

Atividade tem surpreendido positivamente em todos os setores

- **O desempenho da economia brasileira tem surpreendido positivamente neste ano, em todos os segmentos.** Apesar de indústria, comércio e serviços estarem sujeitos a restrições sanitárias desde março, os números desses setores têm se mostrado melhores do que o esperado. A retomada, apesar das medidas de distanciamento ainda presentes, também tem ocorrido de forma mais célere. A abertura da economia, com o avanço da vacinação, favorece sobretudo o setor de serviços, mas a agricultura segue se destacando em 2021.
- **Na agricultura, o balanço global entre oferta e demanda segue muito apertado, mantendo os preços elevados e as margens positivas.** Já a pecuária, segue com grandes pressões de custos, sem muito espaço para repasses, dado baixo nível de consumo.
- **A indústria continua reportando falta de insumos e estoques baixos como limitantes ao crescimento.** A indústria de intermediários tende a seguir impulsionada pela demanda e pela recomposição de estoques. A demanda de bens duráveis segue elevada, mas a falta de insumos limita os avanços. De forma similar, juros historicamente baixos e a retomada econômica têm beneficiado a demanda por bens de capital. Na construção, destaque para a demanda por imóveis residenciais, enquanto em infraestrutura, a retomada dos leilões traz um cenário positivo mais à frente.
- **A demanda por bens duráveis e materiais de construção segue em nível muito elevado.** Por outro lado, a inflação de alimentos e a redução dos programas governamentais já afetam as vendas em supermercados, assim como a reabertura gradual de restaurantes. Já as vendas de bens semi-duráveis seguem atrasadas no ciclo, mas tendem a acelerar com reabertura da economia.
- **A recuperação de serviços segue aquém dos demais setores por conta do fraco desempenho dos serviços prestados às famílias.** Serviços de tecnologia da informação são o destaque positivo. Os serviços de saúde seguem se beneficiando da reabertura e do avanço do mercado de trabalho. Por fim, o setor de educação está em recuperação, mas a captação de alunos é um grande desafio.

Setor em Foco: Energia elétrica

Risco de racionamento de energia elétrica e impactos em atividade e inflação

- **A situação crítica dos reservatórios das hidrelétricas e a possibilidade de racionamento de energia tem sido debatida nas últimas semanas.** O consumo de energia se recuperou rapidamente, acompanhando a retomada econômica. De outro lado, as condições climáticas estão desfavoráveis desde meados do ano passado, levando os reservatórios das hidrelétricas do Sudeste/Centro Oeste a níveis bastante baixos.
- **A situação gera comparações imediatas com outros episódios.** Em 2001 houve racionamento do consumo de energia, com elevação de tarifas e restrição da atividade doméstica. Entre 2014 e 2015, a escassez de chuvas levou ao acionamento de usinas térmicas, impactando mais preços que atividade.
- **Até o momento, nossas análises sugerem ser baixo o risco de racionamento,** mas apontam para um cenário de geração bastante apertado neste ano, com impacto esperado sobre preços de energia elétrica e efeitos negativos contidos para a atividade doméstica.

Atividade tem surpreendido positivamente em todos os setores

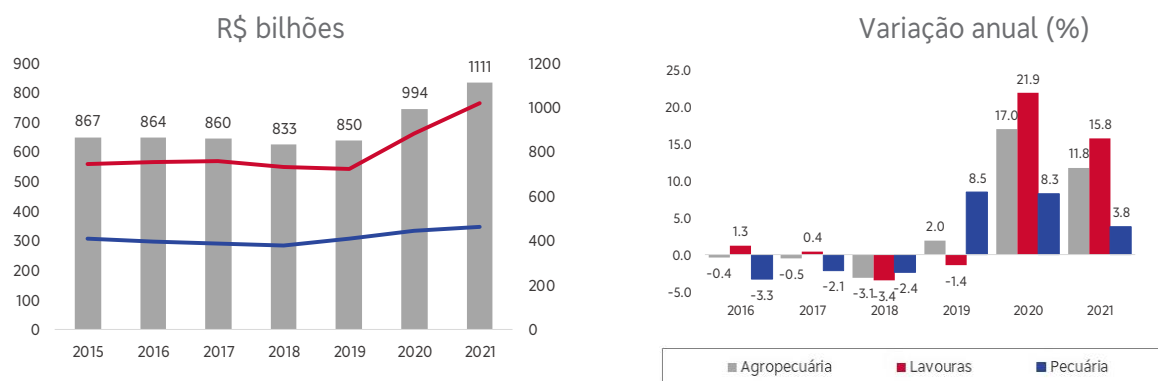
O desempenho da economia brasileira tem surpreendido positivamente neste ano, em todos os segmentos. Apesar de indústria, comércio e serviços estarem sujeitos a restrições sanitárias desde março, os números desses setores têm se mostrado melhores do que o esperado. A retomada, apesar das medidas de distanciamento ainda presentes, também tem ocorrido de forma mais célere. Essa resiliência da economia foi apoiada em juros reais baixos, ampla oferta de crédito, níveis elevados de poupança, recuperação do emprego formal, forte crescimento global e adaptação às medidas de restrição. A abertura da economia, com o avanço da vacinação, favorece sobretudo o setor de serviços, mas a agricultura segue se destacando em 2021.

Dentre os riscos para o cenário de atividade, destacamos, principalmente, a hidrologia e eventos ainda imponderáveis da pandemia. Com o mercado de energia mais diversificado do que em momentos anteriores (maior capacidade térmica e de fontes renováveis), consideramos que o risco hídrico terá mais impacto nos preços do que na atividade. Entretanto, a extensão do período seco pode reduzir a produtividade da agricultura e pecuária, afetando os números para este e para o próximo ano. Sobre a pandemia, nossos cálculos apontam que a população adulta brasileira deve estar vacinada, ao menos com a primeira dose, até setembro deste ano, reduzindo o risco de fechamentos generalizados da atividade. De qualquer forma, eventuais retrocessos no combate à pandemia podem impactar novamente a economia de forma negativa.

Agricultura: apesar da seca, cenário segue bem positivo

Na agricultura, o balanço global entre oferta e demanda segue muito apertado, mantendo os preços elevados e as margens positivas. Para soja, colhemos a maior safra brasileira da história. Para milho, o atraso no plantio e o clima seco prejudicaram a produtividade da 2ª safra, em especial no Paraná e Mato Grosso do Sul. A seca também afetou a produtividade do: i) feijão, com quebra esperada para 2ª e 3ª safras; ii) cana, levando à menor produção de açúcar e etanol e iii) café, que também está em ano de bialidade negativa. Ainda assim, os preços elevados no mercado externo e interno vêm garantindo boas margens e compensando em sua maior parte as perdas com as lavouras e o aumento dos custos de fertilizantes.

Gráfico 1: Valor Bruto da Produção Agrícola



Fonte: MAPA

A pecuária segue com grandes pressões de custos de ração. O abate de frangos e suínos está em expansão, aproveitando o aumento da demanda interna e o avanço das exportações, respectivamente. Entretanto, os custos elevados com ração estão comprimindo as margens do setor, que chegaram a ficar negativas em algumas praças. Por sua vez, o abate de bovinos segue em queda, refletindo o ciclo de retenção de fêmeas, que deve começar a ser revertido apenas no final deste ano. A baixa disponibilidade tem pressionado os preços de boi gordo para cima. Os frigoríficos têm tentado repassar a pressão de custos para o consumidor, mas sem sucesso. O atual nível de preços da carne bovina já tem levado a alguma queda do consumo doméstico; aumentos adicionais, reduziriam ainda mais a demanda no mercado interno. Assim, as exportações seguem como uma ótima alternativa para o produtor de gado e estão em patamares elevados. A seca deve reduzir o nível de confinamento nesta entressafra, aumentando a oferta (maior abate) de boi gordo no curto prazo e gerando menor pressão nos preços. Entretanto, o alívio deve ser temporário, uma vez que o número de animais abatidos no final do ano tende a ser menor, levando a novos aumentos de preços.

Indústria: intermediários e bens de capital são destaques neste ano, com recomposição de estoques e demanda positiva

A indústria tem reportado falta de insumos e estoques baixos como limitantes ao crescimento. Cerca de 25% das indústrias de transformação têm apontado que a falta de insumos é um fator limitante ao crescimento, conforme sondagem da FGV. Faltam componentes eletrônicos, borracha, aços longos, produtos cerâmicos e madeira, entre outros. Nesse cenário, temos visto desde o início do ano a recomposição de estoques, de forma bastante gradual, como mostra o resultado do PIB do primeiro trimestre, a sondagem da FGV e nossa pesquisa empresarial. O nível de estoques ainda está abaixo do padrão, tanto na indústria como no comércio, e algumas indústrias anunciaram paralisação por conta da falta de insumos. Assim, o setor continuará recompondo estoques nos próximos trimestres.

A indústria de bens intermediários tende a seguir se beneficiando, impulsionada pela demanda e pela recomposição de estoques. A produção de madeira, produtos metalúrgicos, celulose, químicos, borracha e plásticos segue em patamar elevado. Tais setores estão com níveis de estoque em baixo patamar. Além disso, a demanda interna segue positiva.

Gráfico 2: Produção industrial

Abertura setorial, índice dessazonalizado



Fonte: IBGE

A demanda de bens duráveis segue elevada, mas a falta de insumos limita o crescimento. A demanda segue positiva por conta de juros historicamente baixos, retomada do emprego formal e poupança elevada. Os bens duráveis são os mais impactados pela falta de insumos e não descartamos ampliação das paralisações de produção. Tais interrupções podem limitar um avanço mais intenso do setor, ainda que o cenário seja favorável.

De forma similar, juros historicamente baixos e a retomada econômica têm beneficiado a demanda por bens de capital. Os segmentos mais favorecidos nos últimos meses foram: bens de capital industriais seriados, peças e máquinas agrícolas e construção e mineração, setores que estão de fato com desempenho mais forte e que retomaram seus planos de investimentos.

Construção civil: desempenho tem sido positivo, mas elevação de custos é um ponto de atenção

A demanda por imóveis residenciais segue aquecida, após a forte queda de estoques em 2020. O número de lançamentos tem crescido em todas as regiões do país e o setor se mostrou resiliente durante as paralisações da atividade no começo deste ano. O setor continua impulsionado por juros reais baixos, geração de emprego formal, aumento da confiança do consumidor e reabertura da economia. A pressão de custos de matérias-primas merece atenção. Nesse sentido, a possibilidade de repasses de custos aos preços finais favorece o segmento de médio-alto padrão.

Em infraestrutura, a retomada dos leilões traz um cenário positivo à frente. Em 2021 o governo federal já realizou a concessão de 29 projetos, sendo 22 aeroportos, 5 portos, uma rodovia e uma ferrovia. A lista para o ano ainda é grande e algum atraso pode ocorrer. Mesmo que parte dos leilões fique para 2022, o ano de 2021 será marcado pela retomada das concessões de infraestrutura, com efeitos sobre a economia que se espalham no tempo.

Comércio: demanda segue especialmente favorável para bens duráveis e materiais de construção

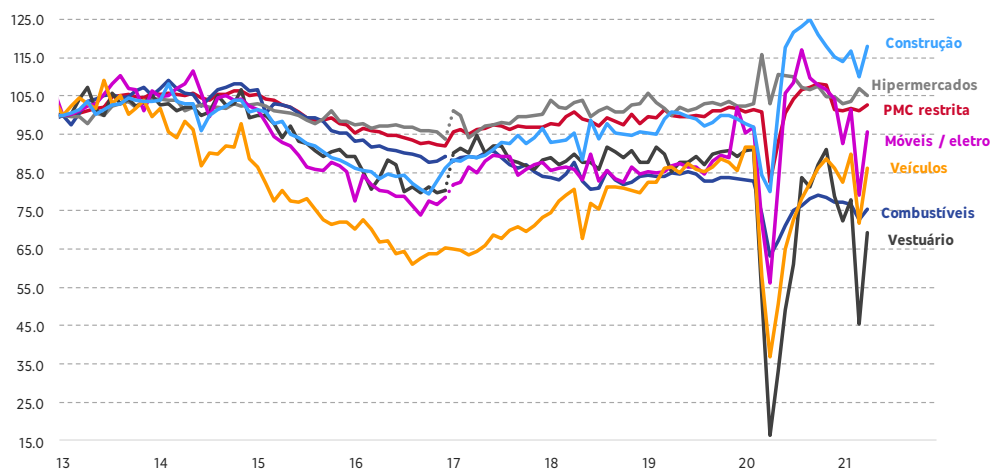
A demanda por bens duráveis e materiais de construção segue em nível muito elevado, ainda que tenham arrefecido durante as paralisações da atividade na 2ª onda de Covid-19. Veículos, móveis e eletrônicos e materiais de construção ainda são beneficiados por juros baixos e pela retomada do emprego com carteira assinada, além do acúmulo de poupança no ano passado. O desempenho apenas não é melhor em razão da falta de insumos, algo que a indústria desses bens tem chamado atenção nas últimas sondagens e que mantém os prazos de entregas mais dilatados.

A inflação de alimentos e redução dos programas governamentais já afetam as vendas em supermercados, assim como a reabertura gradual de restaurantes. O nível de vendas segue positivo e o setor é de fato mais resiliente nos momentos de fechamento da atividade, até pela substituição de restaurantes. Ainda assim, há indícios de desaceleração do setor e da troca de marcas mais caras por mais baratas. Nesse ambiente, as vendas de atacarejo conseguem melhor performance.

Já as vendas de bens semi-duráveis seguem atrasadas no ciclo, mas tendem a acelerar com reabertura da economia. Nesse segmento estão vestuário, calçados e combustíveis. Se não houver retrocessos na imunização ou complicações adicionais vindas da pandemia, as perspectivas para o setor serão encorajadoras.

Gráfico 2: Vendas do varejo

Abertura setorial, índice sem efeitos sazonais



Fonte: IBGE

Serviços: reabertura impulsionará os segmentos voltados às famílias e transportes

A recuperação de serviços continua aquém dos demais setores por conta do fraco desempenho dos serviços prestados às famílias. As medidas de distanciamento social vigentes impedem a utilização plena desses serviços, especialmente de alojamento e alimentação. Mas, o avanço da vacinação no país e a reabertura da economia deverão impulsionar a demanda por esses serviços.

Serviços de tecnologia da informação são o destaque positivo. O nível atual de faturamento real desses serviços encontra-se 28% acima do pré-pandemia, favorecido pelo avanço da utilização de comércio eletrônico e trabalho remoto. Serviços de armazenamento e logística também estão sendo favorecidos, com maior demanda do comércio eletrônico, apesar dos serviços de transportes estarem mais fragilizados por conta do transporte aéreo.

Os serviços de saúde seguem se beneficiando da reabertura e do avanço dos beneficiários de planos de saúde. Os procedimentos eletivos foram interrompidos temporariamente durante a 2ª onda de Covid-19 em diversos estados, mas já foram retomados. Além disso, o número de beneficiários de planos de saúde vem se elevando, acompanhando a recuperação do emprego formal.

O setor de educação está em recuperação, mas a captação de alunos ainda é um desafio. No ensino básico, a demanda tem apresentado alguma melhora e, como consequência, os ajustes das matrículas e as renegociações de parcelas cessaram. No ensino superior, a captura de alunos ainda é um grande desafio, mas a recuperação da atividade e do emprego devem impulsionar o segmento nos próximos trimestres, ainda que de forma gradual.

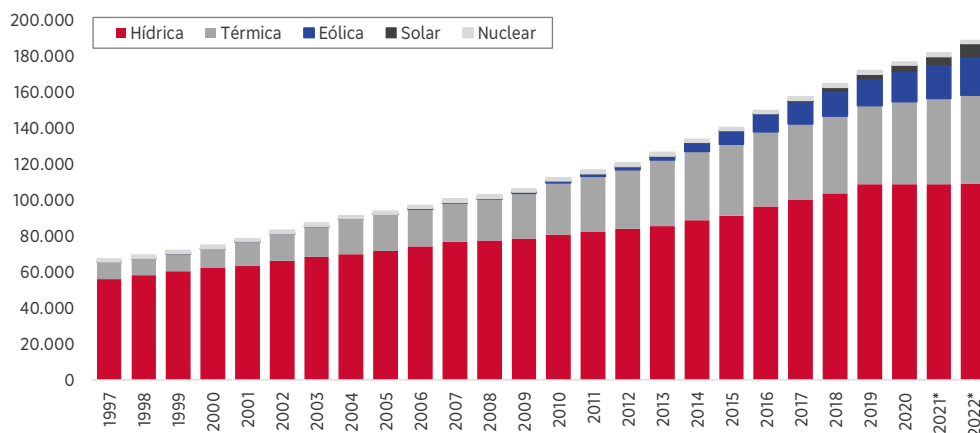
Risco de racionamento de energia elétrica e impacto em inflação e atividade

A situação crítica dos reservatórios das hidrelétricas e a possibilidade de racionamento de energia tem sido debatida nas últimas semanas. O consumo de energia se recuperou rapidamente, em linha com a retomada da economia. De outro lado, as condições climáticas estão desfavoráveis desde meados do ano passado, levando os reservatórios das hidrelétricas do Sudeste/Centro Oeste a níveis bastante baixos. A situação gera comparações imediatas com o ocorrido em 2001, quando houve racionamento do consumo de energia elétrica em função das condições restritas de geração. Outro episódio de referência é a crise hídrica mais recente, entre 2014 e 2015, momento em que a escassez de chuvas levou ao acionamento de mais usinas térmicas. Nossas análises, até o momento, sugerem ser baixo o risco de racionamento, mas apontam para um cenário de geração bastante “apertado” neste ano, com impacto esperado sobre preços de energia elétrica e efeitos negativos contidos para a atividade doméstica.

Nos últimos 20 anos, o sistema elétrico ganhou mais capacidade e diversificou a matriz de geração, além de estar mais interligado. Em 2001, 80% da matriz era composta por usinas hidráulicas, comparativamente a cerca de 62% hoje em dia. A geração eólica e a fotovoltaica têm conquistado mais espaço na matriz elétrica, com a vantagem de se tratarem de fontes limpas e renováveis. As usinas térmicas correspondem a 25% do total, ante 17% em 2001, complementando o parque elétrico. Além disso, a capacidade instalada e a extensão das linhas de transmissão mais do que dobraram neste período. Contudo, nosso sistema elétrico ainda é dependente da energia hídrica, sujeito às variações do cenário de chuvas.

Gráfico 3: Capacidade instalada total por fonte

Em MW de potência



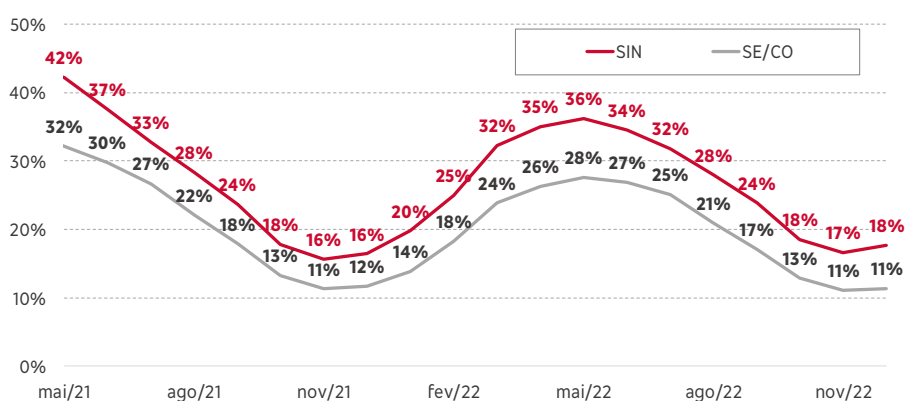
Fonte: ANEEL, Bradesco

Buscando mensurar os riscos de racionamento, elaboramos simulações para os níveis de reservatórios das hidrelétricas do Sistema Nacional (SIN) e do Sudeste/Centro Oeste. Os reservatórios foram estimados de acordo com premissas hidrológicas e de oferta e demanda de energia. Por simplificação, não consideramos importação, de forma que o sistema elétrico precisa gerar toda a demanda. Elencamos, a seguir, as principais premissas do exercício: (i) a carga de energia foi projetada de acordo com nossas expectativas de crescimento econômico; (ii) pressupomos o uso da capacidade das usinas térmicas no padrão da crise hídrica de 2014/15, enquanto as usinas eólicas, fotovoltaicas e nucleares operam no patamar médio histórico; (iii) o sistema supõe que a geração hídrica deve ser o suficiente para cobrir o restante da demanda de energia; (iv) para o final deste ano, consideramos a mesma hidrologia do segundo semestre de 2020 e, para 2022, replicamos o nível de chuvas de 2021. São premissas estressadas, que configuram um cenário adverso de geração por dois anos seguidos.

Nessas projeções, os reservatórios do SIN e do Sudeste/Centro Oeste chegam a níveis críticos, mas ainda operáveis. Em novembro de 2021, no cenário central, os reservatórios do SIN e do Sudeste/Centro Oeste atingem 16% e 11% da capacidade, respectivamente, valores acima dos mínimos operáveis apontados pelo ONS. Vale ressaltar, ainda, que o Ministério de Minas e Energia pretende reduzir a defluência entre reservatórios e rios/represas, medida que deverá ajudar a manter as reservas das hidrelétricas em níveis mais seguros – e isso não está incorporado nestas simulações.

No ano que vem, se essas condições hidrológicas adversas persistirem, o risco é mais alto. Os reservatórios irão iniciar o próximo ano em níveis significativamente baixos. Na ausência de chuvas, caso as reservas hídricas não consigam se recuperar, o despacho térmico deverá se manter elevado ao longo de 2022. Assim, o cenário base mostra um risco reduzido de racionamento, que se eleva com o passar do tempo, caso a hidrologia continue muito ruim.

Gráfico 4: Projeção dos reservatórios do SIN e do SE/CO até dezembro/22



Fonte: ONS, Bradesco

Se o risco de racionamento parece baixo, é verdade que a energia será fornecida a um custo elevado. O custo da energia gerada por termelétricas é significativamente mais alto do que o das demais usinas, uma vez que o gás natural, principal combustível das térmicas, é um insumo muitas vezes importado e cotado em dólares. O PLD (Preço de Liquidação de Diferenças, ou o preço de energia no mercado de curto prazo) deverá atingir o patamar limite de R\$/MWh 583,88, ou valores próximos a ele, ao longo dos próximos meses.

Diante disso, a bandeira tarifária vermelha deverá ser mantida ao longo do restante deste ano. E, possivelmente, também no início do ano que vem, sinalizando ao consumidor as condições mais custosas de geração. É válido destacar que esse aumento de custos não é repassado ao consumidor apenas via bandeiras tarifárias, mas, também através de reajustes tarifários anuais das distribuidoras de energia. Dessa forma, os reajustes das distribuidoras podem ser mais elevados no próximo ano, considerando o repasse de custos ao consumidor. De acordo com nossos cálculos, a cada R\$ 10 bilhões adicionais de custos com térmicas, haveria um impacto potencial de 0,26 p.p. de inflação em 2022, pelos reajustes anuais. Como cenário base, estamos trabalhando com reajuste médio de 6% para as principais distribuidoras que impactam o IPCA. Importante alertar que não consideramos aqui os impactos de uma crise hídrica nos preços de alimentos do domicílio. Caso o volume de chuvas seja semelhante àquele do final de 2020, poderíamos ter um impacto altista na nossa projeção de alimentação no domicílio (de 3,9% para 5,5%), adicionando um impacto em torno de 0,25 p.p. na nossa projeção de IPCA de 3,50% em 2022.

Se a hidrologia for pior do que a utilizada nos modelos de reservatórios, o risco de racionamento pode se elevar. Assim, simulamos o impacto de racionamento na atividade com base no episódio de 2001. Entre o primeiro e o quarto trimestre daquele ano, o PIB recuou 1,3%, resultado principalmente das medidas adotadas em resposta à crise de energia, mas também de um contexto de maior incerteza. O componente da indústria nas contas nacionais recuou 5,2% no mesmo período, com impactos escalonados entre os segmentos (Tabela 1). Considerando que a realidade da capacidade de geração e de distribuição de energia no sistema difere daquela em 2001, é possível pensar em uma fração do impacto observado no período, a depender da evolução quadro hidrológico e seus desdobramentos ao longo deste ano e do próximo.

Tabela 1: Impacto do racionamento de 2001 sobre a atividade industrial

Queda acumulada entre o 1T e o 3T de 2001

	Queda acumulada entre mar-dez/01	Peso aproximado	Contribuição (p.p.)
PIB	-1.3%	100%	-1.3
Indústria total	-5.2%	17.6%	-0.9
Extrativa mineral	6.5%	2.8%	0.2
Transformação	-3.1%	9.7%	-0.3
Construção civil	-6.5%	2.7%	-0.2
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	-15.0%	2.4%	-0.4

Vale ressaltar que mesmo em um cenário hidrológico menos agudo, há um potencial impacto baixista sobre a atividade econômica. Em comparação às demais fontes de energia, as usinas termelétricas contribuem com menor valor agregado à produção e, assim, seu mero acionamento impacta negativamente o componente “Produção e distribuição de eletricidade, gás e água” na indústria. De acordo com os nossos cálculos, um acréscimo de 10 p.p. na participação das usinas termelétricas na geração total reduz em cerca de 0,2 p.p. por trimestre o índice agregado do PIB, na comparação interanual. Nesse sentido, mesmo que um quadro mais agudo de racionamento não se materialize, esse é um risco em caso de acionamento prolongado destas usinas ao longo do ano.

Equipe Técnica

Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos

Fernando Honorato Barbosa

Economistas

Ana Beatriz Moreira dos Santos / Constantin Jancsó / Ederson Luiz Schumanski / Fabiana D'Atri/ Felipe Wajskop França / Myriã Tatiany Neves Bast / Priscila Pacheco Trigo / Renan Bassoli Diniz / Robson Rodrigues Pereira / Thiago Coraucci de Angelis

Estagiários

Bruna Andreatta Valentino / Henrique Monteiro de Souza Rangel / Lorena Pires Sene / Lucas Daniel Duarte / Rafaela de Sousa Silva

economiaemdia.com.br

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO)