

**SRF: Arrecadação real sobe 1,08% em agosto e 6,94% no ano**

*Sua receita recorrente –sem royalties, refis, parcelamentos e variações de impostos- ganha 2,3% em agosto e 3,8% no ano.*

**IPCA-15 sobe 0,09% em setembro**

*Mediana no mercado apontava 0,17%.*

**Temer: agosto criou mais de 100.000 empregos formais líquidos**

*Acima da boa sazonalidade do mês.*

**Copom: Interrompemos por eleições**

*A variável chave a pautar a sinalização do BC é uma incerteza que deve dissipar-se em pouco tempo.*

**IBC-Br sobe 0,57% em julho**

*Mediana no mercado apontava 0,10%.*

**Mourão defende reduzir carga tributária para 22% do PIB**

*Economia para seu Bolso...*

**Haddad: "Lula herdou 32% de carga tributária e entregou 32,5%"**

*Verdadeiro. Mas...*

**A Despesa do PLOA 2019**

*Oficial: é pessoal.*

**DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA**

**Economista chefe**

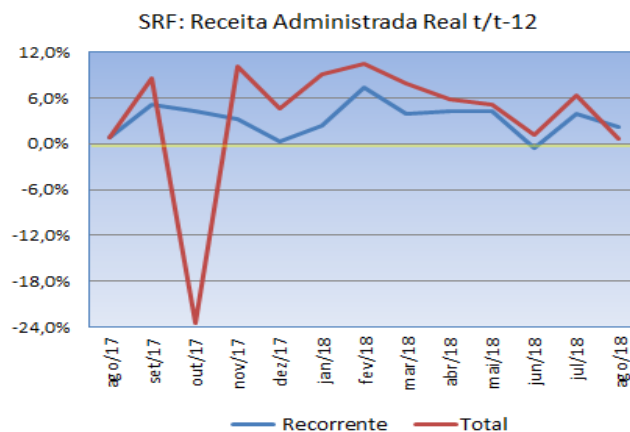
Fernando Montero  
fmontero@tullettprebon.com.br

## SRF: Arrecadação real sobe 1,08% em agosto e 6,94% no ano

*Sua receita recorrente ganha 2,3% em agosto e 3,8% no ano.*

A arrecadação fez R\$ 109,8 bilhões em agosto, crescendo 1,08% real ante ago.17. O ano ganha 6,94% real ou R\$ 91 bilhões, com +5,6% em administradas e +49,2% em não administradas (royalties). SRF avisa poder rever a estimativa deste ano para 3,45%; com 6,9% até agosto, poderia cair 2,8% no último quadrimestre (cita base).

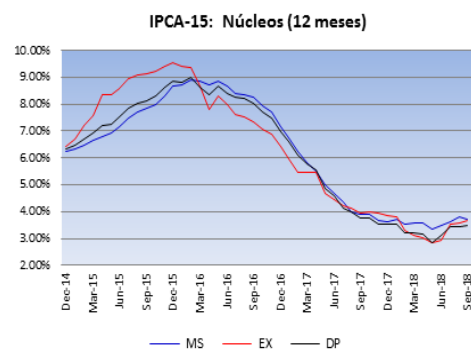
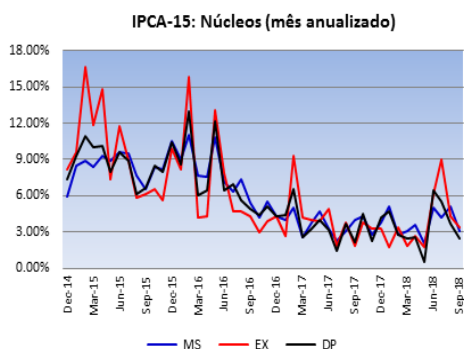
*Receitas recorrentes seguem positivas:* administradas sem fatores não recorrentes e de mudanças tributárias (que começam a operar negativamente) crescem 2,3% real em agosto e de 3,83% real no ano. Nos últimos 13 meses, crescendo 3,2% em média, essa arrecadação *sem royalties, refis, parcelamentos e variações de impostos* caiu 0,5% apenas em junho. Gráfico.



## IPCA-15 sobe 0,09% em setembro

*Mediana no mercado apontava 0,17%.*

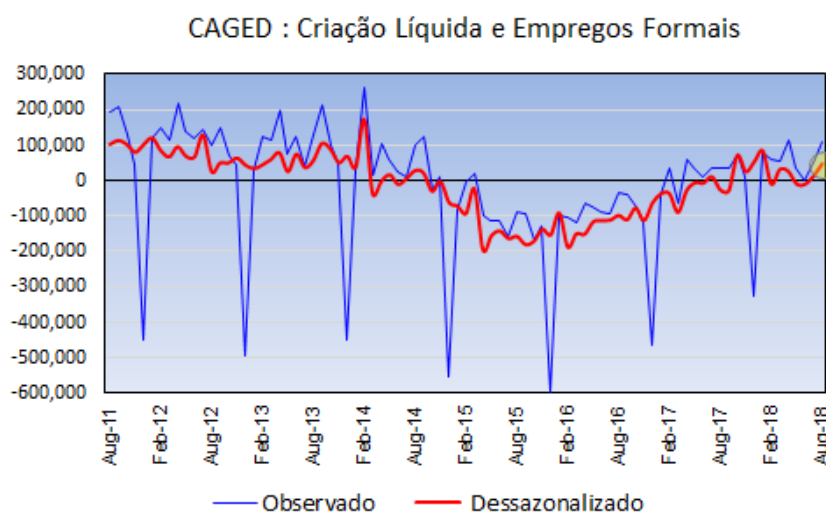
A prévia subiu 0,09%, suavizando os 12 meses para 4,28% (4,30% até agosto). Serviços subiram 0,32%, de 0,05% em agosto (passagem aérea saiu de -26,0% em agosto para 17,1% em setembro), com os subjacentes desacelerando de 0,4% em agosto para 0,21% em setembro. A média dos núcleos cedeu para 3,0% anualizados em setembro, estabilizando 3,6% nos 12 meses (gráficos). A difusão, por fim, ficou em 52,3% em setembro ante 54,5% em agosto (sem alimentos ficou estável em 55,0%).



## Temer: agosto criou mais de 100.000 empregos formais líquidos

*Acima da boa sazonalidade do mês.*

Antecipado por Temer, o CAGED teria acusado criação líquida acima de 100 mil empregos formais em agosto. O Globo fala em 110 mil empregos, enquanto a mediana das projeções no mercado apontava 59,5 mil. Ajustando a série para 110 mil vagas, aparece uma criação líquida de 48,0 mil novas carteiras. Nossa série expurgada das influências sazonais confirma a volta de algum dinamismo após os atropelados meses de maio (-11,0 mil postos) e junho (-12,6 mil postos). Gráfico abaixo.



## Copom: Interrompemos por eleições

*A variável chave a pautar a sinalização do BC é a incerteza. O risco de antecipar um cenário binário é enorme; por ser uma incerteza que tende a dissipar-se em breve, o ganho em antecipar é pequeno; e graças a sua ancoragem das expectativas, o custo de esperar é baixo. Dito isso, convenhamos: não é um desvio de 0,25 pp por um choque cambial no IPCA que sinaliza mais juros à frente.*

**Acima da meta.** A projeção de inflação de 2019 assumindo estáveis Selic de 6,50% e câmbio de R\$ 4,15 subiu para 4,5%, acima da meta de 4,25% e vindo de 4,1% em agosto (Selic de 6,50% e câmbio de R\$ 3,75). Por primeira vez desde fim de 2016, o BC projeta uma inflação maior à meta em horizonte relevante (12 a 18 meses). A projeção de 2018 também subiu para 4,4%, vindo de 4,2% em agosto. Com as expectativas de mercado ancoradas em 4,1% para 2018 e 4,0% para 2019 (tendo, inclusive, recuado para em torno de 3,9% em 2020) pode imputar-se à desvalorização de 10,7% desde a última reunião -seu impacto sobre livres e administrados- a parte mor da elevação em 0,2 ponto percentual na projeção de 2018 e em 0,4 ponto percentual na projeção de 2019.

**Abaixo da meta.** No cenário de câmbio e juros do Focus, o IPCA ficaria em 4,1% em 2018 (4,2% em agosto) e 4,0% em 2019 (3,8% em agosto). Como ambos cenários de referência e Focus tem iguais juros de 6,50% em 2018, cabe ao câmbio -estável em R\$ 4,15 no cenário de referência e caindo para R\$ 3,83 no cenário Focus-explicar, via a apreciação de 7,7% sobre livres e administrados, a diferença de 0,3 ponto percentual no IPCA deste ano (a ata dirá quanto cabe aos administrados). Nesta trajetória do câmbio e juros esperados pelos analistas, a inflação continua abaixo das metas (juros e câmbio encerrando 2018 em 6,50% e R\$ 3,83, respectivamente, e 2019 em 8,0% e R\$ 3,75, respectivamente). Neste cenário, boa parte da desvalorização cambial e seu impacto inflacionário seria transitório, a meta permaneceria com leve folga e, numa visão mecânica, os juros poderiam subir menos ou mais tarde que nas estimativas dos analistas.

**Faltando poucas semanas para eleições tão incertas a definir cenários muito diferentes, a relevância das projeções acima depende de seus parâmetros.** Mais que sinalizar os movimentos futuros, seu interesse é quantificar impactos dos parâmetros (e suas respostas de política monetária) ficando esses parâmetros sujeitos ao desfecho eleitoral. Um desfecho positivo ao mercado pode confirmar ou melhorar o cenário Focus, assim como um negativo pode piorar o de referência. Ao BC lhe cabe esperar. Sua próxima reunião terá definido o futuro governo. A reunião seguinte terá ideia melhor de sua agenda econômica e das respostas do mercado. Até lá, a maneira navegar esse cenário binário pode bem ser através das expectativas do mercado para inflação, juros e câmbio. Para mover o BC, a depreciação cambial que situa o IPCA acima da meta terá que efetivamente transmitir-se ao cenário esperado de médio prazo do mercado, talvez juros, certamente expectativas e projeções de inflação. É momento que a política monetária não deve antecipar; o risco de prever cenários em conjuntura binária é enorme. Graças à ancoragem das expectativas, o custo de esperar é baixo.

**Ajuste gradativo se cenário e/ou balanço piorarem.** Copom avisa que a política monetária estimulativa que a conjuntura prescreve pode começar a ser removida gradualmente caso o cenário prospectivo para a inflação no horizonte relevante e/ou seu balanço de riscos piorarem. Reitera que choques de preços relativos devem ser combatidos apenas no impacto secundário que poderão ter na inflação prospectiva, por quais afetam projeções e expectativas de inflação e alteram o balanço de riscos. Esses efeitos podem ser mitigados pela ociosidade e expectativas de inflação ancoradas nas metas, repetindo não haver relação mecânica entre choques recentes e a política monetária.

## **Eleições: Mourão defende reduzir carga tributária para 22% do PIB**

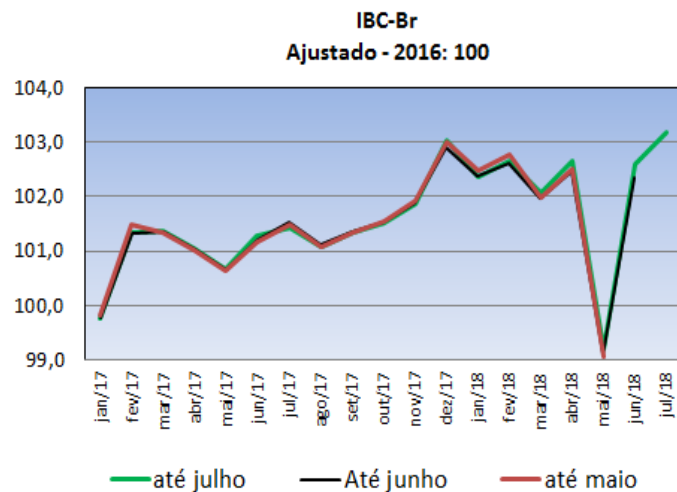
### *Economia para seu Bolso...*

O general Mourão quer reduzir a carga tributária para 22% do PIB, cortando alguns impostos e substituindo outros. Essa deve ser a parte fácil. Com carga atual de 32,36% do PIB, significa abater mais de dez pontos. Somado ao ajuste de 5 pontos percentuais no primário do consolidado fiscal, implica cortar gastos em mais de 15 pontos no PIB. Ocupando 1/3 do produto, isto pode ser logrado reduzindo a despesa pela metade (numerador), dobrando o PIB (denominador) ou uma combinação dos dois. *Tomara que seja dobrando o PIB.*

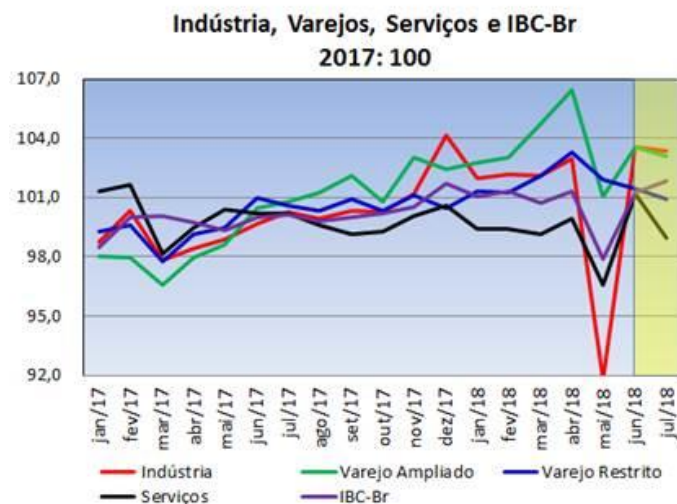
## IBC-Br sobe 0,57% em julho

Mediana no mercado apontava 0,10%.

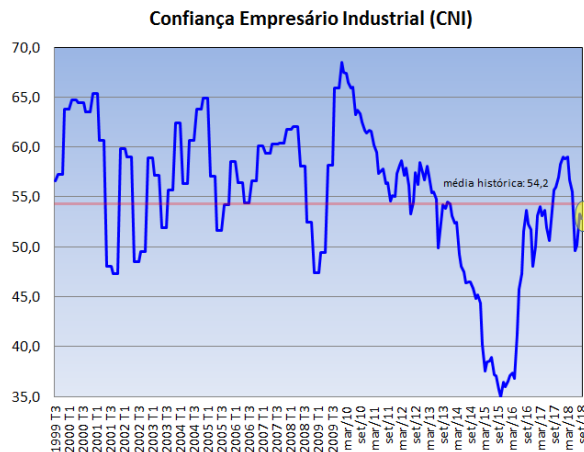
O IBC-BR subiu 0,57% em julho, acima da mediana de 0,10% no mercado e sobre série revisada para cima (gráfico abaixo). Uma alta interanual de 2,56% também veio bastante acima do esperado na mediana de 1,75% nas projeções do mercado. A nova alta de julho sobre a série revisada (junho ante maio passou de +3,29% para +3,42%) elevou o arrasto para o 3º trimestre de 1,0% até a divulgação de junho para 1,7% nesta divulgação.



O contraste nos indicadores setoriais é muito forte. Embora levantamentos industriais, varejistas e de serviços tenham todos caíram em julho (gráfico), seus arrastos trimestrais apontam direções das mais variadas: +3,9% na indústria; -0,3% em serviços, -0,6% em comércio ampliado; e -1,3% em comércio restrito. Não incluída aqui, mas importante na margem, a agropecuária deverá contribuir positivamente ao 3º trimestre da mão de sua forte safra de café deste ano (est. +24% arábica; +26% canephora). Esta cultura responde por quarto do PIB agrícola imputado deste período.



**CNI: Confiança Industrial volta a patinar em setembro** (gráfico abaixo). A prévia industrial da FGV também apontou queda este mês.

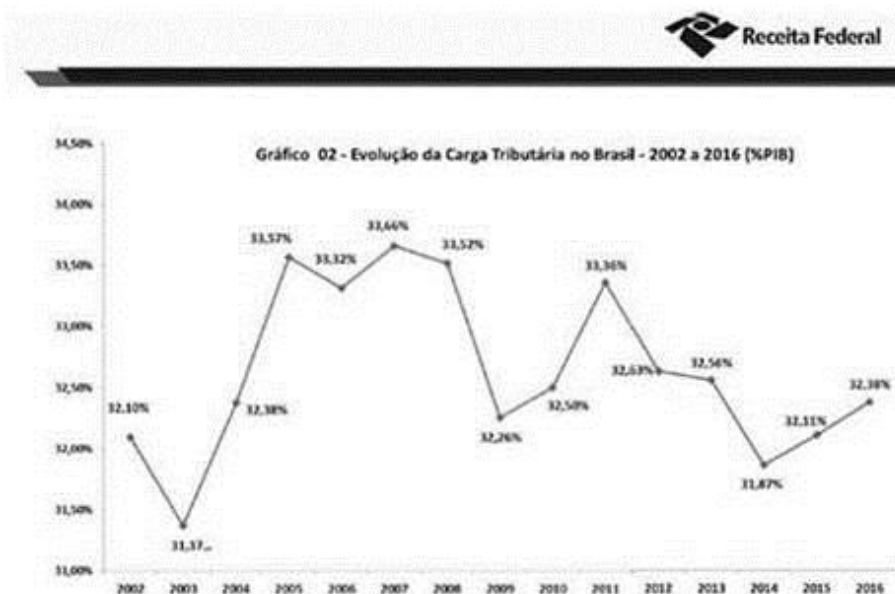


**Haddad: “Lula herdou 32% de carga tributária e entregou (a Dilma) com 32,5%”**

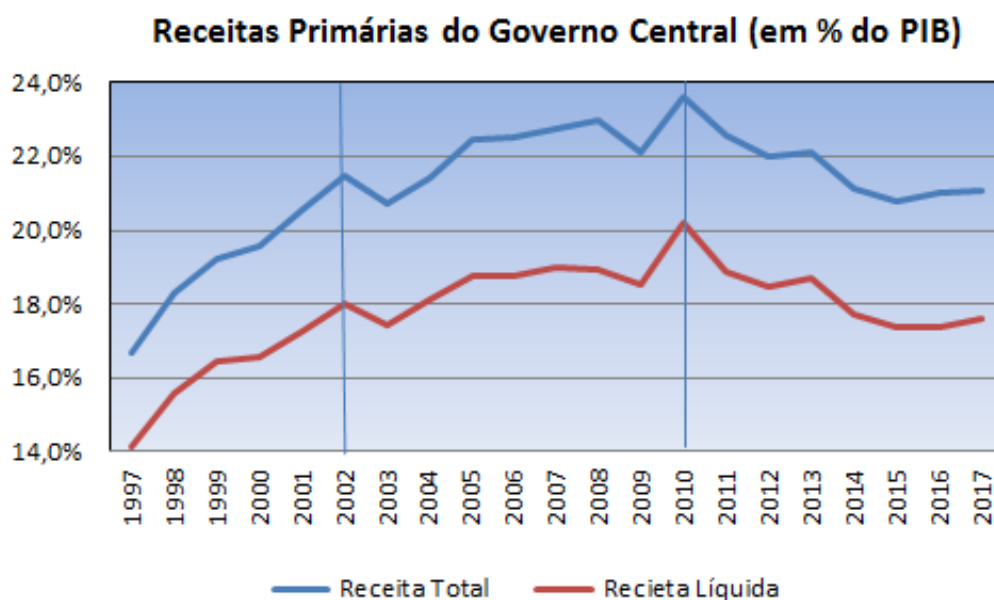
*Verdadeiro. Mas...*

**A carga tributária aumentou durante boa parte do governo Lula, caindo no final** para ficar, em 2010, apenas 0,40 ponto percentual do PIB acima de seu patamar em 2002 (gráfico abaixo). Depois, pulou no primeiro ano do governo Dilma para despencar até 2014.

Hoje, o TN estima a carga tributária em 32,36% do PIB em 2017, estabilizada em relação aos 32,38% do PIB em 2016 e ligeiramente acima dos 32,10% do PIB em 2002.



**As receitas da União bombaram com Lula (e no primeiro ano de Dilma).** As observações anteriores não significam que a administração Lula foi desprovida de dinheiro, bem o contrário. Ajudou, sobretudo, a aceleração do crescimento da economia (certamente, a mais virtuosa das razões) e seu deflator (a mais confusa), assim como uma proliferação de receitas extraordinárias. A receita federal líquida saiu de 18,0% do PIB em 2002 para 20,2% do PIB em 2010, assistida aquele ano, em parte, pela cessão onerosa, naquele último ano, de reservas de petróleo a explorar à Petrobras. Ademais, até a eclosão da crise global, como visto acima, a carga tributária cresceu.



**Carga tributária não é somente comparar primeiro e último ano de governo.** Esses oito anos tiveram uma receita líquida *média* equivalente a 18,6% do PIB, resultando 2,3 pontos percentuais do PIB superiores aos 16,3% do PIB da média de 1997-2002.

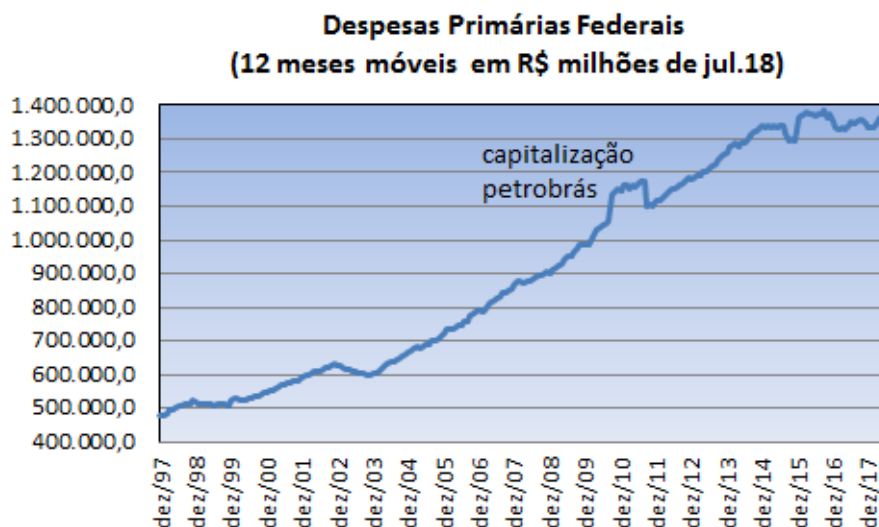
Boa parte do aumento na carga tributária *média* dos anos 2003-2010 veio da escalada da arrecadação *ao longo* dos anos 1999-2002 (gráfico acima), responsável por puxar o resultado primário federal zerado em 1997 para superávit de 2,1% do PIB em 2002 (e sobrou para despesas também).

O aumento da receita líquida federal entre 1997 (quando equivalia a 14,2% do PIB) e 2002 (18,0% do PIB) foi formidável, representando quase 4 pontos a mais do PIB (os dinheiros da privatização da Telebrás anteciparam essa escalada em 1998, mas até 2002 já havia acabado).

O fato é que o aumento da receita tributária e o resultado primário recomposto surfaram a conjuntura positiva dos anos Lula - tanto por mérito, quanto por condições favoráveis e mais carga em boa parte do mandato, produzindo rios de dinheiro para o governo.



**Nos oito anos de Lula, a despesa real aumentou 72%** (excluindo-se da conta a capitalização da Petrobras em 2010). Até 2014, a despesa pública real mais que dobrou 113% (gráfico abaixo). **Equivale a dizer que em doze anos, ganhamos outro Governo Federal.**



**A ressaca: nos últimos anos, perdemos crescimento, absorção, deflator, impostos e extraordinárias.** Se formos comparar os oito anos Lula com os oito anos Dilma-Temer constataremos que nestes últimos, comparativamente aos primeiros, ocorreram as seguintes perdas:

1. **PIB:** cresceu 37,4% entre 2003-10 e crescerá 4,7% entre 2011-18;
2. **Absorção** (corresponde à agregação do consumo com investimento, representando a parcela mais tributável do PIB): cresceu 44,1% entre 2003-10 e crescerá 0,8% entre 2011-18;
3. **Deflator implícito do PIB:** cresceu 15,5% acima do IPCA entre 2003-10 e crescerá 4,8% acima do IPCA entre 2011-18 (combinando PIB real e deflator, o PIB nominal deflacionado pelo IPCA cresceu 58,7% entre 2003-10 e crescerá 5,6% entre 2011-18;
4. **Impostos:** a SRF estima que as desonerações instituídas desde 2010 continuam custando R\$ 7 bilhões mensais (ou a bagatela de R\$ 84 bilhões em 12 meses, afora as desonerações que já haviam antes de 2010); e
5. **Receitas extraordinárias:** em relação ao último ano de cada período, nada iguala a cessão onerosa de 2010 (esse ano também auferiu R\$ 36,3 bilhões em dividendos a preços atuais). Juntando receitas extraordinárias e recorrentes, a receita líquida federal saiu de 20,2% do PIB em 2010 para 17,6% do PIB em 2017.

Estes comparativos tendem a ficar infernais quando os períodos vão encurtando.



## A Despesa do PLOA 2019

*Oficial: é pessoal.*

O detalhamento do PLOA 2019 permite precisar algumas comparações interessantes (a mensagem oficial é formidavelmente explicativa: vale a pena). Para começar, sua despesa total fica 3,1% real acima da realizada em 2016, base do teto de gastos. Esse crescimento é possível, primeiro, pela desaceleração na inflação (partindo dos 7,2% em 2016, que corrigiu o teto de 2017, até os 4,2% médios de 2019 que deflacionarão esse ano); e, segundo, por gastos que não entram no teto (e.g. as fortes capitalizações previstas em 2019).

Confirma que, nas despesas sujeitas ao teto no triênio, a rubrica de monta que mais cresce é efetivamente a Folha de Pessoal (+13,2% real, em amarelo na tabela abaixo). Ganha de outras sabidamente vigorosas como Previdência (+12,5%) e Loas (+10,1%). Algo para lembrar quando retomar, depois das eleições, o adiamento dos reajustes.

Resultado Primário do Governo Central  
R\$ Bilhões - Preços médios de 2018

	2016 Realizado	2017 Realizado	2018 3 reprogramação	2019 PLOA	2019/2016
Receita Total	1.409,4	1.433,0	1.482,2	1.511,7	7,3%
Transferências	243,1	236,7	256,1	264,1	8,6%
Receita Líquida	1.166,3	1.196,3	1.226,1	1.247,6	7,0%
<b>Despesas</b>	<b>1.339,2</b>	<b>1.325,2</b>	<b>1.385,1</b>	<b>1.381,0</b>	<b>3,1%</b>
Benefícios Previdenciários	544,4	577,4	594,1	612,3	12,5%
<b>Pessoal + FCDF</b>	<b>277,7</b>	<b>295,8</b>	<b>303,8</b>	<b>314,4</b>	<b>13,2%</b>
Outras Despesas Obrigatórias	227,0	202,9	219,6	212,4	-6,4%
Abono e Seguro Desemprego	60,0	56,5	56,9	57,4	-4,3%
Apoio a EE&MM	3,1	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Loas	52,5	55,7	56,0	57,8	10,1%
Complemento do FGTS	6,0	5,4	5,6	5,7	-4,7%
Créditos Extraordinários	4,3	0,8	12,2	0,0	
Desoneração	18,9	14,4	13,7	9,6	-49,2%
Fundef/Fundeb - Complementação	14,7	13,5	13,8	14,6	-0,1%
Legislativo/Judiciário/MPU	13,9	12,5	14,9	12,8	-8,3%
Lei Kandir	6,3	4,0	1,9	0,0	-100,0%
Reserva de Contingencia	0,0	0,0	0,0	14,0	
Sentenças e Precatórios OCC	10,9	11,0	14,3	16,8	54,4%
Subsídios e Subvenções	25,0	19,3	20,6	17,9	-28,3%
Fies	7,5	6,4	5,0	2,4	-68,0%
Financiamento Campanha Eleitoral	0,0	0,0	1,7	0,0	-
Outras	3,9	3,2	3,1	3,2	-17,3%
Despesas Obrigatórias com controle de fluxo	135,5	131,0	138,1	133,9	-1,2%
Aumento de Capital Estatais	0,0	0,0	4,7	9,8	-
Discricionárias	154,6	118,1	124,9	98,4	-36,4%
<b>Primário</b>	<b>-172,9</b>	<b>-128,9</b>	<b>-159,0</b>	<b>-133,4</b>	<b>-22,8%</b>

Entre todas as rubricas, grandes e pequenas, o Funcionalismo somente perde para Precatórios e Sentenças de OCC com +54,4% (precatórios, por sinal, vem crescendo muito também em previdência e pessoal). O bisturi que cortaria na própria carne escorregou.

O teto sobe para uns e abaixa para outros. Se desconsiderássemos R\$ 9,8 bilhões para capitalização de empresas (que não entram no teto) e R\$ 14 bilhões de reserva de contingência (sem destino certo), a despesa orçada de 2019 estaria R\$ 18 bilhões acima de 2016 (tudo a preços de 2018). Esse valor precisa acomodar R\$ 109,9 bilhões em mais gastos de RGPS, LOAS e Funcionalismo no triênio. Nessa acomodação estão as contrações de R\$ 56,3 bilhões em despesas discricionárias (-36,4%) e de R\$ 14,6 bilhões em Outras Despesas Obrigatórias (-6,4%). Se à última subtraíssemos a reserva de contingência e o LOAS, sua queda no triênio alcançaria R\$ 34,0 bilhões (-19,5%).

A passagem de 2018 para 2019 destaca as altas de 3,1% reais em RGPS e LOAS (crescimento vegetativo de 3,5% mais reajuste real do mínimo); de 3,5% reais do funcionalismo e de 18,0% em precatórios de custeio. A contrapartida é o corte de 21,2% real nas discricionárias e de 3,3% real em Outras Despesas Obrigatórias. Estas últimas, parecendo cair pouco, combinam: 1) cortes em Subsídios, Fies e Compensações ao RGPS; 2) zeragem de Financiamento de Campanha, Créditos Extraordinários (e.g. subsídios ao Diesel) e Kandir (este deve voltar no Congresso); e, em sentido oposto, 3) fortes aumentos em capitalizações, em precatórios de custeio, em LOAS (entra neste grupo) e na reserva de contingência (espelha, se quiser, os créditos extraordinários ausentes).

*Um possível frescosco...* Nessa passagem do ano pode aparecer alguma folga maior. Jornais noticiam a reprogramação para abaixo em despesas previstas deste ano em Pessoal (-R\$ 1,4 bilhão), RGPS (-R\$ 1,1 bilhão), FAT (-R\$ 1,3 bilhão) e subsídios (-R\$ 1,3 bilhão). Nós próprios estimamos quedas maiores nas seguintes reavaliações, conforme a execução avançando o ano se mostra muito abaixo das estimativas anuais. Uma despesa mandatória menor em 2018 tende a aliviar projeções em 2019, conforme um mesmo delta incide sobre base menor (nas discricionárias costuma ser o inverso: quanto mais cai um ano, mais tende a voltar no seguinte). É plausível, também, que a LOA no Congresso retome os aumentos do funcionalismo (embora um Haddad tenderia a poupar civis; e Bolsonaro, os militares). A ressalva é que qualquer orçamento de 2019 será sempre muito apertado, e pode piorar se, por exemplo, decidirem renovar os subsídios aos combustíveis.

**Adendo (pouco sério):** Déficit zero em dois anos? Sem aumento de impostos nem corte de renúncias e isenções? Vamos precisar do teto e  muito  PIB. Um roteiro simplista apenas para ordenar variáveis:

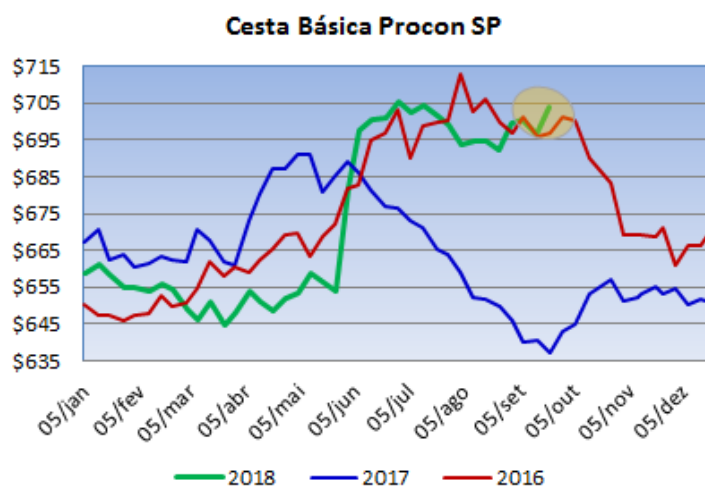
- 1) O déficit primário consolidado “abaixo da linha” deste ano deve dar R\$ 130 bilhões. Falamos, então, de um esforço primário equivalente de R\$ 130 bilhões – crescimento das receitas maior que das despesas;
- 2) O teto dita despesas reais constantes (compressão de investimentos, zerar compensações ao RGPS, continuar a queda de subsídios, não renovar R\$ 9,6 bilhões de subsídios ao diesel, zerar reajustes de funcionalismo e real do mínimo em 2020, avançar na reforma de previdência e loas etc). Se a despesa real fica igual, esse esforço de R\$ 130 bilhões precisa vir todo da arrecadação líquida do Governo Federal, implicando um aumento de 10,6% real;

- 3) Um choque de confiança pode crescer 3,0% a 3,5% em 2019 e 2020, acumulando 6,1% de PIB no biênio. A absorção e, em consequência, sua arrecadação tendem a crescer mais que esse PIB. O deflator implícito do PIB também tende a avançar algo mais que a inflação. A receita líquida pode aproximar-se a dois dígitos nessa conjuntura, sem necessidade de novos impostos.
- 4) A cessão onerosa, mesmo distribuída ao longo de vários anos, pode cobrir faltantes ou revezes em outras extraordinárias;
- 5) Dito isso, impostos vão aumentar, em qualquer cenário e mesmo que na forma de corte de renúncias e isenções...

Déficit zero em *um* ano? Com aumento de impostos e corte de renúncias e isenções? Vamos precisar do teto, do PIB e *destes* Governo e Congresso (por rigidezes estruturais e anuidades nas despesas, caso de salários, e de anuidades e noventenas nas receitas). E toda a cessão onerosa imaginável.

### Cesta Básica sobe 1,07% na semana

O custo da cesta PROCON/SP saltou 1,07% esta semana, para situar-se próximo a patamares recordes (em amarelo no gráfico abaixo).



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

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

**OUVIDORIA** - 0800 722 2281