

## TEXTO MACRO MENSAL | JANEIRO

### Internacional

Após o otimismo com o início dos programas de vacinação contra o COVID-19 no final de 2020, as diferenças no ritmo e nas condições de cobertura vacinal ao redor do mundo deixaram evidente que promessas e iniciativas não bastam: sem eficácia que leve à imunidade de rebanho, não há como retomar um crescimento sustentável. Neste contexto, as projeções de crescimento para 2021 e 2022 de diferentes economias têm sido amplamente revisadas pelo mercado, que já incorpora a disparidade dos programas de imunização. Contudo, apesar da produção enfrentar problemas, como insuficiência de fábricas e de insumos, os investimentos em curso e as perspectivas de aprovação de novas vacinas devem melhorar o quadro ao longo de 2021.

Nos EUA, o anúncio do novo pacote fiscal de USD 1,9 trilhões, que ainda tramita no Congresso, reforçou as expectativas de retomada da economia norte-americana em um contexto de redução da eficácia da política monetária. No entanto, dividem opiniões detalhes do pacote, especialmente o pagamento de US\$ 2.000 por desempregado ou subempregado, que levanta dúvidas sobre possíveis pressões inflacionárias dado o aumento significativo da renda disponível. Os agentes de mercado já discutem se recente alta das taxas das Treasuries de 10 anos não sugere um risco de inflação mais precoce do que anteriormente se julgava.

A Europa, por sua vez, sofre mais os efeitos da nova aceleração da COVID-19 devido à intensidade da segunda onda da pandemia e à impossibilidade de usar uma política fiscal contracíclica por não ser um país, e indicadores de atividade já sinalizam um desaquecimento no primeiro trimestre de 2021. A crise política na Itália também traz incertezas: o país foi o maior destinatário de recursos do pacote de EUR 750 bilhões, aprovado para financiar projetos de infraestrutura nas economias de menor crescimento do bloco. Porém, a disputa em

torno dos setores e obras a serem contemplados, entre outros fatores, desencadeou um abalo político que levou à renúncia do premiê Giuseppe Conte após a perda de apoio no Parlamento. Com a possibilidade de Mario Draghi, ex-presidente do Banco Central Europeu, assumir as frentes de negociação para a formação de um novo Governo, a situação evolui para se evitar maiores rupturas e prejuízos aos objetivos do pacote em meio à pandemia.

Por fim, o bom desempenho da China no controle da pandemia e a consequente projeção de um forte crescimento de 8,1% para o país em 2021 seguem favorecendo os exportadores de commodities - incluindo o Brasil -, que se beneficiam de um ciclo de crescimento dos preços, ainda que este não se configure, em princípio, como um “super ciclo”, similar ao que se iniciou em 2002 e terminou em 2011, favorecendo fortemente a atividade brasileira.

### Brasil

O progresso do Brasil na vacinação é muito menor do que nos países avançados, e isto cobrará um preço sobre a recuperação da economia. As projeções de crescimento do PIB estão sendo revistas para baixo, e o consenso deve convergir para uma taxa mais próxima de 3% no ano, com uma queda da atividade no primeiro trimestre de 2021. Para o segundo semestre, um possível aumento na disponibilidade de vacinas pode melhorar o quadro, mas os preços podem seguir voláteis: em janeiro, o Ibovespa caiu 3,32%, fechando em 115.067 pontos.

Os sinais de desaceleração no primeiro trimestre de 2021 são reforçados pelos indicadores de tendência divulgados em janeiro e referentes a dezembro de 2020: caíram todos os índices de confiança, com

destaque negativo para os do comércio e dos consumidores.

Com a queda do PIB no primeiro trimestre e o recrudescimento da pandemia, o Governo não escapará de aprovar uma extensão da Ajuda Emergencial, mas não poderá beneficiar o mesmo número de pessoas e nem na mesma magnitude: entre abril e agosto de 2020, o Governo gastou mais do que com o Bolsa Família de todo o ano de 2019, e de setembro a dezembro (com pagamentos de R\$ 300 por mês), gastou dois terços do Bolsa Família de um ano. Esta é a principal razão para o crescimento acentuado do déficit primário, que atingiu 10% do PIB.

O desequilíbrio fiscal elevou os prêmios de risco, entre os quais o excesso da depreciação cambial em relação à mediana de uma amostra de 20 países emergentes. Desde janeiro de 2020, o real já se depreciou mais de 40%, enquanto a mediana dos demais emergentes, que seguiu de perto o Dólar Index, teve uma depreciação nula. Ou seja, o comportamento do real durante a pandemia é função, principalmente, de causas domésticas.

Devido, em parte, à depreciação do real, o IPCA começou a ultrapassar a meta de inflação, processo que deve persistir, podendo obrigar o Banco Central a iniciar uma normalização monetária antes do que se previa anteriormente. A potencial aceleração desse processo já influenciou o comportamento das taxas de juros de curto prazo, que vêm se elevando. De toda forma, em termos reais, a taxa SELIC ainda se situa em terreno negativo, o que mantém sua capacidade de estímulo monetário.