

Serviços: Volume ajustado cai 1,9% em janeiro

Expectativa mediana no mercado era -0,3% (projeções iam de -0,8% a +1,0%).

O Copom cortará mais 0,25%

Seu comunicado repetirá mensagem de cautela, mas o ciclo continuará dependente das surpresas, expectativas e projeções inflacionárias. Não há uma senão varias portas.

Déficit Primário Consolidado retomará dois dígitos em fevereiro

Arrecadação continua surpreendendo positivamente.

Déficit do RGPS deve estabilizar este ano

O giro do discurso voltado contra privilégios foi oportuno. O déficit do RGPS vai melhorar. Mas seus privilégios vão piorar.

Varejo restrito subiu 0,9% em janeiro

Ano novo, série nova...

DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA**Economista chefe**

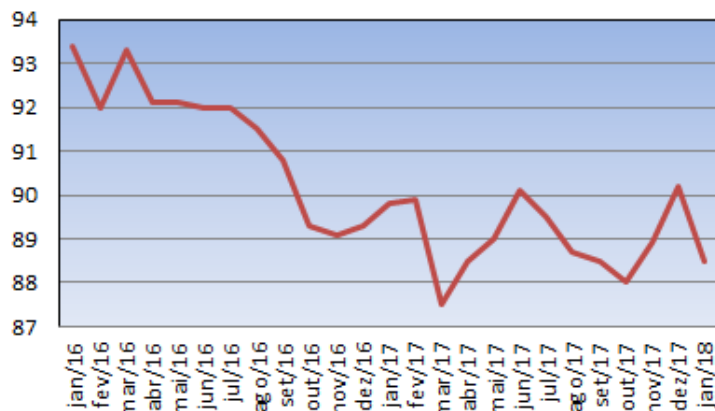
Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

Serviços: Volume ajustado cai 1,9% em janeiro

Expectativa no mercado era -0,3%.

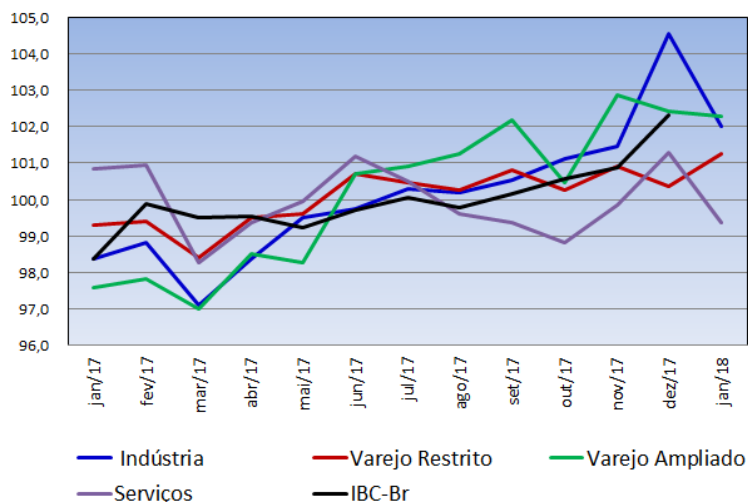
O volume ajustado de serviços caiu 1,9% em janeiro (1º gráfico abaixo), em forma disseminada e bastante abaixo da mediana de -0,3% nas projeções do mercado. Sucessivas divulgações desta série já reverteram arrasto para 2018 de -0,2% até novembro para +1,3% até dezembro e, agora, novamente para negativo -0,6% até janeiro. Por ocasião desse bom dezembro, comentámos que a volatilidade aconselha não ler demais daqui. Continua valendo para muitas séries especialmente voláteis nesta virada do ano (2º gráfico abaixo), algumas com fortes revisões (ver seção varejo) e que ainda passarão por mudanças nos ajustes sazonais. Os comparativos anuais dos serviços também decepcionaram, caindo 0,8% ante jan.17 frente à expectativa de alta de 0,8% (-0,4% a +2,4%). *O bom problema:* questionamentos sobre a demanda que, por ventura, estas leituras suscitem devem endereçar, com inflação baixa, mais juros que o PIB.

Volume Total de Serviços Ajustados



Não está fácil para o BC...

Indicadores de Atividade 2017: 100



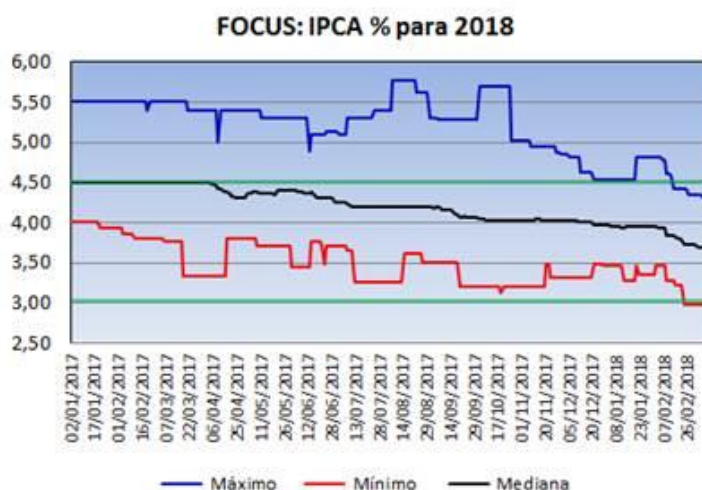
O Copom cortará mais 0,25%

Seu comunicado repetirá mensagem de cautela, mas o ciclo continuará dependente das surpresas, expectativas e projeções inflacionárias, ademais do balanço de riscos. Não há uma senão varias portas.

O Comitê levará a taxa Selic para 6,50%. Seu comunicado repetirá mensagem de cautela, migrando progressivamente o foco para 2019 (que justificaria 2018?), mas o ciclo continuará dependente das surpresas, expectativas e projeções inflacionárias, ademais do balanço de riscos. Os últimos tempos mostram não haver uma senão varias portas. A atual projeção monetária de 4,2% para o IPCA de 2018 distancia-se cada vez mais dos 3,67% na mediana das expectativas, praticamente encostando à pior estimativa de 4,30% entre os analistas de mercado (*). Essa projeção cairá nesta reunião, bastando apenas incorporar os índices de janeiro e de fevereiro divulgados e atualizar a estimativa de março, por divulgar, todos bem abaixo do contemplado no último Relatório de Inflação (do que transcende de declarações oficiais, também do último Copom).

Essa menor inflação projetada ocorrerá com juros mais baixos esperados pelo mercado, portanto, chancelando esses juros. Na medida em que a inércia menor de 2018 se estenda a 2019, sobre puxando o efeito desses juros, sugerirá o espaço, sujeito ao balanço de riscos, para a continuidade da queda e/ou prolongação do tempo sem alta. O BC desce uma escada na escuridão. Visto de hoje, não há como pensar portas fechadas com surpresas inflacionárias que se sucedem, projeções ancoradas ou abaixo das metas, questionamentos sobre demanda (*hoje foi serviços*) e um hiato histórico. Para isso, o balanço de riscos precisaria estar inclinado para pior.

(*) A mediana do IPCA para 2018 caiu para 3,67% no último levantamento Focus. Não só a mediana senão a máxima inflação projetada, agora 4,30%, continuou distanciando-se da meta de 4,5% (ver gráfico abaixo). Ninguém mais dos cem analistas consultados no mercado vê a inflação na meta este ano, e esse desvio vem aumentado. Para 2019, a mediana das projeções caiu de 4,24% para 4,20%. Embora siga estabilizada em 4,00% para os demais anos, suas médias continuam caindo, alcançado 4,06% em 2020, 3,98% em 2021 e 3,96% em 2022.

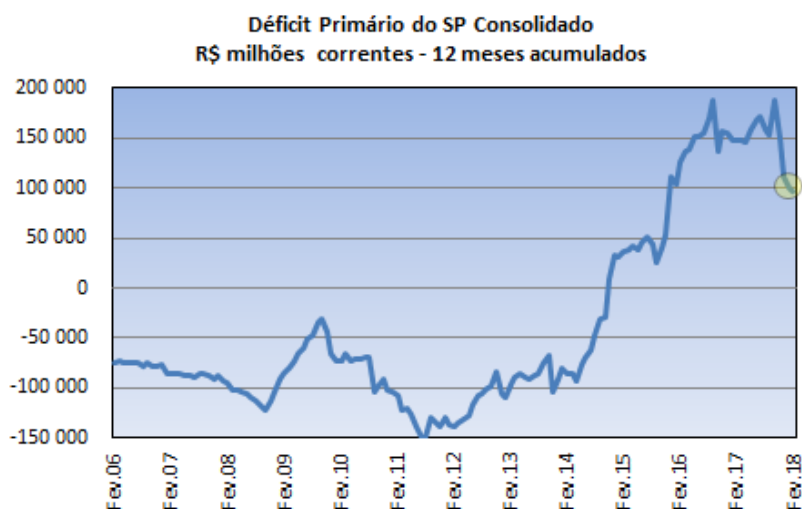


Déficit Primário do Setor Público Consolidado deve voltar a dois dígitos em fevereiro

Arrecadação continua surpreendendo.

Evidências de mais uma boa arrecadação mensal, a sétima consecutiva, devem deixar um déficit federal “acima da linha” de R\$ 22,5 bilhões em fevereiro, ante déficit de R\$ 26,3 bilhões em fevereiro de 2017. Com base nessa estimativa, o déficit do Setor Público Consolidado “abaixo da linha” em 12 meses cairia para R\$ 96,0 bilhões até fevereiro, de R\$ 110,4 bilhões até janeiro e de R\$ 110,6 bilhões em 2017 (projeção circundada no gráfico abaixo).

Desde seu pico de R\$ 187,2 bilhões em out.17, logo após o ano móvel descarregar as repatriações de out.16 (esse mês deu superávit de R\$ 39,6 bilhões), o primário consolidado nos 12 meses terá melhorado em R\$ 91,0 bilhões. Para a meta de R\$ 161,3 bilhões do Setor Público Consolidado, os meses de março a dezembro deste ano precisariam não ultrapassar rombo de R\$ 189,2 bilhões, ou R\$ 65,3 bilhões superior ao rombo de R\$ 123,8 bilhões registrado em iguais meses do ano passado.



Déficit do RGPS deve estabilizar este ano

Foco oficial muda para o déficit do RGSP+RPPS (que continuará piorando) e privilégios (que ficarão escancarados com a alta isolada do funcionalismo este ano).

O PLOA de 2018 projetou em agosto passado um RGPS deficitário em R\$ 204,4 bilhões; a LOA em dezembro projetou seu déficit em R\$ 190,9 bilhões; e a avaliação orçamentária em fevereiro projetou o déficit em R\$ 189,1 bilhões. Nós esperamos déficit igual ou menor aos R\$ 182,4 bilhões de 2017. Estas revisões no RGPS independem de receitas extraordinárias, impostos, cortes em gastos mandatórios requerendo aprovação parlamentar e/ou repressão em discricionárias na boca do caixa.

A última estimativa oficial em fevereiro contemplou altas nominais de 7,6% em receitas e de 6,3% em despesas. Nós acreditamos que as despesas possam subir menos. Partimos da correção monetária de 1,81% ao piso dos benefícios (salário mínimo) e de 2,07% acima do piso (INPC) e imaginamos que o número de beneficiários, avançando 2,4% em média no último triênio gestão, possa avançar 2,5% este ano (+1,9% em janeiro). Somado a resíduos (a seguir) sai uma alta de 4,8% nas despesas nominais para resultar, aceitando a receita oficial estimada, um déficit de R\$ 180,5 bilhões em 2018, menor que em 2017.

Será? As contas do TN para janeiro acusam altas interanuais de 7,5% nas receitas e 7,7% nos benefícios. Ora, enquanto essas receitas aproximam-se às projeções de 2018, as despesas parecem ganhar longe das projeções anuais. Há, entretanto, razão para isso. Ocorre que os gastos de janeiro refletem metade da folha previdenciária de dezembro, conforme benefícios do mês são pagos entre os últimos cinco dias úteis desse mês e os primeiros cinco dias úteis do mês seguinte. Significa que janeiro (seus cinco primeiros dias úteis) ainda carregou boa parcela do maior reajuste em benefícios concedido em 2017. Apenas em fevereiro a folha de pagamentos refletirá integralmente a menor correção monetária deste ano (o acumulado anual irá diluindo essa pressão residual de janeiro). Do lado da receita, caberia também especular alguma aceleração ao longo do ano seguindo economia e emprego.

Em relação à atual projeção oficial, então, nosso déficit do RGPS, caso confirme, resulta R\$ 8,6 bilhões menor. Por originar-se de menores despesas, essa economia liberaria outras despesas igualmente sujeitas ao teto. Por resultar em rombo igual ou abaixo do ano passado, pode vir a ser esgrimido para contestar a tendência de piora. Este cenário era discernível desde o ano passado, quando um INPC excepcionalmente baixo e o bom PIB cíclico estabilizaria, dizíamos, um déficit previdenciário (enorme) reiterando que isso “não resolve o problema estrutural, não muda tendências, certamente não prescinde das reformas e, em verdade, seria melhor nem falar deste suspiro. Mas ele é real”.

A estabilização ou mesmo queda do rombo no RGPS este ano é excepcional, o primeiro e último ano a acontecer em muito tempo. Já em 2019 teremos a primeira correção real no salário mínimo desde 2015, um INPC menos descolado do IPCA e o progressivo esgotamento em auditar auxílios doença e outros benefícios inchados (que hoje explica a moderação no aumento do estoque de beneficiários a despeito da aceleração em aposentadorias por tempo de contribuição). A oposição, contudo, pendente a votação das reformas em plena disputa eleitoral, pode não lê-lo assim (*dirá que o primeiro ano de crescimento e algo de auditoria bastaram para começar a reverter contas*).

Nesta tela de fundo, há nuances que, propositadamente ou não, podem municiar o debate público a favor das reformas. De tempos pra cá, as autoridades deixaram de falar no déficit do RGPS (que não piorará este ano) para endereçar o mais amplo déficit privado RGPS e público RPPS (que sim piorará este ano). Em adição, a justificativa das reformas passou a ser privilégios, mais que o déficit. Esta abordagem politicamente mais palatável será plenamente respaldado nos números deste ano: se em 2017 dispararam Previdência, Loas e Funcionalismo, este ano pertence sozinho ao Funcionalismo que, isolado entre as grandes rubricas, avançará gastos 7,5% nominais ou 4,0% reais (em caso do não adiamento dos reajustes). Menos importante, por fim, é a

nova antecipação dos precatórios. O objetivo é economizar a correção monetária ao longo do ano (que bate no primário, diferentemente aos juros sobre o endividamento de antecipar despesa, que bate no nominal). Essa nova antecipação tende a sustentar taxas maiores de crescimento em despesas previdenciárias, assistenciais e de pessoal na primeira metade deste ano, antes de desacelerar na segunda metade.

Varejo restrito subiu 0,9% em janeiro

Ano novo, série nova...

O varejo restrito cresceu 0,9% em janeiro, mais que devolvendo sua queda em dezembro, enquanto o ampliado cedeu 0,1% em janeiro. Ambas as séries, tanto observadas quanto ajustadas, foram revisadas para cima, refletindo não apenas o ruído do Black Friday, senão também a inclusão de dados novos em dezembro (gráficos abaixo). A revisão no varejo restrito de dezembro, de -1,5% para apenas -0,5%, foi especialmente forte, revertendo uma trajetória inclinada para abaixo e arrasto de -0,7% em 2018, para outra inclinada para acima e arrasto de +1,2%. A volatilidade das séries, mais uma vez, recomenda não pretender tirar demais de leituras excessivamente dependentes das últimas observações. Em todo caso, reiteramos que discussões sobre limitações na demanda, neste cenário, precisam endereçar mais os juros que o PIB.



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

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

OUVIDORIA - 0800 722 2281