



Navigate Plataforma de Análise de Investimentos

Notas Navigate
Junho 2021

I. Economia Brasileira

Mensagem principal: as expectativas de crescimento da economia brasileira seguem aumentando semana após semana em função, como observado no **Notas Navigate de abril/maio de 2021**, da expansão das economias americana e chinesa, principalmente, e da União Europeia e do Reino Unido, em menor intensidade, que vem impulsionando a demanda e os preços das commodities metálicas e agrícolas (*boom* de commodities). Se, por um lado, esse *boom*, somado às elevações recentes na taxa básica de juros, praticamente estancaram a desvalorização do real e, por conseguinte, a pressão sobre os preços domésticos daí decorrente, por outro observa-se que o repasse das desvalorizações passadas para os preços está mais espalhado – o índice de difusão do IPCA segue acima de 60% - e os núcleos de inflação seguem se expandindo, o que mostra que, apesar do fraco nível de atividade observado, os produtores têm encontrado espaço para reajustes de preço. No todo, esses elementos revelam uma economia que vem exibindo uma recuperação ainda muito incerta, além de frágil, pontuada por uma expansão contínua dos preços e do nível de atividade de forma bastante desigual. Por fim, é digno de nota o acionamento, pela ANEEL, do patamar 2 da bandeira vermelha em junho, com um custo de R\$ 6,243 para cada 100 kWh consumidos e a manutenção desse patamar em julho, com a elevação do seu custo para R\$ 9,492 (alta de cerca de 52% em relação ao custo de junho), o qual terá um impacto inequívoco sobre o IPCA.

Por quê?

(A). Inflação

- A figura 1 mostra que a inflação acumulada em 12 meses sofre uma inflexão a partir de junho de 2020, passando a exibir uma trajetória de expansão que não mais se reverte até o momento presente.
- Esse é o momento em que o índice mensal volta a apresentar uma elevação positiva (0,26%) ante duas quedas (variações negativas) nos meses imediatamente anteriores.
- A partir de então, o IPCA mensal não apresenta mais nenhuma deflação, não obstante o país já estar vivendo, desde março, um quadro de pandemia, com a implementação generalizada de várias medidas de restrição à mobilidade.
- Essa inflexão virtualmente estanca a queda nas expectativas para o IPCA de 2021, este que era o movimento predominante antes da elevação do IPCA em junho (figuras 2A e 2B).

- A figura 3 mostra que tal comportamento expansionista observado desde junho para o índice “cheio” já aparecia nos núcleos com e sem suavização e na “mediana” do IPCA (o núcleo P55).
- O comportamento dos núcleos por exclusão, por sua vez, mostra que esse movimento de alta contínua na inflação (IPCA) acumulada em 12 meses vai aparecer com um “atraso” de aproximadamente dois meses (figura 4).
- Quando destacados os bens comercializáveis e os não-comercializáveis, percebe-se que os primeiros são a principal fonte da elevação da inflação acumulada (figura 5). Os bens industriais, que também passam a exibir uma trajetória ascendente de preços a partir de então (figura 6), parecem ter sido o primeiro canal de transmissão da alta dos preços.
- O que explica essa alta? Esse movimento é antecedido por uma forte desvalorização do real entre o começo de 2020 e meados de maio (cerca de 46%). Essa desvalorização é o gatilho para a elevação quase imediata dos preços dos bens comercializáveis (figura 7).
- O fraco comportamento da economia faz com que o repasse dessa desvalorização para os demais preços da economia – medido pelo índice de difusão do IPCA – só vá ganhar tração a partir de setembro de 2020 (figura 8).
- Quando ao comportamento da inflação em 2021, deve-se notar que:
 - O IPCA acumulado em 12 meses continua se acelerando (figura 1)
 - Os núcleos, com e sem suavização e por exclusão, acumulados em 12 meses continuam se acelerando
 - Os preços dos bens industrializados acumulados em 12 meses continuam se acelerando
 - Os preços dos bens comercializáveis acumulados em 12 meses continuam se acelerando, embora a uma taxa mais suave do que aquela observada desde junho de 2020
 - Os preços monitorados (administrados) acumulados em 12 meses apresentam forte alta a partir de janeiro
 - O índice de difusão do IPCA diminui sensivelmente a partir de janeiro

Bottomline: o choque inflacionário decorrente da intensa desvalorização cambial observada na primeira metade de 2020 acabou se disseminando para (quase) toda a economia, devendo, contudo, a inflação apresentar uma tendência de desaceleração no segundo semestre de 2021. Os riscos desse *outlook* são representados pela duração e eventual aprofundamento da crise hídrica, com seus impactos no preço da energia, e a recuperação do nível de atividade econômica trazida pela ampliação da vacinação e o levantamento das restrições à mobilidade daí recorrente, com potencial para impactar os preços dos serviços que, até o momento, se mantém abaixo do centro da meta de inflação no acumulado em 12 meses.

(B). Nível de Atividade

- A figura 9 mostra que o PIB, após uma queda expressiva em decorrência da pandemia, vem apresentando uma recuperação, embora tênue. O mesmo pode ser percebido quando se observa a taxa de variação do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-BR) em relação ao mesmo mês do ano anterior (figura 10).

- Ainda que boa parte da recuperação possa ser explicada pelo chamado “efeito-base”, o fato é que a economia vem, lentamente, se normalizando. Tal fato se traduz em expectativas crescentes para o PIB de 2021 (figura 11).
- Essa recuperação, contudo, além de muito lenta, é bastante desigual quando se analisa o comportamento dos principais setores da economia.
- As tabelas 1A, 1B e 1C mostram que a indústria – com destaque para as indústrias extrativistas – e uma parte do comércio são uns dos poucos setores que vêm mostrando alguma recuperação nos primeiros meses de 2021.
- Esse quadro de fragilidade e incerteza tem contaminado as expectativas para o PIB de 2022, as quais vêm em trajetória descendente, em especial a partir de maio.

Bottomline: a recuperação que a economia brasileira vem exibindo nos primeiros meses de 2021 reflete em grande medida o “efeito-base” dada a profunda contração observada após o início da pandemia. O choque de oferta a que a economia foi submetida desde então, com a subsequente saída líquida de capitais¹, levou a uma forte depreciação no câmbio, com impactos inicialmente localizados sobre os preços dos bens comercializáveis, em que pese a contração no nível de atividade.

Apesar da reversão parcial do movimento de depreciação do câmbio e, com ela, a menor pressão sobre os preços domésticos, a economia ainda vem sendo submetida a novos choques de oferta, como é o caso da crise hídrica, que podem impactar negativamente a inflação e adicionar ainda mais incerteza à frágil recuperação. Diante desse quadro, ajustamos nossas estimativas quanto à taxa de crescimento do PIB em 2021 para o intervalo entre 4 e 4,5%.

Tabela 1A Produção Física da Indústria Jan-Maio/2021 Variação em relação ao mês anterior			
Data	Geral	Extrativas	Transformação
Jan	0,33	1,37	-0,44
Fev	-0,99	-5,31	-0,77
Mar	-2,34	6,09	-3,31
Abr	-1,48	1,69	-1,94
Maio	1,39	1,99	1,16

Fonte: PMI-PF/IBGE

Tabela 1B Volume de Vendas de Material de Construção (VMC), do Comércio Varejista (VVCV) e do Comércio Varejista Ampliado (VCVA) Jan-Abr/2021 Variação em relação ao mês anterior			
Data	VMC	VVCV	VCVA
Jan	0,00	-0,10	-2,34
Fev	2,02	0,73	3,44
Mar	-10,15	-1,13	-5,04
Abr	10,44	1,77	3,82

Fonte: PMC/IBGE

Tabela 1C Receita Nominal e Volume de Serviços Jan-Abr/2021 Variação em relação ao mês anterior		
Data	RN	VOL
Jan	-0,46	0,46
Fev	2,66	3,92
Mar	-0,62	-3,10
Abr	0,09	0,69

Fonte: PMS/IBGE

¹ Entre fevereiro e dezembro de 2020, o fluxo de capital estrangeiro medido pelo saldo do câmbio contratado foi negativo em mais de USD 27 bilhões.

