



Navigate Plataforma de Análise de Investimentos

Notas Navigate
Fevereiro/Março 2021

I. Economia Brasileira

Mensagem principal: contração fiscal e monetária e piora da pandemia (segunda onda ou seu agravamento) sem sinais de aceleração da vacinação turvam as expectativas de crescimento para 2021 e elevam ainda mais as incertezas (e o pessimismo) quanto ao comportamento da economia em 2022.

Por quê?

- O PIB em 2020 caiu, em termos reais, 4,1%, refletindo o forte impacto da pandemia. Pela ótica da demanda, vê-se que o consumo das famílias se contraiu em 5,5%, o consumo do governo em -4,7%, o investimento em -0,8%¹, as exportações em -1,8% e as importações em -10%.
- Esse impacto da pandemia teria sido ainda maior caso não tivesse havido o auxílio emergencial (AE)² - no todo, as despesas previstas com o combate à Covid-19 em 2020 montavam a R\$ 604,7 bilhões, sendo R\$ 322 bilhões destinados exclusivamente a pessoas em situação de vulnerabilidade (aproximadamente 4,3% do PIB).
- A evolução do PIB no último trimestre de 2020 mostrou uma economia se expandindo a uma taxa de 3,2% ao ano. O valor do *carry-over* para 2021 ficou em 3,6%.
- Contudo, para 2021, haverá menos estímulo do lado fiscal, primeiramente. O valor aprovado para o AE foi de R\$ 44 bilhões³, reduzindo o potencial de compensação em relação ao ocorrido em 2020.
- Ainda que a economia tenha acelerado no 4T2020, a suspensão do AE, que só voltará a ser pago a partir de abril, em valor menor e para um número inferior de beneficiados quando comparado com o AE de 2020, levou a expectativas de uma queda forte do PIB no 1T2021 (gráfico 1a).
- No que diz respeito ao PIB para o **ano** de 2021, apesar do menor AE, o que deverá ser um dos principais fatores de inflexão de uma maior tendência de redução de crescimento é a

¹ De acordo com a FGV/IBRE, se não fosse o impacto da importação de plataformas de petróleo no último trimestre de 2020, o Investimento teria tido uma queda entre -3,4% a 8%. Ver <https://blogdoibre.fgv.br/posts/investimento-inflado-por-plataformas-de-petroleo>.

² O Centro de Pesquisa em Macroeconomia das Desigualdades da USP estimou que, sem o AE, a queda do PIB em 2020 teria sido de, pelo menos, 8,4%. Ver https://madeusp.com.br/wp-content/uploads/2021/02/NPE007_site.pdf

³ Ver <https://www.bbc.com/portuguese/brasil-56367388>

evolução da vacinação, já que isso levantaria as principais restrições à mobilidade, com impactos sobre o setor de serviços, que representa quase 63% do PIB (gráfico 1b).

- Um outro óbice a um maior crescimento do PIB em 2021 está relacionado à retirada de parte dos estímulos monetários pelo Banco Central (os chamados estímulos extraordinários) em face à “desancoragem” das expectativas de inflação para 2021 (gráfico 2), tendo com isso elevado a Selic em 75bps e indicando que fará uma nova elevação na mesma magnitude na próxima reunião do COPOM, em 4-5 de maio.

Bottomline: a evolução do PIB de 2021 vai depender essencialmente da capacidade do governo de endereçar a vacinação, já que os estímulos monetário e fiscal foram reduzidos em relação a 2020. Se a vacinação se normalizar minimamente, devemos ter taxas positivas de crescimento do PIB no 3T e 4T de 2021. Mantemos nossa expectativa para crescimento do PIB em 2021 de, no máximo, 3,2%.

II. Reflação?

- A controvérsia sobre a reflação se iniciou primeira e principalmente nos EUA, em função do volume dos estímulos por lá praticados como forma de combater os efeitos da pandemia, em especial o pacote de 1,9 trilhão de dólares (American Rescue Plan). No entender de um grupo de economistas, capitaneado por Oliver Blanchard e Larry Summers, esse último pacote elevaria o volume de estímulos a um nível além do necessário para recuperar a economia⁴.
- O primeiro ponto de preocupação apontado é que a economia americana já vinha apresentando alguma recuperação – a taxa de desemprego, por exemplo, sai de 14,8% em abril de 2020 para 6,2% em fevereiro de 2021.
- O segundo ponto de preocupação está relacionado à manutenção dos estímulos monetários por parte do Fed em combinação com esse novo pacote de recuperação.
- O terceiro ponto de preocupação se relaciona ao estímulo ao maior endividamento das famílias e empresas e o impacto que isso teria sobre a fragilidade financeira da economia, para não falar na dificuldade em ancorar expectativas a respeito da inflação e da sustentabilidade fiscal dado que a relação dívida/PIB estimada para final de 2021/início de 2022 é de 130%.
- Aqui no Brasil, essas condições que ensejam as preocupações listadas acima não estão, nem de longe, presentes.
- Primeiramente, à desvalorização do real que se seguiu à decretação da pandemia (aproximadamente 13% tomando os pontos entre o início de 2020 e o dia 17/3/2020, seis dias após a decretação da pandemia pela OMS e aproximadamente 43% tomando por base as datas de 26/3/2021 e 2/1/2020) já houve o repasse de boa parte da mesma para os preços mais sensíveis ao câmbio e o seu transbordamento parcial para os demais preços da economia (ver gráficos 2a e 2b).

⁴ Sobre o debate a respeito da reflação da economia americana, ver <https://paulkrugman.substack.com/p/cooling-it-on-overheating> e <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/defense-concerns-over-19-trillion-relief-plan>. O total de estímulos fiscais nos EUA ultrapassa, segundo o FMI, 12% do PIB.

- Em segundo lugar, ainda que o IPCA acumulado em 12 meses móveis esteja quase acima do teto da meta de inflação (5,2 contra 5,25%), os núcleos de inflação estão razoavelmente bem comportados, sinalizando que não houve um repasse generalizado da desvalorização do câmbio para os preços da economia (gráfico 3).
- Por fim, o nível de estímulo, tanto monetário quanto fiscal, praticado no Brasil após a decretação da pandemia não é, no nosso entender, suficiente para produzir um processo inflacionário tendo como principal fonte a expansão na demanda agregada, como discutido no debate americano.
- Ainda que o comportamento do câmbio possa ser um limitador importante para a implementação de estímulos (monetários e fiscais) mais intensos – especialmente por conta do canal da dívida pública que, parece, desempenha um papel importante na determinação do comportamento da taxa de câmbio através do impacto sobre o prêmio de risco medido pelo CDS⁵ – o fato é que os dados parecem sugerir que as perspectivas de novas “maxidesvalorizações” do real são baixas⁶ o que, somado, ao nível anêmico da atividade, torna pouco provável a continuação da tendência de alta da inflação, ainda que, em função da inércia e de persistência de alguns choques de preço, o IPCA acumulado deva se elevar até o final do segundo trimestre desse ano.

Bottomline: na nossa visão são baixas as perspectivas de uma contínua piora da inflação ao longo de 2021, mesmo que os estímulos monetários e fiscais para esse ano fossem mais elevados do que os sinalizados pelo governo e Banco Central.

III. Reformas

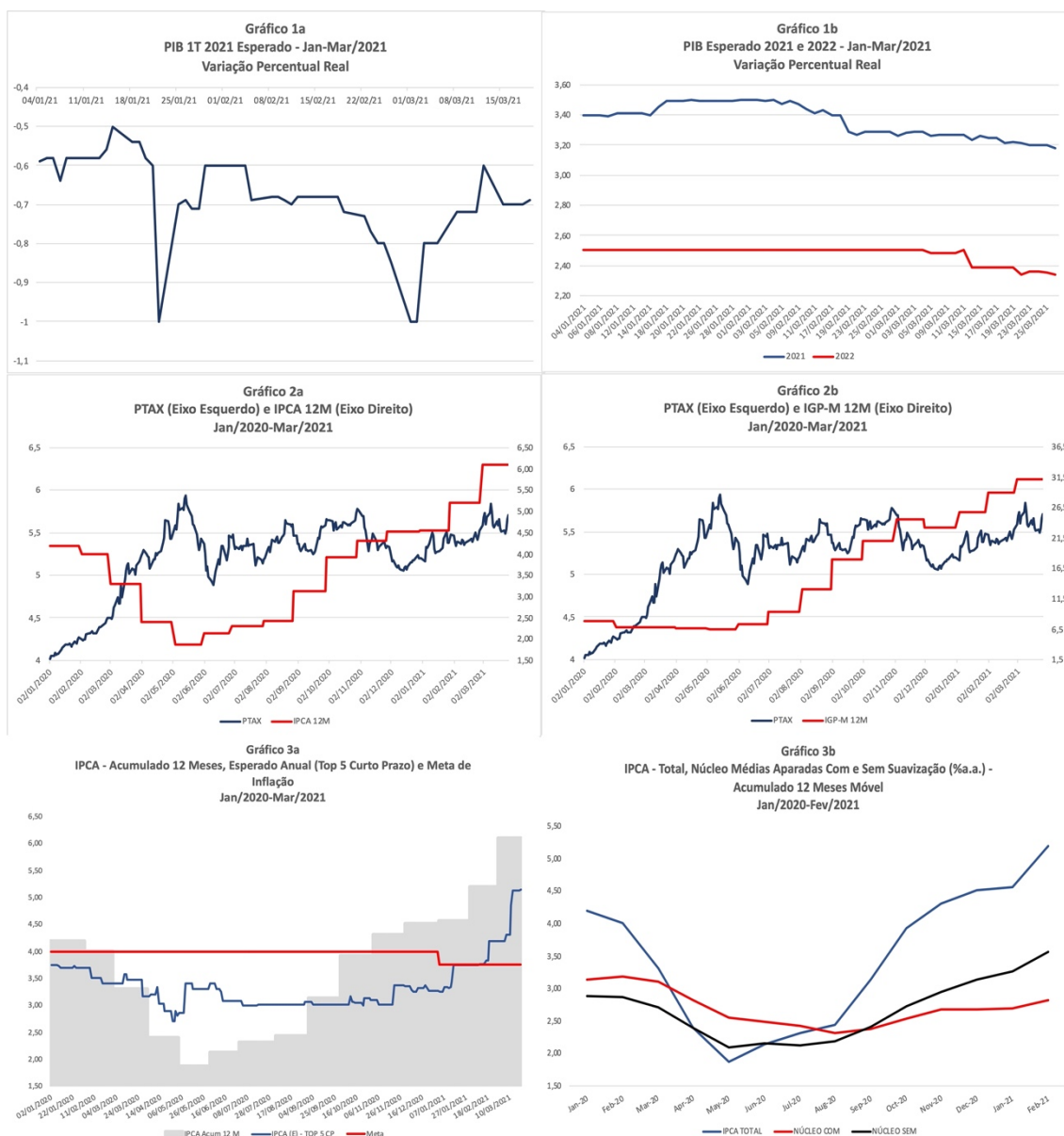
- Em 15 de março foi promulgada a Emenda Constitucional 109 (a chamada PEC Emergencial) a fim de dar mais previsibilidade e limite às elevações extraordinárias de gastos para fazer frente a calamidades nacionais e, com isso, no entendimento do governo, ancorar as expectativas quanto à sustentabilidade fiscal. As principais alterações são:
 - ◆ O estabelecimento de um teto de R\$ 44 bilhões a ser pago como AE, permitindo que, em 2021, o benefício possa ser pago por meio de créditos extraordinários (fora do teto de gastos e fora da “regra de ouro”);
 - ◆ A determinação de que, em situações de calamidade nacional, as propostas legislativas do governo federal para enfrentá-las não precisam obedecer ao teto de gastos e a regra de ouro, criando um regime fiscal extraordinário; e
 - ◆ A determinação de que, quando a relação entre despesas correntes e receitas correntes atingir 95% em um período de 12 meses no âmbito dos Estados, Distrito Federal e Municípios, os entes se obrigam a aplicar o mecanismo de ajuste fiscal de vedação a (i) qualquer aumento/reajuste para o funcionalismo público; (ii) criação de

⁵ O BCB, no último Relatório Trimestral de Inflação (RTI) (Box Volatilidade da Taxa de Câmbio no Brasil) mostra que o CDS, junto com outros fatores, explica boa parte da volatilidade da taxa de câmbio, onde o CDS reage, em parte, ao “risco fiscal”. Ademais, como afirma a autoridade, “uma variação expressiva da taxa de câmbio tem forte impacto sobre sua volatilidade, que demora para ser dissipado, uma vez que a volatilidade é predominantemente inercial.”

⁶ “[A] maior volatilidade na taxa de câmbio observada no Brasil desde o final do primeiro bimestre de 2020 deve-se, em grande parte, tanto a fatores domésticos (tais como o expressivo aumento de negócios de minicontratos de dólar), como também a fatores externos (por exemplo, o aumento do VIX e a maior volatilidade cambial observada em países emergentes).” (RTI, 2021).

cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa; (iii) alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa; (iv) admissão ou contratação de pessoal; (v) realização de concurso público; (vi) criação ou majoração de auxílios, vantagens, bônus ou abonos de qualquer natureza; (vii) criação de despesa obrigatória; (viii) reajuste de despesa obrigatória acima da inflação; (ix) criação ou expansão de programas e linhas de financiamento; e (x) concessão ou ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária.

Bottomline: a EC 109, em que pese disciplinar a atuação fiscal do governo em situações de calamidade, não implementa, já, o ajuste fiscal que, na opinião do governo, seria importante para alterar as expectativas quanto a situação fiscal e, com isso, permitir uma queda sustentada na taxa de juros⁷.



Fonte: BCB, IBGE, FGV. No caso do IPCA e IGP-M acumulado em 12 meses móveis, foi usado o IPCA-15 e o IGP-10 de março de 2021 como proxies para os índices de março deste mesmo ano.

⁷ Sobre a EC 109 ver <https://blogdoibre.fgv.br/posts/explorando-os-gatilhos-da-emenda-constitucional-emergencial>.