

# Tempo de corrigir excessos



Porto Seguro  
Investimentos

Relatório Econômico  
Mensal - Dez/2020



**PORTO  
SEGURO**

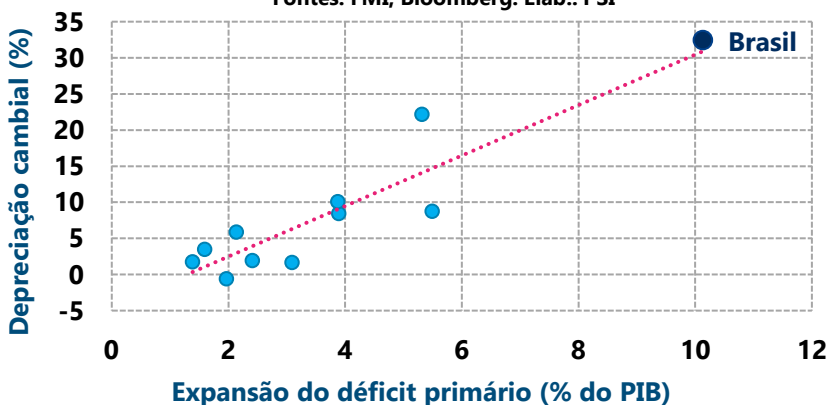


Em resposta ao significativo impacto econômico gerado pela pandemia de Covid-19, o Brasil lançou mão de estímulos fiscais e monetários em escala similar à dos países desenvolvidos e muito superior à média dos emergentes. Há evidências, porém, de que esse conjunto de estímulos foi excessivo. A moeda mais depreciada entre as principais economias do planeta e a forte aceleração da inflação neste segundo semestre são sinais inequívocos de que é preciso reverter parte considerável daquele conjunto de ações. A elevação da Selic já em meados do primeiro semestre de 2021 passa a fazer parte de nosso cenário base. Mas essa alta será pouco eficaz, e no limite, contraproducente, se não houver medidas significativas e tempestivas de ajuste das contas públicas. Sem elas, o ônus do ajuste se mostrará excessivo sobre a política monetária.

- Não resta dúvida de que diante do enorme impacto que a pandemia da Covid-19 gerou sobre vidas humanas e a economia, era mais que justificável o uso de medidas fiscais e monetárias para mitigar tais efeitos. Isso naturalmente valia para o Brasil e para o resto do mundo, como de fato se observou.
- À medida que nos aproximamos do final deste ano desafiador, é possível afirmar, porém, que no caso brasileiro, especialmente diante de nossas condições fiscais prévias já bastante frágeis, houve excesso na aplicação desse conjunto de estímulos.
- Podemos citar pelo menos duas claras indicações de que tais estímulos foram demasiados, sobretudo quando se consideram também as sérias restrições de oferta observadas nos meses iniciais da pandemia: (i) a forte depreciação do BRL – a maior entre as moedas das principais economias do planeta, e (ii) a aceleração da inflação, que tem começado a dar sinais preocupantes de maior disseminação entre os itens que compõem o IPCA.

### Emergentes: Expansão Fiscal e Câmbio em 2020

Fontes: FMI, Bloomberg. Elab.: PSI

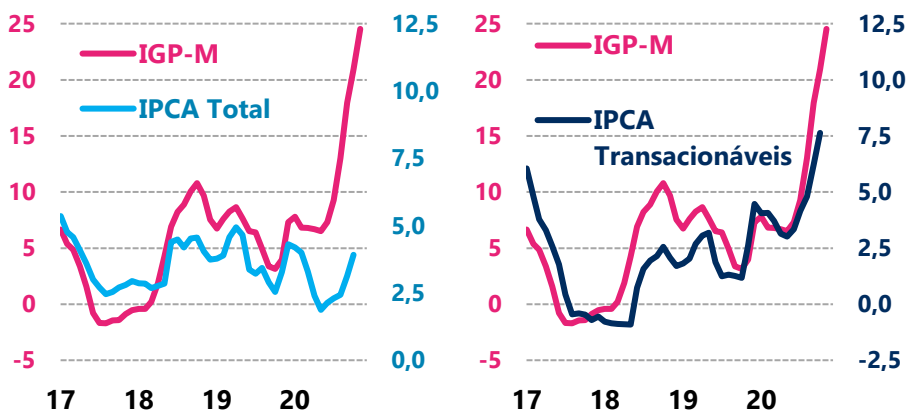




- De acordo com informações do FMI, o Brasil deve fechar 2020 com uma das maiores variações do déficit público primário (aquele que exclui o pagamento de juros sobre a dívida pública) em relação ao resultado do ano passado. Conforme o gráfico anterior demonstra, o destaque do Brasil nessa métrica entre outros dez países emergentes de diferentes continentes exibe uma forte correlação com o tamanho da depreciação de sua moeda ao longo do ano. Em outras palavras, quanto maior a expansão fiscal, maior a deterioração do risco percebido à frente e, conseqüentemente, mais acentuada a desvalorização da moeda.
- E esse enfraquecimento expressivo do Real gera conseqüências mais que indesejáveis sobre a inflação, que só não são ainda maiores em razão do elevado grau de ociosidade no mercado de trabalho, que juntamente com o temor de aglomerações, mantém o consumo de diversos serviços em níveis reduzidos. Diante de seu peso no total do IPCA (37%), a menor variação dos preços dos serviços acaba limitando a elevação do índice como um todo.
- Por outro lado, no mercado de bens, as altas de preços têm sido relevantes nos últimos meses, e a taxa de câmbio explica em grande medida esse comportamento. Quando se considera o grupo de bens chamados de transacionáveis (aqueles que podem ser facilmente exportados ou importados, e por isso têm seus preços largamente influenciados pelos preços internacionais e pela taxa de câmbio), percebe-se que as variações recentes são expressivas e não sugerem qualquer alívio iminente.

### Índices de Inflação

Var. % em 12 meses. Fontes: FGV, IBGE. Elab.: PSI



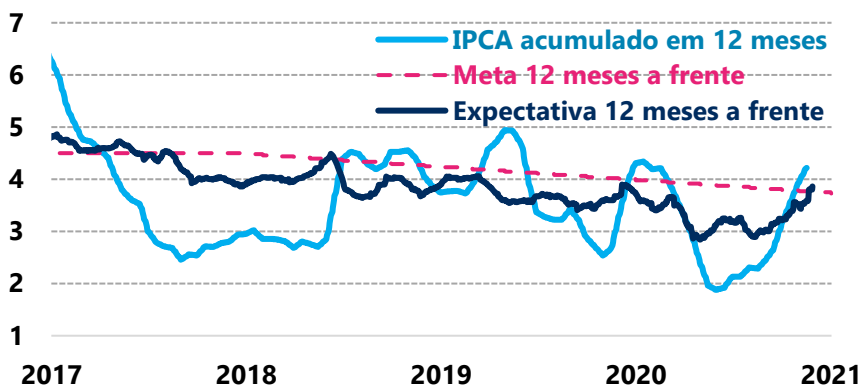
- É preciso reforçar que a alta dos preços de diversos bens industriais também se deve a restrições da oferta, verificadas sobretudo nos meses iniciais da pandemia, quando várias fábricas paralisaram parcial ou mesmo completamente suas linhas de produção.



- Como o vigoroso programa de transferência de renda (auxílio emergencial ou *coronavoucher*) e a Selic em mínimas históricas impediram uma queda mais acentuada do consumo, essa redução da produção, mesmo que temporária, acarretou numa expressiva contração dos estoques, tanto no nível da indústria como do comércio, acentuando o descompasso entre oferta e demanda e, assim, potencializando a alta dos preços desses bens.
- Apesar das negativas de alguns membros do governo quanto à possibilidade de prorrogação do auxílio emergencial para 2021, são conhecidas as pressões de parte da base de apoio ao governo Bolsonaro no Congresso pela sua manutenção por mais alguns meses, mesmo que com valores e universo de beneficiários menores que os atuais.
- A ausência (ao menos até a conclusão desta edição) de indicações, seja por parte do executivo, seja do legislativo, de retomada de uma agenda de ajuste fiscal já a partir do início de dezembro, contribui para a manutenção de um elevado risco quanto à sustentabilidade das contas públicas no médio e longo prazo. E como já mencionado anteriormente, isso se reflete no enfraquecimento do Real, que apesar de algum ganho nas últimas semanas, na esteira de um movimento global de valorização de moedas de países emergentes, não deve mostrar uma apreciação suficiente para aliviar as pressões inflacionárias.
- Diante desse quadro, não surpreende que as expectativas já flertem com valores superiores ao centro da meta de inflação dos anos seguintes. Esse comportamento das expectativas, a fragilidade do quadro fiscal e, principalmente, a falta de sinalização de que essa fragilidade será revertida, impõem uma difícil decisão ao Copom num futuro não muito distante.

### Expectativas de Inflação

Var. % em 12 meses. Fontes: Focus BCB, IBGE. Elab.: PSI





- Num ambiente em que a queda da atividade prevista para este ano será (bem) menor que o projetado até há poucos meses atrás exatamente em função dos enormes estímulos fiscais e monetários, é chegada a hora de reverter ao menos parte deles.
- Por isso, passamos a considerar em nosso cenário base que o Copom reduzirá o grau de estímulo da política monetária a partir do segundo trimestre deste próximo ano, com altas que levarão a taxa Selic dos atuais 2% para o nível de 4,5% ao final de 2021.
- Esse movimento dos juros pode começar antes e/ou se mostrar maior caso não haja avanço no sentido de reverter em boa medida a postura expansionista da política fiscal. Registre-se que a mera extinção, como ora programado, do auxílio emergencial (*coronavoucher*) ao final deste ano de 2020 é uma condição necessária, mas insuficiente para melhorar as perspectivas fiscais de médio e longo prazo.
- À falta eventual de um maior aperto da política fiscal, a tarefa de conter as pressões inflacionárias recairá sobre a política monetária, exigindo juros maiores que os necessários caso houvesse uma melhor distribuição do ônus do ajuste. Sem medidas duras e tempestivas de redução da despesa pública, correremos o risco de que juros maiores não contenham a inflação e, ao contrário, passem a alimentá-la ainda mais, ao onerar o financiamento da dívida pública e, com isso, deteriorar a percepção de risco-país, levando a novas rodadas de depreciação cambial.
- A vacinação de larga parcela da população contra a Covid-19 ainda na primeira metade de 2021 pode ajudar a mitigar o impacto negativo da elevação dos juros sobre o crescimento do PIB. Por outro lado, posto que a vacina é obviamente mais que bem-vinda do ponto de vista de saúde pública e da economia, ela também pode gerar uma complacência, uma perda do sentido de urgência no tocante ao ajuste fiscal, o que representaria o desperdício (mais um) de uma excelente oportunidade de fazer a coisa certa.

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

(p): projeções