

- Nos EUA as eleições presidenciais permanecem como tema principal. Nas pesquisas, Biden amplia a vantagem sobre Trump após um debate caótico e o diagnóstico do atual Presidente com covid-19.
- Coronavírus ressurge na maior parte do mundo e deve desacelerar a recuperação econômica nos principais países da Europa e nos EUA.
- Discussão sobre uma nova rodada de medidas de estímulos fiscais nos EUA permanece incerta, com crescente probabilidade de ser aprovada somente após as eleições.
- No Brasil, a questão fiscal permaneceu como o principal tema de setembro com o Renda Cidadã. Reformas (administrativa e tributária), com o calendário eleitoral, devem ficar para o ano que vem.
- Estresse fiscal e alta oferta de títulos ameaça o financiamento do Tesouro.
- Alteramos nossa projeção de inflação de 2020 para 2,7% devido à forte pressão dos alimentos.

## CENÁRIO INTERNACIONAL

A menos de um mês para as eleições presidenciais americanas, os mercados vislumbram um período de elevada volatilidade. Essa volatilidade não será explicada apenas por uma perspectiva de mudança na política econômica se Biden for eleito, mas também pela própria incerteza que o resultado pode gerar. Com a pandemia, milhões de eleitores optaram por votar via correios. Até o dia 6 de outubro, mais de 5,6 milhões de eleitores haviam escolhido essa modalidade de voto. Com isso, Trump afirmou que não aceitaria o resultado das eleições no caso de derrota, o que poderia levar os EUA a uma crise institucional sem precedentes, prolongando por semanas a definição do resultado eleitoral.

Nas últimas pesquisas Biden se consolidou como favorito à eleição, reduzindo o espaço para possíveis contestações do resultado. O candidato democrata ampliou a vantagem sobre o republicano de 8 p.p. em meados de setembro, para mais de 10 p.p. no início de outubro. As principais razões para isso foram o debate caótico, marcado por interrupções e agressões de Trump, e o diagnóstico de Covid-19 do atual Presidente jogando contra ele a política da não utilização de máscaras e a má reputação no controle da pandemia nos EUA.

A política econômica de Biden é também um fator que adiciona incerteza. As propostas de aumento dos impostos corporativos e do imposto de renda, além da elevação de gastos do governo, são as principais preocupações no caso de eleição de Biden. Os efeitos dessas propostas ainda são incertos e difíceis de estimar. Apesar da redução da lucratividade das empresas, como resultado da elevação dos impostos, o forte estímulo fiscal pode levar a um movimento de *risk on* e favorecer o mercado americano sob uma perspectiva de recuperação acelerada da economia.

Ao mesmo tempo, um aumento dos gastos públicos pode piorar a situação fiscal americana e levar a uma elevação dos juros mais cedo do que o inicialmente previsto. Um cenário mais claro dependerá do resultado da eleição Legislativa. A tendência é que a Câmara permaneça Democrata, mas a disputa do Senado ainda está em aberto. Pelas últimas pesquisas, há grandes chances de os democratas conseguirem a maioria no Legislativo.

Além das eleições presidenciais, o acordo entre Republicanos e Democratas sobre um novo pacote fiscal permanece num impasse. Avanços foram feitos após a redução para US\$ 2,2 bi na oferta Democrata e o aumento para US\$ 1,8 bi na oferta Republicana, mas um acordo final ainda está distante, apesar dos esforços recentes da Casa Branca. Os dados mais fracos de renda dos americanos (-2,7% em setembro) e de emprego, devem forçar o Congresso a aprovar um auxílio adicional ainda este ano.

O avanço do coronavírus no mundo é mais um fator que adiciona incerteza sobre as perspectivas de crescimento. Destaque para a Europa que já apresenta piora nos dados de serviços e expectativas de setembro, após alguns países do bloco serem obrigados a adotar novas políticas de restrição à mobilidade. *Lockdowns* ainda são evitados para reduzir o impacto econômico. Os EUA também registram uma nova onda de contaminação, com 47 estados apresentando números crescentes de casos diários. A nova onda, antes restrita à Europa agora atinge também os outros continentes, o que indica que as perspectivas de crescimento poderão frustrar novamente sem um controle efetivo, sem vacina e sem estímulos fiscais.

## CENÁRIO DOMÉSTICO

A preocupação com o quadro fiscal futuro permaneceu como o principal tema doméstico de setembro. Não à toa, após a apresentação do orçamento ao final de agosto, a incerteza sobre o cumprimento do teto em 2021 em meio à pressão para um novo programa social assustou o mercado.

A principal discussão ficou por conta do Renda Cidadã. O projeto anteriormente denominado Renda Brasil, foi modificado após a negativa do presidente à ideia de congelar as aposentadorias e eliminar outros benefícios sociais para abrir espaço no teto de gastos.

Com isso, a apresentação do Renda Cidadã em meados de setembro foi cercada de expectativa, pois seria conhecida a forma de financiamento do novo programa e se ela obedeceria ao teto de gastos. De fato a ideia do governo em utilizar os precatórios e os recursos do Fundeb manteria o teto de gastos, mas era uma clara tentativa de burlar a regra fiscal através de contabilidade criativa.

Após o estresse no mercado e as sinalizações negativas do Congresso, o governo voltou atrás e anunciará o novo programa somente após as eleições municipais de novembro. Outras formas de financiamento voltaram a ser estudadas. O que parece mais provável agora é a aplicação de um conjunto de medidas de redução de gastos para abrir espaço no orçamento, entre elas, cortes no salário de servidores e redução de outros benefícios sociais.

PLOA-2021	R\$ milhões
Previdencia	682.217
Pessoal + Auxílio	341.403
Abono	58.931
BPC	64.702
Fundeb	19.604
Precatorios Total	54.722
Subsidios	14.019
Outras Obrig	44.824
Discricionárias	96.053
Bolsa Família	34.858
Demais Obrigatórias	6.028
Educação	6.764
Saúde	92.675
<b>Total</b>	<b>1.516.800</b>

No PLOA 2021 há ainda espaço para incluir o Renda Cidadã. São R\$ 368 bi entre despesas discricionárias, subsídios e outros benefícios sociais (BPC, Bolsa Família e Abono Salarial), que poderiam ser alterados. Há ainda outros R\$ 341 bi em despesas com pessoal. A principal pergunta é: há disposição política para alterar essas despesas que têm potencial para mudar eleições? É difícil ter um cenário claro agora. A sinalização mais positiva neste momento é de que Paulo Guedes e parte do Congresso ainda parecem comprometidos com o teto de gastos e que o Presidente está alinhado, neste ponto, com o ministro da Economia.

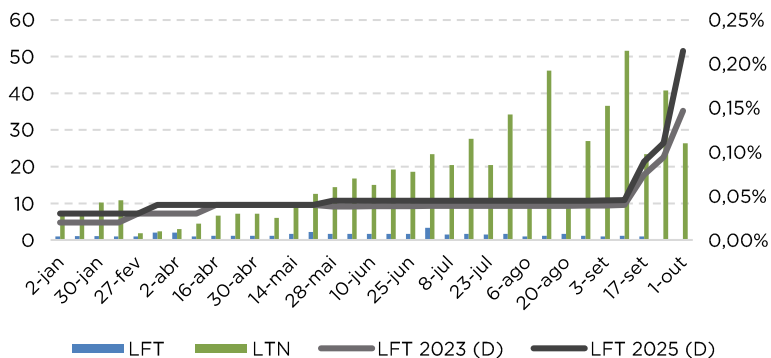
Além do Renda Cidadã, a agenda dos próximos meses inclui a PEC emergencial que regulamenta os gatilhos do teto de gastos. Com as ameaças recentes de rompimento da regra fiscal, essa é a PEC mais urgente. Nossa expectativa, a partir das indicações dos partidos alinhados ao governo, é que a PEC emergencial tem boa chance de aprovação no Congresso, mas a apresentação juntamente com o Renda Cidadã pode atrasar o processo.

Um dos grandes fatores negativos para essa tramitação é o tempo. Após as eleições municipais, o Congresso terá menos de um mês para analisar e aprovar a proposta, o que seria mais rápida, inclusive, que a tramitação da PEC do orçamento de guerra, menos polêmica, aprovada em um mês. Em razão desse tempo curto, as reformas administrativa e tributária devem ficar para 2021, algo já esperado devido à polêmica dos temas e à impopularidade das propostas em ano eleitoral.

Até dezembro, pelo menos, o Brasil estará em elevada incerteza fiscal. Sem uma forma clara de financiamento para o Renda Cidadã, sem a regulamentação dos gatilhos do teto e sem o orçamento fechado para o próximo ano. A crise, que parecia controlada com a recuperação acelerada do 3º tri, deve continuar nas contas públicas.

Além do estresse fiscal, os elevados montantes de financiamento levaram a uma inclinação da curva de juros encarecendo o financiamento do Tesouro em setembro. As LFTs (pós fixados atrelados à Selic), também tiveram elevações nos prêmios em todos os vencimentos.

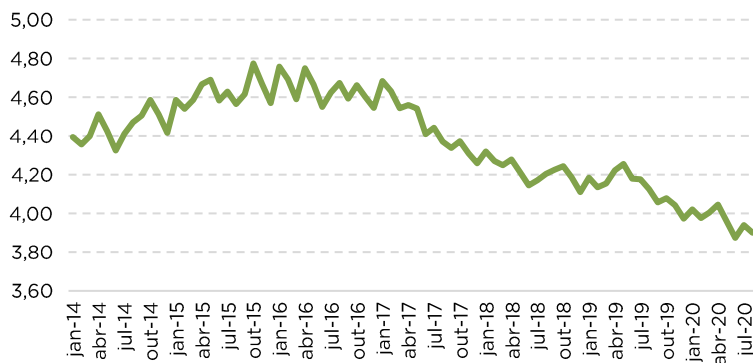
Leilões do Tesouro (R\$ bi) e prêmio da LFT



Fonte: Tesouro Nacional e Rio Bravo

Como se observa no gráfico acima, as emissões do Tesouro em setembro foram elevadas, próximas aos níveis da crise de 2015. Com a taxa Selic historicamente baixa e o risco fiscal ampliado na primeira semana do último mês, o mercado passou a demandar LFTs com um prêmio mais elevado. Movimento similar também foi observado nas taxa cobradas pelos títulos prefixados. A situação começou a normalizar no início de outubro com a redução do risco fiscal, diminuição da oferta de títulos nos leilões e com o aumento da rentabilidade das LFTs, levando o mercado a demandar o título novamente.

Prazo Médio da DPF (anos)



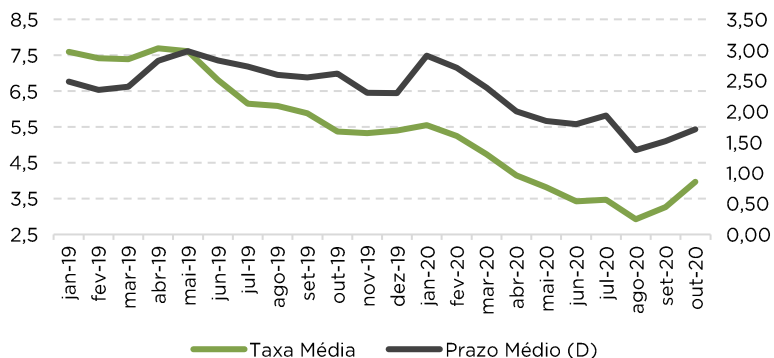
Fonte: Tesouro Nacional e Rio Bravo

A piora nas condições de financiamento fez com que o Tesouro ampliasse as emissões de títulos de curto prazo dificultando a gestão de liquidez. A perspectiva futura, contudo, não é positiva, cerca de R\$ 624 bi em títulos vencerão nos primeiros cinco meses de 2021. Com a dificuldade de caixa do Tesouro, é provável que o Banco Central (BC) tenha que realizar nova transferência dos resultados cambiais.

Em setembro, a inflação novamente surpreendeu as expectativas. O setor de alimentos permanece pressionando o indicador após a forte depreciação do real e a maior demanda externa (China) e interna (auxílio emergencial). Com essa aceleração recente, alteramos nossa expectativa de IPCA de 2020 para 2,7%.

O repasse da elevação nos preços do atacado deverá ficar restrita a este ano devido à normalização do setor que deve ocorrer no próximo ano, sem novas depreciações cambiais e com redução na demanda. Além disso, o grau de ociosidade da economia deverá permanecer elevado em 2021, adicionando pressão de baixa na inflação.

Taxa Média (%) e Prazo Médio (anos)



PROJEÇÕES	2018	2019	2020*	2021*	2022*
PIB - Crescimento real (%)	1,1	1.1	-5.2	3.0	2.0
IPCA - IBGE (%)	3.7	4.3	2.7	3.0	3.5
IGP-M - FGV (%)	7.5	7.3	18.4	4.0	3.0
Taxa de juros Selic fim de período (%)	6.50	4.50	2.00	2.50	4.00