



FECHAMENTO MAIS RÁPIDO DO HIATO IMPEDE AJUSTE PARCIAL

COMENTÁRIO MENSAL
JUNHO, 2021



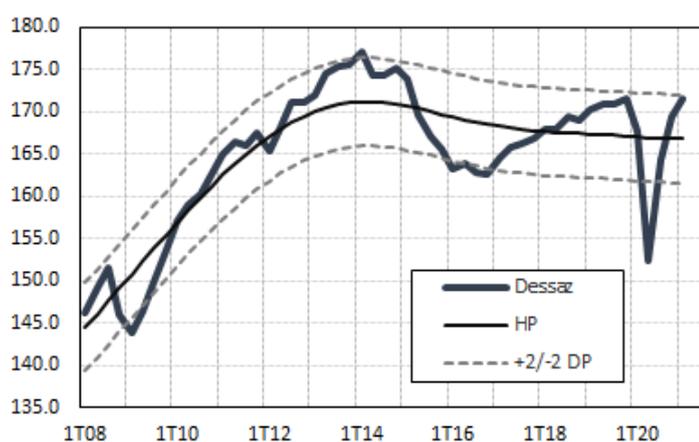
O início do ano contou com surpresas positivas relevantes no que toca a atividade econômica, culminando em um PIB acima do esperado no 1T21. Passamos agora a esperar crescimento de 5,4% este ano, com fechamento do hiato em meados do ano que vem. Revisamos também nossas projeções de IPCA, que subiu para 5,9% em 2021 e para 3,8% em 2022 (de 5,4% e 3,6%, respectivamente). Com isto, mantemos nossa expectativa de que a taxa Selic deve ser levada a 6,5% ao final deste ano, e acreditamos que o BC não deverá mais sinalizar a possibilidade de “ajuste parcial” no juros em sua próxima reunião.

FECHAMENTO MAIS RÁPIDO DO HIATO IMPEDE AJUSTE PARCIAL

COMENTÁRIO MENSAL

O PIB do 1T21 registrou crescimento de 1,2% na comparação trimestral após ajuste sazonal, acima do esperado por nós, 0,4%, e pelo mercado, 0,7%. Com este resultado, o nível do PIB praticamente retomou o patamar observado no pré-pandemia, com uma recuperação em “V”. Com esta surpresa, e em adição a sinais de que o nível da atividade se acelerou de maneira significativa entre abril e maio, revisamos nossa projeção de PIB para 2021, saindo de 4,5% para 5,4%.

Gráfico 1: PIB - Nível dessazonalizado



Fonte: IBGE e ASA Investments

Tabela 1: IBGE: PIB Trimestral

	Pesos	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Proj. 1T21
PIB - Preços de Mercado	100.0%	-2.2%	-9.2%	7.8%	3.2%	1.2%	0.4%
Agropecuária	10.2%	1.1%	0.1%	0.5%	-1.5%	5.7%	5.3%
Indústria	17.0%	-1.6%	-12.2%	15.3%	1.6%	0.7%	1.0%
Serviços	58.4%	-1.2%	-9.5%	6.4%	2.7%	0.4%	0.0%
Consumo das famílias	60.2%	-1.5%	-11.4%	7.6%	3.2%	-0.1%	-1.3%
Consumo do governo	17.6%	-0.2%	-7.8%	3.3%	0.9%	-0.8%	0.6%
FBKF	19.4%	1.7%	-16.1%	11.3%	20.0%	4.6%	1.2%
Exportações	17.6%	-2.9%	1.5%	-1.7%	-1.1%	3.7%	2.9%
Importações	-18.9%	-1.0%	-11.4%	-7.3%	19.3%	11.6%	5.2%

Fonte: IBGE e ASA Investments

O resultado do 1T21 sugere alto grau de acumulação de estoques, com o PIB na ótica da oferta crescendo a taxas elevadas, enquanto, na ótica da demanda, houve retração. Isto já era esperado, visto o forte movimento de desestocagem observado durante 2020, mas vale notar que sua intensidade surpreendeu, ajudando a explicar parte da surpresa observada nesse início de ano.

Outro ponto importante é o que os dados desta divulgação de PIB sugerem com relação à dinâmica da poupança das famílias. Com as fortes restrições à movimentação impostas durante o surgimento da pandemia em 2020, concomitante com medidas de suporte à renda, houve forte acumulação de poupança por parte das famílias, principalmente no 2T20. Acreditávamos que, em linha

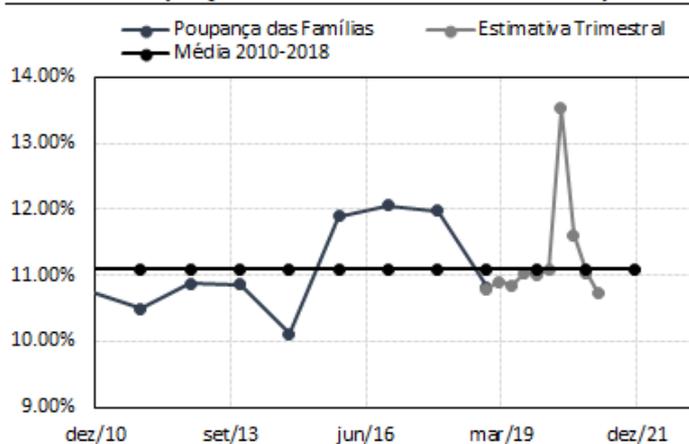
FECHAMENTO MAIS RÁPIDO DO HIATO IMPEDE AJUSTE PARCIAL

COMENTÁRIO MENSAL

com crises passadas e com a experiência internacional, um comportamento mais precaucional levaria a um movimento de despoupança apenas parcial.

Mas, ao interpolar os dados anuais de poupança como percentual da renda disponível nas contas nacionais (disponíveis até 2018) utilizando como variáveis explicativas a trajetória de consumo das famílias e a massa salarial ampliada (incluindo aqui o auxílio emergencial e demais medidas de suporte a renda), e utilizando os resultados encontrados para extrapolar a trajetória de poupança à frente, vemos que, se é verdade que parece ter existido forte acúmulo de poupança no início da pandemia, esta não só já foi revertida como se encontra em patamar inferior à sua média histórica no 1T21.

Gráfico 2: Poupança das famílias como % da renda disponível

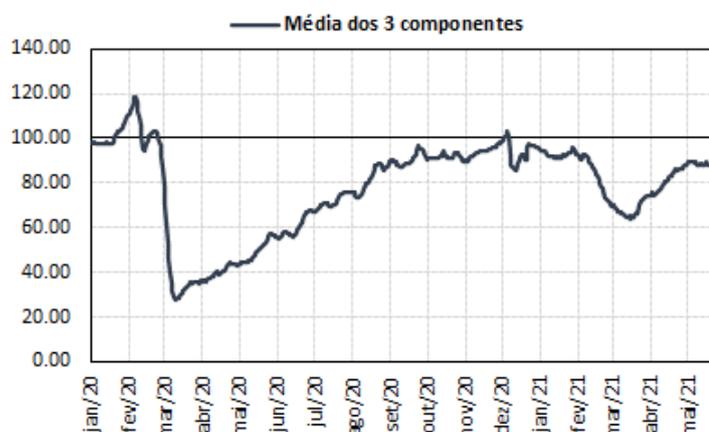


Fonte: ASA Investments

Desta forma, tivemos, nestes últimos trimestres, dois fatores importantes que ajudaram a recuperação em “V”: um processo de reestocagem e uma forte tendência de despoupança, que mais que reverteu a poupança adicional acumulada durante a pandemia. À frente, acreditamos que o impulso adicional destes fatores será menor. A poupança já se encontra abaixo da sua média histórica, e a acumulação de estoques deverá continuar, principalmente em setores de bens duráveis, mas com impacto marginal menor.

Não obstante, deveremos continuar observado taxas de crescimento positivas nos próximos trimestres. Se estes fatores idiossincráticos deverão ter contribuições marginais menores, o movimento de reabertura da economia tende a continuar após a segunda onda da pandemia, com indicadores de mobilidade já tendo retomado níveis observados no 1T21. Ademais, a melhora gradual do mercado de trabalho nos próximos trimestres e a segunda rodada de Auxílio Emergencial pago a famílias em 2021 devem continuar suportando taxas de crescimento positivas para o consumo privado.

Gráfico 3: Mobilidade Apple Brasil (mm7d)

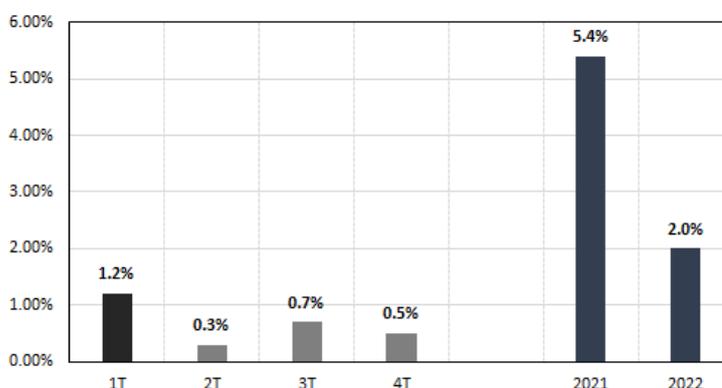


Fonte: Apple, ASA Investments

Este movimento de reabertura deverá impactar positivamente setores da economia que ainda se encontram deprimidos, como é o caso de Serviços da Administração Pública e Outros Serviços (restaurantes, hotéis, entre outros). Estes ainda estão, respectivamente, 4,5% e 9,5% abaixo do nível observado no 4T19. Já a indústria deverá começar a perder força comparativamente aos serviços, mas a continuidade do processo de reestocagem, principalmente de bens duráveis, deve levar a taxas de crescimento ainda positivas nos próximos meses. No 2S21, deveremos observar a normalização da economia local, com a rotação de demanda para o setor de serviços se concluindo.

Desta forma, esperamos crescimento de 0,3%, 0,7% e 0,5% no 2T21, 3T21 e 4T21, respectivamente, com o PIB do ano devendo registrar alta de 5,4%. Para 2022, projetamos crescimento de 2,0%, refletindo o menor carregamento estatístico se comparado a esse ano, a ausência de estímulo monetário (Selic em seu nível neutro) e a alguma incerteza política no contexto da eleição presidencial.

Gráfico 4: Projeções PIB



Fonte: ASA Investments

FECHAMENTO MAIS RÁPIDO DO HIATO IMPEDE AJUSTE PARCIAL

COMENTÁRIO MENSAL



Para a política monetária, estas surpresas de crescimento recentes sugerem um fechamento mais tempestivo do hiato do produto. Projetamos que o hiato deva fechar no 3T22, enquanto, em nossas simulações, o BC deve enxergar o fechamento do hiato no 1S22, sendo que, até então, a autoridade monetária projetava que isto fosse acontecer apenas na passagem de 2022 para 2023.

Com a continuidade do movimento de alta das projeções de inflação para 2022 na pesquisa Focus e considerando a revisão de PIB realizada por nós, acreditamos que a argumentação que compõe a sinalização de que o BC poderia realizar um “ajuste parcial” na Selic se enfraquece. A elevação das projeções de inflação, inclusive, não têm se circunscrito apenas a 2022, sugerindo risco de desancoragem de expectativas, movimento que deve preocupar o BC.

Isto, somado a um hiato fechando de forma mais rápida, nos leva a crer que o BC não mais sinalizará o “ajuste parcial” em sua próxima reunião, quando deverá levar a taxa básica para 4,25%, abrindo a possibilidade de levar a taxa Selic ao seu patamar neutro de 6,5% já neste ciclo, nosso cenário base. Ademais, visto o nível final para a Selic mais elevado neste ciclo, acreditamos que o BC deverá manter a sinalização com relação ao passo de ajuste, sinalizando mais uma alta de 75 pontos base para sua reunião subsequente, em 4 de agosto.

Por fim, a combinação de mais crescimento com sinais de que o choque de oferta vivenciado principalmente no que toca preços de bens não deverá se abater no curto prazo também nos levou a revisar nossas projeções de inflação. A projeção de IPCA subiu para 5,9% em 2021 e para 3,8% em 2022 (de 5,4% e 3,6%, respectivamente).

Na revisão do ano corrente, passamos a vislumbrar choque mais intenso sobre os bens industrializados nos próximos meses. A surpresa com o IGP-M de maio (com taxa de 4,10%, frente a 4,05% esperado por nós e 4,00% pelo mercado) não ficou restrita às commodities (minério de ferro e grãos), mas também alcançou itens como veículos e mobiliário. Deste modo, os bens industrializados devem registrar taxa anual de 6,6% no IPCA, a maior desde 2004.

Adicionalmente, houve revisão altista nos serviços, que devem encerrar o ano com taxa de 3,1%, com os itens mais sensíveis à mobilidade acelerando com mais força no 2S21 e com o fechamento mais célere do hiato afetando também os demais serviços. Finalmente, os administrados devem contar com alta maior nos combustíveis; neste caso, a menor safra do etanol deve ter impacto na gasolina. Com isso, a média dos núcleos deve alcançar taxa de 4,5% em 2021.

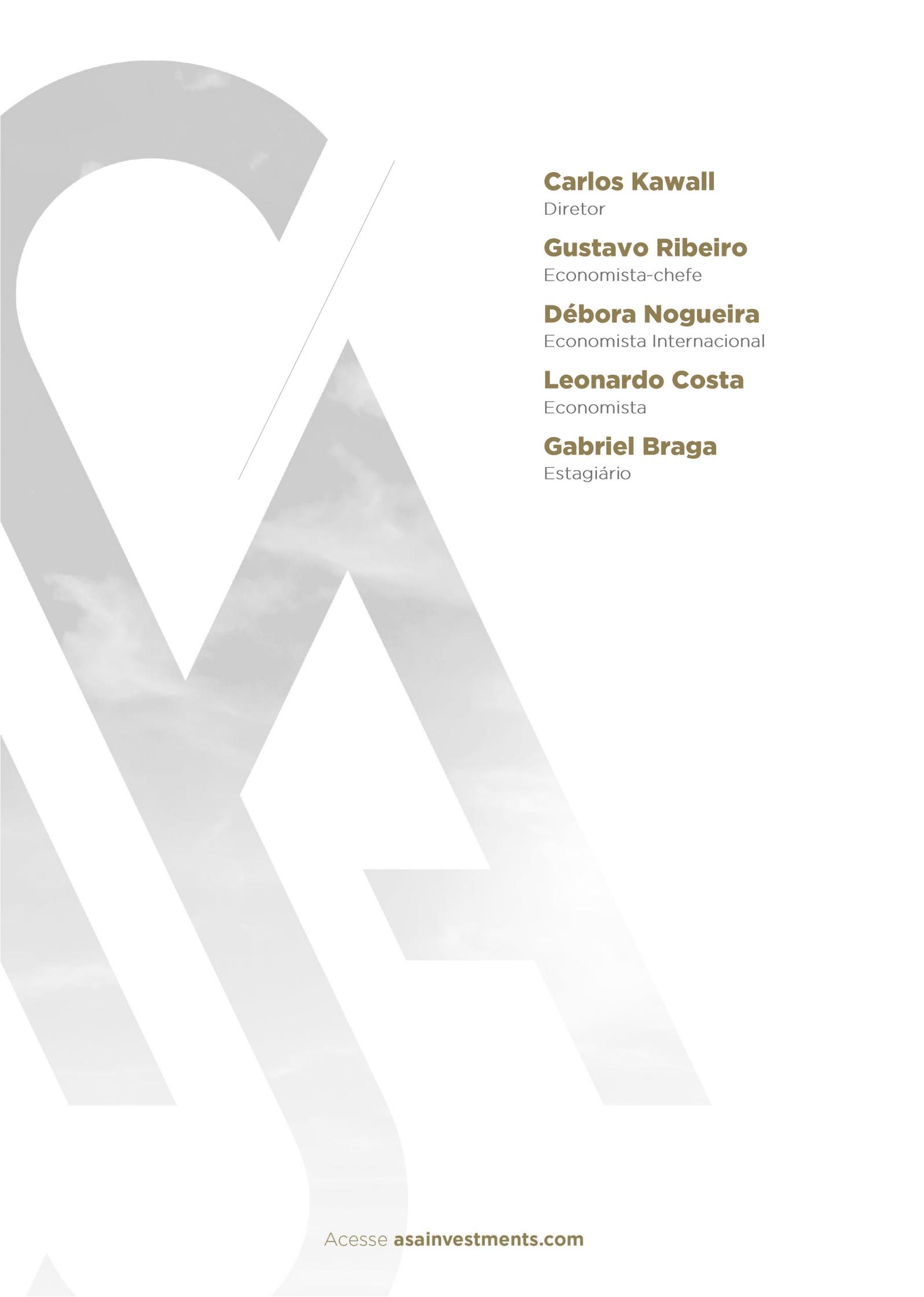
FECHAMENTO MAIS RÁPIDO DO HIATO IMPEDE AJUSTE PARCIAL

COMENTÁRIO MENSAL



Já a inflação mais alta em 2022 é efeito da inércia do IPCA mais alto em 2021 e de um reajuste mais elevado de administrados. O IGP-M deve registrar pelo segundo ano consecutivo taxa anual de 2 dígitos (projetamos alta de 18% neste ano, após alta de 23,1% em 2020), o que deve impactar o reajuste de certas tarifas reguladas no ano que vem. A média dos núcleos deve ano deve ter taxa de 3,4%.

Este cenário se mostra mais desafiador para a política monetária, com combinação de um fechamento mais rápido do hiato do produto, choques mais persistentes e inflação/expectativas mais elevadas, inclusive projetada por nós acima do intervalo superior da meta em 2021 e acima do centro da meta em 2022. Por conseguinte, mantemos nossa visão de que o BC deve levar a taxa Selic a 6,5% em dezembro deste ano, mantendo-a estável em 2022.



Carlos Kawall

Diretor

Gustavo Ribeiro

Economista-chefe

Débora Nogueira

Economista Internacional

Leonardo Costa

Economista

Gabriel Braga

Estagiário

Acesse asainvestments.com