



A PANDEMIA, RISCO FISCAL E O COPOM

COMENTÁRIO MACRO

JANEIRO, 2021



A ata do Copom revelou a preferência do BC por fazer uma mudança de nível na taxa de juros, deixando-a em terreno menos estimulativo. Para além do risco fiscal, o documento mencionou como relevante a reversão da trajetória das expectativas de inflação e a redução da ociosidade da economia. O risco fiscal permanece latente, muito relacionado ao potencial recrudescimento da pandemia. Desta forma, mudamos nosso cenário, passando a esperar altas de juros ainda este ano. Contudo, o desempenho da atividade e a dinâmica da inflação deverão acarretar em um ciclo mais modesto de alta, com Selic em +3,50% ao final do ano, abaixo do nível anterior a pandemia, de +4,25%.

COMENTÁRIO MACRO

O ano de 2021 continua a nos reservar surpresas e, mal terminado o mês de janeiro, já vemos uma mudança importante em nosso cenário para o Brasil: uma elevação da taxa de juros (muito) mais precoce do que supúnhamos, já no primeiro semestre, em maio.

Até então projetávamos uma alta de juros distante (só em 2022), com risco de que pudesse ocorrer antecipadamente caso houvesse por parte do governo e Congresso nova recaída populista quanto à política fiscal. A boa notícia aqui é que o discurso do governo nesse terreno ficou mais consistente e coordenado: nessa semana, vimos por parte do presidente e do ministro Paulo Guedes uma firme defesa do teto de gastos e comprometimento com a agenda de reformas.

Será a conversão do presidente à responsabilidade fiscal duradoura? Ou uma declaração que terá vida curta? Aparentemente, pesa a favor dessa postura o temor de uma crise fiscal que comprometa a recuperação e fortaleça a tese do impeachment, na esteira da desastrosa condução do combate à pandemia, incluindo a vergonhosa postura quanto à vacinação.

É claro que temos que acompanhar com cautela a evolução da pandemia. Caso haja uma continuidade da aceleração do número de casos e mortes que leve a restrições severas à mobilidade, não é possível descartar um gasto público extra-teto via crédito extraordinário. Mas, nesse caso, entendemos que deve ser muito mais focalizado e limitado frente ao irresponsável (sob a ótica fiscal) programa feito ano passado. E deverá ser acompanhado de medidas de ajuste fiscal de curto prazo e mesmo estruturais (via PEC emergencial). Até medidas temporárias do lado da receita poderiam ser eventualmente acionadas.

Do ponto de vista político, não vemos um ambiente propício para reformas estruturais constitucionais de vulto dada a divisão do centro político e um ambiente crescentemente determinado pela eleição presidencial do ano que vem. Mas também não vemos uma maioria consistente advogando pelo populismo fiscal, como fica claro nas declarações dos dois principais candidatos à presidência da Câmara (mesmo que não no caso do Senado).

Outro sinal importante disso foi o manifesto de 18 governadores pedindo a prorrogação do estado de calamidade e a volta do auxílio emergencial, envolvendo sobretudo os governadores de oposição e das regiões Norte e Nordeste. Já os governadores do Sudeste e a maioria daqueles do Sul e Centro-Oeste não apoiaram o manifesto, com diversos secretários da Fazenda desses Estados defendendo que eventual reedição do auxílio emergencial deveria ser acompanhada de responsabilidade fiscal e reformas.

Curiosamente, a situação de caixa dos Estados, beneficiada pelas transferências do orçamento de guerra, redução do serviço da dívida e boa performance do ICMS está melhor do que há um ano. Segundo dados do BC, o caixa consolidado dos Estados atingiu R\$ 40 bilhões ao final de 2019, tendo alcançado quase o dobro, R\$ 79 bilhões, em novembro último. Haveria inclusive espaço para que estes entes participassem com parte dos recursos de uma eventual prorrogação do benefício assistencial, contribuindo para algo que defendem com tanta veemência.

COMENTÁRIO MACRO

Na próxima semana, deveremos ter a eleição das presidências da Câmara e Senado, com favoritismo dos candidatos apoiados pelo governo. Desta forma, entendemos que a agenda econômica do Ministro Paulo Guedes poderá sair fortalecida; a hipótese de um retrocesso fiscal, julgamos, ficaria menos provável.

Nesse contexto, como encaixar um ciclo precoce de alta da Selic, se não derivado do descontrole fiscal? A motivação foi dada pela ata do Copom e reflete, a nosso ver, a preferência revelada de fazer uma mudança de nível (“level shift”) na taxa básica de juros, deixando-a em terreno menos estimulativo, uma vez que, conforme o documento, “observou-se a inversão do choque desinflacionário ocorrido nos primeiros meses do ano, a reversão da trajetória de queda das expectativas de inflação e a redução da ociosidade econômica, aproximando a projeção do cenário básico da meta de inflação no horizonte relevante. Por conseguinte, esses membros julgaram que o Copom deveria considerar o início de um processo de normalização parcial, reduzindo o grau “extraordinário” dos estímulos monetários.”

Há, contudo, um contraponto que a nosso ver pode condicionar o “timing” dessa decisão. Já no comunicado da semana passada, o comitê chamou atenção para o grau de incerteza manter-se acima do usual, sugerindo a intenção de aguardar mais informações sobre a atividade econômica no 1T21. Na ata, foi adicionada a preocupação de que a evolução da pandemia possa até provocar “uma reversão temporária da retomada econômica”. Não teremos no Copom de março informações mais completas sobre o desempenho da economia no atual trimestre, o que nos leva a datar o início do ciclo de “normalização parcial” em maio.

Em nosso cenário básico até aqui, já julgávamos essa “reversão temporária” como provável pelo fim do auxílio emergencial, fraqueza do mercado de trabalho, redução da renda disponível pela inflação elevada e alto endividamento das famílias. Agora, o cenário desfavorável da pandemia e a vacinação atrasada (como abordado em nossa última coluna), podem inclusive gerar um PIB negativo no 2T21 (temos -0,6% e +0,2% no PIB dos dois trimestres iniciais desse ano), o que configuraria, inclusive, uma recessão técnica.

Mas frente a um contexto em que haja disciplina fiscal, o cenário para o crescimento para o segundo semestre, somado ao carregamento estatístico elevado, sugere um quadro positivo para o final do ano e também para 2022, o que seria auxiliado por juros reais ainda bastante baixos e a provável melhora nas condições financeiras. O cenário internacional favorável para commodities e apetite de risco favoreceria o crescimento via exportações e influxo de capitais. Assim, o BC continuaria a ter condições de fazer o “level shift” da Selic.

Nesse contexto, imaginamos a elevação da Selic em 25 pontos-base (p.b) a partir de maio, com elevação de 50 p.b. nas duas reuniões seguintes e uma última alta de 25 p.b. em setembro, quando a Selic atingiria 3,5%. Teríamos um juro um pouco menos estimulativo, mas mais do que prevalecia antes da Covid-19 (4,25%), frente a um hiato do produto mais negativo do que se encontrava então.

COMENTÁRIO MACRO

O IPCA desse ano atingiria 3,5% (com média dos núcleos em 3,0%) e recuaria para 2,9% em 2022, ainda abaixo da meta. Assim, o hiato do produto se fecharia apenas no início de 2024, supondo PIB de 2,4% esse ano e 2,1% em 2022, um pouco mais baixo do que prevíamos antes. O contexto de juros ainda estimulativos seria prolongado, com um segundo ciclo de alta ocorrendo a partir do 4T22.

De um lado, o plano de voo do BC depende do suporte da política fiscal e das reformas estruturais. De nada adianta buscarmos nos níveis mais baixos da dívida bruta, em relação ao PIB vis-à-vis o patamar projetado logo após o início da pandemia, razão para defendermos que há espaço para mais gastos. Os números mais benignos refletem, sobretudo, a revisão feita pelo IBGE na série histórica do PIB, mero efeito estatístico. Nada disso importa se a tendência do gasto for de alta e discutirmos, todo ano, o fim do teto de gastos ou maneiras de burlá-lo, contaminando a confiança dos agentes econômicos.

Segundo o Plano Anual de Financiamento do Tesouro Nacional divulgado ontem, a necessidade de financiamento da União nesse ano será de R\$ 1,674 trilhão (21,2% do PIB), contra R\$ 1.282,8 trilhão ano passado (17,3% do PIB) e R\$ 896,8 bilhões em 2019 (12,4% do PIB), números que falam por si mesmos. Qualquer sinal de irresponsabilidade fiscal pode nos colocar novamente na rota de uma crise de solvência, jogando a economia mais uma vez em recessão. Assim, é imprescindível que 2021 não seja mais um ano desperdiçado no avanço das reformas estruturais.

De outro lado, o plano do BC supõe que não haja um baque maior no nível de atividade vindo da pandemia, que como exploramos na última coluna elevaria novamente as poupanças circunstancial e precaucional. Fica cada vez mais claro que isso depende em grande medida da disponibilidade das vacinas, o que exige um governo competente e menos ideológico. E, no devido tempo, que possamos também competir com os demais países na compra privada de vacinas, quando houver disponibilidade para tanto, que é a forma mais eficaz, ao que parece, de superar a incompetência do governo neste terreno.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com