

FISCAL: Teremos um melhor 2018

Ajudará a enfrentar um mais difícil 2019.

O IBC-BR subiu 0,47% em agosto

Mediana no mercado apontava 0,25%.

Serviços: Volume ajustado sobe 1,2% em agosto

Carrega +0,83% ao 3º trimestre.

COPOM: Eleições e os quatro cenários do Relatório de Inflação

Pelo que vale: na visão mecânica dos cenários monetários, combatido pelo próprio BC, a permanência de câmbio em R\$ 4,15 chamava mais juros, enquanto sua trajetória no Focus chamava menos.

Deflator do PIB voltou aos anos trinta

Subiu 2,5% nos quatro trimestres encerrados em jun.18 contra quatro trimestres encerrados em jun.17. Para achar altas tão pequenas no deflator implícito precisamos recuar 80 anos das contas nacionais.

Bolsa Família X Votação PT

Correlação se deslocou à esquerda.

DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA

Economista chefe

Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

FISCAL: Teremos um melhor 2018

Isso ajuda a enfrentar um mais difícil 2019.

O TN vê déficit consolidado de R\$ 125 bilhões este ano ante meta de R\$ 161,3 bilhões. Nenhuma autoridade solta projeção melhor à necessária sem a folga para cumpri-la (piadas conhecidas ensinam do tema). Fontes já aventam abaixo de R\$ 120 bilhões (entre R\$ 100 bi e R\$ 120 bi). Em semanal de 28/09 repassamos os números. A conta federal acima da linha teria: 1) empoçamentos (gastos discricionários liberados e não executados); 2) receita até agosto maior ao esperado; e 3) gastos mandatórios menores. De nossa parte (talvez das fontes) vemos: 4) receitas recorrentes e despesas mandatórias no restante do ano melhores à programação. Na conta oficial, o primário abaixo da linha ainda ganha: 5) R\$ 5 bilhões de discrepâncias (Itaipu) e 6) EE&MM e estatais economizam R\$ 9,7 bilhões em 2018 (ante estimativa inicial de -R\$ 2,3 bilhões).

A folga ocorre a despeito da não ocorrência de algumas possíveis receitas extraordinárias (EB, possibilidade da cessão onerosa), aparição de despesas extraordinárias (e.g. combustíveis) e da frustração com o crescimento só parcialmente compensado por mais inflação (ver nossa seção sobre o deflator implícito do PIB).

Um melhor 2018 –no que decorre de receitas recorrentes e despesas mandatórias- facilita as contas de 2019. A arrecadação deste ano atesta elasticidades e eleva a base de projeção do ano seguinte; ambos base e derivada melhoram a projeção para 2019. Algo parecido ocorre com o rebaixamento em despesas *mandatórias*. Gastar R\$ 20 bilhões menos este ano, para uma mesma PLOA 2019, significa aumentar esse tanto a mais no ano que vem: ao invés de subir R\$ 106 bilhões em 2018 e R\$ 54 bilhões em 2019, como se tem criticado, subiria mais razoáveis R\$ 86 bilhões em 2018 e R\$ 74 bilhões em 2019. Vale a mesma ideia caso haja mais dispêndios discricionários em RAP neste fim do ano.

O ganho das discrepâncias “abaixo da linha” também tende a continuar (não considerado no PLOA de 2019, que foca nas contas “acima da linha”). Por último, a melhora em EE&MM, atribuído ao gradativo fim do período de carência na renegociação das dívidas com a União, tende a ter seu efeito majorado nos 12 meses de 2019. *São melhoras que sugerem continuidade*, em contraste a um primário feito sobre extraordinárias e represamento de gastos, onde um resultado melhor um ano piora do seguinte.

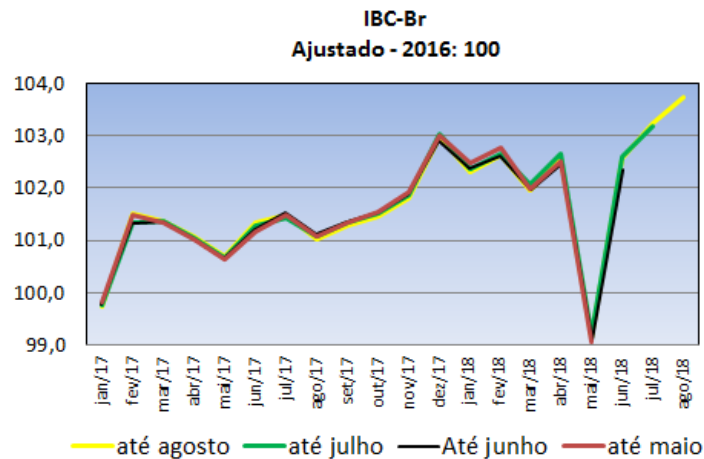
Na economia, mais PIB e absorção, atestadas elasticidades ajudarão arrecadação. Haverá que monitorar receitas extraordinárias, assim como as ameaças de bombas fiscais que despedem todo governo. Em contrapartida, há medidas conjunturais que podem ser retomadas após as eleições (tributação de fundos, reajustes do funcionalismo, reafirmar fim do subsídio ao diesel). Em particular, o próximo reajuste do salário mínimo –nominal e real- colocará uma pressão em rubricas mandatórias ausente este ano. Dito isso, o desafio conjuntural de um déficit maior (meta de R\$ 132 bilhões consolidado) com mais crescimento em 2019 passa, nos parece, pelo teto das despesas e não pelo saldo primário.

De medidas estruturais com custos fiscais na transição (e.g. desoneração, capitalização): *despacito...*

O IBC-BR subiu 0,47% em agosto

Mediana no mercado apontava 0,25%.

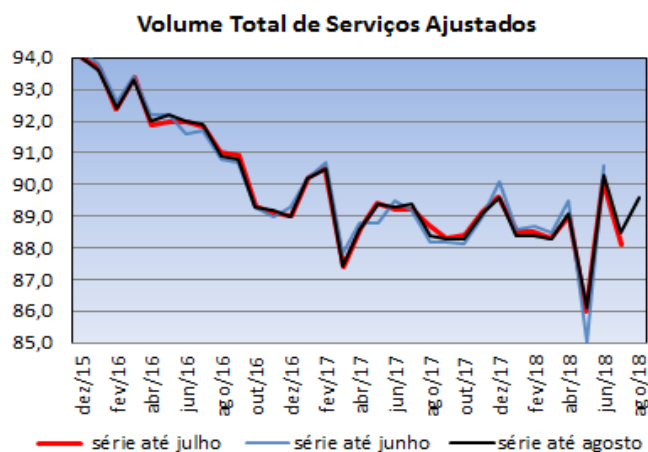
O IBC-BR subiu 0,47% em agosto, novamente superando uma mediana de 0,25% no mercado (gráfico). Uma alta interanual de 2,50% também veio acima do esperado na mediana de 2,20% nas projeções do mercado. A divulgação de agosto elevou, mais uma vez, o arrasto do 3º trimestre para +2,1% (de +1,0% na divulgação de junho e de +1,7% na divulgação de julho). Este trimestre, por enquanto, carrega forte arrasto em produções (indústria) com continuidade na retomada de demandas (varejos e serviços) e boas safras que são importantes neste período (e.g. café).



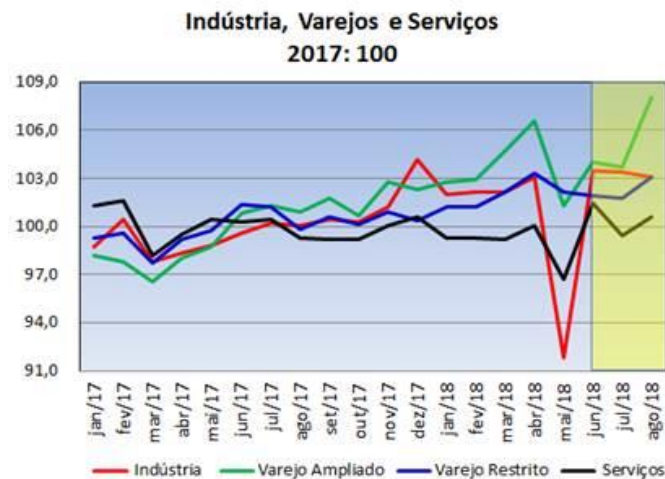
Serviços: Volume ajustado sobe 1,2% em agosto

Expectativas no mercado apontavam +0,5%.

O volume de serviços subiu 1,2% em agosto (mediana de +0,5%) sobre a série revisada para cima. Ambos os movimentos devolveram um arrasto positivo ao 3º trimestre, saindo de -0,3% até julho para +0,83% até agosto (gráfico abaixo).



Indicadores da demanda retomam dinâmicas pré-caminhoneiros, com destaque para o varejo ampliado (linha verde no gráfico).



Menos forte na margem, após rápida recuperação em junho, a produção industrial andou de lado em julho, em agosto e, possivelmente, também em setembro. Sente a retração de mercados externos (e.g. manufaturados à Argentina) e de alguns investimentos (mais sensíveis a incertezas). Comparativamente ao forte junho, pesa-lhe o fim da recomposição dos estoques esvaziados na greve (ANFAVEA desacelerou sua produção em setembro, afetada por exportações, mas também pela estabilização dos pátios após fortes altas nos três meses anteriores). Seja como for, todos os arrastos do 3º trimestre são bastante positivos, pela base fraca do 2º trimestre (indústria), pela retomada na ponta (varejo ampliado) ou ambas (serviços). Tabela abaixo.

	2º Trimestre última divulgação	3º Trimestre Arrasto até Agosto
Indústria Geral (IBGE):	-2,6%	3,7%
Comércio Restrito (IBGE):	0,9%	0,2%
Comércio Ampliado (IBGE):	0,5%	2,6%
Serviços (IBGE):	0,2%	0,8%

COPOM: Eleições e os quatro cenários do Relatório de Inflação

Pelo que vale (e sem querer antecipar um horizonte pra lá de incerto): na visão mecânica dos cenários monetários, combatido pelo próprio BC, a permanência de câmbio em R\$ 4,15 chamava mais juros, enquanto sua trajetória no Focus chamava menos.

A visão mecânica do câmbio e juros tem sido bastante contestada pelas autoridades monetárias. Ainda mais em conjuntura comprovadamente volátil. Nem por isso deixa de ocupar manchetes e análises a cada novo Copom e RI. Com o câmbio refluindo dois dígitos desde o último Copom, aproveitamos para repassar os quatro cenários expostos em seu relatório de inflação de setembro.

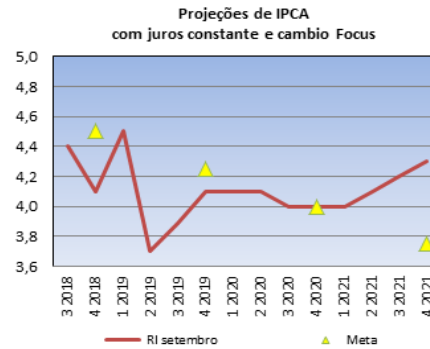
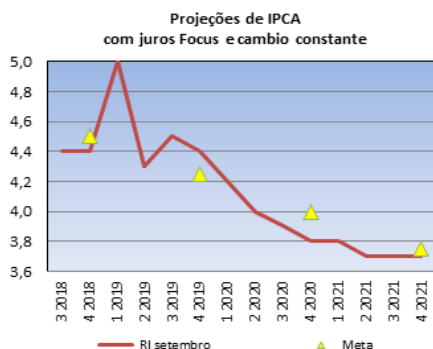
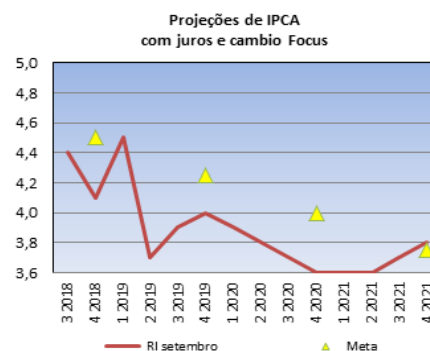
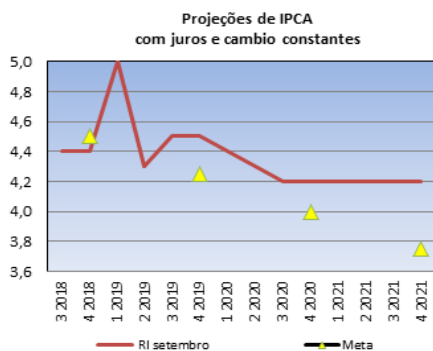
O 1º cenário de referência contemplava estáveis câmbio de R\$ 4,15 e Selic de 6,50% para apontar IPCA de 4,4% em 2018 (meta de 4,5%), 4,5% em 2019 (meta de 4,25%), 4,2% em 2020 (meta de 4,00%) e em 2021 (meta de 3,75%). Neste cenário, o pior dos quatro modelados, a inflação supera todas as metas desde 2019 (1º gráfico abaixo). **Numa visão mecânica, a permanência desse câmbio chamava mais juros.**

Num 2º cenário com juros e câmbio do mercado, o IPCA sobe 4,1% em 2018, 4,0%, em 2019, 3,6% em 2020 e 3,8% em 2021 (2º gráfico abaixo). A inflação, correndo por baixo, somente alcançava a meta em 2021. **Este cenário comportaria menos Selic que a projetada no Focus** (6,50% em fim de 2018, 8,0% em fim de 2019, 8,13% em fim de 2020 e 8,0% em fim de 2021 e durante 2022).

O 3º cenário reúne juros do mercado e câmbio estável de R\$ 4,15 (3º gráfico abaixo). O IPCA de 4,4% em 2019 supera a meta de 4,25%, mas cai para 3,8% em 2020 (meta 4,0%) e 3,7% em 2021 (meta 3,75%). **Esta trajetória tendia a apoiar a Selic do mercado** (com apenas um leve desvio de 0,15 pp acima da meta em 2019) para um câmbio estabilizado em R\$ 4,15.

O último cenário combina a SELIC constante em 6,50% com o câmbio do mercado, resultando em inflação abaixo ou igual às metas no horizonte relevante até 2020 (4º gráfico). **Comportaria menos juros que os 6,50% atuais.** Essa trajetória do câmbio contempla R\$ 3,83 em fim de 2018, R\$ 3,75 em fim de 2019, R\$ 3,70 em fim de 2020 e R \$3,80 em fim de 2021.

A leitura mecânica dos juros é sempre imprudência, mais sobre parâmetros e riscos tão voláteis. Dito isso, as projeções do BC ajudam a calibrar respostas da política monetária a diferentes cenários possíveis.



Deflator do PIB voltou aos anos trinta

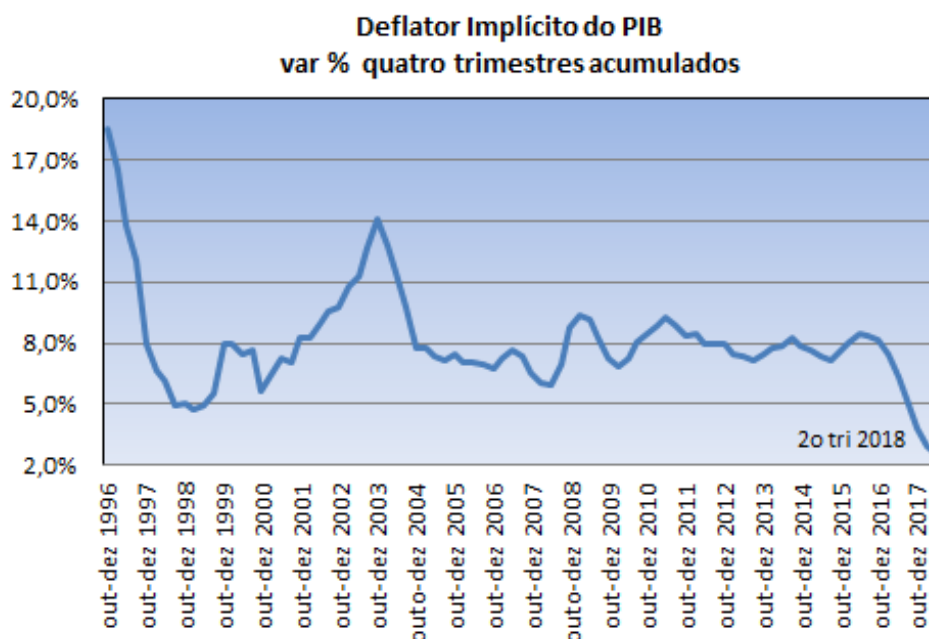
Subiu 2,5% nos quatro trimestres encerrados em jun.18 contra quatro trimestres encerrados em jun.17. Para achar altas tão pequenas no deflator implícito precisamos recuar 80 anos das contas nacionais.

O deflator do PIB é chave nas dinâmicas de cocientes fiscais. Comentávamos que seu impacto na relação da dívida aparece quase mecânico: frustrar 2 pp o denominador, todo o mais constante, comporta hoje 1,5 pp mais dívida no PIB. Os últimos tempos, contrariando padrão até 2014, mostram o deflator rodando abaixo da inflação (que caiu muito).

Para achar anos com altas tão pequenas no deflator precisamos voltar aos anos trinta do século XX.

Das contas nacionais do 2º trimestre obtemos o deflator subindo apenas 2,8% nos quatro trimestres fechados em junho. O que interessa na relação dívida/PIB, contudo, é o deflator médio *em quatro trimestres* (pois é PIB a preços correntes nos últimos 12 meses). Este desacelerou mais: +2,5% nos quatro trimestres encerrados em jun.18 contra quatro trimestres encerrados em jun.17 (gráfico abaixo). É esta inflação implícita, inferior ao IPCA que dita juros, que vem pautando os cocientes recentes da dívida/PIB (77,3% em agosto). Anos com altas equiparáveis precisam remontar à década dos trinta do século passado.

As próximas contas trimestrais deverão acelerar o deflator na margem e relativamente ao IPCA (efeito de mais deflator do consumo público e da depreciação cambial sobre uma exportação maior que a importação). O terceiro trimestre também traz revisões de séries.

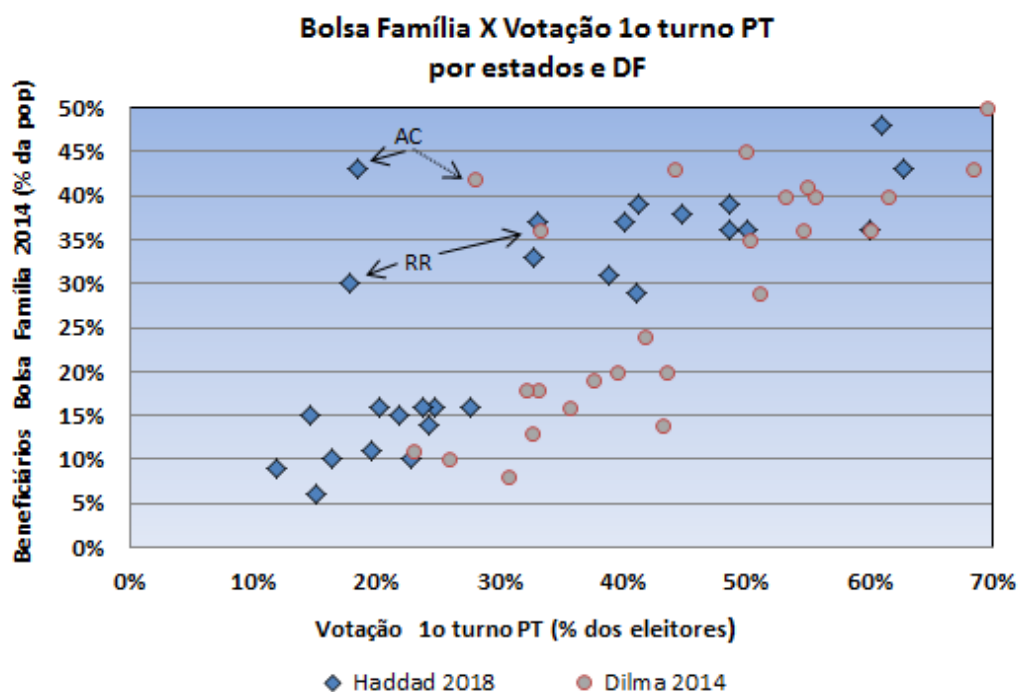


Bolsa Família X Votação PT

Correlação, ainda forte, se deslocou à esquerda.

A bolsa família, associado ao PT, alcança 21% dos brasileiros, mas supera um terço da população de 11 estados, todos do Norte e Nordeste. Cruzamos a participação dos beneficiários nos estados e DF (dados de dez.17) com os resultados eleitorais do Haddad. No gráfico abaixo, é clara (e esperada) a associação entre a bolsa família e a votação no PT (azul no gráfico). Em 2014, o 1º turno da Dilma também havia mostrado forte correlação, onde grosso modo para cada 10% de beneficiários no estado crescia quase 10% sua votação (vermelho no gráfico). Dois *outsiders* continuam destacando-se, Acre e Roraima, responsáveis em conjunto por apenas 0,2% do total dos eleitores. O estado do Acre, em particular, é a terra da Marina.

Embora muito correlacionados, a nova curva se deslocou nitidamente para a esquerda (menos votos para cada % de bolsa família).



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

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

OUVIDORIA - 0800 722 2281