

**PIM: Indústria cede 1,3% em abril**

*Um resultado razoável.*

**PIB do 1º trimestre surpreende**

*Com deflator de 10,0% e crescimento real de 1,0%, sobre uma base ainda não desbordada pela pandemia, o PIB nominal parece acordar de um coma de seis anos.*

**Taxas de Investimento e de Poupança**

*Onde e quanto celebrar.*

**NFSP: DBGG/PIB passou de 88,9% em março para 86,7% em abril**

*Swaps, superávits primário e nominal, apreciação cambial e um PIB nominal que começa a pegar a retomada nos 12 meses.*

**DBGG/PIB II: Contas Nacionais trouxeram mais PIB que o estimado nas NFSP**

*A DBGG/PIB de abril revisará para 85,63% do PIB (e deverá cair para 84,16% em maio).*

DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA

Economista chefe

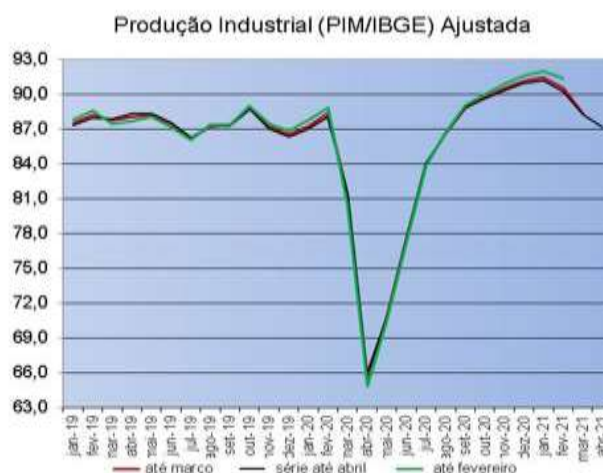
Fernando Montero  
fmontero@tullettprebon.com.br

## PIM: Indústria cede 1,3% em abril

*Um resultado razoável.*

**A indústria cedeu 1,3% em abril, abaixo da mediana de -0,1% nas projeções e sobre série rebaixada 0,11% (gráfico).** Foi sua terceira queda consecutiva seguindo pico em janeiro, devolvendo a produção para níveis levemente abaixo da pré pandemia. Parece-nos um refluxo bastante razoável, considerando a situação sanitária e econômica, apenas temperando a euforia e surpresa com os resultados das contas nacionais do 1º trimestre.

*Uma segunda onda bem menos cruenta que a primeira na produção.*

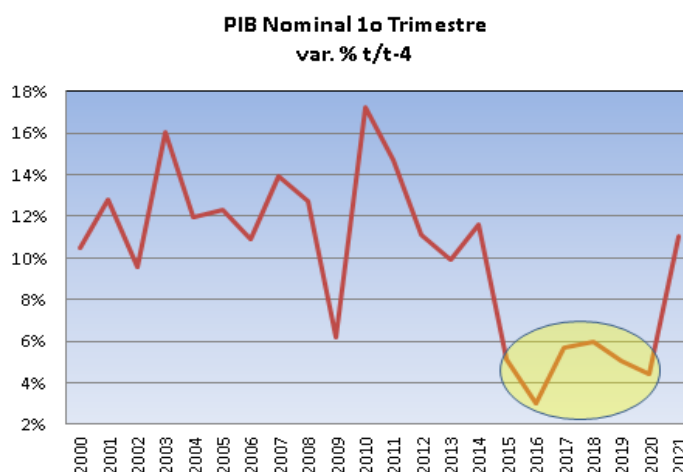


## PIB do 1º trimestre surpreende

*Com deflator de 10,0% e crescimento real de 1,0%, o PIB nominal acordou.*

**Mexeu...** O PIB nominal do 1º trimestre, escalando 11,1% sobre uma base ainda não muito comprometida pela pandemia, saiu de um longo coma de seis não (circundado em amarelo no gráfico abaixo). Bases tributáveis e coeficientes fiscais agradecem (a seguir).

*O PIB nominal acordou.*



## Taxas de Investimento e de Poupança

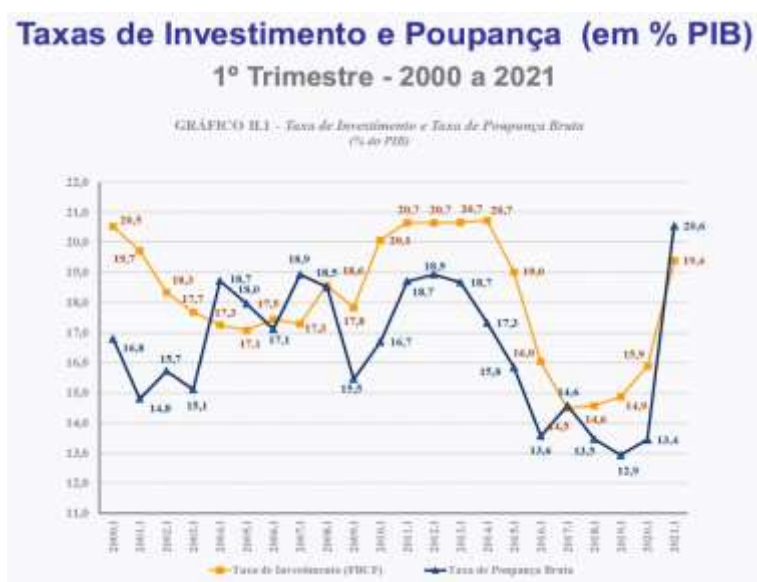
*Onde e quanto celebrar.*

**A taxa de investimento no primeiro trimestre de 2021 foi de 19,4% do PIB, a mais elevada para o período desde 2014. A taxa de poupança foi de 20,6%, a mais alta na série iniciada em 2000 (gráfico abaixo).**

Caberiam três ressalvas na taxa de investimento. A primeira se refere às importações fictas de plataformas na FBCF, que avolumaram seu crescimento (+4,6% na margem e +17,0% interanual) e valor no trimestre. A segunda se refere ao deflator da FBCF, que subiu 15,8% no comparativo anual ante uma alta de 10,0% no deflator do PIB. Decorre o aumento no preço relativo de bens de capital nessa maior taxa de investimento (estariamos, em parte, celebrando o encarecimento da FBCF). A terceira, por fim, se refere ao forte peso da variação de estoques nos investimentos do 1º trimestre (que o IBGE associou à safra recorde e atrasos na colheita e embarques).

**Já a taxa recorde de poupança dispensa ressalvas.** Se, por um lado, as importações fictas de plataformas engrossaram o consumo aparente de bens de capital, por outro reduziram as contas externas; ambos impactos se anulam na poupança. Quanto ao deflator dos bens de capital, o encarecimento da FBCF implicou uma maior necessidade de poupança, independente de quanto se traduziu em volume. Precisando poupar mais para o mesmo capital físico, isso não subtrai o esforço da poupança. Algo parecido vale para a variação de estoques que, produto/renda não consumidos, entra junto à FBCF no investimento.

**A poupança doméstica agregada sem dívida subiu.** A inflação e a saída de auxílios, em mercado de trabalho fraco, afetou negativamente o consumo em volume das famílias (-0,1% na margem e -1,7% interanual). Neste caso, seu deflator interanual (+5,8%) colou com o IPCA (+5,3%). O consumo do governo em volume caiu 0,8% na margem e 4,9% interanual, exibindo um deflator mais forte de +8,0% interanual -parte da queda em volume migrou para seu deflator- ainda que menor ao do PIB. Espelhando o salto na taxa de poupança, o consumo somado das famílias e do governo passou de 83,2% do PIB do 1º trimestre de 2020 para 77,7% do PIB no 1º trimestre de 2021.



## NFSP: DBGG/PIB passou de 88,9% em março para 86,7% em abril

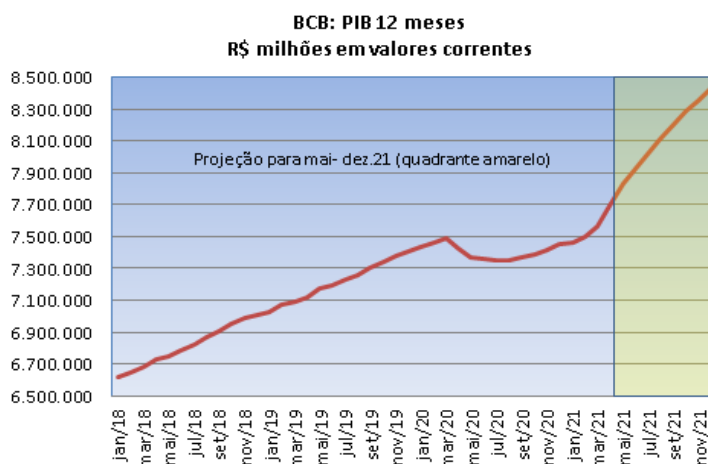
*Swaps, superávits primário e nominal, apreciação cambial e um PIB nominal que começa a pegar a retomada nos 12 meses.*

**A DBGG atingiu 86,7% do PIB em abril (esperávamos 86,9% do PIB), representando uma redução de 2,2 pp. ante 88,9% do PIB em março (revisada de 89,1% do PIB).** A maior queda desde mar.2010 decorreu de um superávit primário de R\$ 24,255 bilhões (esperávamos superávit de R\$ 18,5 bilhões) e de uma receita de R\$ 5,7 bilhões em juros incluindo swaps (esperávamos receita de R\$ 3,4 bilhões). Os derivativos tinham sabidamente deixado um ganho de R\$ 30,4 bilhões esse mês. Também houve, embora não individualizado, efeito altista de um aumento em reservas. Houve, por fim, os efeitos da valorização cambial (redução de 0,33 pp) e do efeito do crescimento do PIB nominal (redução de 1,50 pp).

**Foi, portanto, um mês em que confluíram muitos vetores baixistas na DBGG/PIB**, os principais sendo um superávit nominal recorde de R\$ 29,966 bilhões e o efeito do crescimento do PIB nominal. O primeiro foi excepcional, o segundo não e ambos eram previsíveis. O PIB nominal, em particular, entregou a redução de 1,5 pp do PIB que esperávamos e que nada tem de episódico. Uma leve revisão na serie do PIB nominal, inclusive, contribuiu a uma menor DBGG/PIB de março (de 89,1% do PIB para 88,9% do PIB). As contas nacionais, inclusive, trouxeram valores ainda mais altos (que levarão a novas revisões para baixo; ver próxima seção).

**O PIB nominal em 12 meses, em suma, avançou o 1,7% previsto na passagem de março para abril**, conforme saiu do fluxo anual móvel o PIB nominal mensal muito fraco de abril de 2020 para entrar o comparativamente mais forte de abril de 2021. No denominador de um cociente de 88,9%, retirou o 1,5 pp informado. Este último componente persistirá ao longo deste ano, lembrando que o PIB usado no denominador dos cocientes é o fluxo em 12 meses a preços correntes (uma inflação maior ou mais crescimento num mês demora um ano para aparecer integralmente no PIB nominal; *ver nossa nota do dia 3 de maio*). Nosso gráfico abaixo simula a trajetória do fluxo móvel consistente com a última estimativa oficial de PIB crescendo 13,1% nominal este ano.

*Vem mais PIB no denominador dos cocientes fiscais.*



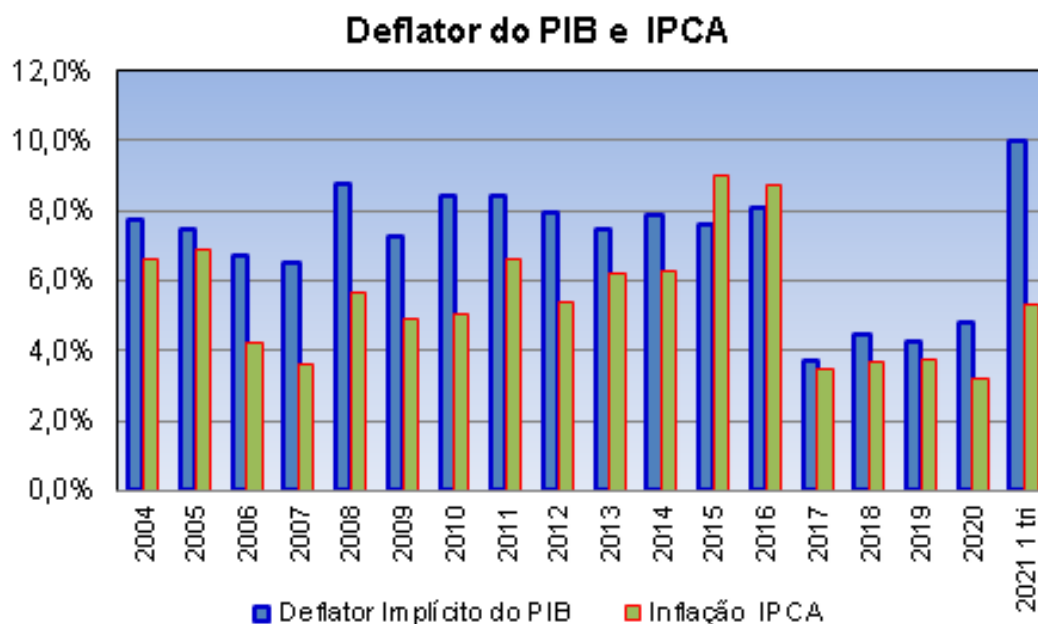
## DBGG/PIB II: Contas Nacionais trouxeram mais PIB nos denominadores fiscais que o estimado nas NFSP

*A DBGG/PIB de abril revisará para 85,63% do PIB (e deverá cair para 84,16% em maio).*

**As contas do 1º trimestre trouxeram mais deflator (+10,0% em 1º tri 21/1º tri 20) e mais PIB real (+1,0% em 1º tri 21/1º tri 20).** O IBGE divulgou esta semana um PIB nominal de R\$ 7.652,9 bilhões encerrado nos 12 meses até março. O valor ficou 1,2% acima das estimativas do BC, que usou PIB de R\$ 7.560,7 bilhões para apontar *ontem* uma DBGG de 88,89% do PIB em março e de 86,66% em abril.

**Corrigindo o denominador das NFSP até março, a relação da dívida revisará dos 88,89% do PIB informados para 87,83% do PIB nesse mês.** Replicando a variação estimada pelo BC na passagem de março para abril, a DBGG/PIB de abril também revisará para 85,63% do PIB em sua próxima divulgação.

*O deflator implícito do PIB subiu 10,0% no 1º trimestre ante um ano atrás (IPCA médio subiu 5,3%)*



**Deflatores do 1º trimestre:** +5,8% no Consumo das Famílias; +8,0% no Consumo do Governo; +15,8% na FBCF; e uma contribuição líquida de 1,4 pp das contas externas.

**Estimamos, ademais, que essa DBGG/PIB passará dos 85,63% do PIB em abril (valores revisados) para 84,16% do PIB em maio.** Uma nova forte contribuição do PIB nominal, outro ganho de swaps e mais apreciação cambial, contrabalançando juros excl. swaps, nova alta em reservas e um déficit primário consolidado.

**A DBGG deverá cair 1,47 pp do PIB na passagem de abril para maio.** A nova queda no cociente da dívida bruta reúne: 1) um déficit primário consolidado de R\$ 15 bilhões (+0,2 pp do PIB); 2) um gasto de juros excluído

swaps de R\$ 28,0 bilhões (+0,37 pp do PIB); 3) um ganho de swaps de R\$ 15,2 bilhões (0,20 pp do PIB) 2) o impacto da apreciação cambial de 4,0% reduzindo 0,44 pp do PIB; 4) um aumento de reservas internacionais escalando 0,15 pp do PIB; e 4) o efeito do crescimento no PIB nominal subtraindo 1,55 pp do PIB.

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

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

**OUVIDORIA** - 0800 722 2281