

Serviços: Volume ajustado sobe 1,3% em dezembro

O último vagão da economia cresceu 0,5% ante igual mês de 2016 (após 33 meses consecutivos negativos).

ATA: mais dovish que o comunicado

Uma ala do Copom queria mais graus de liberdade “favorecendo comunicação mais simétrica sobre o próximo passo”.

FISCAL: IFI revê sua trajetória da dívida

Em outubro, a IFI via a dívida bruta de dez.18 em 79,3% do PIB; hoje, situa-a em 75,8% do PIB (nós a projetamos em 74,0% do PIB).

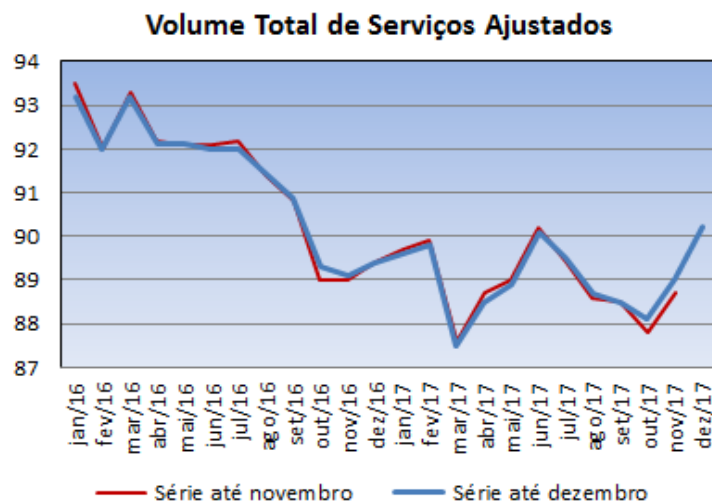
DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA**Economista chefe**

Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

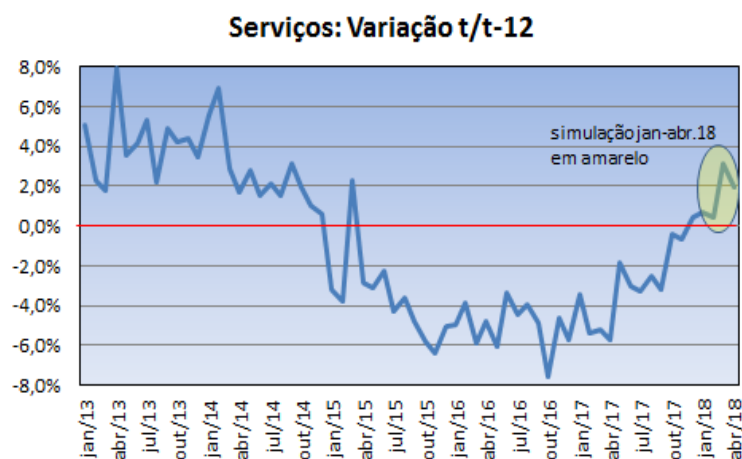
Serviços: Volume ajustado sobe 1,3% em dezembro

O último vagão da economia cresceu 0,5% ante igual mês de 2016 (após 33 meses consecutivos negativos).

O volume ajustado de serviços avançou 1,3% em dezembro, superando a mediana de 0,25% nas projeções do mercado e encerrando o quarto trimestre com uma pequena alta de 0,2% ante o terceiro. A nova melhora na margem junto à revisão na série ajustada (gráfico abaixo) elevou o arrasto para 2018 dos -0,2% na divulgação de novembro para 1,3% nesta divulgação de dezembro (*a volatilidade da série aconselha não ler demais daqui*).



O ano de 2017 caiu 2,8% que, embora negativo, foi o melhor desempenho dos últimos três anos (em cujo lapso caiu -7,8%). Cabe destacar que dezembro passado registrou a primeira alta de 0,5% ante igual mês do ano, pondo com isso fim a uma sequência de 32 meses negativos. Os próximos meses deverão acelerar essas taxas interanuais, ainda que apenas por base de comparação: o gráfico abaixo simula o 1º quadrimestre deste ano no cenário improvável que o setor não cresça na margem. *A arrecadação tributária, avaliada por seus comparativos interanuais, deve ganhar com isso.*



ATA: mais *dovish* que o comunicado

A sinalização sobre o fim do ciclo foi controverso. Uma ala do Copom que queria uma comunicação mais simétrica sobre o próximo passo.

Descrição do cenário: o mundo continua favorável. A ata incorpora a possível volatilidade da trajetória de inflação de preços e salários, reiterando nossa capacidade de absorver eventual revés no cenário internacional. Aqui, vê mais consistência na recuperação da economia (antes, falava na continuidade de trajetória de recuperação gradual). Mesmo óbvia, a ata traz a ligação entre atividade e inflação: “à medida que a atividade econômica se recupera, a inflação tende a voltar para a meta” reiterando, entretanto, a visão de que “em decorrência dos níveis atuais de ociosidade na economia, revisões marginais na intensidade da recuperação não levariam a revisões materiais na trajetória esperada para a inflação.” A permanência da inflação subjacente baixa é risco baixista para a inflação, enquanto a possibilidade de revés no cenário internacional, em contexto de frustração das expectativas sobre reformas, é risco altista. No meio, a ata insere a expectativa de que a recuperação da atividade econômica contribua para elevação da inflação subjacente rumo à meta no horizonte relevante. Este comitê parece suficientemente confortável com o (bom) andamento da economia.

O próximo passo. O tom do comunicado foi debatido, entre os que preferiam elevado grau de liberdade “favorecendo comunicação mais simétrica sobre o próximo passo” e os que queriam sinalizar mais fortemente a possível interrupção do ciclo e manter liberdade de ação “mas em menor grau”. Foi a surpresa da ata. Acordaram no comunicado que, caso a conjuntura evoluísse conforme o cenário básico, a interrupção pareceria adequado sob a perspectiva atual. Mas que essa visão para a próxima reunião pode se alterar e levar a flexibilização moderada adicional “caso haja mudanças na evolução do cenário básico e do balanço de riscos.” A ata, agora, explicita sob que circunstâncias seria apropriado interromper e em que contexto haveria espaço para uma flexibilização monetária moderada adicional em março: “De um lado, a continuidade do ambiente com inflação subjacente em níveis confortáveis ou baixos, com intensificação do risco de sua propagação, abriria espaço para essa flexibilização adicional. O mesmo ocorreria no caso de alterações no balanço de riscos que resultem em menor probabilidade de aumento de prêmios de risco e consequente elevação da trajetória prospectiva da inflação. De outro lado, a evolução da conjuntura em linha com o cenário básico do Copom, a recuperação mais consistente da economia e uma piora no cenário internacional favoreceriam a interrupção do processo de flexibilização.”

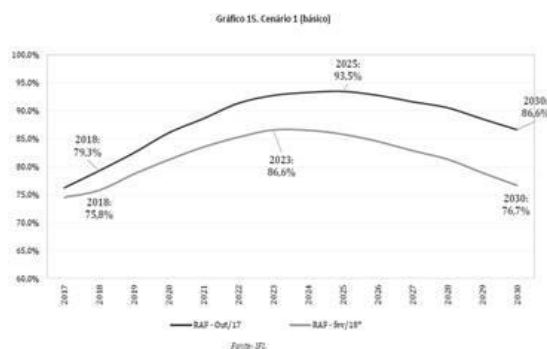
Na semana passada decidimos esperar a ata para decidir se rever, quiçá adiar, nosso último corte esperado em março. Mantemos call de corte de 0,25% na próxima reunião para encerrar o ciclo com Selic de 6,50%. Acreditamos que a inflação subjacente continuará baixa e confortável, podendo surpreender ao modo de janeiro; que a economia pode crescer 3,0% ou algo mais (RI de dezembro projetou 2,6%, mas GF já trabalha com 3%); que esse PIB passa pelos juros; que o cenário externo permanecerá volátil e que a reforma da previdência não passará, com as atenções do mercado migrando para o cenário eleitoral. Embora conjuntural, também que a recuperação cíclica se provará mais favorável ao fiscal que o imaginado até recentemente.

FISCAL: IFI revê sua trajetória da dívida

Em outubro, a IFI via a dívida bruta de dez.18 em 79,3% do PIB; hoje, situa-a em 75,8% do PIB (nós a projetamos em 74,0% do PIB). No cenário básico do RAF de fevereiro, a dívida bruta/PIB faz pico em 2023 e começa a cair em 2024, quando o primário alcança superávit de 0,61% do PIB. Saindo, portanto, do déficit de 1,69% do PIB registrado em 2017, o esforço para começar a cair a dívida/PIB demanda 2,30 pontos percentuais do PIB. Caso partíssemos do pior primário de -2,06% do PIB previsto pelo IFI este ano, menos beneficiado de receitas extraordinárias e arrocho de discricionárias, o esforço seguinte demandaria 2,67 pontos percentuais do PIB.

Até ontem, foram receitas extraordinárias e compressão de gastos, contra uma economia colapsada e desinflação. Agora é a recuperação cíclica das receitas, com menores juros históricos e a volta de PIB nominais. O hiato que nos tirou arrecadação atrás nos abre o ciclo à frente (mérito da política econômica torná-lo funcional). Um desafio gigantesco continua pendente das reformas estruturais chaves como previdência. Dito isso, melhor com o ciclo que sem ele: mais tempo ao fiscal e um cenário político que talvez permita aproveitá-lo.

Relatório de Acompanhamento Fiscal de Fevereiro. A IFI reviu sua trajetória para a dívida bruta/PIB. Esta passou de um pico de 93,5% do PIB em 2025 no RAF de out.17 para um pico de 86,6% do PIB no RAF da semana passada. Seu gráfico abaixo.



No novo cenário básico da IFI, o déficit primário vira superávit de 0,18% do PIB em 2023 com a dívida crescendo até então (sua abela abaixo). Apenas em 2024, com superávit de 0,61% do PIB, é que a dívida bruta/PIB inicia trajetória de queda.

TABELA 8. PROJEÇÃO DO RESULTADO FISCAL EM CADA CENÁRIO (% DO PIB)

Cenário 1 (base)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Receita Líquida	17,47	17,42	17,47	17,55	17,62	17,70	17,73	17,76	17,78	17,79	17,81	17,83	17,85
Despesa Primária	19,60	19,32	18,88	18,48	18,10	17,70	17,33	16,96	16,61	16,24	15,90	15,56	15,24
Resultado Primário GC	-2,13	-1,91	-1,41	-0,94	-0,48	-0,01	0,40	0,80	1,18	1,55	1,91	2,27	2,61
Primário Consolidado	-2,06	-1,80	-1,28	-0,78	-0,30	0,18	0,61	1,01	1,40	1,78	2,15	2,51	2,85
Gov. Central (acima-da-linha)	-2,13	-1,91	-1,41	-0,94	-0,48	-0,01	0,40	0,80	1,18	1,55	1,91	2,27	2,61
Gov. Subnacionais	0,10	0,13	0,15	0,17	0,19	0,21	0,22	0,23	0,24	0,24	0,25	0,25	0,26
Estatais Federais	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01

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

<http://www.tullettprebon.com.br/disclaimer.htm> **OUVIDORIA - 0800 722 2281**