



# O CUSTO DO ATRASSO DA VACINA

COMENTÁRIO MACRO  
JANEIRO, 2021



Começaremos, no Brasil, o processo de vacinação de forma tardia, com impactos negativos para o ritmo da retomada econômica. No cenário mais favorável, acreditamos que teremos a imunização de grupos de risco sendo concluída apenas em meados do ano, levando a uma reabertura total da economia apenas no 3T21. Projetamos avanço do PIB de 2,4% em 2021, porém alertamos para riscos advindos de um possível atraso no processo de vacinação, podendo levar a uma recuperação econômica ainda mais gradual.

Em nosso último Comentário Macro do ano passado, chamamos atenção para duas variáveis críticas para a recuperação econômica no Brasil: (i) o ritmo da vacinação, de modo a reduzir o distanciamento social e, por conseguinte, a evolução da poupança circunstancial; e (ii) o cenário fiscal e das reformas estruturais que, por sua conexão com as condições financeiras, impacta o ritmo da recuperação da economia, afetando a dinâmica da poupança precaucional.

Não começamos o ano bem quanto ao quesito (i). Enquanto a maior parte dos países desenvolvidos e muitos emergentes já começaram a imunização, tivemos nesta semana o ministro da saúde declarando que a “Vacinação vai começar no dia D na hora H”. Queremos nesta coluna tentar traçar algum tipo de avaliação, ainda que preliminar, sobre qual o impacto do atraso e ritmo futuro da vacinação na atividade econômica.

Vale observar, de início, que o atraso na vacinação parece resultar de uma estratégia singular adotada pelo Brasil no tocante ao problema. Como tem insistido Fernando Reinach em suas colunas no Estado de S. Paulo [1], a prioridade foi a produção nacional da vacina e não a sua rápida disponibilização para a população, em contraste com os demais países, desenvolvidos ou emergentes. Isso restringiu a escolha a vacinas de tecnologia mais padrão e a fabricantes estrangeiros que se dispusessem a transferir tecnologia para os institutos Butantan e FioCruz/Manguinhos.

Foi, assim, uma opção dos fabricantes públicos de vacinas, interessados inclusive em exportar o produto, e menos uma decisão da política de saúde visando o enfrentamento mais tempestivo da pandemia. A esse respeito, é interessante a reportagem feita pelo Estado de S. Paulo com Dimas Covas, presidente do Instituto Butantan (19/12/20) [2], em que se aprende que a parceria com a Sinovac inseriu-se em estratégia que faz parte do reposicionamento da instituição. A escolha se deu por envolver uma empresa chinesa, “pouco conhecida internacionalmente”, e que aceitou uma parceria como que “entre iguais”, transferindo tecnologia.

“A vacina é nossa” parece ter sido o grande motor da opção feita pelos fabricantes públicos de vacina, colocando seus governos respectivos a reboque de suas decisões estratégicas de domínio de tecnologia e posicionamento internacional. Essa estratégia, vale ressaltar, não colidiria com a compra de vacinas de outros fabricantes para atender a população mais rapidamente; mas nem o governo federal ou governos estaduais se movimentaram nessa direção.

Mas como a estratégia sanitária não é nossa área de especialidade, vamos abstrair esse assunto e olhar os possíveis impactos a partir daqui da nossa vacinação tardia. Se tomarmos como parâmetro os países avançados, já há revisões nas expectativas de crescimento do PIB para 2021 em função dos novos picos da Covid nos EUA e Europa, concorrendo com o início da vacinação. Em relatório divulgado em 10/01/21, a Goldman Sachs, por exemplo, revisou a trajetória de crescimento de países desenvolvidos, com o 1T21 sendo revisto de 4,2% para 2,0%, na comparação trimestral anualizada, e subindo o crescimento esperado no 2S21.

O que podemos prever quanto à vacinação no Brasil? O cenário mais favorável é que o início da vacinação ocorra ao final desse mês, envolvendo os grupos de risco. Segundo o cronograma do Ministério da Saúde, teríamos um total de 49,65 milhões de indivíduos (envolvendo cerca de 100 milhões de doses) nas 3 primeiras fases da vacinação, que abrangeria sobretudo a população acima de 60 anos, profissionais de saúde, pessoas com comorbidades e povos indígenas.

O ritmo desejado pelo Ministério da Saúde, ao menos na primeira fase da vacinação, é de cerca de 700 mil pessoas/dia, o que implicaria um prazo em torno de 5 meses para que esse grupo fosse inteiramente imunizado (duas doses), sempre na hipótese de disponibilidade tempestiva do volume de vacinas (e seringas) requerido. Ou seja, se tudo correr como o esperado, os grupos de risco estariam imunizados ao final do 2º trimestre.

Mas isso nos levaria, na melhor das hipóteses, a um nível de imunização em torno de 40 a 50%, supondo que além dos vacinados tivéssemos cerca de 20 a 30% com imunidade em função de contaminação prévia pelo vírus. Para termos o que a Organização Mundial da Saúde considera adequado, um mínimo de 70% de imunização, teríamos que aguardar ao menos mais um trimestre, ou seja, o 3T21. Se considerarmos uma vacina com eficácia menor, como a Coronavac, ao redor de 50%, o mínimo de vacinação para se atingir imunidade de rebanho seria ainda maior, entre 90 a 100%, trazendo inclusive um viés negativo para esta expectativa.

Na tabela abaixo, é possível verificar que, para atingirmos o nível de imunização de rebanho de 70% ou mais ainda no segundo trimestre, com diferentes hipóteses de porcentagem da população já infectada, precisaríamos de um nível de vacinação bastante superior às 700 mil pessoas/dia tido como meta na primeira fase do programa de vacinação nacional.

**Vacinação em Fev/21 / Vacinados por dia (mil habitantes)**

		% infectados*	Pop.**	0,90	0,85	0,80	0,75	0,70
Fig.1 Vacinação em fevereiro/21 / Vacinados por dia  (mil habitantes)	<b>Dias</b>	<b>240</b>	<b>Imunidade Coletiva no 3T base: 520-730k/dia</b>					
	0,150	194.250	728	688	648	607	567	
	0,200	189.000	709	669	630	591	551	
	0,250	183.750	689	651	613	574	536	
	0,300	178.500	669	632	595	558	521	
	<b>Dias</b>	<b>150</b>	<b>Imunidade Coletiva no 2T base: 830-1,170k/dia</b>					
	0,15	194.250	1166	1101	1036	971	907	
	0,20	189.000	1134	1071	1008	945	882	
	0,25	183.750	1103	1041	980	919	858	
	0,30	178.500	1071	1012	952	893	833	

\*percentual já infectado por covid e que não deve receber vacina  
\*\*hipótese de sobreposição de 50% (já contaminados que vão tomar a vacina)

O ritmo de 700 mil vacinados por dia é factível e já foi superado pelos EUA. Mas o ritmo de vacinação ainda não ganhou a velocidade inicialmente esperada entre os países desenvolvidos, em função de problemas ligados a disponibilidade de vacinas, logística, burocracia e dificuldades no atingimento de grupos de riscos selecionados. No relatório acima mencionado, a Goldman Sachs estima que nos EUA e Alemanha somente em maio a primeira dose da vacina terá sido administrada para 50% da população. No caso do Reino Unido, isso ocorreria já em abril; somente em junho para o Canadá, Espanha e Itália; julho para Austrália e França; e agosto para o Japão.

Na mesma linha, o Credit Suisse, em relatório de 18/12/20, estima que a “imunização de rebanho” nos EUA e no Reino Unido deve ser adquirida apenas no terceiro trimestre. Na Alemanha e França, provavelmente no quarto trimestre. Países que começarem a

vacinação mais tardiamente, dentre os quais os emergentes, podem somente ter a imunização de rebanho em 2022, como o CS espera para Japão e Índia. Não deveríamos esperar, dessa forma, uma imunização mais rápida do que o paradigma dos países desenvolvidos para o caso do Brasil, ainda lidando com a falta do imunizante e, incrivelmente, até a com a disponibilidade de seringas. É possível, ainda, que se opte pela estratégia de disseminar mais rapidamente a vacina, atrasando a segunda dose.

Mas, mantendo o cenário mais otimista, como traduzir os efeitos do calendário de vacinação em termos de seus impactos na economia? Na ausência de paradigmas prévios, o melhor será acompanhar o caso dos países mais avançados na vacinação, notadamente Israel, que já vacinou mais de 20% da população. Na falta de maiores informações neste estágio ainda inicial da vacinação, contudo, partimos de nosso cenário base em que imaginamos a economia deixando de sofrer restrições e distanciamento já a partir do 3T21.

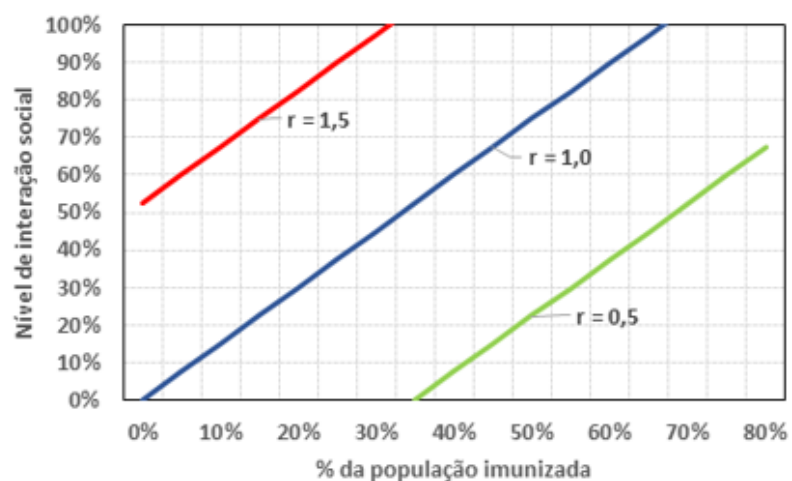
Porém, como observado acima, provavelmente teremos apenas no máximo metade da população brasileira imunizada em meados do ano, sobretudo os grupos de risco. Manteríamos expostos ao vírus a maior parte da população abaixo de 60 anos, aquela que é economicamente mais representativa tanto do lado da oferta (mercado de trabalho) como da demanda (consumo).

Uma pergunta relevante é se seria possível o relaxamento total de medidas de restrição após a vacinação de grupos de risco, visto que estes são os maiores responsáveis por ocupação de leitos e mortes. O argumento seria que, com a redução da demanda por hospitais, poderia haver redução da necessidade de medidas de restrição à mobilidade. Mas tal conclusão não é necessariamente verdade.

Abaixo, mostramos diferentes combinações entre a fração da população que foi imunizada (por contato com o vírus ou via vacina) vis-à-vis o nível de interação social frente ao período pré pandemia, que é reduzido pelas medidas de redução de mobilidade.

Para mantermos o nível de reprodução viral (“ $r$ ”) igual ou abaixo a 1, ou seja, para impedirmos o espalhamento da doença antes de chegarmos ao nível de imunização de rebanho de 70%, continuam sendo necessárias medidas de distanciamento social. Com isto, a poupança circunstancial ainda pode ser relevante nos próximos trimestres, mesmo após a inoculação de todos os grupos de risco.

Fig.2  
Nível de reprodução da  
doença: imunizados versus  
interação social  
(%)



Se jogarmos o início da vacinação para frente, como sugerido no cenário mais pessimista do Ministério da Saúde (vacinação apenas em meados de março) ou se houve atrasos relevantes no ritmo da vacinação, poderemos começar a comprometer também o cenário de crescimento do 3T21. Um simples exercício contrafactual, por exemplo, sugere que, em um trimestre, a manutenção de um nível de redução de mobilidade tal como o observado agora no Brasil reduz o PIB naquele trimestre entre 1 a 1,5 ponto percentual, na comparação trimestral dessazonalizada. Como nosso cenário base é de crescimento do PIB de 2,4% em 2021, poderíamos cair para um crescimento em torno de 1,5%, com consequente elevação da taxa de desemprego esperado para o ano em torno de 0,3 pontos percentuais (270 mil empregos gerado a menos).

Nesse início do ano, constatamos que o nosso atraso na (i) vacinação está também afetando o quesito (ii), a incerteza fiscal. Com os casos de Covid mostrando nova aceleração e sem vacinação, aumenta o risco de alguma aventura fiscal a partir do contexto politizado em torno da eleição para as mesas de Câmara e Senado. Especulações quanto à reedição do decreto de calamidade e defesa da volta do auxílio emergencial novamente impulsionaram o dólar e a estrutura a termo da taxa de juros para cima, apertando as condições financeiras na margem.

Desta forma, o impacto do atraso da vacina é potencializado e os riscos para recuperação da economia são elevados. Em seus níveis atuais, as condições financeiras estão ainda em terreno estimulativo, mas menos do que ao final do ano passado. Mostram-se compatíveis com uma expansão do PIB de mais próxima a 1,0% este ano, tudo o mais constante, e não os 2,4% que projetamos, já abaixo do consenso.

O exercício acima é bastante limitado e sujeito a muitas incertezas. Mas sugere que a interrelação entre a disponibilidade da vacina e seus impactos deletérios nas condições financeiras podem comprometer substancialmente a recuperação econômica, mantendo elevados os níveis de poupança circunstancial e precaucional. Convém que as autoridades sanitárias e a classe política (governo e Congresso), não desperdicem a chance de restaurar a confiança via agilização da vacinação, de um lado, e manutenção e aprofundamento do ajuste fiscal estrutural, de outro, deixando de flertar com o populismo fiscal.

[1] <https://saude.estadao.com.br/noticias/geral,brasil-vai-ter-vacina-em-2021,70003521103>

[2] <https://saude.estadao.com.br/noticias/geral,com-fe-na-ciencia-e-na-religiao-dimas-covas-e-o-homem-por-tras-da-coronavac,70003557479>



**Carlos Kawall**

Diretor

**Gustavo Ribeiro**

Economista-chefe

**Leonardo Costa**

Economista

**Gabriel Braga**

Estagiário

Acesse [asainvestments.com](https://asainvestments.com)