

- No exterior, a desaceleração da economia global é o principal ponto de atenção. Os efeitos da variante delta prometem ser mais profundos do que esperávamos anteriormente, especialmente sobre a cadeia de suprimentos.
- Fed começa a falar sobre o *timing* da redução da compra de ativos (*tapering*). O anúncio é aguardado em setembro, mas a redução deve ocorrer apenas no final do ano.
- No Brasil, o risco fiscal retorna com um novo Bolsa Família e com a PEC dos precatórios. Insegurança jurídica e ameaças ao cumprimento do teto de gastos são as principais preocupações.
- Copom reforça comunicado hawkish e destaca inflação de serviços e fiscal como principais riscos.

CENÁRIO INTERNACIONAL

A vacinação, que avançou rapidamente em todo o mundo no primeiro semestre, perdeu força nos países desenvolvidos. O percentual de vacinados nos EUA e na Europa está nos 50% desde meados de julho. Por mais surpreendente que pareça, há uma grande aversão em relação às vacinas que parece afetar cerca de metade da população nesses países. Isso faz com que eles sejam mais suscetíveis a sofrer os impactos de novas mutações, como está acontecendo com a variante Delta. Mesmo com um elevado percentual da população vacinada, há um aumento nas internações e na mortalidade. Essa alta ainda é pequena, o que sustenta a visão de que não haverá novos lockdowns tão amplos como em 2020, mas que gera cautela e atrapalha o plano de reabertura econômica.

No caso dos países emergentes o problema é mais complexo. Há uma evidente desigualdade no acesso às vacinas mais utilizadas no mundo. Quem mais sofre com isso neste momento são os países do sudeste asiático e a Índia. Com um percentual de vacinados ainda baixo, esses países são mais suscetíveis a adotar medidas restritivas para conter a alta de casos, como aconteceu recentemente na Malásia que voltou a adotar um *lockdown* restritivo. A China, com sua política de “zero Covid”, também é um exemplo recente ao decidir fechar parcialmente o terceiro maior porto do mundo.

Diferentemente de 2020, as medidas emergenciais para conter essa onda recente são mais focalizadas em determinados setores e regiões dos países. Com isso, os “*lockdowns*” não devem gerar uma recessão tão profunda quanto a que observamos em 2020. Um problema secundário, mas ainda sério, surge pelo fato desses países serem os mais importantes produtores de insumos do mundo, especialmente para a indústria, e importantes entrepostos comerciais.

A cadeia de suprimento, que ainda mostra dificuldades de se normalizar depois da crise de 2020 (especialmente no setor de semicondutores), terá ainda mais dificuldade no decorrer deste ano. O efeito disso é uma indústria ainda fragilizada, que pode impedir um crescimento mais robusto das economias no restante deste ano. Isso, conseqüentemente, se reflete nos preços de ativos, que começam a embutir um crescimento menor.

A volatilidade trazida pela expansão da variante delta se soma à discussão sobre a política monetária americana. O momento do anúncio do *tapering* - quando ele irá começar, a que ritmo e qual ativo o Fed reduzirá as compras primeiro - são as três perguntas que todos estão tentando responder. Parece já haver um consenso, entre os diretores do Fed, em relação às duas primeiras perguntas. O anúncio do *tapering* pode ocorrer em setembro e a redução no programa de compras até o final do ano. A condição para esse cenário se concretizar será, principalmente, a recuperação no mercado de trabalho.

O núcleo da inflação americana registrou uma nova alta em julho (0,3% MoM), mas ficou abaixo das expectativas do mercado (0,4% MoM). Os itens que vinham contribuindo com a inflação, como veículos usados e serviços que estavam com uma demanda aquecida devido à reabertura, perderam força. O discurso de que a aceleração da inflação americana era majoritariamente temporária ganha força e diminui a pressão sobre o Fed. O mercado de trabalho começa a ter uma recuperação mais acelerada, com a criação de 940K vagas de emprego em julho, mas a manutenção dos amplos benefícios de seguro desemprego ainda geram uma restrição de oferta. Com o encerramento desses programas em setembro, a expectativa é que o mercado de trabalho se recupere rapidamente, dando força para que o *tapering* ocorra até o final do ano.

DOMÉSTICO

A vacinação no Brasil está sendo rápida, com aproximadamente 1,8 milhões de indivíduos recebendo doses diariamente. A reabertura econômica caminha a passos largos e os eventos com grande aglomeração devem retornar no início de novembro. O setor de serviços é o que mais se beneficia desse cenário. A reabertura desse setor, que ainda ocorria de forma gradual até o último mês, deverá retornar à normalidade em grande parte do país até o final de agosto. A mortalidade e a ocupação hospitalar permanece em queda em grande parte dos estados, mas o avanço da variante delta no Rio de Janeiro e em São Paulo é uma preocupação que mantemos no radar.

57% da população brasileira está vacinada com a primeira dose, mas apenas 24% está completamente imunizada. São esperados 293 milhões de doses até o final do ano, suficiente para vacinar os 90 milhões de indivíduos que ainda esperam pela primeira dose e os 69 milhões que já estariam elegíveis para a segunda dose.

Entre julho e agosto, o cenário político e econômico doméstico voltou a definir o movimento do mercado. O risco fiscal que estava “dormindo”, acordou, como esperávamos. A ampliação em 50% do Bolsa Família, como ventilado frequentemente pelo governo, aumenta a despesa com o benefício social em cerca de R\$ 20 bi. Seria uma ideia excelente para reduzir a pobreza e a desigualdade que se elevou em 2020, mas o governo pecou, mais uma vez, na forma de incluir o programa no orçamento.

O estresse aumentou quando a AGU anunciou que o estoque de precatórios a serem pagos em 2022 seria de quase R\$ 90 bi, bem superior aos R\$ 50 bi que serão pagos neste ano. Esse montante corresponde a cerca de 70% das despesas discricionárias do ano que vem, o que significa que, se o governo empenhar o pagamento total desses precatórios, não haverá espaço para um programa social mais amplo, nem mesmo para manter a máquina pública funcionando integralmente.

Uma das opções em discussão para resolver esse problema é uma PEC já entregue ao Congresso que parcela os grandes precatórios. Outra opção seria retirar todo ou parte dos precatórios do teto de gastos. O problema é que isso cria um precedente ruim, ainda mais em véspera de ano eleitoral.

O que deve contribuir ainda mais para esse risco é o espaço no teto de gastos do ano que vem, cenário que só será conhecido de fato ao final deste ano com a inflação acumulada. Com as projeções do mercado chegando próximo de 7,5% para o IPCA 21, o espaço no teto de gastos que era de R\$ 30 bi, passará para perto de R\$ 20 bi. Esse fato desenha um cenário ainda mais difícil para se propor um Bolsa Família mais amplo, mas o presidente parece irredutível, ainda mais em momento de contínua perda de popularidade e eleições cada dia mais próximas.

Em julho, o Banco Central reforçou o comunicado duro contra inflação (*hawkish*). O Copom destacou que a persistência inflacionária é uma ameaça e pode deteriorar as expectativas de inflação nos próximos anos. Na Ata, o comitê voltou a adicionar a preocupação sobre o andamento das contas públicas, fala que havia sido retirada nos últimos comunicados devido à melhora no resultado primário.

Para a inflação, os riscos são muitos. No setor de serviços, que reajusta os preços de acordo com a recuperação de demanda, no setor de bens, que deve continuar pressionado com os problemas nas cadeias de suprimentos devido à variante delta e nas tarifas de energia, que devem ficar pressionadas com a crise hídrica que promete ficar ainda mais difícil nos próximos meses.

A crise hídrica não é um risco somente para a inflação, mas também para o crescimento econômico em 2022. O risco de o Brasil acabar em racionamento de energia aumenta a cada mês. Novos reajustes de tarifas são necessários para tentar conter a demanda recorde e o programa voluntário de redução de demanda precisa entrar em operação o quanto antes.

Será um restante de 2021 difícil para o Brasil. São crises simultâneas, domésticas e internacionais, e um momento importante para a política nacional em véspera de eleição. Nisso ainda se soma a desastrosa reforma tributária do imposto de renda, a qual esperamos que seja abandonada no Congresso. Com todos esses fatores, não vemos um cenário tão positivo para os mercados nos próximos meses.

PROJEÇÕES	2018	2019	2020	2021*	2022*
PIB – Crescimento Real (%)	1,8	1,4	-4,1	5,3	2,0
IPCA – IBGE (%)	3,7	4,3	4,5	7,4	4,0
IGP-M - FGV (%)	7,5	7,3	23,1	19,1	5,0
Taxa de juros Selic fim de período (%)	6,50	4,50	2,00	7,50	7,50