

IPCA sobe 0,32% em fevereiro

Tudo no cenário aponta inflação baixa e, quando a vemos, ela é.

Temer ganha sua 2ª safra extraordinária

IBGE prevê safra de grãos 5,6% menor em 2018 (antes -6,0%). É contra a extraordinária safra de 2017. Esta safra, mesmo menor, ganha 17,5 milhões de toneladas (+8,3%) do 2º anterior recorde em 2015. Chega com os estoques cheios.

INDÚSTRIA: PIM/IBGE cai 2,4% em janeiro

Devolve parte da alta de 3,1% em dezembro (revisada de 2,8%).

ANFAVEA: Produção sobe 6,2% em fevereiro

O crescimento da produção em 2018, diferentemente de 2017, dependerá quase que inteiramente das vendas locais por cima de exportações (sua base de 2017 já é bastante elevada) e da contribuição dos estoques (qualquer expansão inferior a 20% dos pátios este ano resultará contracionista).

PMI MARKIT: Atividade acelera em fevereiro

Serviços tem maior aceleração em mais de cinco anos.

Focus reduz IPCA de 2018 para 3,70% em 2018

A projeção mais pessimista no mercado vê 4,35% este ano.

Contas Nacionais: Pouparamos quase todo o avanço do PIB de 2017

Consumo de Famílias e do Governo caiu 0,7 ponto percentual do PIB no ano passado (isso é bom).

“Crowding in” e os juros

Do “crowding out” da bonança fiscal ao “crowding in” da penúria fiscal.

DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA**Economista chefe**

Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

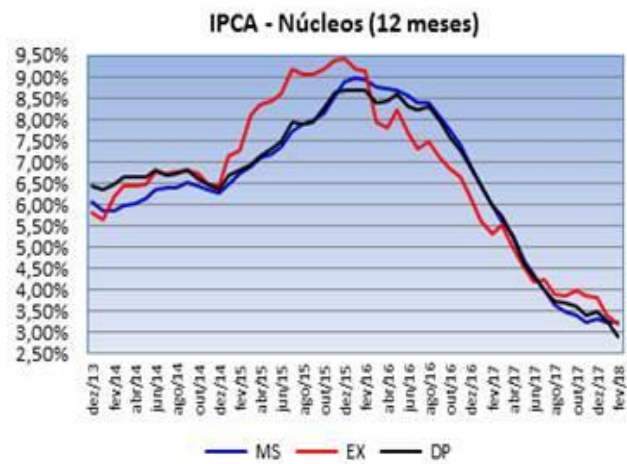
IPCA sobe 0,32% em fevereiro

Tudo no cenário aponta inflação baixa e, quando a vemos, ela é.

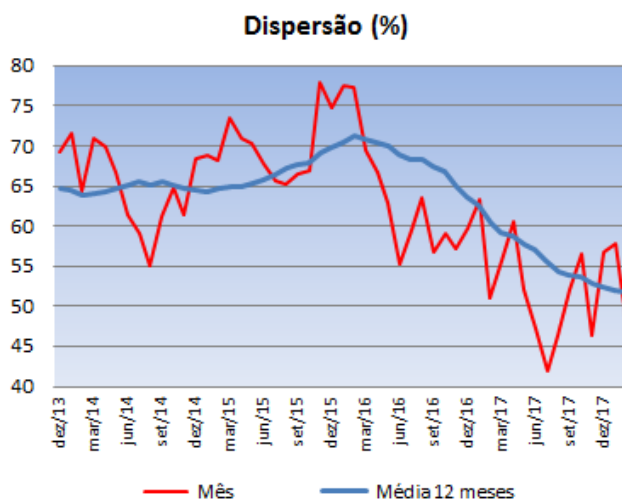
O IPCA subiu 0,32% em fevereiro e 2,84% nos 12 meses. Sua taxa confirmou a mediana de estimativas no levantamento do mercado (0,32%) e no Focus (0,33%), superando mais uma vez os 0,47% projetados no Relatório de Inflação (tabela abaixo). Nos últimos 18 meses, apenas dezembro teve uma inflação acima do projetado nos relatórios trimestrais, valendo destacar que os últimos desvios de janeiro (-0,24 p.p.) e de fevereiro (-0,15 p.p.) ficaram acima da média de -0,13 p.p. no período. O IPCA de março no RI embute uma projeção de 0,32% a 0,40%, enquanto o Focus projeta hoje 0,25%.

	RI de set.16			RI de dez.16			RI de mar.17			RI de jun.17			RI de set.17			RI de dez.17		
	set-16	out-16	nov-16	dez-16	jan-17	fev-17	mar-17	abr-17	mai-17	jun-17	jul-17	ago-17	set-17	out-17	nov-17	dez-17	jan-18	fev-18
Cenário do Copom	0,19	0,40	0,45	0,48	0,61	0,55	0,28	0,53	0,42	-0,10	0,30	0,27	0,17	0,46	0,40	0,29	0,53	0,47
IPCA observado	0,08	0,26	0,18	0,3	0,38	0,33	0,25	0,14	0,31	-0,23	0,24	0,19	0,16	0,42	0,28	0,44	0,29	0,32
Surpresa (em p.p.)	-0,11	-0,14	-0,27	-0,18	-0,23	-0,22	-0,03	-0,39	-0,11	-0,13	-0,06	-0,08	-0,01	-0,04	-0,12	0,15	-0,24	-0,15

A média dos núcleos voltou a cair em fevereiro como também nos últimos 12 meses (o núcleo por dupla ponderação furou o piso de 3,0% nos 12 meses). Apenas o expurgado de alimentos e combustíveis acelerou no mês passado, pressionado pelo sazonal impacto cheio da educação. Gráficos abaixo.

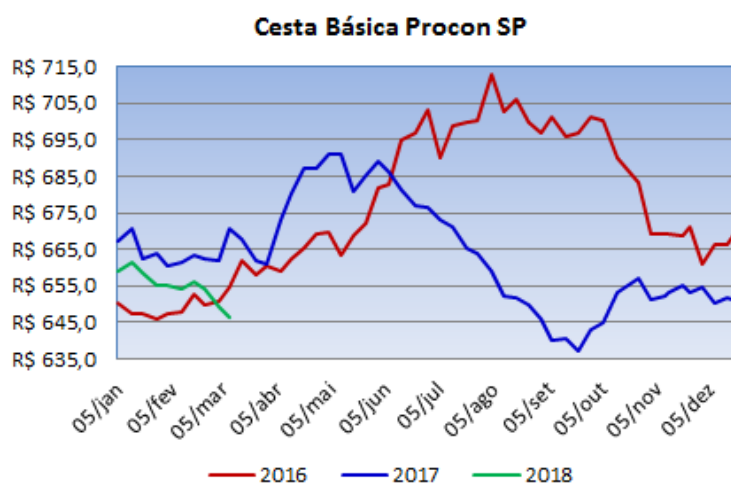


Os serviços subiram 0,74% em fevereiro, afetado pelas mensalidades, continuando a desacelerar para 4,21% nos 12 meses (de 4,31% até janeiro). Os serviços subjacentes avançaram 0,31% em fevereiro (3,8% anualizados), enquanto a dispersão caiu de 57,9% em janeiro para 48,5% em fevereiro (sem alimentos: 55,2%). O INPC, por fim, subiu 0,18% em fevereiro e 1,81% nos 12 meses (ainda coincidindo, quem diria, com o reajuste no salário mínimo; não durará).



O cenário acusa hiato elevado, ninguém mais questiona, e um PIB que avisa demorará para preenche-lo; safras históricas; calma no câmbio e preços relativos ajustados; baixa inércia, reajuste pífio do salário mínimo com desemprego recorde, emprego precário e reforma trabalhista; ancoragem das expectativas longas (as curtas rodam abaixo das metas), demanda comportada, contenção fiscal e parafiscal, restrições por todos os lados e uma reiterada boa composição dos índices. Todo na economia aponta inflação baixa e, quando a vemos, ela é.

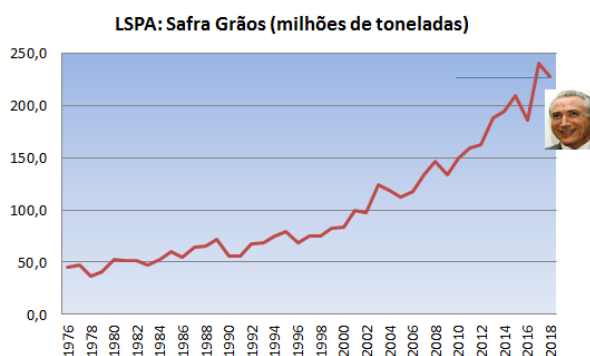
Comida! A cesta básica PROCON/SP continuou caindo esta semana (línea verde no gráfico abaixo), distanciando seu custo este ano comparativamente a 2017 (línea azul) e 2016 (línea vermelha). Os comparativos continuarão favorecendo este ano ante 2017 (até meados do ano) e, ainda mais, ante 2016 (especialmente quanto mais avançado o ano). Salve safras.



IBGE prevê safra de grãos 5,6% menor em 2018 (anterior projetava -6,0%)

Esta safra, mesmo menor, ganha 17,5 milhões de toneladas (+8,3%) do 2º anterior recorde em 2015.

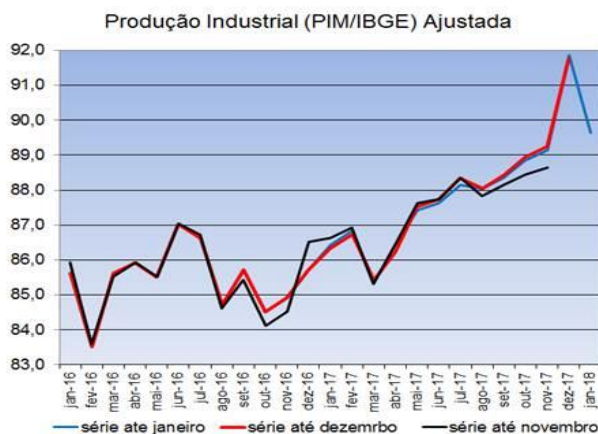
O IBGE elevou novamente sua estimativa da safra 2017/2018 para 227,2 milhões de toneladas, apenas -5,6% (antes -6,0%) abaixo da fabulosa safra passada. Mesmo caindo, a atual safra ganha 17,5 milhões de toneladas do 2º anterior recorde em 2015 (+8,3%). A CONAB vê uma queda menor de 4,9% (antes -5,1%). Embora menor à excepcional campanha do ano passado, esta chega com os estoques abarrotados. O Governo Temer ganha não uma mais duas safras extraordinárias (gráfico).



INDÚSTRIA: PIM/IBGE cai 2,4% em janeiro

Devolve parte da alta de 3,1% em dezembro (revisada de 2,8%).

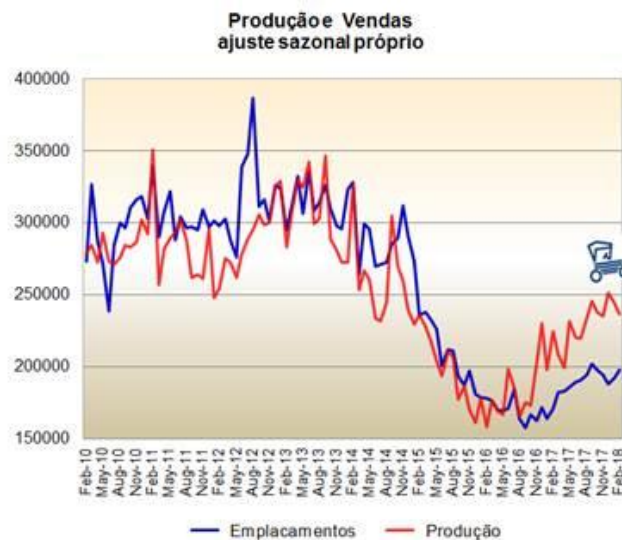
A indústria caiu 2,4% em janeiro, cobrando parte da alta de 3,1% em dezembro (revisada de 2,8%). A principal influência negativa veio de automóveis, cedendo 7,6% após crescer 9,1% em dezembro. A queda seguiu quatro meses de alta em que a indústria avançou 4,3%. Mesmo caindo, janeiro deixa arrasto de 2,0% em 2018; era 4,4% até dezembro e 1,2% até novembro: *tamanho volatilidade pede cautela nestas leituras dependentes da margem* (mudança anunciada nos modelos de ajuste sazonal poderá alterar bastante essa trajetória na próxima divulgação). Janeiro subiu 5,7% ante jan.17 (igual número de dias úteis), acelerando ante os +4,3% em dezembro (dois dias úteis menos).



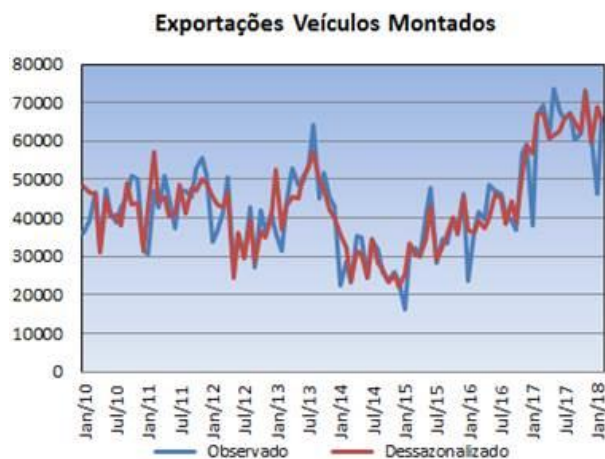
ANFAVEA: Produção sobe 6,2% em fevereiro

A maior produção em 2018 dependerá das vendas locais (exportações e variação dos estoques contribuirão com 70% da maior produção em 2017).

Produção e vendas: a produção de veículos subiu 6,2% em fevereiro ante fev.17 (mesmos dias úteis). As séries ajustadas mostram novo leve recuo na margem, na contramão de emplacements melhores, mantendo em todo caso a trajetória tipo serrate recente (gráfico). A “boca” com as vendas internas reflete exportações.



Exportações: os veículos exportados caíram 1,2% em fevereiro ante fev.16, avançando 7,2% no bimestre. Nosso ajuste sazonal aponta uma estabilidade em patamar elevado desde o ano passado (gráfico). Após dobrarem desde 2014, sustentando parte importante (quase metade) da alta na produção de 2017, os embarques de carros entraram em planalto sem muito contribuir na margem. As exportações em valor vêm desempenhando melhor: +17,7% em fev.18/fev.17 e +14,0% no 1º bimestre; somadas as máquinas agrícolas, as vendas em valor escalam 23,7% em fev.18/fev.17 e 24,8% no 1º bimestre.



Pátios: o estoque ajustado ficou praticamente estável em fevereiro, após avançar em meses anteriores (gráfico). No comparativo do 1º bimestre de 2018/17, a variação dos estoques contribuiu negativamente na produção uma vez que os pátios, mesmo crescendo em 2018, *cresceram menos que em 2017*: enquanto este bimestre estocou 7,400 mais carros, igual bimestre de 2017 estocou 29,300 mais carros. A observação pode ser extrapolada para o ano todo, lembrando que dos 522,3 mil *mais* carros produzidos em 2017 ante 2016 (+24%), 137,7 mil decorreram dos estoques de 2017 (+42,9 mil) ante 2016 (-94,8 mil). Essa contribuição não se repetirá em 2018 (precisaríamos aumentar 180,6 mil carros estocados em 2018 ante aumento de 42,9 mil em 2017 para igualar a contribuição líquida de 137,7 mil do ano passado). É possível, inclusive, que a contribuição dos estoques seja contracionista, bastando qualquer aumento de estoques este ano inferior aos +42,9 mil em 2017 (i.e. qualquer alta de estoques abaixo de 20%).



Perspectivas: O aumento das exportações mais a variação de estoques explicaram a maior parte do avanço na produção do ano passado. A fatia maior deste ano precisará vir dos emplacements.

PMI MARKIT Brasil: Atividade acelera em fevereiro

Serviços tem maior aceleração em mais de cinco anos.

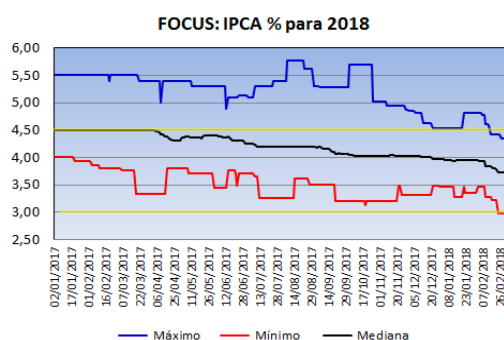
O Índice Composto subiu de 50 pontos em janeiro para 52,7 pontos em fevereiro, com avanços no componente industrial (51,2 pontos para 53,2 pontos) e de serviços (de 50,7 pontos para 53,1 pontos). Em serviços, foi o maior crescimento na atividade desde jan.13.



Focus reduz IPCA de 2018 para 3,70% em 2018

A projeção mais pessimista no mercado vê 4,35% este ano.

A expectativa mediana do IPCA em 2018 caiu de 3,73% para 3,70%. Mais chamativo são os extremos das projeções. No levantamento de três semanas atrás, a expectativa *máxima* caiu de 4,60% para 4,41%, indicando não haver quem, entre cem analistas levantados, projete uma inflação este ano na meta de 4,5% ou acima. No levantamento de duas semanas atrás, foi vez do *mínimo* IPCA cair para 2,97%, indicando haver quem já acredita na inflação abaixo do piso. Por fim, no levantamento da semana passada, a expectativa *máxima* caiu para 4,35%, afastando-se ainda mais da meta de 4,5% (gráfico abaixo). O IPCA mediano para 2019 cedeu de 4,25% para 4,24% (sua média está em 4,18%).



CONTAS NACIONAIS 2017: Pouparamos quase todo o avanço do PIB

Consumo De Famílias e Governo caiu 0,7 ponto percentual do PIB no ano passado (isso é bom).

O PIB do 4º trimestre avançou 2,1% em volume ante igual trimestre de 2016 ou R\$ 35,3 bilhões (preços do último trimestre pelo deflator do PIB). A poupança bruta subiu R\$ 31,8 bilhões no mesmo interim (idem). Majoramos nossa poupança, então, 90% do maior valor no PIB. Isso ocorreu com mais investimento bruto (Fixo + Estoques: +R\$ 21,3 bilhões) e menor déficit corrente (-R\$ 10,4 bilhões). O ano conta história parecida: o PIB avançou R\$ 64,9 bilhões e a poupança bruta, R\$ 68,4 bilhões (preços de 2017); com mais investimento bruto (+R\$ 16,8) e, principalmente, menor déficit corrente (-R\$ 51,9 bilhões).

O ano passado caiu no PIB tanto o Consumo de Famílias (-0,6 p.p. do PIB) quanto o Público (-0,1 p.p. do PIB). O último trimestre inverteu algo as trajetórias: o Consumo das Famílias ficou estável ante um ano atrás, enquanto o Consumo do Governo despencou 1,0 p.p. do PIB (*Consumo do Governo chegou a cair em termos nominais!*).

Pouparamos boa parte do maior valor do PIB no ano passado. Para um cenário a ser puxado pelo consumo, é uma surpresa. Para um país que com pouca poupança e juros altíssimo, é notícia alvissareira. Temos consumo para responder a juros e temos juros para puxar o consumo (retomando discussão do *crowding in*, a seguir).

“Crowding in” e os juros

Do “crowding out” da bonança fiscal à promessa de “crowding in” da penúria fiscal.

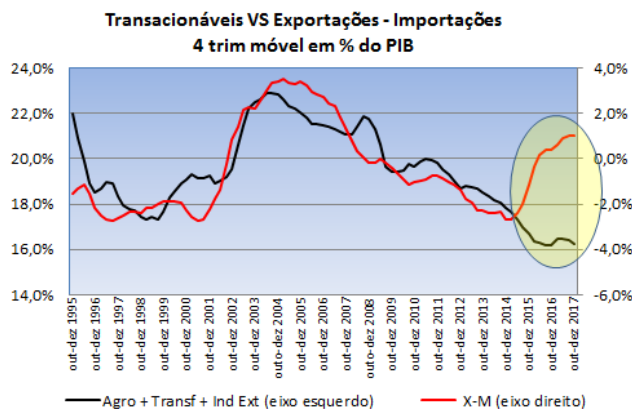
Nosso maior problema fiscal nos idos tempos melhores, dizíamos, era não termos um problema fiscal, i.e. a falta de qualquer restrição orçamentária e/ou para fiscal. Fantásticas arrecadações e fabulosos PIB nominais pareciam encaixar todo gasto no orçamento e qualquer capitalização nas dinâmicas das dívidas, restando caber isso numa economia incumbida de acomodar créditos de 30% do PIB rumo a 50% do PIB, gastos públicos de 30% do PIB mirando 40% do PIB e investimentos de 16% do PIB precisando 24% do PIB. Gastos e créditos cabiam no fiscal, exuberante, não na economia, limitada, e menos na poupança, sobredemandada. Hoje, quebrado o setor público, com déficits e dívidas altas, só há restrições no fiscal e parafiscal. De positivo, a despeito dos tempos exasperantemente longos dos estoques, é poder entregar, em horizonte curto, uma macro capaz de vencer o eterno “crowding out” que a prosperidade fiscal de outrora nos empurrava (com sua permanente pressão sobre a inflação, contas externas e juros). Passamos do “crowding out” da bonança fiscal à promessa de “crowding in” da penúria fiscal. A chave aqui é um cenário de reformas que devolva a confiança no longo prazo e, com ela, a demanda privada para preencher esses novos espaços na economia, com queda de juros e mais investimentos.

De um ano atrás: “O cenário que se descortina, de desinflação, elevado hiato, expectativas ancoradas, endividamento privado, contas externas ajustadas e onde qualquer agenda fiscal e para fiscal necessária fechará gastos históricos, é de grande oportunidade para discutir nossos juros estruturais e também cíclicos. Especificamente no fiscal, precisaremos indagar se a culpa dos nossos altos juros históricos -vencida inércia e choques- é do crescimento da dívida pública ou, na medida em que podam separar-se, de seus gastos. No primeiro caso, é insolvência; no segundo, crowding out. Parece que, afora situações limites como os últimos tempos da Dilma, não é o crescimento da dívida a pressionar os juros senão o crescimento dos gastos fiscais e para fiscais. Mais que nunca interessará diferenciá-los pois a dívida crescerá, as despesas não (não deveriam...). O risco de solvência dispara risco país, futuros e câmbio; esse componente, sensível a confiança, melhorou com Temer. Essa confiança, que lidou bem com o temor de insolvência, funciona menos para retomar gastos de sistema endividado e ocioso, onde o ajuste manda segurar fiscal e parafiscal. Nesta visão, por outro lado, confiança e gastos ancorados permitem menos juros que, esses sim, devolvem gastos. Se, alternativamente, a causa dos juros históricos fosse o crescimento da dívida pressionando o mercado financeiro, ao invés dos gastos pressionando a economia real, estaríamos num cenário macro/fiscal bem mais complicado e de difícil saída (recessão + juros elevados). Em suma, que pressiona mais os juros? Uma outrora boa dinâmica das dívidas que permitia expandir incessantemente gastos e créditos públicos responsáveis por 1/3 a 1/2 da economia? Ou uma péssima dinâmica das dívidas que obriga a congelar esses mesmos gastos e créditos públicos?”

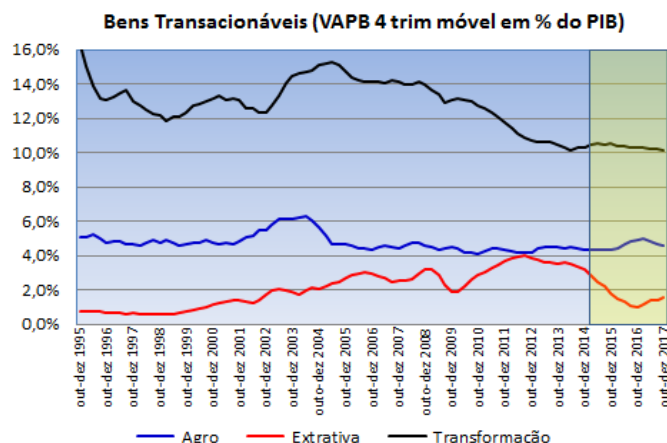
A Indústria de Transformação no PIB

A indústria recuperou um mercado interno colapsado (começa a voltar).

Nas contas nacionais do IBGE, a balança de bens e serviços de não fatores teve superávit de 1,0% do PIB em 2017 ante déficit de 2,7% do PIB em 2014 (linha vermelha no gráfico). Por este conceito, Brasil deslocou no último triênio um excedente de produto exportado equivalente a 3,7 pontos do PIB. De patamares diferentes, o deslocamento é similar ao das contas do BC (*).



A despeito desse maior produto embarcado, as atividades transacionáveis continuaram caindo no PIB, passando de 17,9% em 2014 para 16,3% em 2017 (linha preta no gráfico acima). Por simplicidade tomamos agropecuária, extrativa mineral e transformação, obviando os (comparativamente modestos) serviços transacionáveis. Até 2014, a participação desses transacionáveis parecia seguir de perto o excedente comercial (no gráfico acima ambos eixos cobrem idênticos 10 pontos percentuais do PIB). Desde então, abriu-se uma boca absolutamente inédita nos anteriores vinte anos das séries. Nos três últimos anos, circundado em amarelo no gráfico acima, embarcamos o equivalente a mais 3,7 pontos do PIB de transacionáveis enquanto produzimos 1,6 pontos do PIB menos (a queda seria maior se somássemos ao valor agregado seu consumo intermediário). Nesse tempo, apenas a agropecuária avançou (gráfico abaixo), com a queda em seu deflator compensando boa parte do maior volume no ano passado.



O cruzamento de produção e excedente exportado dá boa ideia da absorção doméstica de comercializáveis na economia, i.e. aquele valor gerado internamente não escoado ao exterior. No boom das commodities, a transformação brasileira em verdade concorria menos com a manufatura chinesa quanto com o minério e a soja brasileiras. Depois, vieram os déficits por todos os lados. Nos últimos anos foi o mercado doméstico colapsado, para todos os transacionáveis, patente no fato de estarmos produzindo menos e exportando tanto mais (sobra muito mais sobre muito menos).

() Nas contas do BC, o ano passado teve superávit comercial de US\$ 64,0 bilhões ante um déficit de US\$ 4,0 bilhões três anos atrás. As contas do IBGE são mais abrangentes, por incluírem coisas como contrabando e importações de Itaipu.*

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

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

OUVIDORIA - 0800 722 2281