

- Novas variantes do COVID-19 ganham força no mundo, gerando aumento de casos. Mortalidade continua controlada nos países com percentual elevado de vacinados.
- Além das novas variantes, os problemas nas cadeias de produção começam a afetar as projeções de crescimento econômico no mundo.
- Inflação americana continua no centro das preocupações.
- No Brasil, governo surpreende com projeto de lei que altera o imposto de renda.
- Com a pressão inflacionária, Copom terá que apertar o passo no aumento de juros.
- Inflação mais alta libera mais espaço no teto de gastos de 2022.

CENÁRIO INTERNACIONAL

A vacinação continua ganhando força no mundo mas, apesar de os países avançados estarem com um percentual razoável da população vacinada, muitos deles estão com aumentos no número de casos. A situação está mais séria no Reino Unido, na União Europeia, em alguns países da Ásia e nos EUA. A mortalidade, contudo, continua bem controlada, mostrando que as vacinas são eficazes e que a reabertura econômica deve continuar.

Essas variantes podem conter um pouco do crescimento mundial. O PMI de serviços da China e da União Europeia mostrou uma desaceleração em junho, em parte devido a uma perda de confiança de que as economias voltarão à normalidade nos próximos meses. As variantes são um risco, mas elas ainda não foram suficientes para reduzir de forma significativa a eficácia das vacinas. Os laboratórios já estão trabalhando em doses de reforço que devem ser aplicadas em 2022.

As restrições nas cadeias de produção, em que se destacam os problemas na oferta de semicondutores, devem também levar a uma desaceleração das economias nos próximos meses, principalmente na indústria. Dados da produção industrial europeia de maio apontam para essa desaceleração (-1% MoM vs. -0,3% esperado). Com o fim dos estímulos fiscais no terceiro trimestre, esperamos que o excesso de demanda arrefeça, levando a uma normalização parcial desses problemas nas cadeias de produção até o final do ano.

A inflação americana continua no radar no segundo semestre, com o CPI surpreendendo para cima há vários meses. As pressões altistas são concentradas principalmente em itens com algum efeito temporário. Os preços de automóveis são os exemplos mais claros. Os preços de carros novos subiram 2% em junho, enquanto os de carros usados subiram 10,5% com as restrições de semicondutores.

Tarifas de passagens aéreas subiram 2,7% em junho, devido à retomada do turismo e à reabertura. Outros serviços, em contrapartida, subiram apenas 0,4% nesse mesmo período. Ainda é difícil afirmar o quanto da inflação americana é temporária e o quanto deve persistir nos próximos anos, o fato é que o FED quer observar um “avanço substancial” na economia e na inflação.

O FOMC, o comitê de política monetária do FED, avançou na discussão sobre a redução dos estímulos monetários, em especial do QE (quantitative easing), nos próximos meses. Mas os membros permanecem cautelosos em definir uma data e um ritmo para a sua diminuição (tapering). O mercado de trabalho americano permanece sub ofertado, em parte devido ao auxílio desemprego mais amplo que se encerrará em setembro. Por isso, até o fim do terceiro trimestre, poderemos ter surpresas negativas sobre o emprego deixando espaço para a manutenção do atual grau de estímulo monetário. As altas de salários devido à baixa oferta de trabalho são um risco, mas ainda não estão sendo repassadas para o consumidor final com intensidade.

Nosso cenário base sobre a política monetária americana ainda não mudou, continuamos esperando que a redução do QE ocorra somente no primeiro trimestre de 2022, com alguns avanços importantes para acontecer até lá. A discussão sobre a inflação e sobre as reuniões do FOMC continuarão dominando o mercado e gerando volatilidade no segundo semestre.

Apesar dos riscos associados à política monetária global e ao processo de “reflação” no mundo, as novas variantes preocupam, assim como os problemas remanescentes nas cadeias de produção que podem desacelerar a economia. O avanço da vacinação, contudo, deverá levar grande parte da economia global a se recuperar totalmente da queda de 2020 em 2022.

DOMÉSTICO

A pandemia tem mostrado sinais de melhora desde a segunda onda, em março e abril. A terceira fase, que deu sinais de início em junho, parece estar arrefecendo. Com as novas entregas das vacinas da Pfizer e Janssen, a imunização ganhou força e está levando a uma reabertura mais ampla da economia no segundo trimestre. Esperamos que grande parte da população adulta esteja vacinada até o final de 2021.

Por enquanto, 15% da população completamente protegida é insuficiente para garantir a imunidade de rebanho que permitiria a reabertura completa. As novas variantes adicionam mais uma preocupação sobre o controle da pandemia nos próximos meses, com alguns estados registrando a transmissão da variante delta, encontrada inicialmente na Índia. Tendo em vista que a grande parte da população de risco já foi imunizada, nosso cenário base não prevê novos *lockdowns* no país.

Essa reabertura da economia tem levado a uma recuperação mais intensa dos serviços, que se manteve em grande parte fechado em 2020 devido às medidas de distanciamento social. Além do impacto positivo sobre a atividade econômica, evidente na receita real de serviços (+7,3% YTD), o setor também impacta diretamente a inflação.

Serviços como alimentação fora do domicílio estão apresentando as maiores altas de preços (+6,2% YoY), o que tem pressionado a medida de serviços subjacentes (+3,9% YoY), um dos focos do Banco Central na condução da política monetária. Como é um setor cujos custos dependem do preço das commodities, não reflete somente a retomada da demanda em serviços. Quando retiramos esses itens, os serviços subjacentes apresentam alta de 3,0% YoY, mais controlada que o índice cheio e abaixo da meta (3,75%). Isso significa que os itens mais dependentes da demanda e da atividade econômica ainda estão defasados no processo inflacionário. Nossa expectativa é que esses itens passem a pressionar mais a inflação nos próximos meses com a reabertura da economia. Uma alta mais intensa nesses setores levaria a um IPCA mais pressionado neste e no próximo ano. Nesse caso o Banco Central deveria subir o juro mais intensamente.

Outro fator que tem gerado uma pressão inflacionária é o preço da energia elétrica devido à crise hídrica. Apesar de não acreditarmos que ocorra racionamento de energia neste ano, a tarifa deve ficar mais cara até o final de 2021. A Aneel reajustou a tarifa da bandeira vermelha 2 em 52%,

mas novos reajustes podem ocorrer ainda no terceiro trimestre. Com uma alta mais forte neste ano e assumindo que a hidrologia melhore em 2022, deverá haver uma deflação de energia elétrica no próximo ano de aproximadamente 1%, concentrando o problema sobre esse componente da inflação em 2021.

O IPCA registrou alta de 8,3% nos 12 meses acumulados até junho. Essa alta levou a um reajuste recorde no teto de gastos (+125 bi em 2022), dando mais espaço para as despesas em ano eleitoral. Os resultados das contas públicas também estão surpreendendo neste ano. Até maio, o resultado primário do governo central registrou superávit de R\$ 20 bi, bem acima do déficit de R\$ 222 bi no mesmo período de 2020. Por um lado as despesas caíram com a redução das medidas associadas à pandemia, por outro as receitas estão sendo beneficiadas com a recuperação econômica e inflação mais alta. Apesar dessa recuperação ser essencialmente cíclica, haverá uma melhora considerável nos níveis da dívida pública no médio prazo. A dívida bruta/PIB deve passar de 89,2% em 2020 para 82,1% em 2021 e deve subir para um pouco mais de 90% nos próximos anos, nível este que já esteve próximo dos 100%.

Em junho o governo surpreendeu com a proposta de reforma tributária que alterava o IRPF, IRPJ e os impostos sobre investimentos. As principais propostas versavam sobre a elevação da faixa de isenção do IRPF, pequena redução da alíquota no IRPJ, tributação de dividendos e de fundos imobiliários. Cálculos preliminares indicavam que haveria um aumento de carga tributária relevante para as empresas, além de gerar mais distorções no mercado. Após críticas de praticamente todos os setores da economia o projeto foi alterado para uma versão melhorada, com uma redução maior no IRPJ e com a manutenção da isenção nos FIIs. A questão agora é como financiar essa renúncia fiscal, que deve ser de R\$ 27 bi em 2022 e de R\$ 30 bi em 2023, segundo cálculos do governo.

A ideia do governo de lançar um Bolsa Família mais amplo (R\$ 50 bi), que já estava comprometido pelo espaço nas despesas, com essa queda na arrecadação ficará ainda mais difícil para se tornar realidade. A reforma ainda possui pontos polêmicos, especialmente na tributação de dividendos, e o andamento no Senado promete ser difícil, ao mesmo tempo em que acontece a CPI da pandemia. Lembrando que qualquer mudança no imposto de renda deve ser aprovada no ano anterior à vigência da medida. Permanecemos céticos com a aprovação da reforma este ano.

PROJEÇÕES	2018	2019	2020	2021*	2022*
PIB – Crescimento Real (%)	1,8	1,4	-4,1	5,4	2,0
IPCA – IBGE (%)	3,7	4,3	4,5	6,4	3,7
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	6,50	7,00