

**IPCA-15 sobe 0,38% em fevereiro**

*Cravou a mediana no mercado. Os 12 meses acumulam 2,86% (de 3,02% anteriores).*

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

Fernando Montero  
fmontero@tullettprebon.com.br

**PIB: IBC-Br sobe 1,41% em dezembro**

*Dezembro deixa arrasto de 2,3% para 2018 (janeiro deve devolver uma parte).*

**Arrecadação e PIB**

*O perfil da recuperação alavancará receitas tributárias, da mesma forma como o perfil da recessão atrás aprofundou sua queda.*

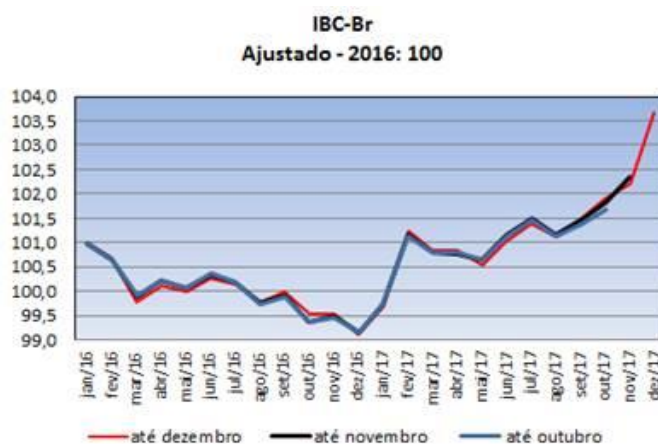
**Demanda, inflação e juros em 2018**

*No FOCUS, a expectativa mais elevada para o IPCA deste ano mal iniciado não alcança a meta de 4,5% (caiu para 4,41%, de 4,60% na semana anterior).*

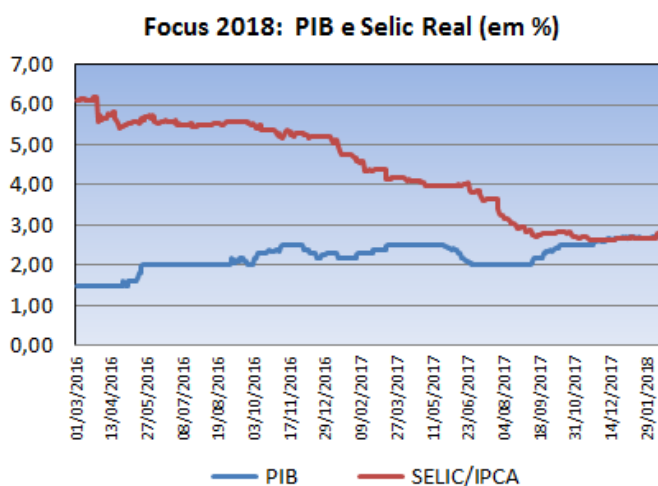
## PIB: IBC-Br sobe 1,41% em dezembro

*Dezembro deixa arrasto de 2,3% para 2018 (janeiro deve devolver uma parte).*

O IBC-BR pulou 1,41% em dezembro (mediana: 1,1%). Como no salto de 2,8% na indústria desse mês, de onde o IBC-BR tirou o impulso, ficou um forte arrasto de 2,3% para 2018. Dezembro, segundo esta leitura, já contrata boa parte da alta esperada neste ano *mesmo antes de ter começado*. Antes de extrair demais desta leitura, tão sensível às últimas observações, precisa alertar a volatilidade das séries. O alerta, agora contra um excesso de otimismo, teria servido atrás contra excesso de pessimismo que imputava ao então baixo arrasto um inexorável fraco crescimento este ano. Em apenas cinco meses, o arrasto para 2018 galgou dois pontos percentuais: até a divulgação de agosto, era 0,2%, até a divulgação de setembro, 0,5%; até outubro, 0,6%; até novembro, 1,1%; e até esta divulgação de dezembro, 2,3%.



Sem relevar a gravidade dos aspectos fiscais estruturais, celebramos os cíclicos. Até pouco se questionava se a economia reagiria e se esse crescimento traria dinheiro. Vemos, agora, o ciclo com suas receitas. Arrecadação voltou (janeiro será 6º mês de forte alta), juros despencaram, metade do orçamento deste ano corrige por 2% do INPC e temos novamente PIB nos denominadores. O Focus (gráfico abaixo) acusa a convergência de Selic real e PIB esperados em 2018, saindo dois anos atrás de projetados 6,1% e 1,5%, respectivamente. O PIB, em breve, superará essa Selic.

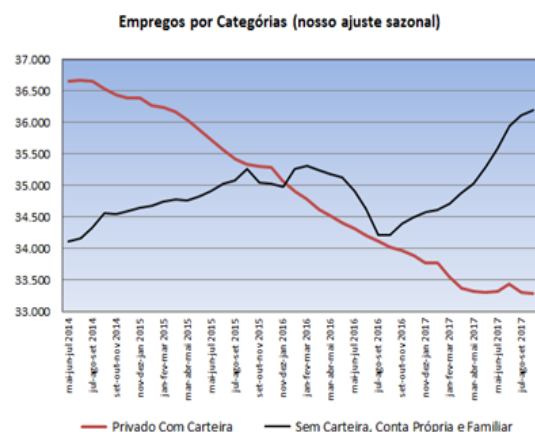
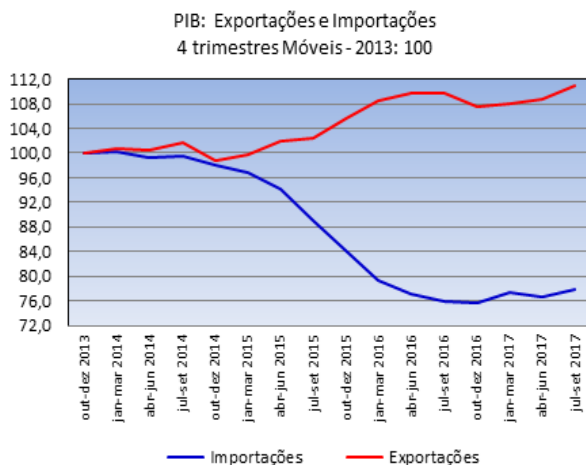
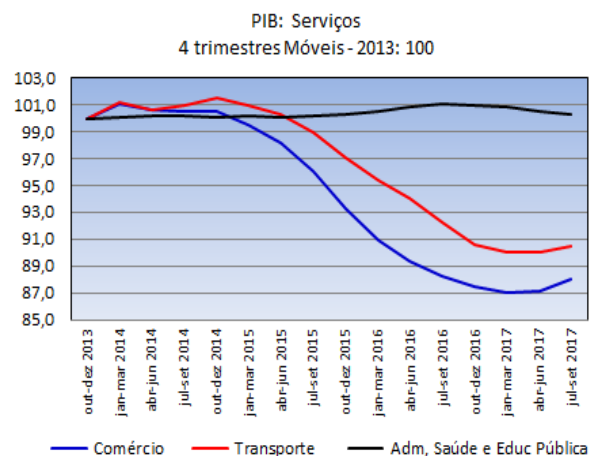
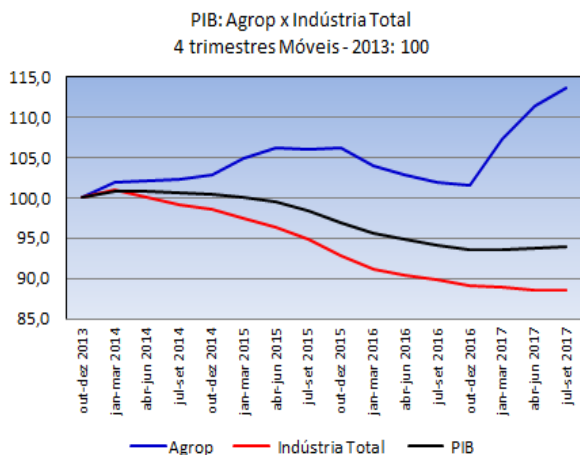


## Arrecadação e PIB

Alguns gráficos retratam o perfil da grande retração recente.

O perfil da recuperação alavancará receitas tributárias, da mesma forma como o perfil da recessão atrás aprofundou sua queda. Nos três últimos anos encerrados em jun.17, coincidente com a pior fase da arrecadação, a agropecuária cresceu 9,2% e a exportação, 8,2% (pagam pouco), enquanto a indústria total caiu 11,5% e as importações, 22,6% (pagam muito). Nos serviços, caindo 5,5%, o comércio e o transporte tombaram, respectivamente, 13,4% e 10,6%, enquanto Administração, Saúde e Educação Públicas avançou 0,3%. O PIB caiu 6,6%, enquanto a absorção caiu 10,6%. No emprego, que caiu 2,0% total, a carteira assinada despencou 9,6%, enquanto o sem carteira avançou 3,0%. Nos recursos naturais, a queda de cotações derrubou 37% as receitas reais com Cota Parte de Compensações Financeiras.

A retração da economia se mostrou especialmente dura em bases tributáveis fortes. Há outros razões para a arrecadação colapsada, mas o ciclo tirou mais do que transpareceria na hipótese de elasticidades unitárias ao PIB e, por extensão, *o que for do ciclo*, devolverá mais. Reproduzimos alguns gráficos (abaixo) que ilustram estes comportamentos díspares durante a grande retração.

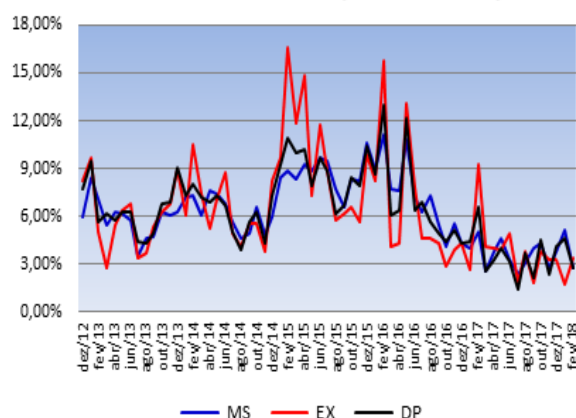


## IPCA-15 sobe 0,38% em fevereiro

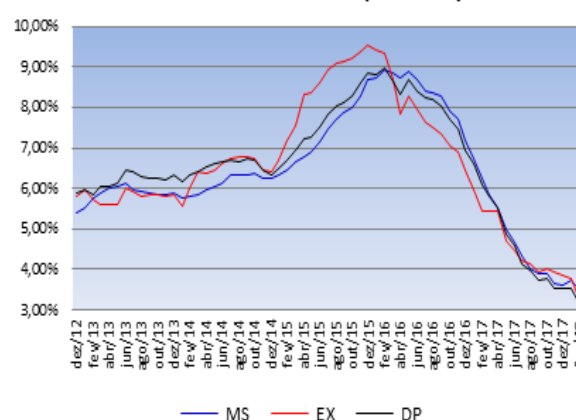
*Os 12 meses acumulam 2,86% (de 3,02% anteriores).*

O IPCA-15 ficou em 0,38% marcando a segunda menor taxa para o mês desde 2000 e cravando a mediana das projeções no mercado. Educação com +4,10% e impactando 0,20 pp explica mais da metade (Transporte explica outros 0,20 pp). Serviços subjacentes passaram de 0,38% em janeiro para 0,25% em fevereiro e de 3,62% para 3,28% em 12 meses. A difusão alcançou 51,4% em fevereiro, de 62,0% em janeiro. A média dos núcleos caiu no mês para 3,00% anualizados, alcançando 3,36% nos 12 meses (de 3,68% até janeiro). Uma prévia esperada e com boa abertura.

IPCA-15 e Núcleos (mês anualizado)



IPCA-15 e Núcleos (12 meses)



O grupo Alimentação e Bebidas desacelerou para 0,13% em fevereiro, de 0,76% em janeiro. Vale aqui mencionar o IPC-S da FGV, cuja passagem da segunda (0,46%) para a terceira quadrissemana (0,26%) acusou a inversão de 0,47% para -0,07% na Alimentação (FGV: "Alimentação derreteu. O restante dos grupos veio dentro do esperado").

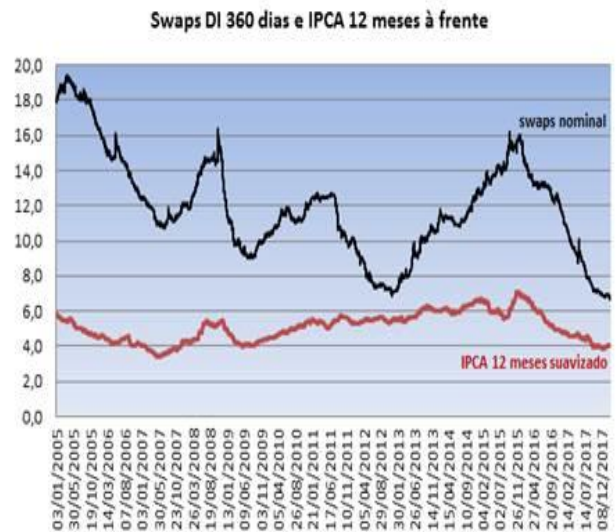
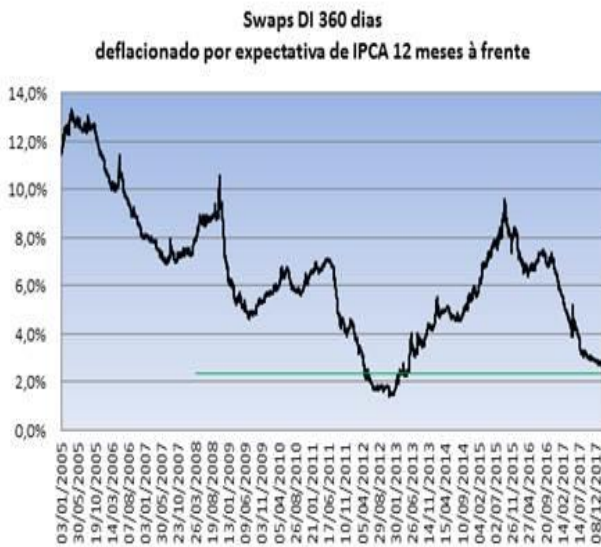
## Demanda, inflação e juros em 2018

*No FOCUS, a expectativa mais elevada para o IPCA deste ano caiu para 4,41%.*

Até o trimestre passado, certamente até a última leva de arrastos, havia ceticismo com o crescimento à frente, apontando incertezas e ociosidades afetando investimentos, volatilidades eleitorais, reajuste pífio do salário mínimo e não repetição da desaceleração inflacionária que alavancou salários reais no passado. Não haveria, ademais, contribuição do FGTS, o emprego demoraria a reagir, estados continuariam quebrados (o espaço para expansionismo fiscal em 2018 vem, paradoxalmente, do aperto inesperado em 2017, que não parece ter afetado seu crescimento). O denominador destas argumentações era demanda insuficiente. Isto era estranho: com juros astronômicos, limitações ao crescimento deviam ser procuradas na oferta, mais especificamente na inflação, suas expectativas, incertezas e riscos. Dobrada esta, e liberada a política monetária, uma demanda fraca -com nossos altos juros- era o bom problema, quase uma solução.

Em nota de outubro, falando sobre a baixa correção do salário mínimo e as (supostamente limitadas) perspectivas decorrentes para este ano (“Demanda, Renda e o Salário Mínimo em 2018”) escrevemos que “estas considerações deveriam afetar mais discussões sobre os juros que sobre o crescimento no horizonte relevante da política monetária. Incertezas e riscos necessariamente pautam as decisões do Copom, tendo sempre que equilibrar-se entre riscos contrapostos e expectativas do mercado, de olho nas trajetórias de médio e longo prazo da inflação. Dito isso, por que não repetir o óbvio? Se a demanda fraca, vencida a inflação e com nossos juros, é o bom problema, a demanda fraca, vinda do fiscal e de indexadores chave da economia, no caso do mínimo, é o melhor problema.”

Em tempo: no FOCUS divulgado esta semana a expectativa *máxima* para o IPCA deste ano caiu para 4,41% (de 4,60% até o levantamento anterior). Não há quem informe, entre cem analistas levantados, uma projeção de inflação para este ano que alcance a meta. A inflação, expectativas e projeções, nos dão os gráficos abaixo.



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

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

**OUVIDORIA - 0800 722 2281**