

- Vacinação avança nos países desenvolvidos e a recuperação econômica ganha fôlego.
- Inflação americana continua no centro das preocupações. Visão de que as pressões são temporárias (ainda) prevalecem.
- No Brasil, os dados confirmaram a força da atividade econômica no primeiro trimestre e o PIB cresceu acima das expectativas.
- Alta da inflação neste ano ameaça as expectativas para 2022. Recuperação econômica deve ser uma nova fonte de pressão.
- Copom deve continuar o aumento de juros no ritmo atual e levará a Selic para 6,5%.

CENÁRIO INTERNACIONAL

Os países desenvolvidos, especialmente EUA, União Europeia e Reino Unido, continuam avançando no processo de vacinação. A maior dificuldade, no caso dos EUA e do Reino Unido, é convencer a população a se imunizar. O ritmo de vacinação nos EUA, por exemplo, caiu 61% entre o pico (abril) e o final de maio. No Reino Unido, a baixa foi de 10%. Apesar das dificuldades, não acreditamos que haverá impactos negativos relevantes na atividade econômica. O controle da pandemia é evidente principalmente nos EUA, país que registra 15 mil casos e 500 mortes por dia, com quedas de 92% e 84%, respectivamente, desde o início do ano.

Existem países ainda sofrem para controlar a pandemia, em especial aqueles atingidos pelas novas variantes. E mesmo o Reino Unido, apesar da vacinação, registrou alta de 70% no número de casos entre abril e junho devido à nova variante com origem na Índia. A mortalidade, contudo, é praticamente nula, potencialmente devido ao efeito da imunização em idosos. Haverá algum atraso no processo de reabertura, mas acreditamos que no terceiro trimestre os países desenvolvidos, em sua grande maioria, terão voltado à normalidade.

Com o fim da pandemia no radar, outros assuntos ganham importância. O pacote de investimento em infraestrutura dos EUA (a ser utilizado nesta década) proposto por Biden ainda não foi acordado entre democratas e republicanos. A proposta original de USD 2,25 tri já foi reduzida para USD 1,2 tri, mas ainda há dificuldades para convencer senadores democratas.

Enquanto isso, em uma medida capitaneada pelos EUA, os membros do G7 chegaram a um acordo para estabelecer uma alíquota mínima de 15% em impostos para as multinacionais, retirando o benefício tributário dos paraísos fiscais. A implementação deve demorar anos para ser efetivada, mas esse acordo representa um primeiro avanço em uma discussão que já durava anos.

A inflação americana também continua no centro das atenções do mercado. O núcleo do PCE, índice de inflação que define a meta de inflação do Fed, teve uma alta de 3,1% em abril. O valor é elevado, mas parte disso se deve a efeito estatístico (base de 2020 muito baixa). Outra parte dessa alta está concentrada em itens mais associados a problemas (ainda) considerados temporários. No índice do CPI, igualmente um indicador de inflação, destaque para automóveis usados (+10%), que segue impulsionado pelas restrições aos semicondutores, e passagens aéreas (+10%), devido à rápida retomada na atividade econômica. Essas pressões de oferta devem arrefecer com a normalização das economias.

O Fed não observa somente a meta de inflação para definir os próximos passos da política monetária. O mercado de trabalho tem uma importância tão grande quanto. Os dados de criação de empregos referentes a maio mostram que ainda há um estoque de 8 milhões de indivíduos desempregados em relação ao nível pré-pandemia. A demora para essa recuperação, contudo, não é um problema de demanda (o número de vagas abertas em abril foi de 9,3 milhões), mas, sim, de oferta. Uma das principais razões para isso foi a ampliação do benefício de seguro desemprego até setembro no pacote aprovado por Biden em janeiro. Desse modo, o benefício dado pelo governo foi maior do que o salário recebido para parte dos trabalhadores. Isso se reflete em uma pressão salarial (+0,5% em maio) mas que ainda não foi repassada ao consumidor final. Com o reequilíbrio dos benefícios em setembro espera-se que essa pressão também arrefeça.

Apesar de o Fed ter antecipado a discussão sobre a redução de estímulos monetários, acreditamos que isso irá ocorrer somente no primeiro trimestre de 2022. Há ainda espaço para os mercados emergentes se beneficiarem da liquidez internacional, antes de o banco central dos EUA retirar os estímulos.

CENÁRIO DOMÉSTICO

A economia brasileira surpreendeu no primeiro trimestre deste ano. O crescimento de 1,2% no PIB ficou acima de quase todas as projeções do mercado. Já estávamos mais otimistas com a atividade quando estimamos, em fevereiro, um crescimento de 4,1% para o PIB em 2021. Hoje esse número já parece defasado.

A segunda onda da pandemia (muito mais forte do que em 2020) teve menor impacto na economia. Por um lado, as medidas de distanciamento social foram mais brandas. Por outro, a população e a economia mostraram ter aprendido a conviver com a pandemia. O reflexo disso para a saúde foi negativa, tendo em vista a reabertura intensa nos primeiros meses do ano, mas a economia sobreviveu com parte dos benefícios pagos em 2020 e com o anúncio de uma nova rodada a partir de abril. Uma terceira onda parece começar em alguns estados, mas não acreditamos em grandes impactos para a atividade econômica se ela se intensificar. A vacinação que atingiu grande parte dos idosos deve permitir um controle maior da mortalidade.

O auxílio emergencial no segundo trimestre já mostra um efeito positivo no consumo, a mobilidade urbana está de volta aos níveis de janeiro/21 e a vacinação tem avançado. Esses são alguns fatores que sustentam nossa atual projeção de crescimento de 5,4% em 2021, 1,3 p.p. a mais do que a projeção anterior, mas que pode ser ainda maior. A atividade econômica no segundo semestre deve ser sustentada principalmente pela vacinação. Apesar dos atrasos recorrentes nas entregas de doses na primeira metade do ano, alguns estados já projetam vacinar toda a população adulta até o final de outubro/21, um cenário possível, muito embora condicionado ao calendário de entregas de vacinas. Um dos grandes gargalos para a vacinação no primeiro semestre foi a importação de IFA da China para a fabricação doméstica da Coronavac e da AstraZeneca. No terceiro trimestre, a dependência do Brasil dessas vacinas cairá dos atuais 70% para 50% e novas entregas devem ser feitas pela Pfizer, Jansen e Covax facility que devem intensificar a produção e as entregas.

Outro fator que deve impulsionar a atividade econômica no terceiro trimestre é a nova rodada do auxílio emergencial. O governo propõe mais três parcelas do benefício (agosto a outubro) com um custo total de R\$ 27 bi. Desse montante, 20 R\$ bi serão financiados por créditos extraordinários, ou seja, fora do teto de gastos.

O impacto fiscal da nova rodada será pequeno e há algum espaço fiscal gerado pelos melhores resultados primários do começo deste ano. Beneficiada pela inflação mais alta e pela recuperação da economia, a arrecadação cresceu 16,6% nos primeiros quatro meses do ano. As despesas caíram 12,2%, devido ao efeito base do ano passado e a não aprovação do orçamento até abril. O resultado primário foi de superávit primário nesse período (+R\$ 41 bi). É preciso, contudo, ter muita cautela antes de ver esse número como uma melhora fiscal estrutural. Grande parte dos fatores que beneficiaram o resultado primário neste ano são temporários, associados a uma inflação mais alta ou a medidas que foram adotadas na pandemia, tanto nas arrecadações quanto nas despesas. Não houve, portanto, melhora sustentável das contas públicas e o risco que vem afetando câmbio e a curva de juros continua no radar.

Apesar da nova rodada do auxílio emergencial ter pequeno impacto fiscal, a ideia do governo é criar um novo Bolsa Família a partir de novembro, com um orçamento próximo de R\$ 52 bi, muito maior que os R\$ 35 bi atuais. Essa discussão é ainda preliminar e deve se intensificar no terceiro trimestre. A mudança no Bolsa Família deve ocorrer até dezembro, tendo em vista que 2022 é ano eleitoral, o que impede a criação de novos benefícios sociais. Nesse contexto, o risco fiscal continuará no radar e voltará a influenciar os preços dos ativos no final do ano, momento que deve coincidir com a discussão eleitoral de 2022.

A inflação continua pressionada este ano. Os fatores temporários que foram responsáveis pelo impulso nos preços ao final do ano passado estão perdendo força gradualmente. A crise hidrológica e energética e a retomada acelerada da economia são novas fontes de pressão de preços, principalmente para o segundo semestre e potencialmente para 2022. Apesar de não vermos risco de racionamento elétrico, as tarifas devem ficar mais caras neste (+4,1%) e no próximo ano (+7%). Agora esperamos um IPCA de 6,2% para o final de 2021, 1,1 p.p. acima da nossa projeção anterior. Em 2022 a inflação deve ficar em 3,7%.

A atividade econômica em aceleração e a inflação mais elevada devem levar a taxa de juro ao nível neutro, que não estimula nem contrai a economia, já no final deste ano (6,5%). Esperamos que a Selic se mantenha em 6,5% ao longo de 2022, mas há um risco de níveis mais elevados caso as pressões observadas neste ano se mantenham.

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	6,2	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	6,50