

Encruzilhada



Porto Seguro
Investimentos
Relatório Econômico
Mensal - Nov/2020



**PORTO
SEGURO**



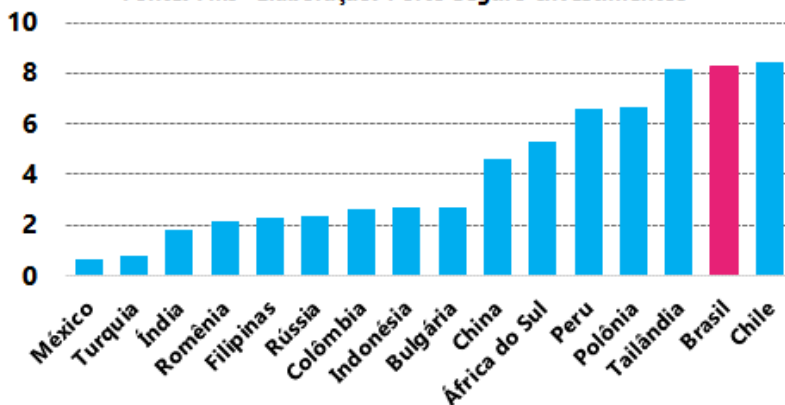
A depreciação do Real, a aceleração da inflação e a elevação das taxas de juros nos últimos meses foram em grande medida geradas pela nossa resposta à pandemia da Covid-19. Ainda que justificável do ponto de vista social e econômico, o socorro emergencial a famílias e empresas provavelmente foi exagerado em sua duração e abrangência, especialmente quando levamos em conta nossa fragilidade fiscal prévia. Se não houver uma resposta rápida e robusta à piora das contas públicas, o risco de deterioração do cenário econômico para 2021 e os anos seguintes crescerá bastante já neste futuro próximo. Esse quadro combinaria uma alta mais forte e persistente da inflação, a consolidação de um patamar mais depreciado da taxa de câmbio e juros ainda maiores, todos eles contribuindo para reduzir o ritmo de crescimento da economia. Sem medidas efetivas ou, no mínimo, fortes indicações que elas serão aprovadas no futuro próximo, poderemos contratar, em questão de poucas semanas, nova crise econômica.

- Nos parágrafos finais do relatório anterior (out/20), condicionamos as projeções para um crescimento moderado do PIB, para uma inflação contida e de uma taxa Selic inalterada em 2021 ao avanço tempestivo de medidas de ajuste fiscal. Embora tal cenário ainda possa ser considerado factível, o risco de uma revisão profunda em seu contorno tem aumentado rápida e substancialmente.
- Não resta dúvida de que o enorme impacto humano, social e econômico da pandemia de Covid-19 requeria uma resposta igualmente relevante, sobretudo no que diz respeito à assistência às camadas mais vulneráveis da população.
- Ocorre que algumas dessas ações assumiram uma dimensão maior que as restrições fiscais permitiam ou, paralelamente, não ensejaram compensações ou mitigações na forma de redução de outros gastos em magnitude semelhante.
- É fato que governos de todos os continentes lançaram mão de programas de estímulo fiscal e creditício para mitigar os efeitos da crise de saúde pública. O que chama a atenção, porém, é a escala do movimento aqui em comparação a outros países emergentes e mesmo em relação a alguns países desenvolvidos.
- De acordo com dados divulgados recentemente pelo FMI (*Monitor Fiscal, out/20*), a soma de gastos fiscais adicionais com o perdão ou diferimento de impostos neste ano alcançou o equivalente a 8,3% do PIB brasileiro, o segundo maior valor em uma amostra de 17 países emergentes de diversos continentes, ficando atrás apenas do Chile (8,4%). Na média de uma amostra de 21 países desenvolvidos, essas medidas fiscais chegaram a 9,3% do PIB.



Gasto fiscal extra em 2020 (% do PIB)

Fonte: FMI Elaboração: Porto Seguro Investimentos



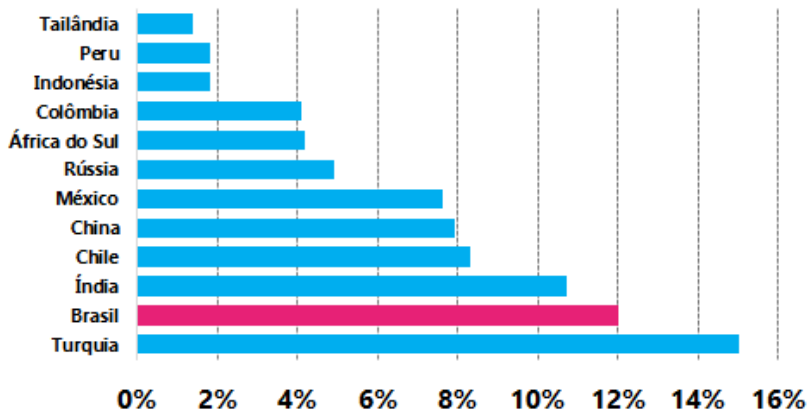
- Essa enorme ampliação do gasto fiscal ocorreu no bojo de uma dívida pública já muito superior à média dos países emergentes. Ainda tendo o FMI como fonte, a dívida pública bruta brasileira encerrou 2019 no patamar de 89,5%*, enquanto que a média de seus pares era de 52,6%. De acordo com as projeções do organismo internacional, ao final deste ano de 2020, esse valores saltarão para 101,4% e 62,2% do PIB, respectivamente.
- É em função desse quadro atual e da ausência de indicações de que a trajetória de crescimento do endividamento público será revertida de forma inequívoca num prazo não muito distante que temos visto uma acentuada deterioração das condições financeiras domésticas, i.e., uma taxa de câmbio que exhibe a maior depreciação do ano entre as moedas das principais economias do planeta e por taxas de juros de médio e longo prazo cada vez mais altas.
- Ainda que a elevada ociosidade limite o avanço dos preços dos serviços, sabidamente o setor mais afetado pela pandemia, a expressiva desvalorização cambial pressiona continuamente os preços dos bens, particularmente dos alimentos, dos produtos industriais e dos combustíveis, todos eles, em maior ou menor escala, influenciados pelos preços internacionais cotados em USD.
- No caso dos alimentos em particular, se combina a desvalorização da nossa moeda com uma forte alta dos preços internacionais, e o resultado é uma variação de 12,0% do grupo alimentação no IPCA nos doze meses terminados em setembro. É verdade que esse é um fenômeno que se verifica também em outros países. Mas aqui também, o Brasil se destaca de forma negativa, infelizmente.

* esse valor difere daquele divulgado pelo Banco Central do Brasil por diferenças metodológicas. O uso do critério do FMI, porém, permite a uniforme comparação com os demais países.



Inflação de alimentos (var. 12 M)

Fonte: Bloomberg Elaboração: Porto Seguro Investimentos



- Diante das surpresas negativas com a inflação corrente dos últimos meses, tem crescido a incerteza sobre os próximos passos da política monetária. Embora o Copom tenha mantido uma visão construtiva para o cenário inflacionário dos próximos meses e anos em sua reunião do final de outubro, avaliação essa amparada em grande medida na ancoragem das expectativas em torno do centro da meta, é importante ter em mente que esse quadro pode se alterar rápida e significativamente num curto espaço de tempo.
- E o estopim para tal mudança pode ser a falta de progresso significativo da agenda de ajustes fiscais até o final do ano. Nossa expectativa é que tão logo encerrado o pleito municipal de novembro, executivo e legislativo federal produzam avanços nessa direção. Isso implica na apresentação efetiva de medidas pelo governo e na aprovação das mesmas pelo Congresso.
- O respeito ao Teto de Gastos é uma condição mais que necessária para mantermos nosso cenário base atual, porém insuficiente. É preciso que sejam adotadas medidas adicionais que sinalizem de forma crível a estabilização da dívida pública num primeiro momento, e posteriormente sua redução, num horizonte não muito longo do tempo.
- A proposta de orçamento federal para 2021 coloca a despesa pública no limite imposto pelo Teto de Gastos. Assim, a eventual criação de um programa de renda mínima para os segmentos mais vulneráveis da população, hipótese bastante legítima, requer inevitavelmente um corte equivalente no valor de outras despesas. E mesmo numa hipótese otimista, em que se preserva o Teto neste próximo ano, sem ajustes adicionais na despesa pública, seu rompimento é uma mera questão de tempo.



- É inquestionável que nos encontramos diante de uma encruzilhada, onde não pode haver ilusões de que protelar o ajuste fiscal ou romper apenas levemente o Teto de Gastos não trará maiores repercussões sobre o frágil equilíbrio econômico atual. A Argentina, que vem tentando um programa de ajuste bastante gradual ao longo dos últimos anos, é um exemplo próximo e de resultado desastroso demais para ser seguido.
- Se esse for o caminho escolhido por quem decide em Brasília, as implicações serão bastante sérias. Não haverá apenas um pouco mais de inflação, um câmbio marginalmente depreciado e juros levemente maiores. O desarranjo será rápido e significativo, com repercussões prolongadas sobre o crescimento econômico e o bem estar social.
- O quadro de previsões abaixo, ainda positivas, pode ter sua validade expirada em questão de poucas semanas. Como mencionado anteriormente, se à época da próxima edição, no início de dezembro, os sinais em direção ao ajuste fiscal não forem inequívocos, as mudanças virão e muito provavelmente não serão apenas marginais.

		2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
PIB	var. acum. %	1,3	1,3	1,1	-5,5	2,5
IPCA	var. acum. %	3,0	3,7	4,3	2,9	2,9
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,31	3,88	4,02	5,30	5,40
Selic	%, dez	7,00	6,50	4,50	2,00	2,00

(p): projeções