

**IPCA-15 sobe 0,21% em abril**

*Abaixo da mediana de 0,25% nas projeções do mercado.*

**PIB: IBC-Br avança 0,09% em fevereiro**

*Sobre uma série revisada para baixo.*

**FGV: Prévia da Confiança Industrial cai 0,7% em abril**

*Foi sua primeira retração em dez meses (faltava esse indicador).*

**Juros e *Crowding In* no novo regime fiscal**

*Antes, o setor público brasileiro não cabia no PIB; agora, não cabe no setor público: PIB e juros agradecem.*

**CAGED: esperamos 50,0 mil empregos líquidos em março**

*Mediana de 41,5 mil nas projeções do mercado.*

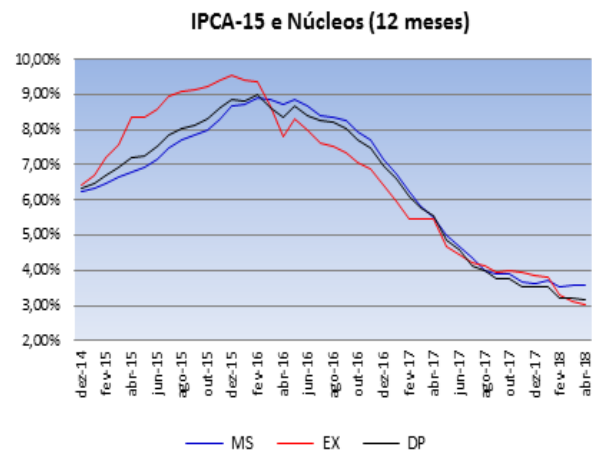
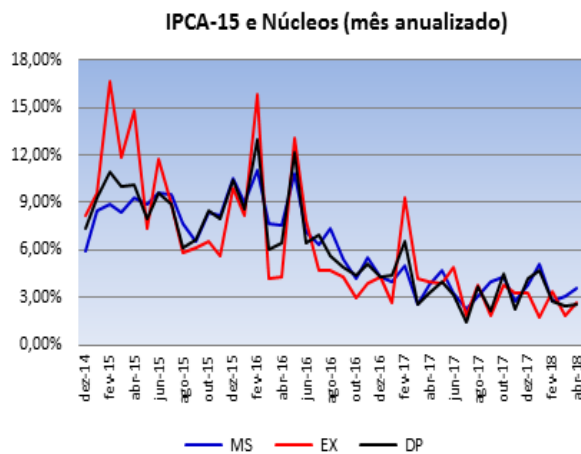
**DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA****Economista chefe**

Fernando Montero  
fmontero@tullettprebon.com.br

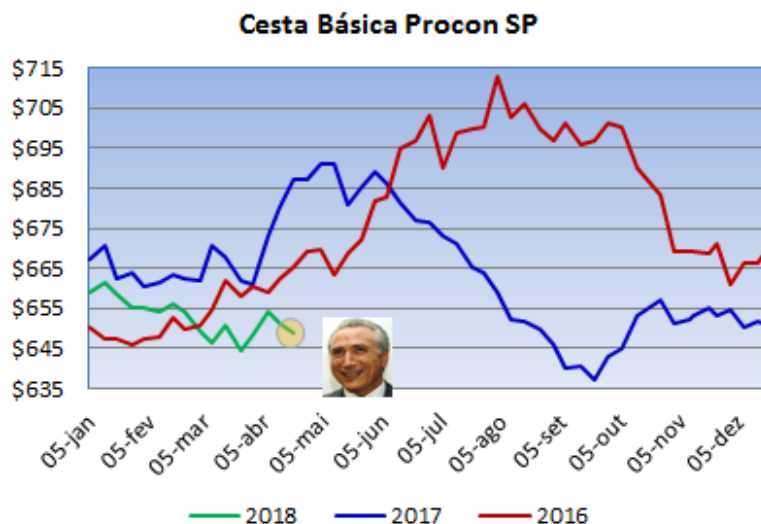
## IPCA-15 sobe 0,21% em abril

*Abaixo da mediana de 0,25% nas projeções do mercado.*

O IPCA-15 de abril ficou em 0,21%, abaixo da mediana das projeções no mercado (0,25%) levando seus 12 meses para 2,80%. Alimentos e Bebidas subiram 0,15% em abril, puxado por fora de domicílio (+0,49%) enquanto no domicílio caíram 0,05%. A inflação de serviços ficou em 0,17%, com seus subjacentes subindo 0,27% (3,4% em 12 meses). A média anualizada dos núcleos ficou em 2,9% em abril, cedendo sua média nos 12 meses de 3,31% até março para 3,24% até abril (gráficos abaixo). A difusão dos aumentos, por fim, alcançou 50,0% em abril, de 55,2% em março e 51,4% em fevereiro. Em suma, mais uma boa divulgação.



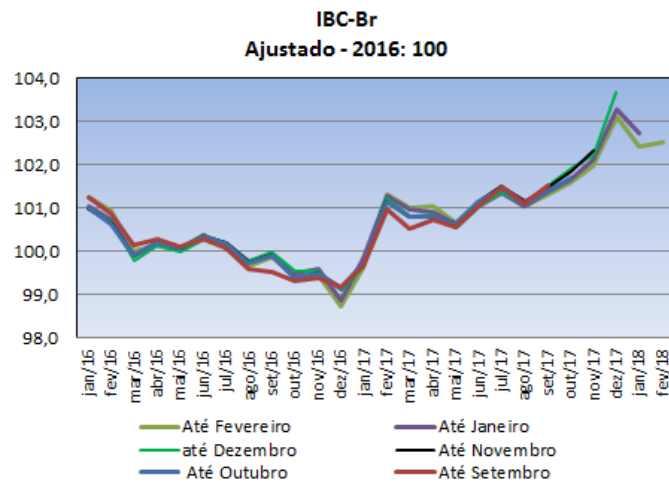
**Enquanto isso...** A cesta básica PROCON/SP voltou a cair esta semana (linha verde no gráfico abaixo), distanciando seu custo comparativamente a 2017 (linha azul) e 2016 (linha vermelha).



## PIB: IBC-Br avança 0,09% em fevereiro

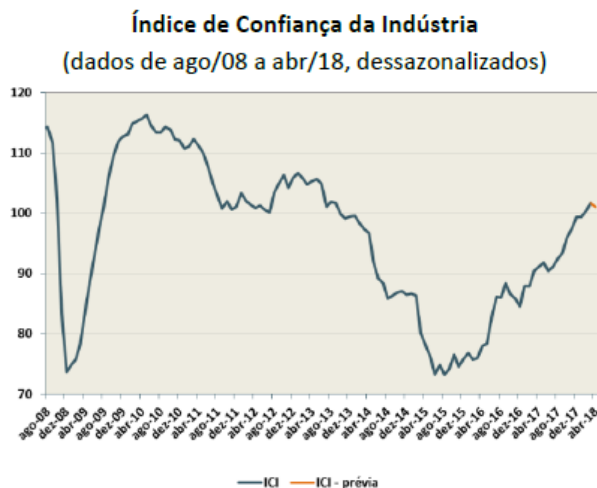
*Sobre uma série revisada para baixo.*

O IBC-BR avançou 0,09% em fevereiro (mediana 0,10%) sobre uma série revisada para baixo em 0,28% (gráfico abaixo). O arrasto do 1º trimestre ficou em 0,27%, após registrar 0,35% na divulgação de janeiro e 1,04% na divulgação de dezembro. O arrasto para o ano de 2018 ainda preserva 1,24%, vindo de 1,41% até a divulgação de janeiro e 2,30% até a divulgação de dezembro. No FOCUS, o crescimento do PIB deste ano caiu para 2,76%, de 2,80% na semana anterior.



## FGV: Prévia da Confiança Industrial cai 0,7% em abril

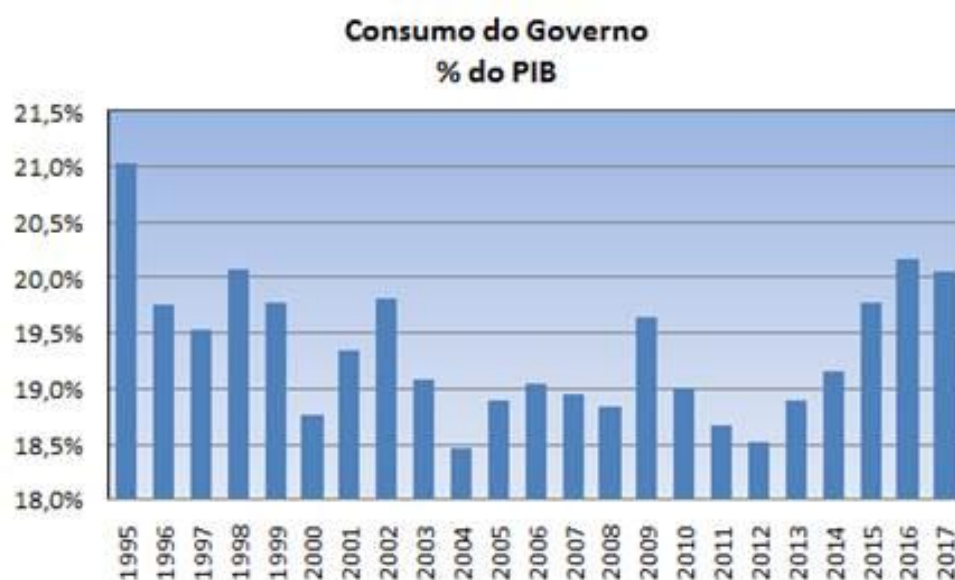
É uma retração pequena do sentimento industrial, sua primeira em dez meses sem impedir novo avanço do trimestre móvel (gráfico abaixo). No contexto de indicadores decepcionantes e reavaliações do crescimento nesta entrada do ano, contudo, o sinal reverbera. Puxaram expectativas para os próximos meses.



## Juros e *Crowding In* no novo regime fiscal

*Antes, o setor público brasileiro não cabia no PIB; agora, não cabe no setor público: PIB e juros agradecem.*

Vale o gancho. Matéria de Valor hoje cita estimativas de poupança pública e privada: “Em 2012, União, Estados e municípios poupavam o equivalente a 0,57% do PIB; em 2017, esse número ficou negativo em 7% do PIB. Nesse mesmo período, a poupança de empresas e famílias subiu de 17,5% para 21,8% do PIB”. Dificuldades em estimar poupança pública não subtrai do exercício o retrato atroz de piora nas contas de Governo (com agravante dos investimentos pulverizados). Como foi tamanha deterioração? Uma rápida mirada nas contas nacionais nos permite atribuir a parte (menor) correspondente ao consumo público (gráfico abaixo).



Nos mais de vinte anos das contas nacionais, o Consumo do Governo (três esferas) bateu mínimo de 18,5% do PIB em 2012 (outro tanto foi em 2004). O ano passado alcançou 20,0% do PIB. Se a poupança pública despencou no interim bem mais que esse ponto e médio, foi então por transferências de renda ao setor privado, tanto financeiras (mais juros pagos e menos juros recebidos), primárias (previdenciárias e assistências) e de renúncias (desonerações tributárias, subsídios e/ou base). Resumidamente, o setor público transferiu ao setor privado mais rendas (juros e benefícios) e recebeu menos (juros e impostos). Aqui, ocupando parte mor da piora fiscal, a despoupança de um virou a renda de outro.

O Governo da Nova Matriz Econômica pagava juros astronômicos ao setor privado sobre sua dívida bruta, cobrava-lhe juros muito baixos sobre seus créditos, desonerava-lhe tributos e lhe transferia renda em benefícios previdenciários e assistências. O *crowding out* nesta ótica foca a acomodação do consumo público, mais aquele privado induzido por essas transferências, através de inflação, juros, desequilíbrios externos e, eventualmente, impostos. A reversão desse quadro não será inócua à poupança privada (embora sua *propensão* a poupar pode ter aumentado). O necessário ajuste das contas públicas resgatará rendas financeira e primária privadas

(Consumo do Governo não fará sozinho o ajuste). Espelhando o desequilíbrio anterior, uma parte da volta de poupança pública reaverá renda (e poupança) privada. Em termos do *crowding out*, melhor olhar para o consumo público (mais aquele privado movido por transferências públicas) que acomodaram no PIB através de juros, inflação e desequilíbrios externos (o Setor Público cabe no PIB: está lá; o que não cabe é o resto...). Na nova realidade de gastos e créditos públicos comprometidos (por estoques quebrados), com restrições por todos lados, e uma contribuição externa razoavelmente saturada (por uma balança já elevada), a demanda da retomada terá que vir, internamente, de gastos privados, financiados com rendas privadas e créditos privados. Confiança e, especialmente, juros. Esse é nosso *crowding in*.

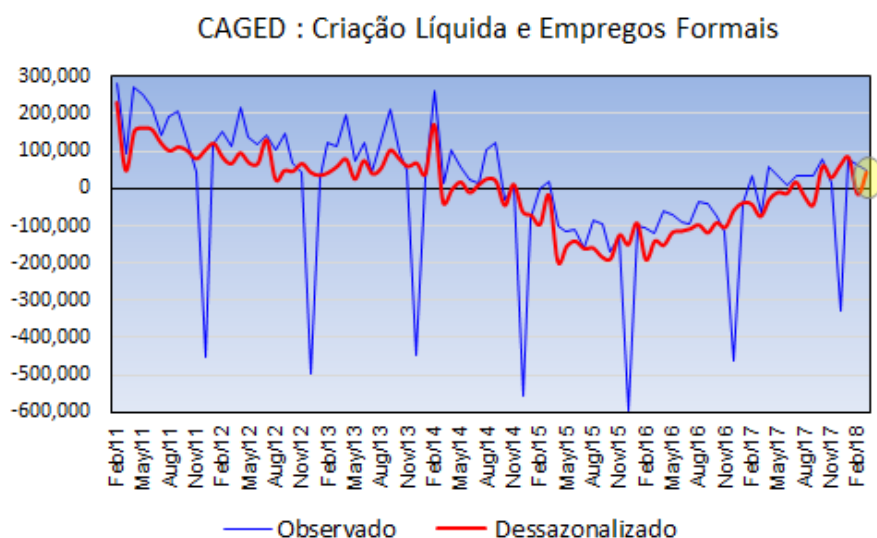
No curto e médio prazo, deparamos que arrecadamos mais que o esperado sobre um PIB menor que o esperado. Não é, de novo, má combinação fiscal: o PIB que não veio hoje, *por falta de demanda*, virá amanhã, com menos juros (pela demanda fraca) e mais receitas (porque a elasticidade mostra-se maior). O primeiro ajuda a dinâmica das dívidas/PIB, o segundo puxa o primário na retomada (demanda fraca é *o bom problema*). Podemos precisar menos primário para estabilizar a dívida/PIB, e pode ser mais fácil obtê-lo (não que seja fácil). *O cenário A pode ser melhor.*

Num horizonte mais longo, desde que o político não desvie do cenário, desvendaremos a natureza de nossos juros. Nossa solvência fiscal explicou os juros altos dos últimos três anos. Já os juros altos dos dez anos anteriores não foi falta de solvência e sim sua sobra, que permitia gastar e emprestar em todas as esferas fiscais e parafiscais. Como dito desde seu início, a estratégia do teto mira um, mas corrige dois, o segundo muito antes que o primeiro (*a regra de ouro reforça sobre os bancos*). Precisamos indagar se a culpa dos nossos juros históricos -vencida inércia e choques- é do crescimento da dívida ou dos gastos. No primeiro caso, é insolvência; no segundo, *crowding out*. Mais que nunca interessará diferenciá-los, pois a dívida crescerá, as despesas não. Parece que, afora situações limites como os últimos tempos da Dilma, não é o crescimento da dívida a pressionar os juros senão o crescimento dos gastos (fiscais e para fiscais). Se, alternativamente, a causa dos juros históricos fosse o crescimento da dívida pressionando o mercado financeiro, ao invés dos gastos pressionando a economia real, estaríamos num cenário macro/fiscal bem mais complicado e de difícil saída (recessão + juros elevados). Em suma, que pressiona mais os juros? Uma boa dinâmica das dívidas que permite expandir incessantemente gastos e créditos públicos responsáveis por 1/3 a 1/2 da economia? Ou uma péssima dinâmica das dívidas que obriga a congelar gastos e créditos públicos responsáveis por 1/3 a 1/2 da economia?

## CAGED: esperamos 50,0 mil empregos líquidos em março

*Mediana de 41,5 mil no mercado.*

Esperamos que o CAGED registre criação líquida de 50,0 mil empregos formais em março, algo acima da mediana de 41,5 mil empregos líquidos nas projeções do mercado. Nosso número ajustado por uma sazonalidade praticamente neutra em março acusaria a criação de 43,3 mil novos empregos, acelerando após a interrupção de fevereiro mas ainda aquém dos patamares de meses anteriores (gráfico abaixo).



Não há ainda data oficial para a divulgação dos números. Nos últimos dois meses, a informação foi antecipada em sites de jornais na noite da véspera à divulgação oficial (AE Broadcast cravou o número de fevereiro, O Globo e FSP cravaram o de janeiro).

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

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

**OUVIDORIA - 0800 722 2281**