

- Nos EUA, pacote fiscal de US\$ 1,9 tri, aumenta o temor com a inflação e causa uma onda de aumento de juros nos títulos do governo.
- A vacinação continua avançando nos países desenvolvidos. EUA e UK começam a mostrar dados melhores de casos diários e ocupação hospitalar, e irão relaxar medidas restritivas aos poucos.
- Brasil passa pelo pior momento da pandemia, com novos recordes diários de mortes e um iminente colapso no sistema de saúde nacional.
- A PEC Emergencial foi aprovada, abrindo um espaço limitado para uma nova rodada do auxílio emergencial e regulamentando os gatilhos do teto de gastos.
- PIB de 2020 caiu 4,1%, mas resultado no último trimestre surpreendeu. Carrego estatístico para 2021 é de 3,6%, mas crescimento deve ser inferior devido à piora da pandemia.

CENÁRIO INTERNACIONAL

A vacinação ganhou força no mundo em fevereiro. Os EUA já aplicam 2,5 milhões de doses por dia, o Reino Unido 350 mil, e a União Europeia, 1,2 milhão de aplicações por dia. Israel ainda se destaca por ter vacinado todos os habitantes com pelo menos uma dose. Novas vacinas estão mostrando dados promissores. A J&J, que tem a vantagem de ser dose única, mostrou eficácia de 66%. Essa vacina é aguardada com expectativa devido à provável expansão na capacidade de vacinação.

Dados de ocupação hospitalar mostram que as vacinas já estão gerando um efeito positivo. Em Israel a ocupação hospitalar caiu 40% entre início de fevereiro e início de março. Nos EUA a queda foi de 50% no mesmo período e no Reino Unido, 64%. As medidas de distanciamento social e as novas políticas de controle adotadas nesses países também contribuíram para essa melhora. As medidas restritivas ainda estão começando a ser flexibilizadas e se espera que no segundo semestre a reabertura seja ampla.

Nos EUA, o pacote de USD 1,9 tri foi finalmente aprovado. No conjunto de medidas haverá uma nova rodada de cheques para os indivíduos, auxílios para estados e municípios, ampliação do seguro desemprego, novas linhas de crédito para as empresas, entre outras medidas para garantir a recuperação nesse primeiro semestre. O PIB dos EUA deve crescer mais de 6% neste ano, em parte devido a essa nova rodada de estímulos fiscais.

A aprovação do pacote reacendeu a preocupação com a inflação. A implícita de 10 anos chegou a 2,3%, o maior nível em 6 anos. Isso levou a um movimento de *sell off* nos títulos do Tesouro americano e as *yields* de 10 anos chegaram a 1,6%, voltando ao nível pré-pandemia.

Esse movimento de alta nos juros americanos levou também a um *sell off* nas empresas de *growth*, em especial as de tecnologia, que agora tinham um *valuation* menos favorável e também perdiam com um crédito mais caro.

Apesar do estresse recente, não acreditamos que ele deva se manter no médio prazo. O pacote fiscal deve gerar um estímulo para a economia, mas esse aquecimento deve ser temporário, mantendo a inflação sob controle. Há também uma preocupação de que o FED antecipe a retirada dos estímulos monetários. Acreditamos, no entanto, que esse risco é limitado tendo em vista o novo *framework* de política monetária.

Nesse novo ferramental, o FED irá esperar até que a inflação média esteja centrada em 2%. Além disso se espera também que o desemprego volte ao nível neutro (aprox. 4%). Na atual situação da economia americana, ambos objetivos devem ser atingidos somente em 2022, quando o FED deve começar a reduzir os programas de compras de ativos. Esperamos que a curva de juros passe a acompanhar a recuperação econômica, que será acelerada, mas que levará a uma alta gradual na inflação sem prejudicar o mercado acionário.

As políticas monetárias nos países desenvolvidos devem continuar estimulativas. O estresse observado nas *yields* americanas ainda está sendo considerado temporário pelos principais Bancos Centrais e não deve reduzir a disponibilidade de liquidez internacional. Os países emergentes podem se beneficiar desse cenário. Adiciona-se a isso a defasagem que esses países ainda apresentam na recuperação do mercado acionário.

DOMÉSTICO

Nesse último mês a situação da pandemia piorou consideravelmente no Brasil. A nova onda que iniciou em janeiro no Amazonas, se espalhou por todo o país. A média da ocupação dos leitos de UTI já chega a quase 90% e alguns estados têm ocupação acima de 100% com filas para internação.

Estudos preliminares indicam que a principal razão dessa piora é a nova variante encontrada no Amazonas. Ela é mais transmissível que as outras mutações e é também mais grave para a população mais jovem, o que explica o aumento das internações para as pessoas abaixo de 50 anos.

Outros estudos indicam que a Coronavac e a vacina da Pfizer são eficazes contra essa nova variante. A Coronavac é a principal vacina hoje disponível no Brasil e as doses da Pfizer devem ser adquiridas nos próximos meses pelo governo.

O Brasil está vacinando uma média de 350 mil pessoas por dia e tem 5,3% da população vacinada. Para comparação, os EUA aplicam 2,5 milhões de doses por dia, sendo que 32% da população já recebeu pelo menos uma dose.

A incerteza com a disponibilização de mais doses, adiciona dúvidas sobre a recuperação da economia. Ainda esperamos uma retração de 0,5% no PIB do primeiro trimestre de 2021 e de estabilidade no segundo, com viés de baixa. O retorno do auxílio emergencial não deve ser suficiente para compensar a retração no primeiro semestre deste ano. Com isso, o Brasil deve crescer 3,2% em 2021, abaixo do carregamento estatístico de 3,6% herdado do último trimestre do ano passado.

A PEC Emergencial foi aprovada no Congresso. Apesar das pressões da oposição, e até do próprio Executivo, para desidratar a medida, a Proposta de Emenda à Constituição regulamenta os gatilhos do teto de gastos estabelecendo um limite de 95% (para a despesa obrigatória em relação a despesa total) para que as medidas de contenção fiscal sejam acionadas. A proposta coloca também um limite de R\$ 44 bi para gastos com o auxílio emergencial. Esse valor é consideravelmente menor do que os R\$ 320 bi gastos com o auxílio no ano passado.

Nessa nova rodada, o número de beneficiários será menor e o auxílio ficará entre R\$ 150 e R\$ 375, menor que os R\$ 600 do início do programa no ano passado. Esse novo auxílio emergencial deve ter um impacto limitado sobre a atividade econômica. O avanço da inflação, principalmente de alimentos, reduz a renda disponível da população e limita a capacidade de consumo principalmente das rendas mais baixas que receberão o auxílio.

As ameaças de interferência do Presidente na política de preços da Petrobrás e as tentativas de desidratar a PEC Emergencial, adicionaram um grau maior de incerteza sobre a continuidade das reformas econômicas. No início do ano, com a aprovação do novo Congresso, esperávamos que o governo conseguisse mais espaço para aprovar medidas politicamente custosas (como as reformas administrativa e tributária). Contudo, com os últimos eventos, percebe-se que esse não é o interesse de grande parte do Legislativo e do Executivo.

Com isso, o Brasil deve conviver com um câmbio mais depreciado durante grande parte do ano o que, juntamente com a valorização das commodities no mercado internacional, deve pressionar a inflação deste e do próximo ano, forçando o Banco Central a subir a SELIC mais intensamente.

Na decisão de março o COPOM elevou a taxa básica de juros em 75 bps, surpreendendo o mercado, e afirmou que deverá subir a SELIC na mesma magnitude em maio. O comitê deixou clara a sua preocupação com a aceleração da inflação neste ano, que ameaça o cumprimento da meta, e com as expectativas de 2022. Com essa decisão alteramos nossa expectativa de SELIC deste ano para 5% e de 2022 para 6,5%. Esse cenário deve levar a uma apreciação limitada do Real e redução do prêmio de risco nos vencimentos mais longos da curva de juros, melhorando as condições financeiras.

A situação econômica brasileira é preocupante. O país está no pior momento da pandemia e o risco fiscal ainda é elevado. Somos céticos com a aprovação de reformas este ano. Também não observamos, por ora, um grande interesse do Legislativo com as pautas mais polêmicas e economicamente estruturais. O crescimento deste e do próximo ano ainda estão comprometidos.

PROJEÇÕES	2018	2019	2020	2021*	2022*
PIB - Crescimento Real (%)	1,8	1,4	-4,1	3,2	2,0
IPCA - IBGE (%)	3,7	4,3	4,5	4,8	3,5
IGP-M - FGV (%)	7,5	7,3	23,1	11,2	5,0
Taxa de juros Selic fim de período (%)	6,50	4,50	2,00	5,00	6,50