isso ajudará o PIB mundial a crescer 6% ano que vem e entre 4% e 5% em 2022. E se aposta em desvalorização adicional do dólar, o que também beneficiaria as commodities.

Essa avaliação também vale para o Brasil. Os estrangeiros terão de investir bastante se forem compensar a saída líquida do país, nos primeiros 10 meses de 2020, de US\$ 21,6 bilhões antes investidos em instrumentos de portfolio negociados domesticamente. A bolsa brasileira também se recuperou menos que as de outros emergentes - o MSCI Brasil fechou novembro 30% abaixo do nível do final de 2019, contra alta de 10,5% para a média dos emergentes.

Tudo isso sinaliza uma recuperação cíclica da economia brasileira em 2021 diferente daquela esperada até pouco tempo atrás. Confirmado esse cenário externo, teremos em 2021 preços de commodities altos, câmbio competitivo, ativos financeiros mais valorizados e custo de capital em patamar atrativo para quem quer investir em imóveis ou na produção. Junto com a vacina, isso elevará a confiança de consumidores e empresas e os estimulará a gastar parte da enorme poupança acumulada pelo setor privado em 2020.

Isso significa que é hora de começar a rever as políticas de estímulo adotadas este ano. Não fazê-lo será repetir o erro de 2009-10, quando não se desmontou a tempo os estímulos dados em resposta à crise financeira internacional. E, claro, aceitar as mesmas consequências: mais crescimento a curto prazo, mas com alta da inflação, deterioração da situação fiscal, necessidade de mais aperto monetário e, talvez, nova recessão mais à frente. Isso em um contexto em que a dívida pública estará bem mais alta e com pior perfil.

Esse debate importa pois, a meu ver, o movimento dos investidores mês passado sinaliza que o “mercado” ficará mais tolerante com a política econômica. E há o risco de que o governo e o Congresso se aproveitem disso para seguir com uma política fiscal frouxa, pouco reduzindo o gasto público primário e elevando muito a razão dívida pública / PIB.

É difícil fazer política econômica quando tanto depende de uma pandemia. Mas é preciso pensar logo nas adaptações que a vacina exigirá. Eu penso que a melhor forma de contrabalançar a alta esperada na demanda privada em 2021 é revertendo o estímulo fiscal dado em 2020, assim exigindo menos aperto monetário.

Link original: <https://valor.globo.com/opiniaao/coluna/o-desmonte-dos-estimulos.ghtml>