

- Avanço da segunda onda do Covid continua na Europa e nos EUA, levando a retrações no PIB do 4º tri e do 1º tri de 2021.
- ECB amplia medidas de liquidez para garantir condições financeiras durante a segunda onda.
- Brexit volta ao foco, mas permanece incerto. Nos EUA, um pacote bipartidário começa a avançar.
- No Brasil, o relator da PEC do Pacto Federativo apresenta o relatório, com pequeno impacto fiscal.
- Banco Central indica que pretende abandonar o *forward guidance* em um futuro próximo.
- Melhora do cenário fiscal ajuda o Tesouro no financiamento da dívida que já começa a rolar os vencimentos de 2021. Déficit primário também melhora com o pagamento de impostos diferidos.
- Inflação continua acelerando e deve fechar 2020 acima da meta. Em 2021 a pressão sobre a inflação diminuiu após mudança no calendário de reajustes da tarifa de energia elétrica.

CENÁRIO INTERNACIONAL

A dificuldade para controlar a segunda onda do coronavírus na Europa e nos EUA levou países e estados a adotarem novas medidas de distanciamento social. Grande parte desses locais adotaram *lockdowns* mais brandos. Na Alemanha a situação ficou mais séria e o país foi obrigado a adotar um *lockdown* mais duro até meados de janeiro. A segunda onda do coronavírus e as ações adotadas para conter a pandemia devem levar a novas retrações na atividade econômica no 4º tri e um crescimento pífio no começo de 2021.

Novas medidas foram adotadas em dezembro pelo Banco Central Europeu (BCE) para garantir liquidez e disponibilidade de crédito em 2021. O BCE ampliou o programa especial de compras de ativos em EUR500 bi, ampliou o tempo dos *facilities* para empréstimos ao setor bancário em um ano, entre outras ações. Nos EUA ainda se espera um pacote fiscal para renovar programas de estímulos para indivíduos e empresas. Uma proposta bipartidária de US\$750 bi está agora em discussão, mas ainda tem dificuldade para conseguir apoio dos líderes do Senado republicano. Algum avanço tem sido feito em torno das medidas, após dados piores no mercado de trabalho evidenciarem a necessidade de renovação dos estímulos.

Ainda na Europa, outra notícia que voltou à tona em novembro e dezembro foi o Brexit. O deadline para a saída do Reino Unido da União Europeia é no fim deste ano. Após inúmeras prorrogações, a tendência é de que a separação do Reino Unido do bloco econômico ocorra sem nenhum acordo, gerando potenciais impactos sobre o comércio internacional e nos mercados tanto do bloco quanto do Reino.

Na pauta política, a eleição americana se definiu no início de dezembro com os votos do Colégio Eleitoral certificando a vitória de Joe Biden com 306 delegados. Mas isso ainda não é tudo. Haverá ainda um segundo turno na Geórgia em 5 de janeiro para definir a maioria do Senado. Os Republicanos têm 50 assentos e os Democratas, 48. São dois assentos em jogo. Se houver empate, Kamala Harris, Vice Presidente, Democrata, será o voto de minerva. O cenário base é para que os Republicanos mantenham a maioria no Senado, caso isso não ocorra poderá haver um estresse no mercado.

O mercado tem se baseado atualmente nessa premissa. Com a maioria Republicana no Senado, grande parte das medidas econômicas de Biden, como aumento de impostos e maiores gastos públicos, serão potencialmente limitados. Uma mudança nesse cenário pode alterar essa perspectiva, trazendo de volta um quadro de *blue wave* com impactos potencialmente negativos para o mercado acionário no curto prazo.

O avanço da vacina no mundo tem compensado a perspectiva mais negativa com o avanço da pandemia. Reino Unido e EUA já iniciaram seus programas de vacinação da população em situação de risco e trabalhadores do setor de saúde, e se espera que até a metade do próximo ano grande parte da população esteja vacinada, permitindo uma reabertura econômica mais ampla. Com isso, os mercados já absorvem essa expectativa mais positiva para as economias no decorrer de 2021.

DOMÉSTICO

As eleições municipais em novembro atrapalharam a agenda do Congresso, que praticamente não avançou. A reforma tributária até começou a retomar as discussões, mas acabou sendo adiada para 2021. Na pauta fiscal, o governo reforçou o compromisso com o teto de gastos e barrou qualquer discussão sobre novos programas sociais e prorrogação do auxílio emergencial, apesar da pressão política em contrário. Com isso, acreditamos que o cenário fiscal para 2021 está melhor do que achávamos nos meses anteriores. Teto de gastos deve ser respeitado, o auxílio emergencial se encerrará no fim deste ano e aterrissaremos em um Bolsa Família ampliado. Isso contudo, não garante a sustentabilidade fiscal no longo prazo. O Brasil precisará ainda endereçar a reforma do orçamento se quiser voltar a crescer.

Um dos projetos que mais se esperava para buscar essa sustentabilidade no longo prazo era a PEC emergencial. A medida previa inicialmente a antecipação da ativação dos gatilhos do teto de gastos, quando a despesa obrigatória atingisse 95% da despesa total, e novas restrições no orçamento, como a possibilidade de reduzir em 25% a jornada e os salários de servidores. Somente essa cláusula geraria uma economia de R\$25 bi em um ano. Também previa a desvinculação e desindexação do orçamento, retirando a obrigatoriedade de reajustar todos os benefícios e salários pelo salário mínimo. O relatório da PEC divulgado no início de dezembro, contudo, endereça somente a regra dos 95% sem abrir espaço no teto de gastos. A análise da PEC deve ocorrer somente em 2021 mas, se aprovada, a abertura de espaço nas contas públicas será de apenas R\$ 450 milhões, dado que boa parte dos gatilhos já estão acionados por uma medida que bloqueia reajustes salariais de servidores.

Juntamente com a PEC emergencial, foi apresentada a PEC dos fundos públicos, que prevê a liberação de recursos de alguns fundos para aplicação no combate à pobreza e investimentos em infraestrutura. O único potencial fiscal nesse caso é que poderá reduzir o endividamento público no futuro. Também foi incluída a proposta para reduzir os subsídios tributários 2% do PIB em 5 anos. Segundo cálculos de Marcos Mendes, partiríamos de um total de 2,15% do PIB para chegar a 2 % em 5 anos, reduzindo somente 0,15% do PIB. Isso porque grande parte dos subsídios foram excluídos da medida (e.g. Zona Franca e Simples).

A apresentação da PEC emergencial com menor efeito fiscal tem o objetivo claro de aprovar a medida mais rapidamente,

potencialmente antes do orçamento de 2021, que também ficará para o ano que vem. Ao mesmo tempo, sem uma PEC que enderece os principais problemas do orçamento, a medida servirá somente como um adiamento da discussão. O respeito ao teto de gastos será mais difícil nos próximos anos.

No curto prazo, a situação fiscal mostrou sinais mais positivos. A arrecadação tem surpreendido com a rápida recuperação econômica e o pagamento de impostos diferidos do primeiro semestre. Estimamos agora um déficit primário de 11,3% do PIB para 2020. A dívida bruta do governo deve ir para 91,8% do PIB neste ano. Com a redução no estresse fiscal, os leilões do Tesouro também têm se beneficiado. Considerando somente as vendas de títulos realizadas no quarto trimestre (R\$ 452 bi), o Tesouro já seria capaz de financiar o déficit primário (R\$ 135 bi), os vencimentos de títulos (R\$ 108 bi), e ainda sobriariam R\$ 210 bi para rolagem de títulos do ano que vem. Essa é uma das nossas maiores preocupações para 2021. Há ainda um estoque de R\$ 700 bi de vencimentos de títulos somente no primeiro semestre. Com essa rolagem, o Tesouro consegue aliviar um pouco essa pressão.

Novembro foi mais um mês de alta na inflação. Os alimentos, a depreciação cambial acumulada no ano, a retomada de serviços e do varejo continuam pressionando o IPCA. A reativação das bandeiras tarifárias em dezembro adiciona mais uma pressão neste ano, mas diminui o impacto sobre 2021. Esperamos que o IPCA feche 2020 em 4,6% e 2021 em 3,3%.

A pressão recente da inflação não alterou a nossa visão, nem a do Banco Central, de que essas pressões são temporárias. Mesmo assim, a retomada de serviços com a chegada da vacina em 2021 deve pressionar as expectativas de inflação de 2021 e 2022. Isso levou o Copom a indicar que pretende abandonar o *forward guidance* em um futuro próximo, sem que isso implique em uma elevação imediata na Selic. Com isso, esperamos que o direcionamento futuro de juros seja retirado em janeiro e a Selic comece a subir em julho fechando 2021 em 4%.

A economia brasileira também dependerá sobretudo da ampla disponibilidade de vacinas para se recuperar de forma integral, principalmente com a alta recente de casos que deve perdurar até o início de 2021. A retomada econômica ainda ocorre de forma desigual, com uma forte recuperação no setor de bens e elevada ociosidade em serviços. Problemas fiscais históricos, contudo, deverão continuar sendo o centro das atenções em 2021.

PROJEÇÕES	2018	2019	2020*	2021*	2022*
PIB - Crescimento Real (%)	1,1	1.4	-4.5	3.2	2.0
IPCA - IBGE (%)	3.7	4.3	4.6	3.3	3.5
IGP-M - FGV (%)	7.5	7.3	23.5	4.5	4.0
Taxa de juros Selic fim de período (%)	6.50	4.50	2.00	4.00	5.50