

- EUA e Reino Unido iniciam o processo de reabertura econômica com o avanço da vacinação. Índia se torna o centro da pandemia, afetando os mercados asiáticos.
- Inflação americana surpreende em abril. A redefinição americana comandará o mercado nos próximos meses.
- No Brasil, a situação da pandemia melhorou em abril e a flexibilização das medidas de restrição reiniciaram, o que pode representar uma ameaça para o terceiro trimestre.
- Atividade econômica mostra resiliência no primeiro semestre. A inflação continua sendo pressionada pelas commodities e já começa a desancorar as expectativas de 2022.

## CENÁRIO INTERNACIONAL

O início do terceiro trimestre está sendo marcado pela ampla reabertura econômica em alguns países desenvolvidos. Estados Unidos e Reino Unido se destacam por terem vacinado mais de 50% da população. Com a vida retornando ao normal, os setores de lazer e serviços estão sendo reativados após mais de um ano praticamente paralisados.

Com os imensos auxílios aprovados no início do ano, principalmente nos EUA, a demanda tem se recuperado com força. No primeiro trimestre a economia americana cresceu 1,6% e, para o ano, as expectativas indicam um crescimento próximo de 7%. No Reino Unido o primeiro trimestre ainda teve uma queda de 1,5%, devido às medidas restritivas vigentes em janeiro e fevereiro, mas as projeções indicam um crescimento próximo de 8% para 2021.

É fato que essa recuperação acelerada não é um efeito somente do avanço da vacinação. Medidas mais duras de distanciamento social e mudanças nas políticas de saúde pública (no caso dos EUA com Biden) foram importantes para controlar a pandemia e garantir uma reabertura mais sustentável.

Mas nem todos os países tiveram notícias positivas em abril. A Índia se tornou o novo epicentro da pandemia no mundo, com recordes diários de casos e mortes e sem uma previsão de melhora consistente. Outras regiões da Ásia também estão sendo afetadas, impondo novos *lockdowns* em países como China, Tailândia, Indonésia e Singapura. Isso é mais uma evidência de que a pandemia ainda está distante de ser completamente controlada em grande parte do mundo.

A reativação de parte da economia global, juntamente com um aumento da demanda que ainda estava represada, tem levado a uma forte valorização nos preços das commodities.

Apesar de beneficiar países exportadores, a alta nas commodities representa uma ameaça para a inflação global. O temor com a redefinição permanece no radar, e a surpresa no CPI de abril somente elevou esse temor. As pressões inflacionárias de curto prazo estão concentradas nos setores mais beneficiados pela reabertura econômica. Serviços, lazer e passagens aéreas tiveram altas intensas em abril. Mas outros setores também foram impactados por fatores globais, como as commodities e as restrições de acesso aos insumos (como chips e semicondutores). A grande questão é se essa pressão será temporária, ou não.

Alguns movimentos de preços indicam que a pressão inflacionária é temporária, como os setores beneficiados pela reabertura econômica. Mas outros indicam que essa pressão durará mais tempo, potencialmente levando a inflação para um patamar superior à meta de inflação do Fed (2%). Os preços das commodities e a falta de insumos não devem arrefecer tão cedo. O mundo continuará em uma recuperação intensa no segundo trimestre deste ano e no primeiro trimestre de 2022. Assim, ainda haverá um grande espaço para recomposição da demanda represada durante todo esse período. Além disso, os problemas de oferta não devem se resolver tão cedo. Algumas mudanças estruturais, como a demanda por tecnologia, devem manter a oferta de chips e semicondutores restrita, impulsionando os preços de insumos para a indústria.

O timing de tudo isso será um fator fundamental. Não acreditamos que haverá uma mudança profunda na condução da política monetária pelo Fed no curto prazo, dado que ainda existe uma defasagem na recuperação no mercado de trabalho. O consenso de mercado já precifica que a retirada de estímulos começará no início de 2022, o que, por ora, é consistente com o novo framework de política monetária do Fed.

## DOMÉSTICO

Após uma profunda crise de saúde em março, a situação da pandemia melhorou em abril. A ocupação hospitalar caiu de uma média de 91% para 80%. A média de mortes diárias caiu 16% e o número de casos diários teve uma queda de 20% nesse período. Com o arrefecimento da pandemia, grande parte do país retomou o processo de reabertura. Apesar de um positivo efeito econômico de curto prazo, isso pode representar uma ameaça para o terceiro trimestre tendo em vista que o ritmo de vacinação ainda será insuficiente para garantir um nível de imunidade capaz de controlar o avanço da doença. Com as novas variantes do vírus, esse risco é ainda maior.

Apesar da piora da pandemia em março e das restrições à mobilidade, o impacto sobre a atividade econômica foi consideravelmente menor do que o inicialmente esperado. Fomos surpreendidos com uma economia mais resiliente. Os dados de fevereiro e março da produção industrial, do varejo e de serviços surpreenderam positivamente deixando um carregamento positivo para o primeiro trimestre. Com esses dados melhores, nossa expectativa de crescimento do PIB do primeiro trimestre passou de uma queda de 0,5% para um crescimento de 0,4%. Nossa projeção de crescimento do PIB para 2021 passou de 3,2% para 4,0%.

A inflação, em contrapartida, continua numa espiral de alta. Os preços internacionais das commodities continuam sendo a principal fonte de pressão. Neste ano o impulso começou no petróleo e no minério de ferro, com as reaberturas econômicas em alguns países e a conseqüente retomada da demanda. Mais recentemente, os problemas com o clima também pressionaram os preços internacionais das commodities agrícolas. Com isso, revisamos nossa expectativa de inflação para 2021 de 4,8% para 5,1%, com viés de alta.

Parte dessa pressão inflacionária se deve também à depreciação do câmbio. A principal razão do Real estar subvalorizado neste ano se deve, sobretudo, ao risco fiscal. O diferencial de juros explica uma pequena parte desse estresse cambial. Para entender isso, é preciso analisar dois eventos relevantes neste ano.

Em março o Copom surpreendeu o mercado com um comunicado mais *hawkish* do que o esperado e com uma alta mais intensa do que projetada (75 bps). Naquela semana o câmbio respondeu pouco à decisão do Banco Central devido à incerteza em torno do orçamento, que naquele momento ainda

não havia sido resolvido. Na reunião de maio, o Copom trouxe um comunicado em linha com o esperado pelo mercado e o câmbio entrou em uma espiral de baixa. Mas esse movimento não foi mérito único da política monetária e de expectativa de diferencial de juro mais alto. Já escrevemos, em outros momentos, que o real está excessivamente desvalorizado e fora dos fundamentos macro e que o risco fiscal impedia uma apreciação maior. Sem novidades no front fiscal e com um enfraquecimento global do dólar, o comunicado de maio do Banco Central abriu caminho para a apreciação do câmbio mais intensa do que os pares emergentes. Ainda vemos um limite para a apreciação do câmbio até o final do ano. Sem novidades estruturalmente relevantes para o controle fiscal, o câmbio continuará subvalorizado. Adicione-se a isso a discussão eleitoral de 2022.

Todos esses eventos estão reverberando sobre as expectativas de inflação de 2022. Nas últimas semanas se iniciou um movimento de desancoragem das expectativas, com a mediana do mercado passando de 3,5% para 3,6%. Isso forçará o Banco Central a subir o juro de forma mais intensa e para um nível mais alto. Na reunião de março o Copom adicionou um *guidance* de “normalização parcial” no juro. Isso, na prática, significa que havia um teto para o qual o BC iria levar a Selic em um primeiro momento. Na reunião de maio o Copom mudou esse *guidance*, afirmando que dependerá dos dados da economia e das projeções do mercado para a inflação de 2022. É uma questão de tempo até o Banco Central precisar tirar por completo a cláusula de “normalização parcial”. A alta nas expectativas de inflação do próximo ano estão sendo impulsionadas por uma pressão mais intensa das commodities, do câmbio, que deve ser volátil em ano eleitoral, e do risco fiscal ainda presente. Além disso, nossa medida de hiato do PIB mostra que não estamos tão longe do PIB potencial como prevíamos inicialmente.

Uma economia mais forte do que o esperado, inflação mais pressionada e juro voltando ao “normal”. Poderiam ser indicações de que a vida estaria voltando à normalidade, mas ainda estamos distantes de lá. A pandemia seguirá no radar até pelo menos o quarto trimestre deste ano, quando a vacinação deve avançar com mais força. Até lá, teremos mais pressão para gastos mantendo o risco fiscal elevado.

PROJEÇÕES	2018	2019	2020	2021*	2022*
PIB - Crescimento Real (%)	1,8	1,4	-4,1	4,0	2,0
IPCA - IBGE (%)	3,7	4,3	4,5	5,1	3,5
IGP-M - FGV (%)	7,5	7,3	23,1	14,8	5,0
Taxa de juros Selic fim de período (%)	6,50	4,50	2,00	6,25	6,50