

O custo de NÃO fazer a coisa certa



Porto Seguro
Investimentos
Relatório Econômico
Mensal - Fev/2021



**PORTO
SEGURO**



Há meses temos repetido neste espaço que a fragilidade fiscal, acentuada pela pandemia da Covid-19, explica nosso baixo crescimento econômico e, mais recentemente, a elevação da inflação. A despeito das incertezas que ainda cercam o processo de recuperação econômica neste ano, o Copom deixou claro em sua primeira reunião de 2021 que a elevação da Selic deverá começar em breve, com inevitável impacto sobre o processo de retomada. O risco é que sem avanço rápido e importante da agenda de ajuste das finanças públicas, os custos da ação do Copom superem seus eventuais benefícios. Aliás, se já tivéssemos começado a endereçar as soluções para nossos problemas fiscais, a iminente alta da Selic poderia não apenas ser protelada como também ser menor. A mudança na postura do Copom reflete, portanto, o custo de não fazer a coisa certa no campo fiscal.

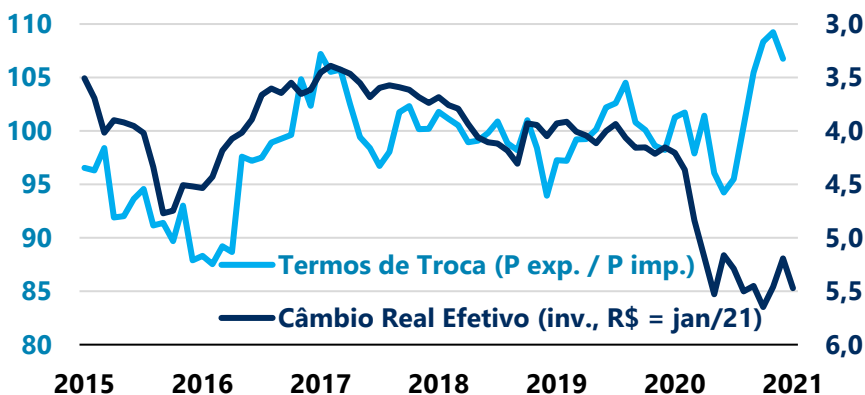
- Ao sinalizar em sua primeira reunião de 2021 que deve começar a elevar em breve a taxa Selic, o Copom surpreendeu vários analistas e agentes de mercado, que julgavam que esse movimento ocorreria somente a partir do segundo semestre ou mesmo em 2022. Justificavam essa visão a enorme ociosidade da economia, notadamente do mercado de trabalho, bem como o fim do pagamento do auxílio emergencial ao final de 2020.
- Além disso, a apreciação do Real e uma elevação bem mais modesta dos preços agrícolas também contribuiriam para um comportamento mais benigno dos preços neste ano, permitindo que o Copom pudesse reduzir o grau de estímulo monetário – *"extraordinariamente elevado"* nas palavras do próprio Copom – mais à frente e de forma mais comedida.
- Se por um lado as recentes medidas de restrição de mobilidade e de funcionamento de diversos segmentos econômicos, adotadas em resposta à nova onda de infecções da Covid-19, devem retardar a retomada econômica neste início de ano (o que em teoria também deveria atenuar as pressões inflacionárias, notadamente aquelas oriundas da demanda), é igualmente verdade que a nova piora do quadro da pandemia aumenta a pressão por mais gastos públicos, através de novas ações de socorro a diversos grupos da população e da economia, a começar pela eventual retomada do auxílio emergencial.
- Não se discute aqui o mérito desse benefício, pago a segmentos mais vulneráveis da população em meio ao enorme desarranjo social e econômico gerado pela pandemia. A questão é que os pagamentos, que somaram quase 5% do PIB no ano passado, foram feitos sem que medidas compensatórias de redução do gasto público fossem adotadas.



- A consequência, como temos dito repetidamente neste espaço ao longo dos últimos vários meses, é que o quadro fiscal brasileiro, já preocupante antes mesmo da pandemia, experimentou uma piora bastante severa no último ano, gerando uma elevação acentuada do chamado risco país.
- Essa piora se materializou através da forte depreciação do Real, que mostrou um dos piores desempenhos entre as moedas das principais economias do planeta ao longo de 2020. Uma evidência do impacto fiscal sobre o BRL pode ser percebida pela grande divergência entre o comportamento recente dos termos de troca (diferença da variação dos preços de nossas exportações vis-à-vis dos preços das importações) e da nossa taxa real de câmbio.

Câmbio Real e Termos de Troca

Fontes: Funcex, BIS, Bloomberg. Elab.: PSI

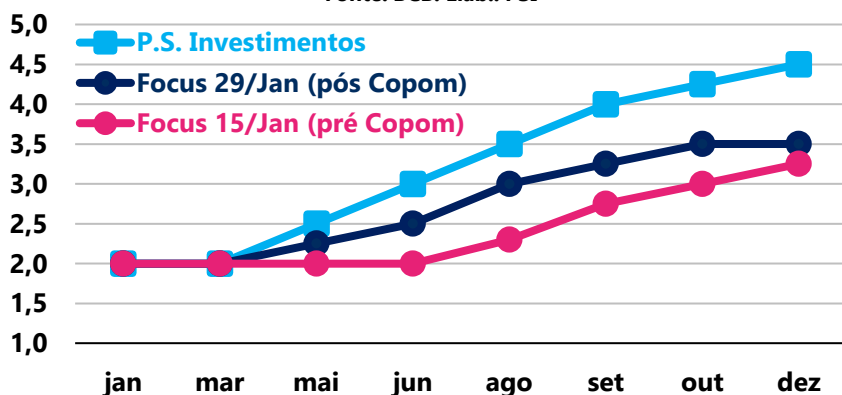


- Quando há um ganho nos termos de troca (os preços das exportações sobem mais que os das importações), como o observado nos últimos meses, é de se esperar que nossa moeda se valorize em relação às moedas de nossos principais parceiros comerciais (e vice-versa).
- Como se pode observar no gráfico acima, porém, o Real não tem se beneficiado dessa condição externa mais favorável. Muito pelo contrário. Embora difícil de medir com precisão, não temos dúvidas de que a piora do risco fiscal explica uma parte relevante dessa divergência recente.
- Vale dizer que juros historicamente baixos tampouco ajudam a fortalecer nossa moeda, à medida em que eles não oferecem, nas condições atuais, um prêmio suficiente para os riscos percebidos. Em outras palavras, diante da deterioração fiscal e da até aqui inação para reverter esse processo, eleva-se o ônus sobre a política monetária, através de juros mais elevados.

- Em outras palavras, a perspectiva de uma alta iminente da Selic (como mencionado na edição deste relatório publicada no início de dezembro, esperamos que o ciclo de aperto monetário se inicie em maio) se deve, principalmente, à degradação das finanças públicas. Por isso mesmo, a eficácia desse movimento pode ser muito limitada se, já num futuro muito próximo, não houver ações para começar a sanar nossos problemas fiscais.

Taxa Selic em 2021 (%)

Fonte: BCB. Elab.: PSI



- Mesmo que a Selic termine o ano ainda no campo expansionista, é natural que a retirada, mesmo que parcial, do atual grau de estímulo ensejará um menor ritmo de expansão da atividade ao longo dos próximos trimestres. E crescimento inferior implica em menor crescimento da arrecadação tributária, sem falar do aumento do custo da dívida pública a partir de juros mais elevados.
- Assim, apesar das enormes incertezas que a pandemia traz para a retomada da economia, o Copom não pode esperar para reagir à alta da inflação, que se mostra mais persistente do que acreditava a própria autoridade monetária até recentemente. A velocidade e a intensidade do ciclo de elevação da taxa básica de juros, serão, pois, determinados sobretudo pelo que fizermos (ou deixarmos de fazer) no campo fiscal.

		2017	2018	2019	2020 (p)	2021 (p)
PIB	var. acum. %	1,3	1,3	1,1	-4,5	3,0
IPCA	var. acum. %	3,0	3,7	4,3	4,3	3,7
Câmbio	R\$/US\$, dez	3,31	3,88	4,02	5,19	5,25
Selic	%, dez	7,00	6,50	4,50	2,00	4,50

(p): projeções