

Serviços: Volume ajustado sobe 0,1% em fevereiro

Foi sobre uma série revisada para baixo que mantém um arrasto de -0,7% no ano.

Varejo restrito caiu 0,2% em fevereiro

Discussões da demanda precisam endereçar juros.

IPCA sobe 0,09% em março

O INPC subiu 0,07% em março e 1,56% nos 12 meses.

IBGE prevê safra de grãos (apenas) 4,7% menor em 2018

São Pedro despejou uma safra argentina no biênio Temer.

Economia decepciona (mas arrecada acima do esperado)

Que significa? Não é má combinação fiscal (desde que a atividade fraca for demanda).

DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA

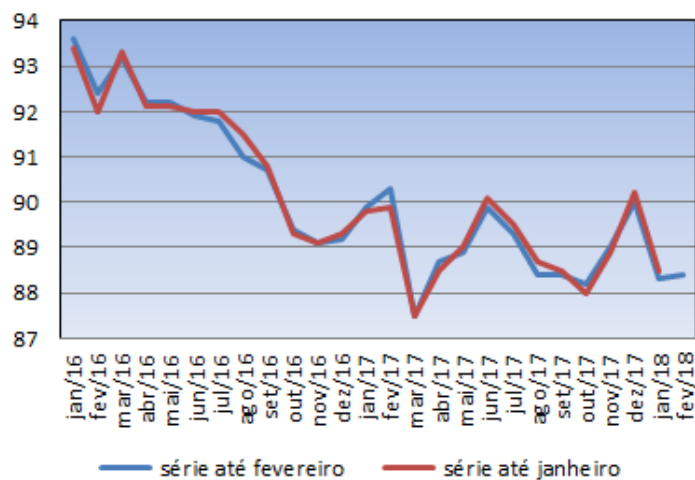
Economista chefeFernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

Serviços: Volume ajustado sobe 0,1% em fevereiro

Foi sobre uma série revisada para baixo que mantém um arrasto de -0,7% no ano.

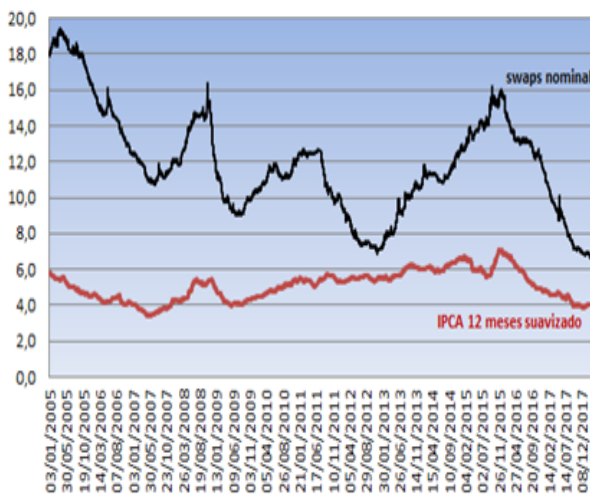
O volume ajustado de serviços avançou 0,1% em fevereiro, ligeiramente acima da mediana de +0,2% nas projeções do mercado. A pequena melhora na margem veio com uma revisão para baixo na série, contribuindo para manter um arrasto negativo de 0,8% no primeiro trimestre (gráfico abaixo). Sucessivas divulgações desta série já reverteram o arrasto para 2018 de -0,2% até novembro para +1,3% até dezembro e, posteriormente, novamente para negativos -0,6% até janeiro e -0,7% até fevereiro (a volatilidade da série aconselha não ler demais daqui).

Volume Total de Serviços Ajustados

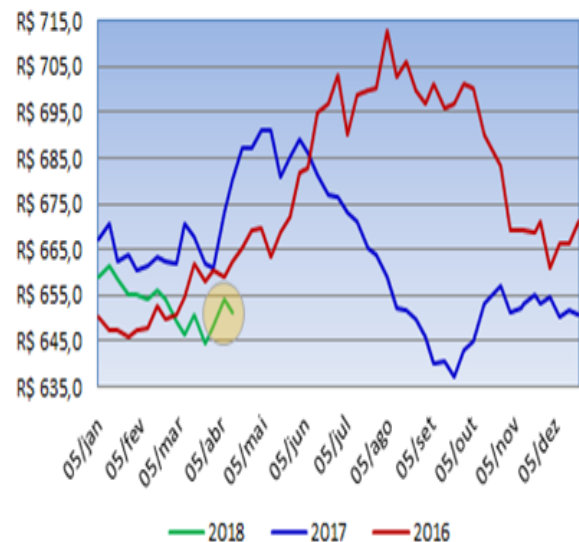


Juros e Cesta: onde estamos...

Swaps DI 360 dias e IPCA 12 meses à frente



Cesta Básica Procon SP



Varejo restrito caiu 0,2% em fevereiro

Discussões da demanda precisam endereçar juros.

O varejo restrito caiu 0,2% em fevereiro enquanto o ampliado cedeu 0,1%, em ambos os casos abaixo dos crescimentos esperados no mercado de 0,6% e 0,4%, respetivamente. Houve novas revisões nas séries, para baixo na restrita (1º gráfico abaixo) e para cima na ampliada (2º gráfico). A despeito das quedas na margem, os arrastos do 1º trimestre permanecem positivos em 0,4% nas restritas e 0,5% nas ampliadas. No ano, esses arrastos alcançam 0,8% e 2,4% respetivamente. Reiteramos que discussões sobre limitações na demanda, com a oferta desimpedida, precisam endereçar mais os juros que o PIB, algo que a inflação e o BC parecem referendar.



IPCA sobe 0,09% em março

O INPC subiu 0,07% em março e 1,56% nos 12 meses.

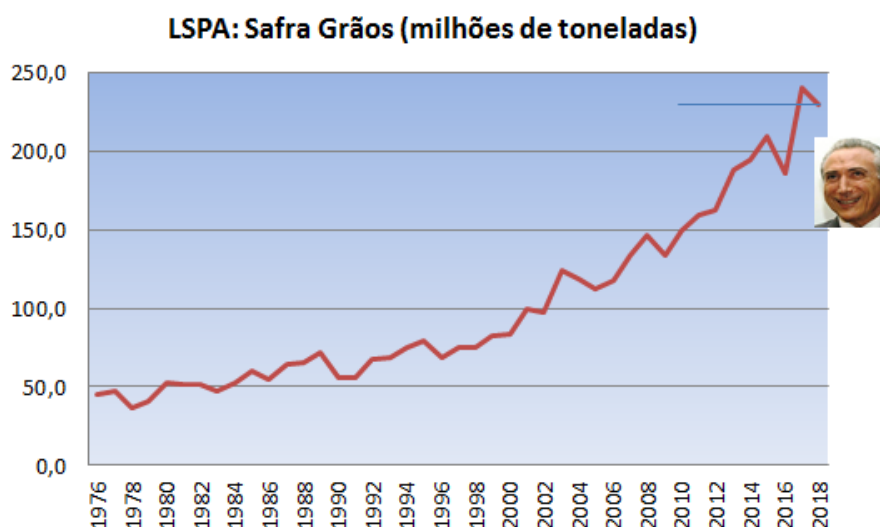
O IPCA subiu 0,09% em março e 2,68% nos 12 meses, no piso das estimativas no mercado (0,09% a 0,16%) e abaixo do Focus (0,15%), acusando ademais apenas metade dos 0,20% projetados no recente Relatório de Inflação. Nos últimos 19 meses, apenas dezembro passado teve inflação acima da projetada nos relatórios trimestrais (tabela). Vale mencionar o INPC de 0,07% em março e 1,56% nos últimos 12 meses (quem preveria o salário mínimo reajustado em 1,81% ganhando da inflação?).

	RI de set.16			RI de dez.16			RI de mar.17			RI de jun.17			RI de set.17			RI de dez.17			RI de mar.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	mar-18	abr-18	mai-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	0,20	0,33	0,26
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	0,09		
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	-0,11		

IBGE prevê safra de grãos 4,7% menor em 2018 (anterior projeção apontava -5,6%)

Ainda supera em 19,6 milhões de toneladas (+8,3%) o 2º anterior recorde em 2015.

O IBGE elevou mais uma vez sua estimativa da safra 2017/2018 para 229,3 milhões de toneladas, ante 227,2 milhões em março e 226,0 milhões em fevereiro. A nova projeção perde apenas 4,7% da extraordinária safra do ano passado, ainda superando em 19,6 milhões de toneladas (+9,3%) o anterior recorde histórico de 2015 (afora chegar com os estoques abarrotados). O Governo Temer ganha não uma mais duas safras extraordinárias (gráfico abaixo).



A safra de 2017 ficou 54,8 milhões de toneladas acima da safra de 2016, enquanto a safra de 2018 ficará 43,5 milhões de toneladas acima. É como se toda a safra argentina de um (bom) ano tivesse sido despejada no mandato Temer.

Economia decepciona (mas arrecada acima do esperado)

Que significa? Não é má combinação fiscal (desde que a atividade fraca for demanda).

Até pouco se questionava a elasticidade da arrecadação à retomada que, acreditava-se, ganhava cada vez mais corpo. Essa arrecadação, desde agosto passado, surpreende para cima (+5% real expurgados extraordinários e mais impostos). A atividade, que devia explicar essa arrecadação, paradoxalmente decepciona. Se o PIB não explica essa receita, fica sua elasticidade, logo o mais debatido. Arrecadamos mais que o esperado sobre um PIB menor que o esperado. Não é má combinação fiscal: o PIB que não veio hoje, *por faltar demanda*, virá amanhã, com menos juros (pela demanda fraca) e mais receitas (porque a elasticidade mostra-se maior). O primeiro ajuda a dinâmica das dívidas/PIB, o segundo puxa o primário na retomada (demanda fraca ser o *bom problema*

não precisa, aqui, mais discussão). Podemos precisar menos primário para estabilizar a dívida/PIB, e pode ser mais fácil obtê-lo (não que seja fácil). Em suma, *o cenário A pode ser melhor*. O risco deste componente conjuntural é a inflação, especificamente uma inflação que refute ou minimize o hiato, ou seja, uma inflação *de demanda*. Esse hiato, retratado hoje nas diversas medidas de baixa inflação, é que abre o espaço para acelerar o denominador da DBGG/PIB com simultaneamente menos juros no numerador. Na transição entre o cíclico e o estrutural, podemos descobrir que uma economia que necessita segurar 1/3 de seus gastos (primários) e 1/2 de seu mercado de crédito (direcionado), que voavam em recuperações passadas, comporta outros juros em forma duradoura (o “*crowding in*”).

À conjuntura compete-lhe gerar arrecadação para o primário (por enquanto bem) e acenar uma macro mais benévola às dinâmicas da dívida (nós continuamos achando muito juros e pouco PIB do Focus para tanto hiato). A retomada está dando essa receita (pela sua composição, mais que pela intensidade, privilegiando ofertas, demandas, créditos e rendas mais tributadas) abrindo simultânea discussão de juros menores (pela intensidade menor ao esperada) com maior PIB mais à frente (já que não agora).

Uma aceleração maior da economia, ao menos mais visível, ajudaria mais no político. Dito isso, se a retomada do Temer pode deixar a desejar (nós ainda temos 3% em 2018), o desastre da Dilma veio sob encomenda para a sociedade associar essa retomada cíclica a uma agenda de ajustes ingratos (quando antes economista ortodoxo foi santinho de candidato?). O que a conjuntura favorável –ciclo, comida abundante, Dilma culpada de tudo etc.- deve ao estrutural é seu terceiro desafio: eleger um candidato comprometido com as reformas. Se o risco do conjuntural é uma inflação que questione o hiato (ou que o inutilize: *um choque cambial de grande monta e duradouro* poderia devolver esse hiato disfuncional), o fracasso de levar esse candidato reformista ao segundo turno é o risco do estrutural.

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

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

OUVIDORIA - 0800 722 2281