

Copom corta 0,25% e avisa mais uma em maio

O novo corte seria para mitigar o risco de postergação da convergência da inflação às metas (a não ser mostrar-se desnecessário). Interromperiam depois, salvo mudanças adicionais relevantes, para avaliar próximos passos.

DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA**Economista chefe**

Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

IPCA-15 sobe 0,10% em março

Abertura e índice como esperados (bons).

CAGED teria registrado +61.188 mil empregos líquidos em fevereiro

Mercado esperava de +90 mil a +170 mil.

Atividade neste começo do ano

2017 fraco acabou forte, 2018 forte começou fraco?

PIB: IBC-Br cede 0,56% em janeiro

Janeiro deixa arrasto de 1,41% para 2018.

Crise fiscal e o teto mudaram o multiplicador

Isso é bom.

Governo bloqueia R\$ 2 bilhões adicionais

O novo bloqueio não deve induzir a imaginar corte de gastos, que aumentaram, ou queda de receitas, que subiram.

Copom corta 0,25% e sinaliza mais uma em maio

Para mitigar o risco de postergação da convergência da inflação às metas (a não ser mostrar-se desnecessário). Interromperia depois, salvo mudanças adicionais relevantes, para avaliar próximos passos.

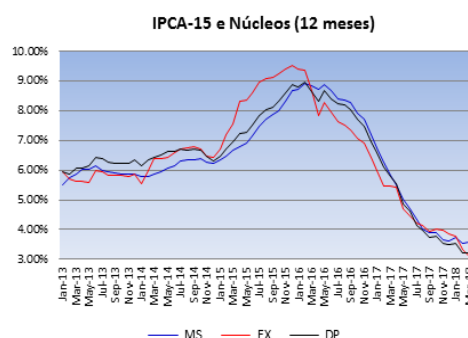
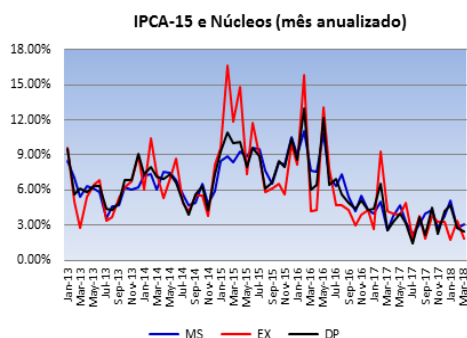
O Copom baixou suas projeções de IPCA de 4,2% para 3,8% em 2019 e de 4,2% para 4,1% em 2019. Esse cenário supõe juros encerrando 2018 em 6,50% (antes 6,75%) e 2019 em 8,00% (iguais). Diz que a inflação evoluiu de forma mais benigna que o esperado (antes evoluiu “em boa medida conforme o esperado”).

A Selic caiu a novo mínimo histórico de 6,50%. Para a próxima reunião, *em sinalização inesperada*, o comunicado avisa ver, neste momento, como mais adequada, uma flexibilização monetária moderada adicional, julgando que “este estímulo adicional mitiga o risco de postergação da convergência da inflação rumo às metas”. Essa visão, alerta, pode se alterar e levar à interrupção do processo de flexibilização monetária, no caso dessa mitigação se mostrar desnecessária. O Comitê aqui reafirma, em nossa opinião, estar efetivamente alvejando a meta de 4,25% em 2019 (e não menos). Para as seguintes reuniões, salvo mudanças adicionais relevantes no cenário básico e no balanço de riscos para a inflação, vê como adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária, visando avaliar os próximos passos, tendo em vista o horizonte relevante naquele momento.

Em suma: mais um corte em maio, a não ser que se mostre desnecessário, para interromper depois, salvo mudanças relevantes, para pensar os próximos passos. Um passo por vez, em comunicado pra lá de explícito.

IPCA-15 sobe 0,10% em março. Abertura e índice como esperados (bons).

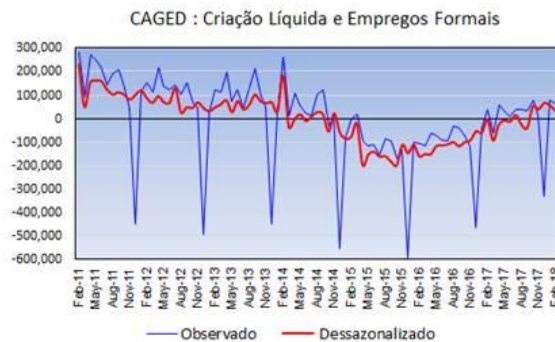
O IPCA-15 de março ficou em 0,10%, cravando mediana das projeções e levando os 12 meses para 2,80%. Uma deflação de 15,3% em tarifas aéreas respondeu pelo maior impacto negativo de 0,6 p.p no índice. Alimentos e Bebidas deflacionaram 0,07% com impacto de -0,02 p.p. (alimentação no domicílio caiu 0,29%). Serviços, ajudada pela deflação nas passagens aéreas, subiram apenas 0,08% (0,71% em fevereiro), enquanto seus subjacentes subiram 0,31% (0,25% em fevereiro). Os subjacentes em 12 meses cederam de 3,5% em fevereiro para 3,4% até março. A média anualizada dos núcleos caiu de 3,0% em fevereiro para 2,4% em março, cedendo também nos 12 meses de 3,36% até fevereiro para 3,31% até março. A difusão dos aumentos, por fim, alcançou 55,2% em março, de 51,4% em fevereiro.



O GLOBO: CAGED teria registrado 61.188 mil empregos líquidos em fevereiro

Mercado esperava de 90 mil a 170 mil.

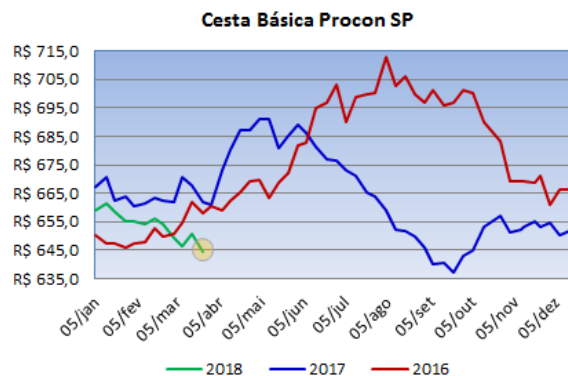
Fevereiro teria criado 61.188 empregos formais líquidos em fevereiro, com a volta da sazonalidade positiva desta época do ano. O número, *mais uma vez antecipado na média*, estaria abaixo das projeções no mercado de 90 mil a 170 mil vagas com mediana de 135 mil vagas (AE Broadcast). Nossa série ajustada por sazonalidade mostra uma criação líquida de 31,1 mil ou 375 mil anualizados, no mais baixo patamar dos últimos cinco meses (gráfico).



FGV: Confianças do Consumidor e da Indústria (prévia) continuaram avançando em março (gráficos abaixo).



Comida! A cesta básica PROCON/SP retomou queda esta semana (linha verde no gráfico abaixo), distanciando mais seu custo este ano comparativamente a 2017 (linha azul) e 2016 (linha vermelha).



Atividade neste começo do ano

2017 fraco acabou forte, 2018 forte começou fraco?

O ano passado foi fraco, mas seus últimos meses deixaram altos arrastos para este ano: +4,4% na Indústria, +2,1% no Comércio Ampliado e +2,3% no IBC-Br. Parecia até que alguns crescimentos de 2018 teriam ocorrido antes de começar o ano. Mesmo a lanterninha Serviços apontava +1,3%. O troco veio em janeiro: reverteu o sinal (em amarelo no gráfico abaixo), revisou as séries e tirou pedaço dos arrastos na Indústria (+2,0%), no IBC-Br (+1,4%) e em Serviços (-0,6%). A exceção foi o Comércio Ampliado, razoavelmente poupado com um novo arrasto de 2,3% (o restrito ficou muito sujeito ao ruído do Black Friday).



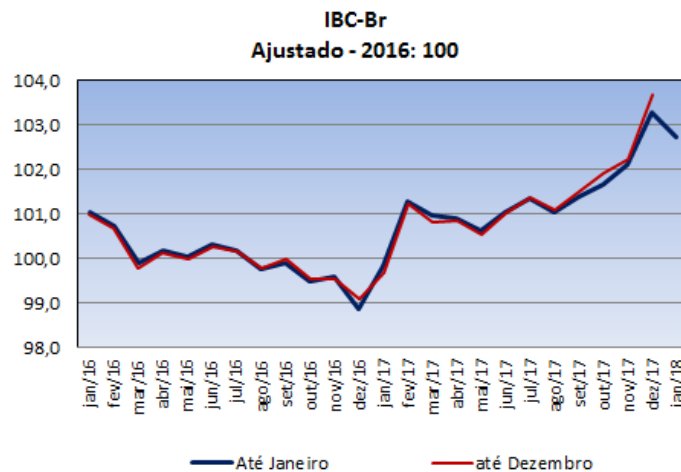
Aqueles primeiros arrastos industriais e no IBC-Br eram sabidamente exagerados, resultado de um dezembro excepcional que janeiro certamente amenizaria. É difícil dizer se devolveu “demais” (em relação às expectativas, sim). Leituras de carregamentos dão grande peso ao comportamento ajustado na margem, que pode oscilar bastante (i.e. damos muito valor à última observação). O fato é que estas séries vêm se mostrando muito voláteis, sendo que muitas passarão por revisões nos modelos de ajuste sazonal do IBGE. Num cenário com estas incertezas, sucessão de surpresas desinflacionárias e hiato histórico, a política monetária, condicionada a 2019, avançou o corte da Selic a novos mínimos históricos, acenando um ciclo ainda em aberto.

Nós acreditamos crescer 3,0% este ano e haver o espaço para uma prolongada recuperação cíclica com juros mais baixos. A inflação abriu essa porta. Se faltar demanda, com a inflação ancorada, então, sobrou juros, lá trás ou agora (*o bom problema*). De novo, foi a cautela da política monetária, junto a uma agenda que devolveu mínimo cenário fiscal, que afiançou esse espaço para a recuperação cíclica (uma recessão pode muito facilmente ser desperdiçada). Quanto menores descobrirmos precisar ser os juros para puxar uma economia com restrições de gastos por todos os lados, melhor. O componente cíclico do ajuste agradecerá.

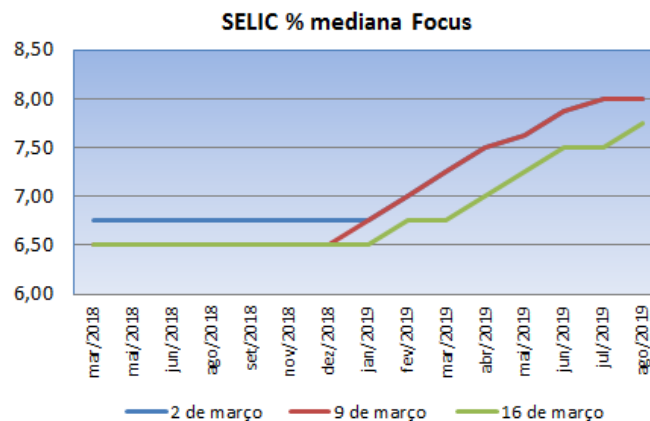
PIB: IBC-Br cede 0,56% em janeiro

Janeiro deixa arrasto de 1,41% para 2018.

O IBC-BR cedeu 0,56% em janeiro sobre um dezembro rebaixado em 0,35% (gráfico). Mercado esperava -0,8%. O arrasto do 1º trimestre, que era 1,04% na divulgação de dezembro, ficou reduzido a 0,35% nesta divulgação. O arrasto para o ano de 2018 preserva importante 1,41%, embora haja que reconhecer a enorme volatilidade destas leituras tão dependentes da margem, como alertado por ocasião do impressionante dezembro (sabia-se que janeiro devolveria parte). Nos últimos seis meses, o arrasto para 2018 até a divulgação de agosto era 0,2%, até a divulgação de setembro, 0,5%; até outubro, 0,6%; até novembro, 1,1%; até a divulgação de dezembro, 2,3% e até esta divulgação de janeiro, 1,4%.



FOCUS: na semana do Copom, a mediana do IPCA caiu de 3,67% para 3,63% em 2018 enquanto permaneceu estável em 2,20% em 2019 (sua média, contudo, continuou cedendo de 4,16% para 4,15%). Por ocasião do comitê de fevereiro, os analistas projetavam 3,94% e 4,25%, respetivamente, enquanto os modelos monetários (até o comitê de fevereiro) cravavam 4,2% para os dois anos. A SELIC do Focus permaneceu em 6,50% no fim de 2018 e em 8,00% no fim de 2019, mas sua trajetória mensal (gráfico abaixo) reviu novamente para baixo ao longo de 2019, puxando sua média de 7,75% para 7,68%. O PIB, por fim, rebaixou de 2,87% para 2,83% em 2018, mantendo 3,00% em 2019.



Crise fiscal e o teto mudaram o multiplicador

Isso é bom.

Nos idos tempos da bonança, o gasto público seguia basicamente sua receita. Isto decorria da: 1) meta de primário (onde a Governo Federal gastava o sobranço após a meta); 2) dívidas renegociadas de estados e grandes municípios (comprometendo % dos ingressos para amortizar dívida); e 3) ausência de crédito (e, conseqüentemente, dívidas) na maioria dos municípios médios e menores (não podiam gastar mais, nem precisavam gastar menos). Resultava algo próximo ao multiplicador de orçamento equilibrado. O multiplicador (K) era função da Propensão Marginal a Consumir (PMgC).

$$K = 1 / (1 - PMgC)$$

$$Y = K (I + C + G)$$

onde Y é demanda agregada e I, C e G são, respetivamente, investimentos, consumos e gastos públicos autônomos (seus componentes endógenos estão no multiplicador).

O vetor fiscal desse multiplicador “do orçamento equilibrado”, contrariando a aparência do nome, era quiçá seu componente mais expansionista. Gastos autônomos geravam novas rendas às famílias (que gastavam muito) e ao Setor Público (que gastava tudo). Com carga tributária ocupando 1/3 do PIB e elasticidade superior a um, essa última realimentação de rendas e gastos via setor público podia ser muito intensa. Nosso elevado multiplicador dos gastos não obedecia apenas à baixa propensão privada a poupar.

A crise fiscal mudou esse multiplicador. O teto federal e a penúria dos estados limitam drasticamente as despesas em qualquer cenário de retomada das receitas. Neste novo cenário, o G (exógeno e endógeno) está impedido de aumentar e o multiplicador dos demais gastos é muito mais baixo: $K = 1 / [(1 - PMgC)(1 - t)]$. Na nova fórmula do multiplicador, não é apenas a poupança das famílias (1-PMgC) que vaza, senão também a receita pública (1-t). Simulações dão plena conta da sensibilidade aos parâmetros. Não significa que não venha ocorrer essa demanda, *apenas que, privada, precisará vir por outros canais: confiança, juros etc.*

FISCAL: Governo bloqueia R\$ 2 bilhões adicionais

O novo bloqueio não deve induzir a imaginar corte de gastos, que aumentaram, ou queda de receitas, que subiram.

O Governo anunciou bloqueio de mais R\$ 2 bilhões da LOA (de R\$ 16,2 bilhões para R\$ 18,2 bilhões). A medida mirou, principalmente, a frustração com a reoneração da folha, que devia providenciar R\$ 7,5 bilhões mais receitas e R\$ 1,4 bilhão menos despesas. Por defasagem entre desonerações e sua compensação ao RGPS, a revisão recaiu mais nas receitas e no déficit do RGPS (que subiu de R\$ 189,1 bilhão para R\$ 196,6 bilhões) que nas despesas e teto do TN. Foram também reduzidos dividendos (-R\$ 1,7 bilhão) e royalties (-R\$ 2,0 bilhões).

Em sentido contrário, a receita administrada (exceto RGPS) ganhou R\$ 13,1 bilhões avançando agora 7,2% ante 2017 e superando a própria LOA. Essa melhora reflete *apenas* a arrecadação conhecida do 1º bimestre, uma vez que a revisão dos parâmetros todos apontaria piora: PIB real passou de 3,0% para 2,97%, PIB nominal caiu 1,6%, Selic média passou de 6,75% para 6,50%, o câmbio passou de R\$ 3,30 para R\$ 3,27 e a massa salarial nominal passou e +6,32% para +5,88%.

O maior déficit do RGPS em 2018 contempla avanço de 6,31% nas despesas e de 5,59% nas receitas. Enquanto o primeiro nos parece forte, considerando a baixa correção nominal no valor dos benefícios (1,81% para piso e 2,07% acima) afóra alguma desaceleração (mais incerta) no estoque de benefícios, o segundo nos parece fraco, com a arrecadação (5,59%) perdendo da massa salarial (5,88%) que, por sua vez, perde do PIB nominal (7,17%).

Seja como for, o novo bloqueio orçamentário não deve induzir a imaginar corte de gastos, que aumentaram, ou queda de receitas, que subiram. Como exposto pelo Planejamento (slide abaixo), as despesas mandatórias aumentaram R\$ 2,7 bilhões, as despesas discricionárias ficaram iguais, as receitas totais avançaram R\$ 2,3 bilhões, as transferências a EE&MM avançaram R\$ 2,2 bilhões e as receitas líquidas ficaram praticamente estáveis (+R\$ 59,9 milhões). Uma sobra em relação à meta de R\$ 4,1 bilhões foi reduzida em R\$ 2,6 bilhões para R\$ 1,6 bilhão.

Resultado da Avaliação

Discriminação	R\$ milhões		
	Avaliação Fevereiro (b)	Avaliação 1º Bimestre (b)	Diferença (c) = (b) - (a)
1. Receita Primária Total	1.460.655,3	1.462.931,4	2.276,1
Receita Administrada pela RFB/MF, exceto RGPS e líquida de incenti	880.924,3	894.037,4	13.113,1
Receitas Previdenciárias	403.283,8	395.735,8	-7.548,0
Demais Receitas	176.447,2	173.158,3	-3.288,9
2. Transferências aos Entes Subnacionais por Repartição de Receita	243.862,7	246.078,9	2.216,2
3. Receita Líquida de Transferências (1) - (2)	1.216.792,6	1.216.852,5	59,9
4. Despesas Primárias	1.371.597,6	1.374.295,9	2.698,2
Obrigatória	1.242.683,0	1.245.381,2	2.698,2
Discricionárias	128.914,7	128.914,7	0,0
5. Resultado Primário do Governo Central (3) - (4)	(154.805,1)	(157.443,4)	(2.638,3)
6. Meta Fiscal	(159.000,0)	(159.000,0)	0,0
7. Sobra em relação à meta [(6) - (5)]	(4.194,9)	(1.556,6)	2.638,3

Fonte/Elaboração: SDF/MP.

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

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

OUVIDORIA - 0800 722 2281