

DBGG/PIB: as próximas divulgações seguirão mostrando fortes quedas

A última divulgação do BC apurou 86,7% em abril, que será revisada para 85,6% com a incorporação do maior PIB apurado pelo IBGE na divulgação das NFSP de maio (quando cairá para 84,2%). Deverá chegar a 83,1% em julho e 81,9% em dezembro.

Serviços sobem 0,7% em abril

A economia continua corroborando a queda menor à esperada em março, seguida por uma recuperação mais rápida em abril.

Deflatores e PIB no fiscal

Desde as projeções em agosto do ano passado, sumiu uma Argentina na dívida bruta/PIB e apareceu um Uruguai nas receitas.

PIB: Agro e Extrativa nas Contas Nacionais do 1º trimestre

Obrigado commodities...

1º trimestre acumulou inflação média de 5,3% no IPCA e de 28,6% no IGP

Quem ganhou e quem perdeu?

IPCA contrata adicional de R\$ 123,4 bilhões no teto para gastar em 2022

Ademais: o que o teto autorizar em 2022, a meta de primário não desautorizará (igual não deverão gastar tudo).

PMC: Varejo restrito sobe 1,8% em abril

A alta ganhou significativamente da mediana de -0,1% nas projeções.

ANFAVEA: Produção acumula +55,6% ante a base deprimida de 2020

A variação dos estoques contribuiu com ¼ desse aumento (mesmo tendo caído).

DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA**Economista chefe**

Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

DBGG/PIB: as próximas divulgações seguirão mostrando fortes quedas

A última divulgação do BC informou 86,7% em abril, a ser revisada para 85,6% com a incorporação do maior PIB apurado pelo IBGE. Em maio cairá para 84,2%. Deverá chegar a 83,1% em julho e 81,9% em dezembro.

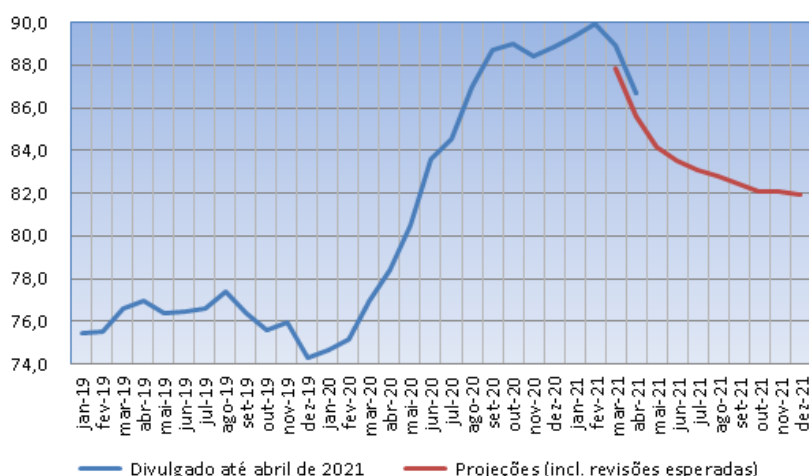
As contas nacionais do 1º trimestre atestaram o deflator forte e ainda um crescimento real bem superior à expectativa mais otimista. O PIB nominal cresceu 11,0% no trimestre ante um ano atrás, saindo do coma de seis anos. A Agropecuária e a Extrativa Mineral foram chaves nesse resultado, explicando 2/3 do aumento nominal nos VAPB (ver notas a seguir). *Subtraído esses dois segmentos, o restante da economia a preços básicos subiu apenas 4,0% nominais* (vemos um componente não apenas de inflação, senão também de preço relativo).

Interessa-nos aqui o que significa para a trajetória da dívida bruta no PIB. Não sendo a única influência (e.g. primário melhor por receitas, pressão menor do câmbio) o avanço no PIB nominal no denominador do cociente fiscal deste ano será sua principal, devendo pesar especialmente nas próximas divulgações das NFSP (*conforme o fluxo do PIB em 12 meses troca estes mais fracos meses de 2020 pelos mais fortes e inflacionados de 2021*).

O gráfico abaixo plota a trajetória da DBGG/PIB divulgada até abril (linha azul) e a projetada por nós para o restante do ano (linha vermelha). Nossa projeção inclui uma revisão esperada nos cocientes de março e abril na divulgação das contas de maio (para a qual esperamos 84,16%), por incorporar o maior PIB nominal apurado pelo IBGE para o 1º trimestre. A dívida deverá encerrar este ano em 81,9% do PIB. O cenário contempla PIB nominal que sobe 13,4% este ano (deflator de 8,5%); um déficit primário consolidado de R\$ 152 bilhões (déficit de R\$ 228 bilhões entre maio e dezembro após fazer superávit de R\$ 75,8 bilhões no 1º quadrimestre); uma despesa de juros (incluindo swaps) de R\$ 315 bilhões; reservas inalteradas nos níveis de maio; câmbio atual seguindo paridade; devolução de R\$ 100 bilhões do BNDES; senhoriagem neutra; e uma sazonalidade de baixa na dívida bruta na passagem do ano (a despeito de forte déficit primário em dezembro). Mais reservas pressionariam a dívida; em compensação, nosso PIB nominal pode ser conservador.

A queda no cociente deste ano se concentrará nestes próximos meses.

DBGG/PIB: % observado e projeções



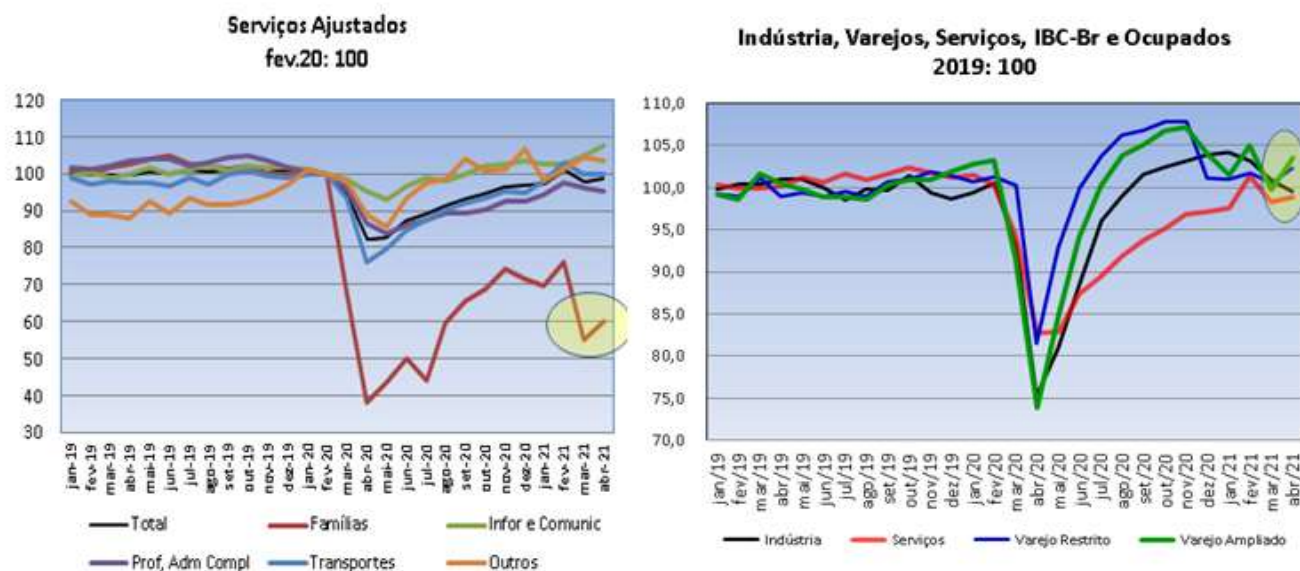
A razão da aceleração no fluxo do PIB a preços correntes diz respeito tanto à inflação quanto ao volume.

Em ambos os casos, os casos, os PIB nominais nos próximos meses estarão substituindo, no fluxo móvel dos 12 meses, valores muito menores de um ano atrás.

A inflação pressiona também as dívidas dos cocientes. É, sem dúvida, a grande preocupação quanto à trajetória dos juros (e outra das razões da importância das expectativas ancoradas). Na parte que cabe aos papéis atrelados a preços, contudo, precisa considerar que a maior parte dos surtos nas inflações recentes *já bateu os estoques de dívidas indexadas*. Comentávamos em ocasiões passadas que o impacto da inflação via juros da dívida aparece muito mais rapidamente que sobre o PIB nominal, devido ao fato da dívida ser um estoque e o PIB, um fluxo. De outros semanais: “o PIB usado no denominador dos cocientes é o fluxo em 12 meses a preços correntes. Isso significa que quando aparece uma inflação maior um mês (que não reverte depois) demorará um ano para o maior nível de preços aparecer no PIB nominal. Isto nem sempre foi assim: antigamente, em épocas de inflações elevadas, se usava um PIB em 12 meses valorizado a preços do último mês. Interessa a inflação média em 12 meses. A inflação pode desacelerar na margem, mas o atual PIB no denominador dos cocientes fiscais estará mais pautado pelas mais desfasadas (e em alta) inflações médias em 12 meses à frente. Os arrastos em preços dos choques recentes aliviam cocientes das dívidas e arrecadações do primário deste ano. É vergonha e indesejado, mas também é matemáticas. É mister que não se realmente em processos inflacionários, que venham comprometer crescimento e juros reais à frente.”

Serviços sobem 0,7% em abril

Destaque positivo em abril, a alta de 9,3% nos serviços prestados às famílias recupera apenas parte pequena da queda de 28,0% em março (1º gráfico). Com exceção deste subsegmento especialmente vulnerável à pandemia, o retrato dos serviços, em particular, e da economia como um todo (2º gráfico) continua corroborando a queda menor à esperada em março, seguida por uma recuperação mais rápida ao imaginado em abril.



Deflatores e PIB no fiscal

Desde agosto do ano passado, sumiu uma Argentina na dívida bruta/PIB e apareceu um Uruguai nas receitas.

Novo momento de fortes revisões nas projeções fiscais. Vimos isso no fim do ano passado com as projeções para 2020. Hoje vemos a forte arrecadação puxando o primário, o deflator do PIB melhorando cocientes das dívidas e um PIB real melhorando tudo. O deflator do 1º trimestre subiu 10,0% ante um IPCA médio de 5,3%. O PIB real começa a ventilar projeções de 5,0% e mais. A arrecadação pega pedaço dos IGP depois deflacionado pelo IPCA mais baixo, commodities subindo numa arrecadação commodity intensiva, diferimentos e renúncias voltando, uma economia que recupera o formal etc.

Tudo está fazendo uma DBGG/PIB que, em agosto passado projetava 96% no fim de 2020 e aproximando 100% do PIB no fim deste ano, rodar agora para 82%. Desde o PLOA de agosto do ano passado, ademais, a arrecadação bruta projetada subiu R\$ 200 bilhões (mais de R\$ 100 na última avaliação). Nesse tempo, sumiu uma Argentina na dívida bruta/PIB e apareceu um Uruguai nas receitas.

Quanto disso remete à inflação que pauta os juros? Ao IPCA no horizonte relevante da política monetária?

1. **O deflator do Consumo das Famílias subiu 5,8% no 1º trimestre, parecido com o IPCA de 5,3%.** São taxas retratando mais ou menos a mesma cesta de consumo. Este deflator vai continuar subindo até meados do ano, seguindo a curva do IPCA em 12 meses, para depois cair. Aqui precisa separar inflação média, que interessa ao PIB e deve encostar 7,0% este ano e 4,2% no ano que vem, com a inflação na ponta que interessa à política monetária projetada em 5,44% este ano e 3,70% em 2022 (Focus).
2. **O deflator do Consumo do Governo subiu 8,0% no 1º trimestre.** Essa alta espelha a igualmente forte queda em volume de 4,9% interanual. Como o produto caiu, mas não seu gasto, sobrou para o deflator (seu custo unitário do bem público subiu muito). Este deflator terá forte desaceleração à frente, pela base comparativa mais alta e a volta dos serviços públicos ao longo deste ano. O detalhe é que o PIB nominal perderá no deflator publico, ganhará no produto real público (o gasto nominal não muda).
3. **O deflator da FBCF subiu 15,8% no 1º trimestre.** Por trás estarão câmbio, gargalos, commodities e custos nos IPA do IGP. Também deve desacelerar, mas mais tarde no ano. Um pedaço da maior taxa de investimentos celebrada é o encarecimento do bem de capital!
4. **Ganho em termos de troca acrescentaram 1,4 pp ao deflator do 1º trimestre.** Este componente deverá subir mais no 2º trimestre. Aqui precisamos diferenciar duas partes. Uma primeira parte (menor) devido ao câmbio nominal, que afeta preços de exportações e de importações por igual, mas que, pelo peso maior no PIB das exportações (que soma PIB) que nas importações (que subtrai), deixa um delta líquido ao deflator. A segunda parte (maior) é o ganho nos termos de troca, i.e. os preços das

exportações subindo mais que das importações. Embora sejam valores nominais sem impacto direto no PIB, representam um ganho da renda real desse PIB (que tem as exportações e, portanto, o deflator do VAPB) em termos de sua absorção (onde entram as importações e, portanto, as inflações das cestas). Tributamos rendas e não produtos.

Quanto às receitas e o primário, o Governo maio estimou um déficit de R\$ 188 bilhões (menos após bloqueio de R\$ 5,2 bilhões), citando ganho de receitas de uma atividade maior. Mas sua grade de parâmetros apenas revisou o PIB real, de +3,2% para +3,5% este ano, e baixou o aumento na massa de salários nominais de 6,4% para 4,0%. Estes números que embasaram a reavaliação orçamentária, tem como revisar para cima e, consigo, receitas...

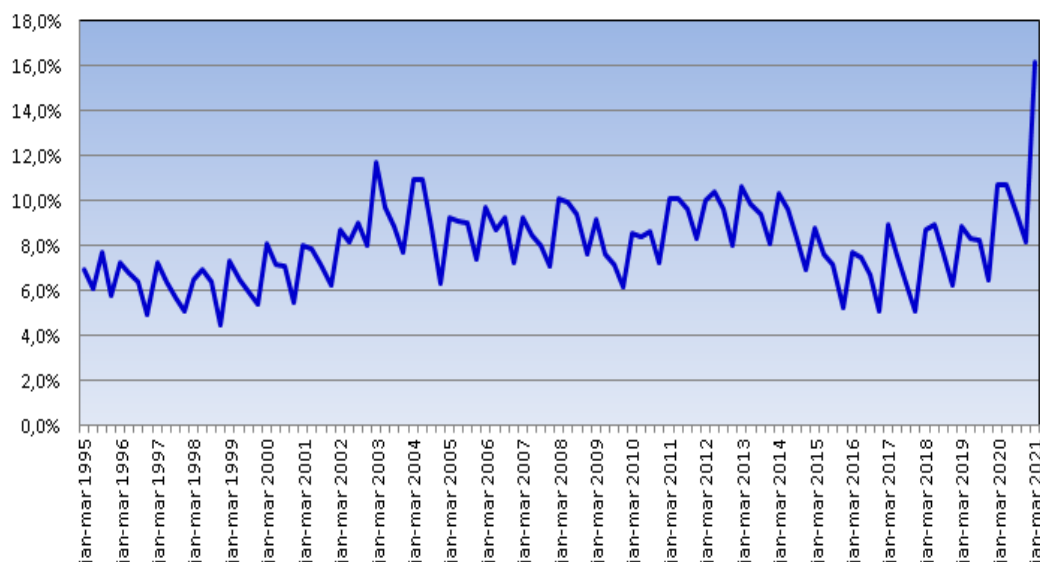
PIB: Agro e Extrativa nas Contas Nacionais do 1º trimestre

Obrigado commodities...

A Agropecuária e a Extrativa Mineral ocuparam 8,4% do PIB de 2020. A despeito do pequeno peso, **representaram 2/3 do aumento nominal no valor agregado a preços básicos do PIB deste 1º trimestre** ante um ano atrás. O gráfico abaixo plota a participação das duas atividades no VAPB trimestrais (observados) desde o início das atuais contas nacionais. No 1º trimestre, o agro ganhou 5,2% em volume a 59,0% em deflator, enquanto a extrativa perdeu 1,3% em volume e ganhou 69,8% em deflator. Quanto desses deflatores é preço relativo e quanto é inflação (i.e. aumento persistente e generalizado)?

As contas nacionais nunca mostraram algo parecido ao pico dos primários neste 1º trimestre.

Participação da Agropecuária e Extrativa Mineral no VAPB do PIB trimestral

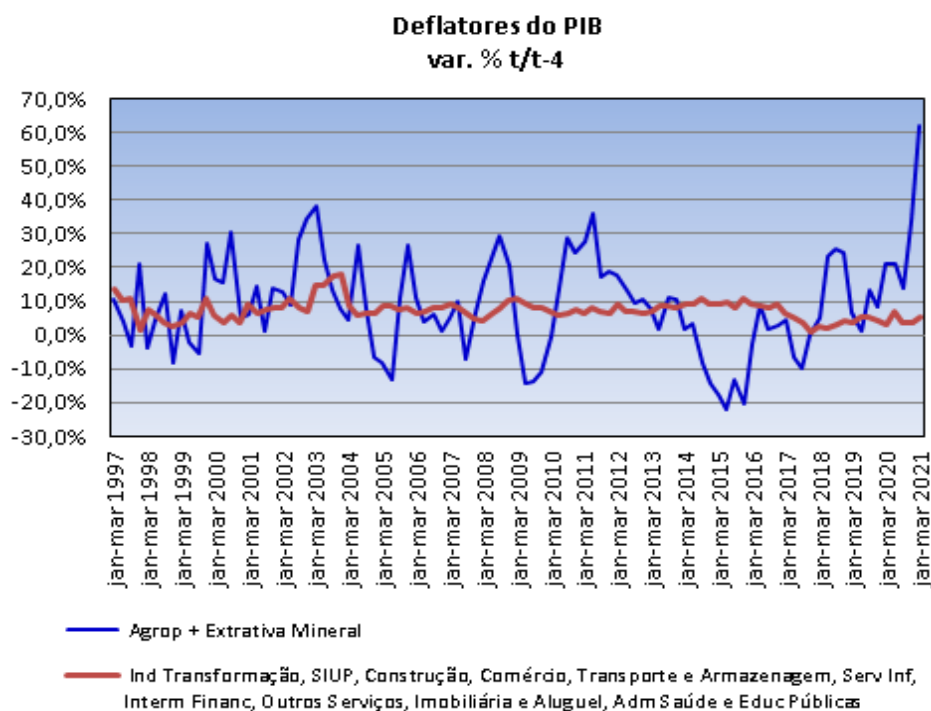


A agropecuária e a extrativa mineral explicam praticamente toda a aceleração no deflator implícito do PIB.

Para avaliar a contribuição dos setores primários no salto de 10,0% no deflator implícito do PIB, agrupamos a agropecuária e a extrativa, por um lado, e as demais atividades, por outro. Os resultados estão plotados no gráfico abaixo. O deflator ponderado da agropecuária mais extrativa subiu 61,8% no 1º trimestre ante igual trimestre do ano passado. Aqui também não há nada parecido nos 25 anos das contas nacionais (linha azul no gráfico). Já o deflator do segundo agregado, reunindo as demais atividades do PIB, subiu modestos 5,3%, praticamente estacionados e coincidindo com a alta do IPCA médio em igual período (linha vermelha).

Depreende-se fortíssimo componente de preços relativos no acelerado deflator do PIB. Para agropecuária e a extrativa, é a loto; para o restante da economia, um choque de custos; para a economia agregada, um feliz ganho de renda. Nossa seguinte seção desagrega melhor as atividades da oferta.

A aceleração do deflator implícito do PIB foi determinada, no lado da oferta, pela agropecuária e extrativa.



O 1º trimestre acumulou inflação média de 5,3% no IPCA e de 28,6% no IGP

Quem ganhou e quem perdeu?

Os deflatores das contas nacionais, por apurarem valores agregados, fazem essa conta acima melhor que as inflações em cestas de bens e serviços. Seu valor agregado subtrai a produção bruta de seu consumo intermediário, seja em valor, volume ou deflator. Aqui interessa o último: a variação do deflator de valor agregado mede a diferença entre a inflação de sua produção relativamente à de seu consumo intermediário. Resumidamente, quanto aumentou a margem nominal do valor agregado na atividade.

A tabela abaixo discrimina as variações interanuais nos deflatores, agora olhando o lado da oferta (o lado da demanda foi no semanal). Destaca no 1º trimestre de 2021 as altas de 59,0% na Agropecuária e de 69,8% nas Extrativas Minerais (sendo que a agropecuária já vinha em trajetória de fortes altas ao longo de todo o ano passado). De longe lhes segue o Comércio, com alta de 20,9%. Estas atividades aumentaram os preços de sua produção muito acima de seus custos de insumos, resultando num ganho do “preço” relativo a seus fatores de produção (lucros, salários, etc.). Destacamos o Comércio que, desde o desembarque do vírus, conseguiu mais que repassar os aumentos em suas compras intermediárias.

Deflatores: Variação Interanual	Agropecuária total	Indústria - total	Extrativa mineral	Transformaç ão	SIUP	Construção civil	Serviços - total	Comércio	Transporte, armazenagem e correio	Serviços de informação	Intermediação financeira	Outros serviços	Atividades imobiliárias e aluguel	Administração saúde e educação públicas	Valor adicionado a preços básicos	Impostos líquidos sobre produtos	PIB a preços de mercado
jan-mar 2020	21,6%	1,9%	20,0%	-2,3%	9,0%	-2,5%	3,9%	4,0%	0,2%	2,6%	6,0%	3,7%	3,4%	4,9%	4,7%	4,8%	4,7%
abr-jun 2020	41,4%	2,9%	-20,5%	10,1%	6,6%	-1,1%	6,6%	5,1%	16,3%	3,2%	-2,2%	3,5%	7,6%	11,6%	8,0%	-18,2%	4,5%
jul-set 2020	31,9%	-3,3%	-12,7%	2,4%	-10,5%	-8,0%	4,4%	11,0%	6,3%	-0,5%	-10,6%	3,4%	2,4%	9,3%	4,1%	7,1%	4,5%
out-dez 2020	38,0%	-0,9%	29,1%	-3,5%	-5,1%	-11,0%	4,4%	16,1%	10,5%	0,3%	-13,3%	3,8%	1,9%	5,4%	4,5%	10,6%	5,4%
jan-mar 2021	59,0%	7,9%	69,8%	4,0%	-5,5%	-16,7%	5,4%	20,9%	6,6%	-0,1%	-10,0%	3,3%	0,9%	6,8%	9,9%	10,5%	10,0%

A Indústria de Transformação, com seu deflator subindo 4,0% no 1º trimestre, acusa alguma perda (embora menor ao que imaginávamos) dos IPCA e deflatores agregados. Entre os grandes perdedores estão SIUP (energia) e, especialmente, a construção civil, cujos preços não conseguiram acompanhar os aumentos em seus custos. A queda em intermediação financeira é spreads. Outros serviços intensivos em trabalho também andaram pouco.

Esta análise aponta atividades e não fatores. Não temos como desagregar entre os fatores da produção (excedente operacional versus salários) que entram no VAPB.

FISCAL - Teto terá adicional de R\$ 123,4 bilhões para gastar em 2022

Ademais: o que o teto autorizar em 2022, a meta de primário não desautorizará (igual não deverá gastar tudo).

A inflação nas despesas. O IPCA atingiu 0,83% em maio, somando 8,06% nos últimos 12 meses. O Focus prevê alta de 0,49% em junho, que levaria os 12 meses para 8,30%. Assumindo essa taxa na correção monetária do teto em 2022, abre um espaço adicional de R\$ 123,4 bilhões para gastar no ano que vem. Assumindo 5,55% para o INPC deste ano (igual ao IPCA do Focus), sobriam R\$ 80,7 bilhões após a correção monetária nas rubricas indexadas (atualizamos nossa tabela abaixo). Este ano “faltaram” R\$ 10,9 bilhões para pagar essa correção monetária.

Folga de R\$ 81 bilhões após reajustes monetários em ano eleitoral...

Teto versus INPC

	INPC Variação do ano anterior (a)	Impacto de 0,1 pp de INPC na despesa primária do ano seguinte em R\$ mi (conforme anexos de riscos das PLDO) (b)	Impacto da correção do INPC na despesa previdenciária, trabalhista e assistencial em R\$ bi (c) = (a) x (b)	Teto Nominal Valor em R\$ bilhões	Teto Nominal Variação Relativa IPCA de jul.(t-12)-jun.(t)	Teto Nominal Variação Absoluta (d)	"Sobra" do Teto após correção na despesa indexada ao INPC em R\$ bi (d) - (c)
2016				R\$ 1.221,0			
2017	6,58%	R\$ 553,0	R\$ 36,4	R\$ 1.309,0	7,21%	R\$ 88,0	R\$ 51,6
2018	2,07%	R\$ 692,7	R\$ 14,3	R\$ 1.348,0	2,98%	R\$ 39,0	R\$ 24,7
2019	3,43%	R\$ 652,7	R\$ 22,4	R\$ 1.407,1	4,38%	R\$ 59,1	R\$ 36,6
2020	4,48%	R\$ 734,4	R\$ 32,9	R\$ 1.454,9	3,40%	R\$ 47,9	R\$ 15,0
2021	5,45%	R\$ 768,3	R\$ 41,9	R\$ 1.485,9	2,13%	R\$ 31,0	-R\$ 10,9
2022 (*)	5,55%	R\$ 806,7	R\$ 42,6	R\$ 1.609,3	8,30%	R\$ 123,4	R\$ 80,7
2023 (*)	3,70%	R\$ 847,1	R\$ 28,4	R\$ 1.671,4	3,86%	R\$ 62,1	R\$ 33,6

(*) Focus e estimativas próprias

Algumas análises vem contrapondo a restrição do déficit primário como o impeditivo ao gasto em 2022. Pode a meta de primário ser o limitador de um maior gasto autorizado por um teto folgado no ano que vem? Acreditamos pouco provável, uma vez que a revisão nas receitas deverá ser bem maior que das despesas (a seguir).

O PLDO de abril colocou como meta do primário federal um déficit de até R\$ 170,5 bilhões. Previa-se, na época, um reajuste nominal do teto de 7,14% em 2022. Nossa projeção aponta hoje para mais altos 8,30%, resultando num teto R\$ 17,3 bilhões mais elevado. No caso da receita ficar inalterada, essa folga adicional do teto seria sim comprometida pela meta de primário.

Ocorre que as receitas da PLDO para 2022 serão quase certamente revisadas para cima. O projeto de diretrizes orçamentárias encaminhado em abril previa crescimento de 7,84% nominal nas arrecadações bruta e líquida de 2022 ante suas estimativas deste ano. Todavia, como se sabe, o Governo em maio majorou essas estimativas deste ano em R\$ 108,4 bilhões (receita bruta) e R\$ 88,2 bilhões (líquida). Com a base maior de 2021, as receitas inicialmente projetadas no PLDO cresceriam apenas 1,2% nominais em 2022. Num cenário mais provável, replicando a variação esperada em 2022 sobre a base atualizada de 2021, a arrecadação líquida do ano que vem ganharia adicionais R\$ 95,1 bilhões. Limitará somente se revisarem a meta de déficit para baixo.

É provável que as receitas deste ano cresçam ainda mais, pois foram feitas sobre a expectativa de uma alta de 3,5% no PIB e de 4,0% nominal na massa de salários.

Revisões nas receitas esperadas em 2022 acomodariam facilmente as maiores despesas que couberem no teto.

O que o teto autorizar em 2022, o primário não desautorizará. O governo não deverá preencher seu teto de gastos, nem mesmo seu limite de déficit, *por prudência e por empoçamentos (como vem sendo norma desde a criação do teto)*. Lembrando, por fim, que o ano que vem, livre de estado de calamidade, deve sim enxugar créditos extraordinários e outras despesas isentas do teto e do primário.

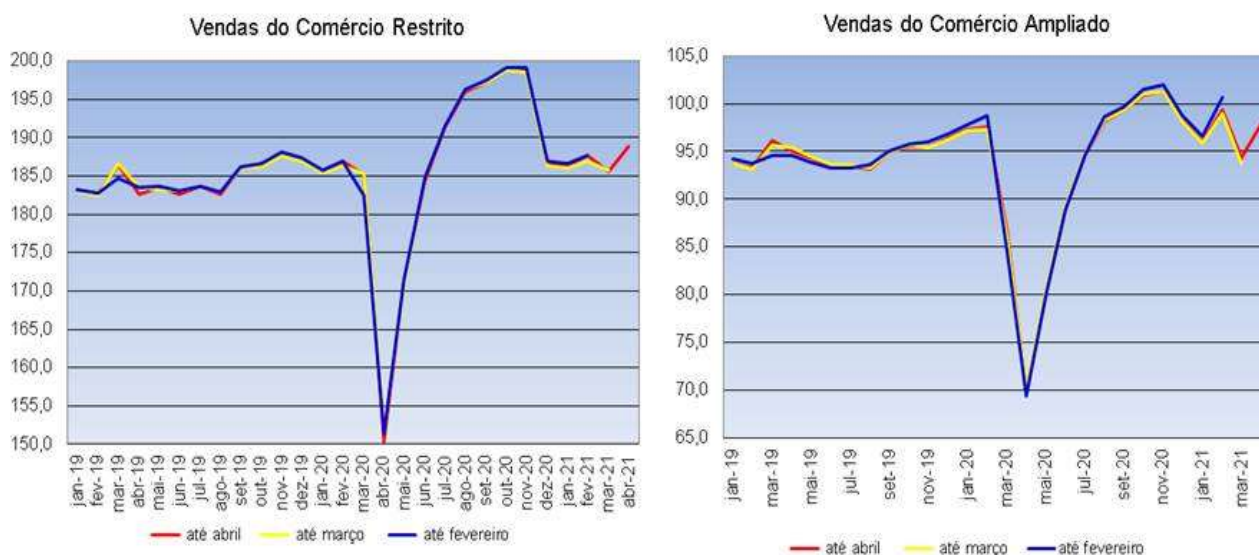
PMC: Varejo restrito sobe 1,8% em abril

A alta ganhou significativamente da mediana de -0,1% nas projeções.

Seis das oito atividade do varejo restrito subiram em abril. Já o varejo ampliado escalou 3,8% em abril, puxado por Veículos (+20,3%) e Material de Construção (+10,4%) e superando levemente a mediana de 3,5% nas projeções. Ambas as séries tiveram revisões para cima, embora uma base maior nas vendas restritas em fevereiro tenha revisado sua posterior queda em março de -0,6% para -1,1%. A interrupção dos auxílios mais encarecimentos dos alimentos -quicá também alguma migração de volta a serviços- está suficientemente retratada na corcunda do varejo restrito no fim do ano passado, sobre um patamar que se sabia insustentável.

O mês de abril, impulsionada pela reabertura da economia, deixa arrastos ao 2º trimestre de +1,24% nas vendas restritas e de +1,42% nas vendas ampliadas. Gráficos abaixo.

Vendas tiveram boa reação em abril, lideradas por veículos.



ANFAVEA: Produção acumula +55,6% ante base deprimida de 2020

A variação dos estoques contribuiu com ¼ desse aumento (mesmo tendo caído).

É a "**variação da variação**" dos estoques que conta. Os estoques caíram 300 unidades nestes cinco primeiros meses do ano, encerrando maio em 96,5 mil unidades após acabar o ano passado em 96,8 mil unidades. Mesmo caindo, essa variação dos estoques explica um aumento de 87,2 mil veículos produzidos no acumulado deste ano ante igual período de 2020, ou 24,9% do aumento total de 350,7 mil veículos (+55,6%). A queda nos estoques deste ano foi expansionista no comparativo anual **porque foi muito menor à queda de 87,5 mil veículos em pátios registrada em iguais meses do ano passado.**

Este ano não será somente a recomposição dos pátios que somará crescimento à produção. Pesará, também, a não queda dos estoques sofrida em 2020 (-190.800 carros dos pátios). Assumindo, para fins ilustrativos, que esses estoques voltem em dez.21 ao patamar de dez.19, então, após a queda nos estoques subtrair 190 mil carros à produção de 2020, sua volta somaria esse tanto à produção de 2021. Depreende-se que apenas essa recomposição dos estoques em 2021, sobre a base desovada de 2020, aumentaria a produção em 381,6 mil carros (equivalente a um mês e meio de uma produção normalizada).

Não apenas carros... As completíssimas estatísticas da ANFAVEA permitem este tipo de exercícios, numa conjuntura onde este impacto dos estoques não se deve limitar a veículos (vide as contas nacionais do 1º trimestre).

Estoques Observados e Ajustados por Sazonalidade



DISCLAIMER Please access the hyperlink for an important electronic communications disclaimer:

<http://www.tullettprebon.com.br/disclaimer.htm>

OUVIDORIA - 0800 722 2281