DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA

Economista chefe

Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

TN faz superávit de R$ 16,492 bi em abril

Um bom quadrimestre.

A inflação na DBGG/PIB

Uma pergunta que vale bilhões…

A DBGG/PIB deve passar de 89,1% em março para 86,9% em abril

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

PNAD-C: Hiato segue enorme no mercado de trabalho

Melhora na margem.

Inflações e teto II: atualizamos gráficos e tabelas

Gastos, teto e sobras...(agora incluindo 2023).

FISCAL: Avaliação de maio prevê déficit federal em R$ 187,7 bilhões

Receitas ganharam R$ 108,4 bilhões.

TN faz superávit de R$ 16,492 bi em abril

Um bom quadrimestre.

O 1º quadrimestre alcançou um superávit de R$ 41,0 bilhões. A preços constantes, foi o melhor resultado para o período desde 2012 (gráficos abaixo). O gasto real foi o menor dos últimos quatro anos, enquanto as receitas líquidas foram recordes (ganharam do anterior recorde de 2014 pelo VAR). Preços ganhando dos mais baixos IPCAs no deflatores das receitas e boca de caixa nas despesas. A ausência de uma LOA só segura o gasto quando o Executivo quer.

*O*bviamos comparativos com 2020 que começam a ficar inúteis.

Gráficos de um bom quadrimestre.

ADENDO FISCAL – Na semana passada comentamos que a atualização da grade de parâmetros da SPE seria suficiente –tudo o mais constante- para levar o TN a rever sua estimativa da DBGG/PIB para dezembro de 87,2% (projetada em fim de abril) para 85,0% do PIB. Desde então, a reavaliação orçamentária (tratada mais à frente neste semanal) rebaixou o déficit primário previsto este ano em mais de um ponto do PIB. *Esse cociente de 85,0% ficou muito*.

A DBGG/PIB deve passar de 89,1% em março para 86,9% em abril

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

A DBGG deverá passar de 89,07% do PIB em março (*após cair 0,9 pp ante fevereiro*) para 86,88% do PIB em abril. A forte queda no cociente reúne: 1) um superávit nominal de R$ 21,0 bilhões subtraindo 0,27 p.p. do PIB; 2) o impacto da apreciação cambial reduzindo 0,62 p.p. do PIB; 3) um aumento de reservas internacionais escalando 0,2 p.p. do PIB; e 4) o efeito do crescimento no PIB nominal subtraindo 1,5 p.p. do PIB. A divulgação das NFSP será na segunda feira às 9:30.

Os números:

1) Nossa estimativa de superávit nominal no mês passado reúne um ganho de R$ 30,4 bilhões em swaps, uma despesa de juros excluído swaps de R$ 27,0 bilhões e um superávit primário consolidado de R$ 18,5 bilhões (R$ 16,5 bilhões "acima da linha" federal).

2) A apreciação cambial de 5,2% no mês deverá contribuir com uma redução adicional de 0,62 p.p. do PIB (elasticidade de 0,12 p.p. do PIB por cada 1% de variação cambial). Lembrando que o impacto na dívida líquida é altista.

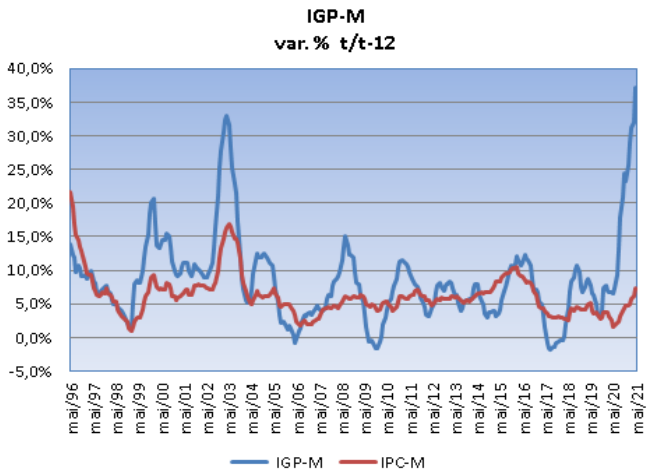
3) As maiores reservas devem acrescentar 0,2 pp do PIB. Seu impacto na dívida líquida é nulo.

4) O crescimento do PIB nominal, por fim, que estimamos em 1,7% na passagem do mês com impacto de -1,5 p.p. na DBGG/PIB, reflete a base comparativa paupérrima do ano passado, conforme saí do fluxo anual móvel um PIB nominal muito fraco de abril de 2020 para entrar o comparativamente mais forte de abril de 2021. 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*).

A inflação na DBGG/PIB

Uma pergunta valendo alguns bilhões…

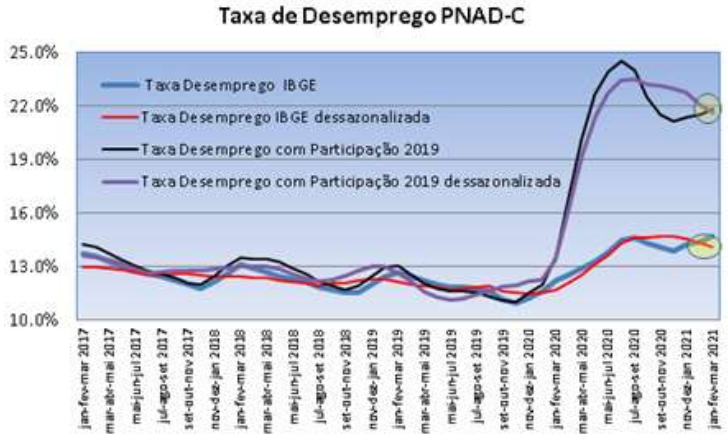
Como afeta, nos deflatores do PIB, um IGP-M recorde de alta comparativamente aos IPCs? Muito puxado por fortes ganhos de troca sobre câmbio valorizado e com maior peso nas exportações que nas importações do PIB? Seu desvio ante o IPC-M alcança quase o dobro do que já foi no passado (gráfico). Deflatores públicos, em contrapartida, jogarão contra. As contas nacionais do 1º trimestre serão informativas da resiliência da economia real quanto do comportamento dos deflatores implícitos. No interim, ouvimos projeções da DBGG/PIB para este ano que vão desde 91,3% (IFI revisado de 92,7%) até abaixo de 82,0% (a nossa de 85,2% do PIB provavelmente revise para baixo).



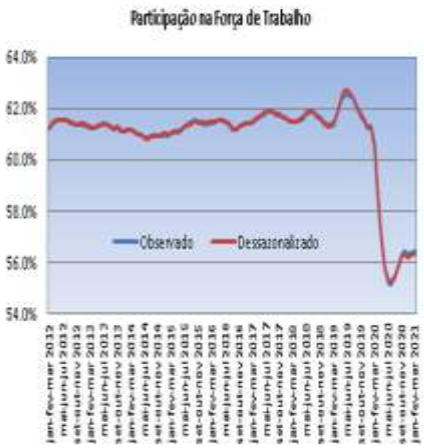
PNAD-C: Hiato segue enorme no mercado de trabalho

Melhora na margem.

O desemprego subiu aquém da sazonalidade. A taxa observada de desocupação passou de 14,4% no trimestre móvel até fevereiro para 14,7% no trimestre móvel até março de 2021. Em termos ajustados por sazonalidade, a taxa recuou de 14,3% no trimestre até fevereiro para 14,1% no trimestre até março. Nossa taxa alternativa de desemprego, construída na hipótese de uma participação constante na força de trabalho (na média de 2019), avançou de 21,5% até fevereiro para 21,9% até março; removida a sazonalidade, também aparece uma queda de 21,5% até fevereiro para 21,1% até março.



Nossa taxa de desemprego vem caindo na margem mais rapidamente que a taxa divulgada pelo IBGE. Nas duas sobe a ocupação ajustada (1º gráfico abaixo). Ocorre que a volta das pessoas ao mercado de trabalho, que também avança (2º e 3º gráficos), retarda a queda no desemprego apurado na taxa do IBGE, enquanto que na nossa não afeta uma vez que assume que essas pessoas não tinham saído. Olhando a ocupação, segue perdendo 6,6 milhões de postos (-7,1%) ante igual trimestre de 2020; e 7,7 milhões de postos ajustados (-8,2%) ante o trimestre anterior à pandemia. A massa de rendimentos reais caiu 6,7% comparativamente ao mesmo trimestre de um ano atrás. *E, no entanto, a economia se move*... Cresceu até fevereiro, a despeito da retirada dos auxílios, e cedeu pouco em março, a despeito da segunda onda.



É possível, por razões conhecidas, que o retrato do CAGED nunca tenha sido efetivamente tão fiel ao passo que a PNAD nunca tenha sido tão ruim. Em ambos os casos, não temos séries.

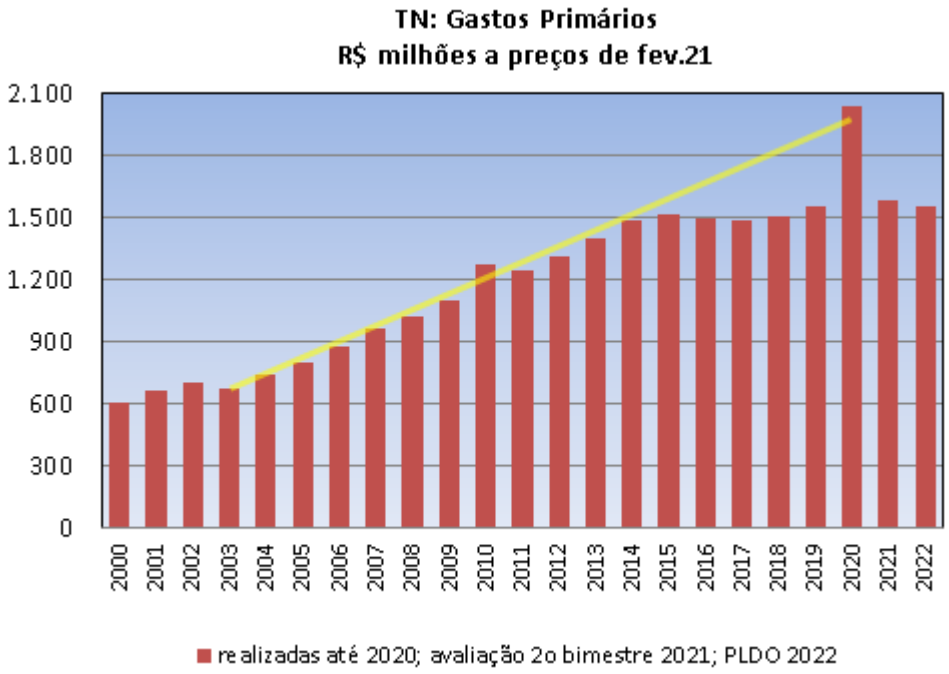
Inflações e teto II: atualizamos gráficos e tabelas

Gastos, teto e sobras...(agora incluindo 2023).

A evolução dos gastos totais mostra o extraordinário soluço em 2020. Após o ano excepcional, a despesa real deste ano volta a uma meseta mais ou menos estável desde 2015. A avaliação orçamentária do 2º bimestre prevê sua despesa em R$ 1621,0 bilhões, devendo subir para R$ 1.625,1 bilhões após flexibilizar R$ 4,5 bilhões nos bloqueios. Esse valor, que inclui os extra teto anunciados até aqui, se situaria somente 2,0% acima das despesas reais realizadas em 2019 (antes da pandemia). O PLDO para 2022, com teto mais folgado e livre dos auxílios, contempla uma despesa real que cairia 1,7% comparativamente a deste ano, praticamente voltando aos níveis de 2019 (+0,3%).

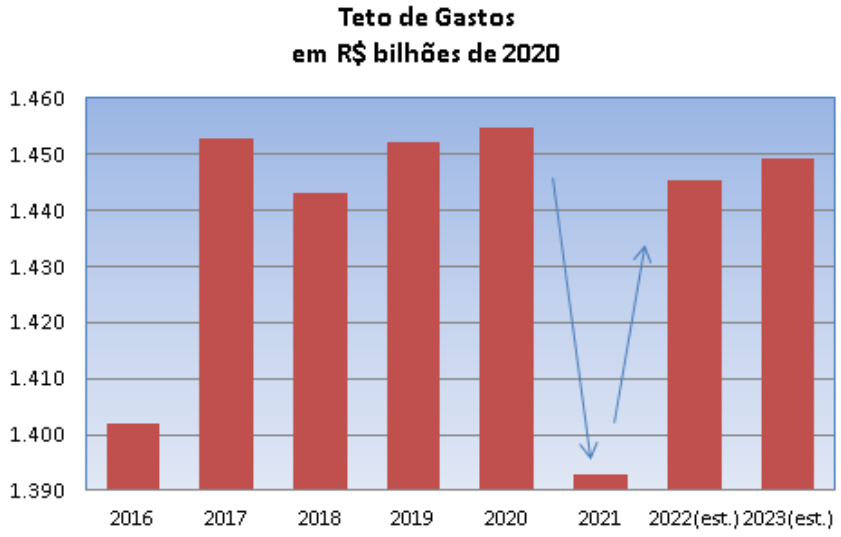
Caso confirme essa despesa no PLDO de 2022, o gasto subirá 4,0% real nos seis anos do teto (gráfico abaixo). Se o elevadíssimo gasto do ano passado choca pelo extraordinário, foi em realidade pela quebra da tendência observada até 2014.

O extraordinário gasto de 2020 era tendência até 2014 (abortada pela crise fiscal e encaminhada pelo teto).



A evolução do teto abriu uma cratera em 2021. A aceleração na inflação média deste ano contrata uma queda real no teto de 2021 de 4,27% ou R$ 62,2 bilhões (gráfico). O teto de 2022 recuperará uma boa parte da queda real deste ano. Em menor intensidade, o teto real de 2023 também avançará (embora siga perdendo de 2019). O descompasso das inflações, primeiro, e a segunda onda, depois, somaram dois enormes desafios à estrutura do teto este ano.

A inflação abriu uma cratera cada vez mais profunda em 2021.



A evolução das sobras devolve folga em 2022. O teto do próximo ano corrigirá 8,02%, correspondendo ao IPCA (Focus) de jul.20 a jun.21, enquanto o INPC no ano calendário de 2021 somaria 5,24% (assumindo igual taxa do IPCA). Se o teto deste ano corrigiu R$ 30,1 bilhões, para uma despesa indexada que consumiu R$ 41,9 bilhões, o ano que vem desafoga. Será a vez do teto expandir R$ 119 bilhões, bem acima da correção dos R$ 40,3 bilhões nas despesas indexadas, deixando sobra de R$ 79,0 bilhões em ano eleitoral.

Folga de R$ 79 bilhões 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 (*)	5,24%	R$ 806,7	R$ 40,3	R$ 1.605,2	8,02%	R$ 119,2	R$ 79,0
2023 (*)	3,67%	R$ 847,1	R$ 28,2	R$ 1.665,7	3,77%	R$ 60,6	R$ 32,4

(*) Focus e estimativas próprias

O seguinte ano de 2023 –início de mandato- retomaria a normalidade, corrigindo o teto por 3,77% e as despesas indexadas por 3,67%, para deixar uma sobra após atualizações monetárias de $R 32,4 bilhões (próximo à média dos primeiros quatro anos do teto). A ampliação da Bolsa Família nos moldes que estaria sendo proposto pela equipe (benefício de R$ 192 mensais para R$ 250 mensais passando de 14,6 milhões de famílias para 17 ou 18 milhões de famílias) custaria +R$ 20 bilhões anualizados; poderia ser acomodado este ano (entrando no 2º semestre) com a migração de pagamentos da BF para auxílios e, no ano que vem, com o teto mais folgado. É óbvio tratar-se de um gasto permanente, mas é um gasto que legitimaria segurar outros (e.g. a despesa de pessoal no PLDO de 2023 comporta uma contração real de R$ 10 bilhões no biênio 2021-22) ou, no mínimo, reforça recomendação de outras despesas serem transitórias.

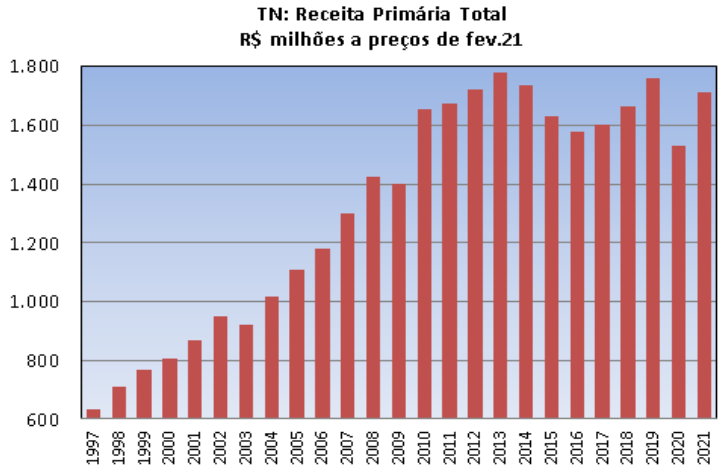
FISCAL: Avaliação de maio prevê déficit federal em R$ 187,7 bilhões

Receitas ganharam R$ 108,4 bilhões.

A estimativa de primário do Governo Central para 2021 caiu de déficit de R$ 286 bilhões (ou R$ 266 bilhões após vetos e contingenciamentos) para R$ 187,7 bilhões. A melhoria foi explicada pelo bom desempenho esperado da receita, que cresceu R$ 108,4 bilhões em relação à avaliação de abril, impulsionada pela retomada do crescimento da economia.

A avaliação do 2º bimestre majorou as receitas totais deste ano em R$ 108,5 bilhões comparativamente às avaliações anteriores. Parecerá estranho que uma reavaliação orçamentária apure tamanha adição de recursos. Há que lembrar, contudo, que as últimas avaliações (de março e a extemporânea de abril) focaram pouco (ou nada) nas receitas, para concentrar-se mais nas pirotecnias no lado das despesas. Mais importante é atentar que essas receitas de 2021, mesmo crescendo 11,9% real ante as de 2020 (+19,4% nominais), *continuam perdendo 2,8% real ante as de 2019* (gráfico). Com efeito, as receitas do ano passado derreteram 13,1% real ante as do ano anterior, reunindo impactos das elasticidades, diferimentos, provisionamentos, devolução de auxílios e renúncias; para que as receitas deste ano retomem esse patamar de 2019, precisariam crescer 15,1% real.

Uma forte e ainda parcial recuperação nas receitas estimadas em 2021.



A abertura dos grandes grupos de receita mostra a forte aposta nas receitas administradas (com exceção do RGPS). A 2ª avaliação bimestral escalou estas receitas em R$ 85,4 bilhões ante a 1ª avaliação bimestral, comportando agora altas reais de 15,8% ante 2020 e de 6,6% ante 2019 (tabela abaixo). É aqui que concentra os efeitos da retomada nominal e real da economia. Em contrapartida, o muito modesto ganho previsto de 2,2% ante o ano passado nas receitas do RGPS não surpreende à vista de um aumento esperado de apenas 4,0% na massa nominal de salários. Comparativamente ao ano de 2019, quando entraram R$ 70 bilhões brutos pela segunda cessão onerosa, o destaque de queda ocorre nas concessões de apenas R$ 7,8 bilhões esperados este ano ante R$ 101,8 bilhões alcançados dois anos atrás (preços de abr.21).

Receitas Primárias TN — R$ bilhões a preços de abr.22

	2021 2a Aval. Bimestral	2020 TN	2019 TN	2021/20 var. %	2021/19 var. %
Receitas	1.737,2	1.552,7	1.785,2	11,9%	-2,7%
Receita Adm pela RFB exceto RGPS e líquida de inc. fiscai	1.101,3	951,4	1.032,9	15,8%	6,6%
Arrecadação Líquida para o RGPS	437,5	428,2	451,3	2,2%	-3,1%
Receita não Adm pela RFB	198,4	173,1	301,1	14,7%	-34,1%
Concessões e Permissões	7,8	8,7	101,8	-10,0%	-92,4%
Dividendos e Participações	16,8	7,0	22,8	141,8%	-26,2%
Contr. Plano de Seguridade Social do Servidor	17,7	18,4	15,2	-3,8%	16,5%
Exploração de Recursos Naturais	72,2	59,8	70,6	20,7%	2,2%
Receitas Próprias (fontes 50, 81 e 82)	16,6	14,0	17,3	18,5%	-4,2%
Contribuição do Salário Educação	22,4	22,5	24,1	-0,3%	-7,1%
Demais Receitas	44,9	42,8	49,1	5,0%	-8,5%

A primeira parte da explicação no forte crescimento nas receitas administradas deste ano remete à base paupérrima do ano passado, com uma perda de 7,9% real que superou em muito a do PIB. A segunda parte da explicação é a atividade e, com peso maior na margem, a inflação (ou melhor, os preços). O discurso oficial relega esta última, atribuindo as melhores receitas à retomada do crescimento da economia. Suas estimativas, no entanto, mal ajustaram o crescimento do PIB de +3,2% para +3,5% (grade oficial a seguir), revendo inclusive para baixo a massa de salários de +6,2% para +4,0% nominais (admitimos que este último esteja problematizado pela PNAD). Ora, nós ajustamos nossa previsão do PIB (estávamos errados); *eles não*. Em que pese à possibilidade de taxas reais de crescimento oficiais mais fortes, *justificando novas revisões altistas à frente*, *é a inflação (ou, se quiser, os preços) que, nesta revisão, carrega o piano.* Este ano terá altas inflações médias, com bem mais IGP que IPCA, puxadas pelos fortes carregos nos -receitas intensivas- atacados, commodities, administrados e câmbio. O próprio deflator do PIB passou de +6,8% na avaliação de abril para +9,2% nesta avaliação de maio: enquanto o crescimento real do PIB ganhou 0,3 p.p., seu deflator ganhou 2,4 p.p..

Um pouquinho mais de PIB real e muito mais deflator na grade oficial.

Parâmetros econômicos

Parâmetros	Avaliação Extemporânea Abril (a)	Avaliação 2º Bimestre (b)	(c) = (b) - (a)
PIB real (%)	3,2	3,5	0,3
PIB Nominal (R$ bilhões)	8.207,9	8.418,2	210,4
IPCA acum (%)	4,4	5,1	0,6
INPC acum (%)	4,3	5,0	0,8
IGP-DI acum (%)	5,1	15,2	10,2
Taxa Over - SELIC Média (%)	2,8	3,6	0,7
Taxa de Câmbio Média (R$ / US$)	5,3	5,4	0,1
Preço Médio do Petróleo (US$/barril)	64,3	65,5	1,1
Valor do Salário Mínimo (R$ 1,00)	1.100,0	1.100,0	0,0
Massa Salarial Nominal (%)	6,2	4,0	-2,2

Fonte: SPE/Fazenda/ME.
Elaboração: SOF/Fazenda/ME.

Um último comparativo. O PLOA enviado o Congresso em agosto do ano passado projetava para este ano uma receita total de R$ 1.560,1 bilhões. Na sexta passada, o governo a estimou em R$ 1.752,1 bilhões, *ou R$ 192,0 bilhões mais*. Sem o teto, seguramente estaríamos gastando muito mais em troca de muito menos.

DISCLAIMER Please access the hyperlink for an important electronic communications disclaimer:
http://www.tullettprebon.com.br/disclaimer.htm

OUVIDORIA - 0800 722 2281