

**INDÚSTRIA: PIM/IBGE sobe 0,2% em dezembro**

*O ano passado encerrou com alta de 1,1%, deixando um arrasto de -0,3% para este ano.*

**PNAD: Desocupação fica estável em 11,6% no trimestre até dezembro (subiu no dessazonalizado)**

*Subutilização e informalidade continuaram avançando no último ano.*

**TN faz déficit de R\$ 31,8 bilhões em dezembro**

*Governo Central tem déficit acima da linha de R\$ 120,3 bilhões em 2018.*

**NFSP: Déficit Público Consolidado é R\$ 108,3 bilhões em 2018**

*O "excesso de cumprimento da meta" alcançou R\$ 53 bilhões.*

**Teto de Gastos em 2019**

*E o "excesso de cumprimento" do teto em 2018.*

**SRF: Arrecadação avançou 4,74% reais em 2018**

*Receitas administradas cresceram 3,41% reais no ano passado (com ou sem extraordinários).*

**Crédito cresceu 5,5% nominal em 2018**

*Puxado por crédito livre da banca privada.*

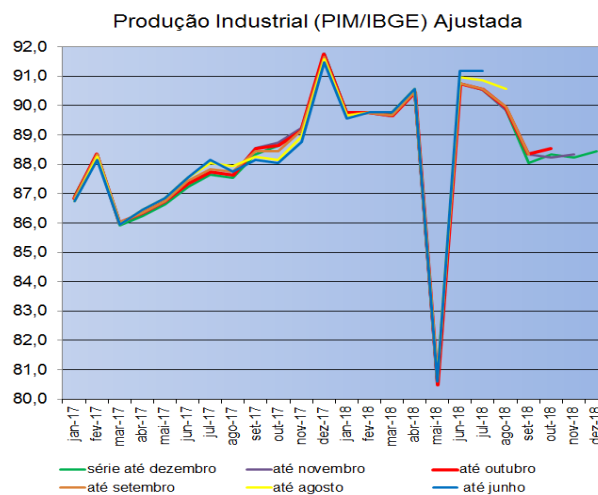
**DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA****Economista chefe**

Fernando Montero  
fmontero@tullettprebon.com.br

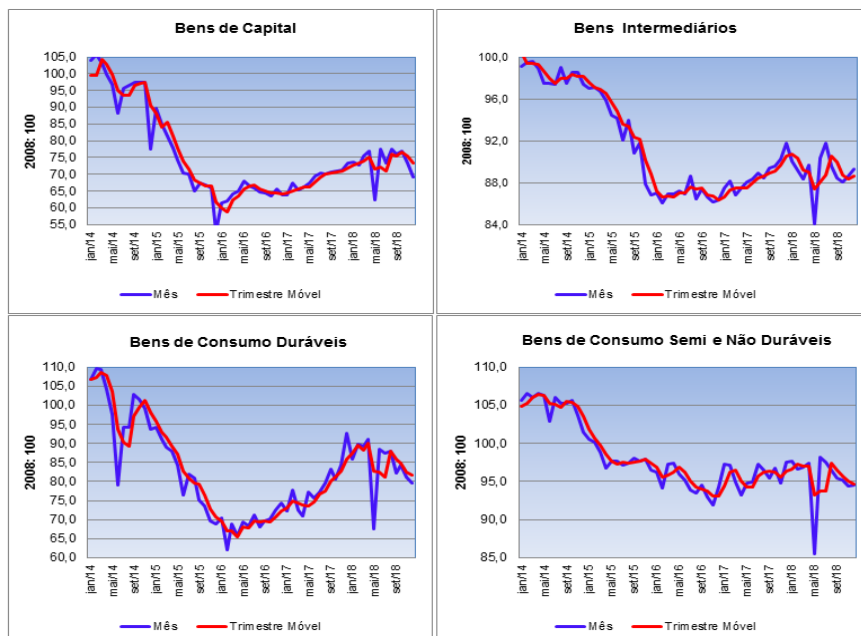
## INDÚSTRIA: PIM/IBGE sobe 0,2% em dezembro

*O ano passado encerrou com alta de 1,1%, deixando um arrasto de -0,3% para este ano.*

A produção industrial avançou 0,2% em dezembro, superando mediana nas expectativas do mercado de -0,1%. A alta foi sobre um novembro levemente rebaixado 0,1% (gráfico abaixo). Interessará notar que o 4º trimestre do ano passado, já superados os efeitos da greve dos caminhoneiros, ficou apenas 1,2% acima do 2º trimestre, que pegou em cheio seus impactos. O ano de 2018 encerrou com alta de 1,1%, deixando arrasto estatístico de -0,3% para 2019. O comparativo usual: a produção perde 16,5% do seu pico em maio de 2011 (precisaria subir 19,7% para retomar esse patamar).



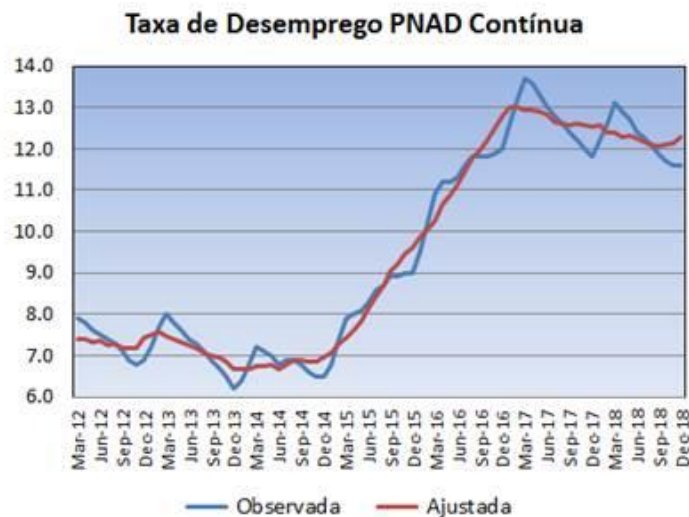
Os cíclicos bens de capital (-5,7%) e consumo duráveis (-2,1%) continuaram caindo em dezembro, enquanto intermediários (+0,7%) avançou e consumo semi e não duráveis ficou estável (+0,2%). Gráficos abaixo.



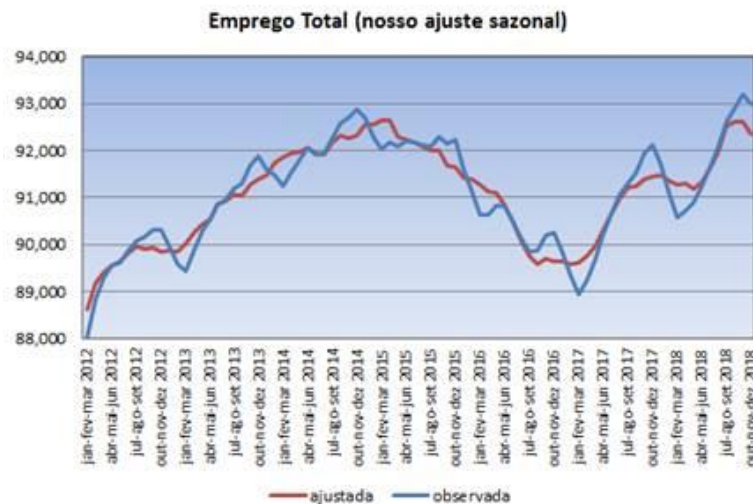
**PNAD: Desocupação fica estável em 11,6% no trimestre até dezembro (subiu no dessazonalizado)**

*Subutilização e informalidade continuaram avançando no último ano. Praticamente uma em quatro pessoas no mercado de trabalho está desempregada, subempregada ou desalentada. O emprego formal voltou a cair, após algumas efêmeras taxas positivas em meados do ano. O consumo das famílias, as produtividades da economia e as receitas da Previdência refletem este quadro (que, no entanto, deve melhorar à frente).*

A taxa de desocupação ficou estável em 11,6% no trimestre encerrado em dezembro, acusando uma elevação de 12,15% até novembro para 12,29% até dezembro (gráfico abaixo). A taxa observada ficou 0,2 ponto percentual abaixo de um ano atrás (11,8%), com altas de 1,0% na ocupação e de 0,7% na força de trabalho.

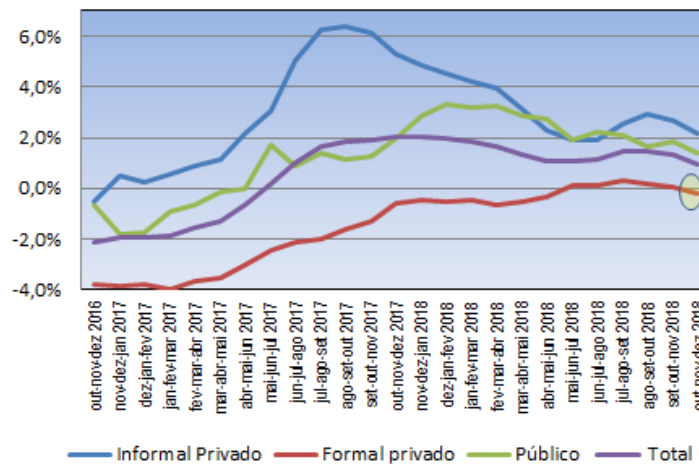


A ocupação ajustada por nós cedeu 0,3% na margem. A queda, entretanto, ocorre após acumular alta de 1,5% nos seis meses anteriores (gráfico abaixo). Os rendimentos médios reais ganham 0,6% no comparativo anual, com aumento de 1,7% na massa real.



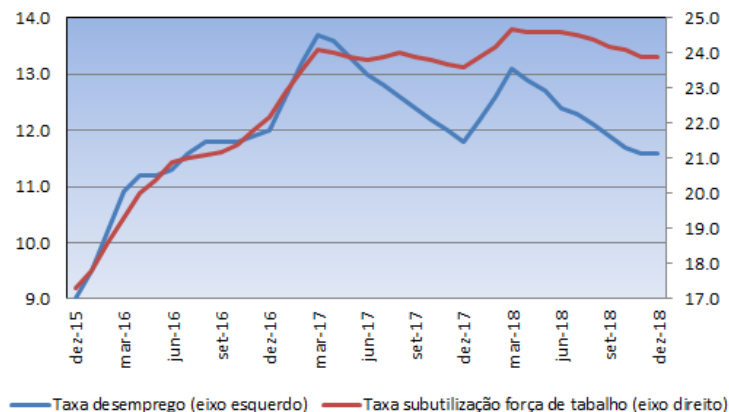
A ocupação interanual, em desaceleração, continua avançando apenas em contratação pública e informalidade, com a reversão das modestas altas recentes na ocupação formal para taxas novamente negativas (circundado em amarelo no gráfico abaixo). Dos 894 mil novas ocupações totais em 12 meses (+1,0%), a informalidade responde por 812 mil (+2,2%) e o emprego público, por 162 mil (1,4%). Por informalidade entendemos empregadores e conta própria sem CNPJ, trabalhadores familiares, domésticos sem carteira e privados sem carteira. A formalidade caiu 0,2% ou -80 mil vagas (trabalhadores e domésticos privados com carteira mais empregadores e conta própria com CNPJ). Nesta nossa agregação, o trabalhador com carteira cai 1,0% ou -324 mil vagas.

**Perfil da Ocupação: Var. % Interanual**



Na contramão da taxa de desemprego menor no comparativo anual, a taxa de subutilização da força de trabalho, alcançando 23,9% no trimestre encerrado em dezembro, continuou acima dos 23,6% de um ano atrás (gráfico). Esta população subutilizada alcançou 26,976 milhões de pessoas no último trimestre, subindo 2,1% ou 560 mil pessoas em 12 meses. Praticamente uma em quatro pessoas no mercado de trabalho está desempregada, subempregada ou desalentada. O consumo das famílias, as produtividades da economia e as receitas da previdência refletem isso. A maior confiança e, chave, sustentabilidade da retomada, real e percebida, deve contribuir a mudar esse curso.

**Desemprego VS Subutilização**  
taxa observada trimestre móvel encerrado no mês t



## TN faz déficit de R\$ 31,8 bilhões em dezembro

*Governo Central tem déficit “acima da linha” de R\$ 120,3 bilhões em 2018.*

**O Governo Central fez déficit “acima da linha” de R\$ 120,258 bilhões em 2018**, com alta de 2% real nas despesas e de 3,6% real nas receitas líquidas. Pressionando rombo maior, o famoso “empoçamento” de discricionárias alcançou mais comédidos R\$ 7,7 bilhões contra R\$ 12,2 bilhões até novembro e valores inicialmente ventilados de R\$ 15 bilhões (Fazenda tinha pouca previsibilidade e nenhum controle deste valor). Em contrapartida, a favor, as receitas líquidas seguiram superando as projeções assim como as despesas obrigatórias ficaram bem menores às programadas alguns meses atrás (Créditos Extraordinários: -R\$ 6,4 bilhões; Benefícios Previdenciários: -R\$ 5,1 bilhões, Subsídios e Subvenções: -R\$ 3,9 bilhões; Pessoal: -R\$ 1,9 bilhão; e Abono e Seguro Desemprego: -R\$ 2,5 bilhões). **Falava-se em excesso da meta federal “acima da linha” de R\$ 159 bilhões em R\$ 20 bilhões a R\$ 30 bilhões; ficou em R\$ 38,7 bilhões.**

**O mês de dezembro fez um déficit de R\$ 31,784 bilhões, maior aos R\$ 21,2 bilhões registrados em dez.17.** Esperava-se uma piora maior (mediana no mercado apontava -R\$ 35 bilhões). O excelente sumário do TN lembra que dezembro de 2017 teve bônus de assinatura referente às novas concessões de petróleo e ao aditivo contratual dos aeroportos (Guarulhos, Galeão, Brasília e São Gonçalo do Amarante) com impacto de R\$ 10,0 bilhões e R\$ 4,5 bilhões, respectivamente. Teve, ademais, R\$ 4,5 bilhões dos programas de regularização tributária e parcelamentos da dívida ativa, contra apenas R\$ 2,0 bilhões em dez.18. Ao todo, dezembro passado teve R\$ 16,5 bilhões menos receitas extraordinárias que em dez.17 para uma piora no rombo de R\$ 10,6 bilhões.

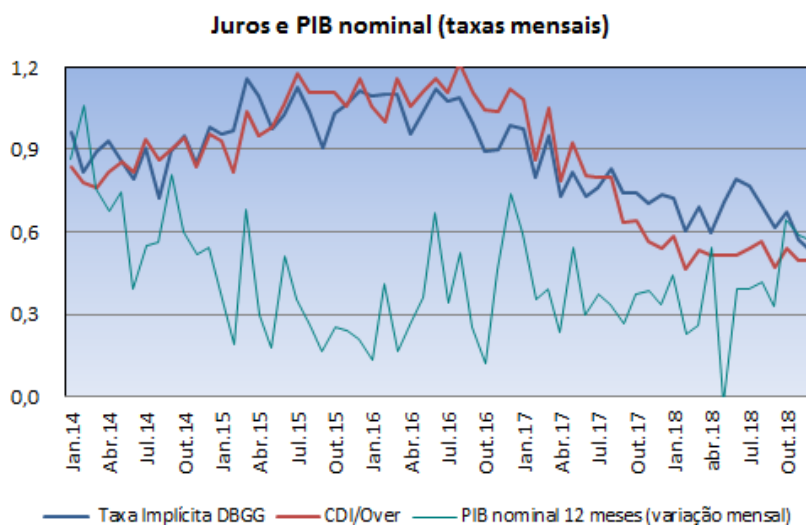
## NFSP: Setor Público Consolidado faz déficit primário de R\$ 108,3 bilhões em 2018

*O “excesso de cumprimento da meta” alcançou R\$ 53 bilhões.*

**O déficit do setor público consolidado foi R\$ 108,3 bilhões em 2018 ante uma meta de R\$ 161,3 bilhões.** Seu déficit nominal foi de 7,09% do PIB, somando déficit primário de 1,57% do PIB e juros de 5,52% do PIB. A dívida bruta encerrou o ano passado em 76,7% do PIB, vindo de 77,3% do PIB em novembro e de 74,1% do PIB no fim de 2017. [A queda na DBGG em dezembro é sazonal, relacionado com o maior circulante em fim do ano: a DBGG não inclui passivos do BC e.g. base monetária, mas sim operações compromissadas. A virada do ano traz aumento do circulante, a base sobe (passivo do BC) e operações compromissadas caem (passivo do GG). A DLSP sim inclui o BC e não é afetada.]

**A Selic menor ajudou a reduzir a taxa implícita sobre a dívida bruta.** A inflação baixa continuou ajudando, embora tenha subido no comparativo com 2017. Já os Swaps oneraram a conta financeira em R\$ 15,1 bilhões pela desvalorização de 17,1% em 2018, que também respondeu por uma alta de 0.7 pontos percentuais na DBGG/PIB (o câmbio de janeiro devolverá parte destes movimentos).

O gráfico abaixo reflete a taxa mensal, sujeita às oscilações da inflação e do câmbio ao longo do ano passado. Dito isso, a taxa implícita sobre a dívida bruta começa a mostrar convergência com a variação mensal do PIB nominal em 12 meses, após quase um quinquênio a qualquer dinâmica de dívidas (de novo: o problema é o primário, *mas essa dinâmica é amplificador grande*).



## FISCAL - Algumas implicações para 2019

*Há ganhos que tendem a comunicar-se ao ano seguinte.*

**Implicações para 2019 de um 2018 melhor: há ganhos que tendem a comunicar-se ao ano seguinte.** Mais arrecadação recorrente de 2018 sobe a base da projeção deste ano, afora atestar sua efetiva elasticidade à atividade (*ainda mais uma atividade decepcionante*). Algo parecido ocorre com a revisão para baixo em despesas mandatórias, que comporta base menor às projeções da LOA 2019. O ganho das discrepâncias “abaixo da linha”, ademais, tende a continuar (não considerado no PLOA que foca o “acima da linha”). A melhora na projeção de EE&MM, por fim, atribuído ao gradativo fim do período de carência na renegociação das dívidas com a União, tende a ter seu efeito majorado nos 12 meses de 2019. São melhoras que sugerem continuidade, em contraste a um primário feito sobre extraordinárias e represamento de gastos onde um resultado melhor um ano piora do seguinte.

**De imediato, um retrato (algo) menos draconiano deste ano.** A LOA de 2019 comportava alta em despesas de 3,9% nominal quando comparada à última programação de 2018. O valor executado do gasto do ano passado, contudo, veio R\$ 32,8 bilhões abaixo do programado *em novembro*. O comparativo da LOA com a despesa efetivamente executada mostra agora uma alta de 6,4% ante 2018. Não que isto folgue uma LOA de 2019 pra lá de complicada (porque muito do que ajudou no ano passado, entre os quais uma baixíssima correção do mínimo, não se repete este ano). Mas fazer um primário consolidado R\$ 65 bilhões abaixo da meta melhora algo as coisas sim.

## Déficit do RGPS em 2019 será menor ao orçado

### A contribuição de 2018...

Os números do RGPS exemplifica a contribuição para 2019 de um 2018 melhor ao esperado. O PLOA foi enviado ao Congresso estimando um déficit previdenciário de R\$ 218,1 bilhões em 2019. Esse rombo projetava expansões nominais de +7,5% na receita e de 7,6% na despesa sobre déficit esperado de R\$ 202,4 bilhões em 2018. Ocorre que o ano passado foi melhor ao esperado, deixando um rombo de R\$ 195,2 bilhões mercê a receitas R\$ 0,7 bilhão maiores e despesas R\$ 6,5 bilhões menores às programadas (a 5ª avaliação bimestral já havia reduzido essa despesa em R\$ 1,5 bilhão). O comparativo do orçamento de 2019 com os valores agora efetivamente executados em 2018 deixa altas de 7,3% nas receitas e de 8,8% nas despesas (ver tabela abaixo). É natural que a base melhor em 2018 tenda a melhorar a projeção em 2019.

Em paralelo, o INPC de 2018 mostrou-se menor aos 4,4% inicialmente estimados no orçamento. Com isso, os benefícios tiveram uma correção 0,8 pp menor (4,61% no piso e 3,43% acima). A base de 2018 e o delta de 2019 ficaram, portanto, ambos menores aos inicialmente contemplados. Os dois podem significar uma despesa previdenciária R\$ 12 bilhões menor à orçada (não inclui LOAS e FAT). Sem relação aos resultados do ano passado, a recente MP “antifraudes” prometendo cortar R\$ 9,8 bilhões (seu histórico sugere mais) também apontaria saldo melhor.

	2018		2019 PLOA (c)	R\$ Bilhões 2019/2018	
	Avaliação 4o bimestre (a)	Executado (b)		(c)/(a)	(c)/(b)
	Contribuições	390,5		391,2	419,8
Benefícios	592,9	586,4	637,9	7,6%	8,8%
Saldo RGPS	-202,4	-195,2	-218,1		

A receita ligeiramente acima do programado em 2018 também pode aportar seus trocadinhos em 2019, embora aqui nosso próprio desvio ante o que acreditávamos um ano atrás foi maiúsculo [ver Semanal 14/12/18: **“Erramos. Imaginamos déficit da Previdência estável este ano.** O PLOA de 2018 projetava rombo de R\$ 204,4 bilhões ante um 2017 programado em R\$ 185,8 bilhões. **Achávamos que 2017 seria menor (foi) e que 2018 ficaria igual (não ficou).** Nossa previsão de estabilidade tinha despesas comedidas e receitas previdenciárias acompanhando um bom PIB (+3,0%). **As despesas compareceram (+1,6% reais até outubro), mas as receitas furaram totalmente** sem acompanhar sequer o fraco PIB ou reagir a qualquer promessa da reforma trabalhista (0,0% real até outubro).”]

## Teto de Gastos em 2019

*E o “excesso de cumprimento” do teto em 2018.*

A apresentação do TN informa que a LOA 2019 autoriza elevar R\$ 119 bilhões as despesas sujeitas ao teto em relação ao executado em 2018. “Estes R\$ 119 bilhões se decompõem em uma redução de R\$ 5 bilhões nas despesas discricionárias e um aumento de R\$ 124 bilhões nas despesas obrigatórias, evidenciando a rigidez das despesas do Governo Central.”

Na tabela abaixo, as despesas discricionárias passam de R\$ 124 bilhões executados em 2018 para R\$ 119 bilhões programados na LOA de 2019 (valores correntes). É interessante citar, contudo, que essas mesmas despesas discricionárias somaram R\$ 110 bilhões na execução de 2017. Em termos reais, as despesas discricionárias na LOA 2019 ficariam R\$ 1 bilhão acima da execução de 2017 (inflacionado por IPCA/Focus). Haverá, em adição, despesas mandatórias na LOA projetadas sobre valores superestimados em 2018, afora uma correção menor de benefícios em 2019 pelo menor INPC de 2018 (por outro lado, perdeu-se o adiamento do reajuste no funcionalismo).

### Acompanhamento do Novo Regime Fiscal

*Despesas sujeitas ao limite da EC 95\*\* - R\$ Bilhões – Valores Correntes  
Despesas obrigatórias\* e discricionárias*

Discriminação	Programação 2018	Execução 2018	LOA 2019
I. Desp. sujeita à EC 95	1.346	1.288	1.407
Obrigatórias	1.219	1.164	1.288
Discricionárias	127	124	119
II. Teto	1.348	1.348	1.407
Margem (II - I)	2	60	-



A LOA 2019 autoriza uma elevação de R\$ 119 bilhões nas despesas sujeitas ao teto em relação ao executado em 2018.

Estes R\$ 119 bilhões se decompõem em uma redução de R\$ 5 bilhões nas despesas discricionárias e um aumento de R\$ 124 bilhões nas despesas obrigatórias, evidenciando a rigidez das despesas do Governo Central.



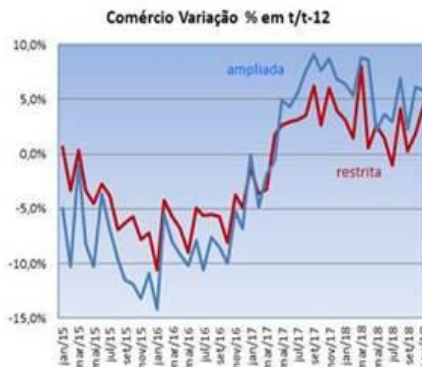
## SRF: Arrecadação avançou 4,74% reais em 2018

*Receitas administradas cresceram 3,41% reais no ano passado (com ou sem extraordinários).*

A arrecadação total subiu 4,74% real em 2018. As receitas administradas cresceram 3,41% reais, taxa acima da expansão esperada no PIB e que fica praticamente inalterada quando removido os fatores não recorrentes e resultantes de mudanças na legislação.

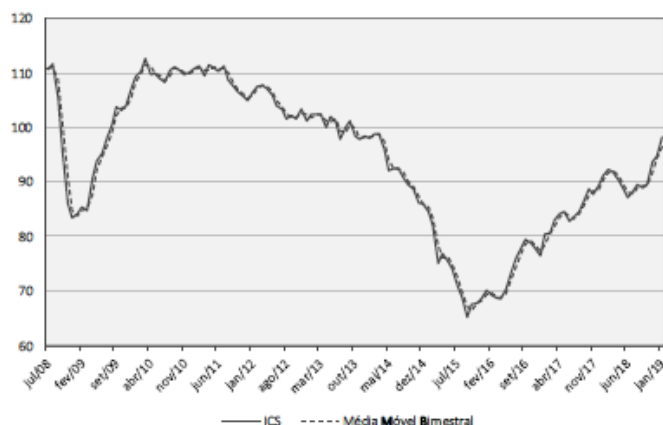


Os últimos meses, ainda que positivos, vem perdendo impulso, o que pode remeter à desaceleração no comparativo interanual de importantes bases tributáveis (gráficos).



**Confiança Serviços FGV continuou escalando 3,6 pontos em janeiro**, impulsionado pelo seu componente de expectativas e alcançando se maior nível desde março de 2014 (gráfico abaixo). Indústria e consumidor também mostram trajetórias de melhora. O que a retomada depender do sentimento parece que virá.

**Índice de Confiança de Serviços**  
(Dados de jul/08 a jan/19, dessazonalizados)



### Crédito cresceu 5,5% nominal em 2018

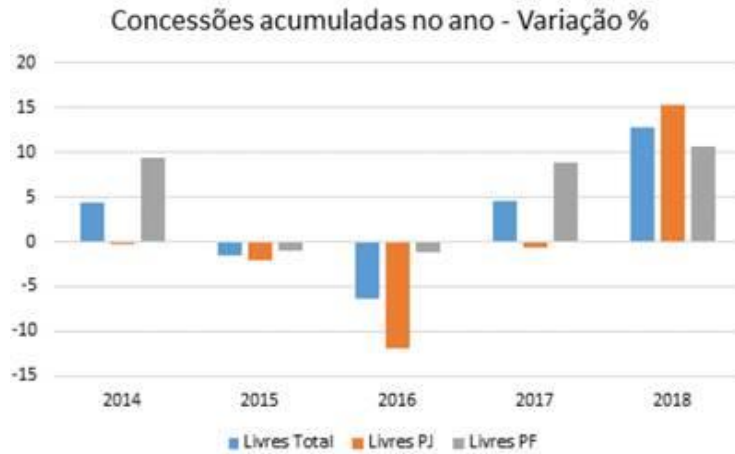
*Puxado por crédito livre da banca privada.*

**Estoques.** O ano passado expandiu o crédito total 5,5% nominais, puxado por bancos privados com 12,4% enquanto bancos públicos contraíram 0,5% nominais (gráfico abaixo do BCB). Esse descompasso recente lhe permitiu à banca privada, que já foi 2/3 do estoque de crédito, avançar sua participação de 46% em fim de 2017 para 49% em fim de 2018. O expansionismo privado comparativamente ao público em 2018 pode ser observado também no crédito livre (+11,2% nominais) versus o direcionado (-0,6% nominais).

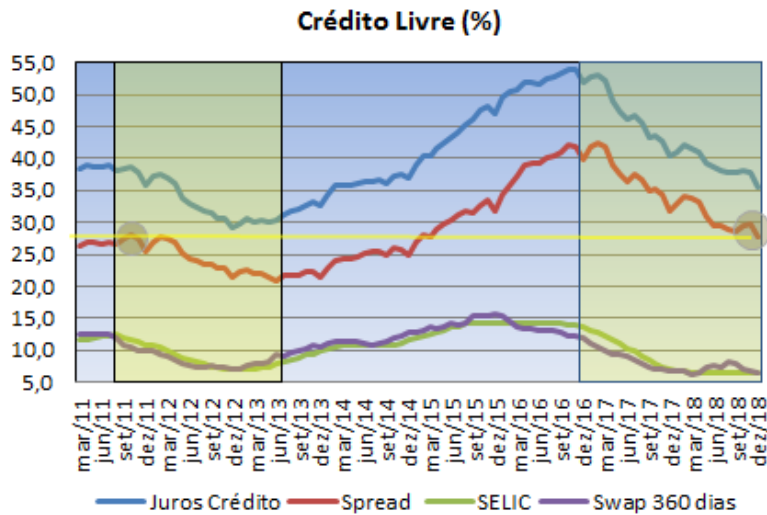
**Saldo de crédito por controle de capital -  
Variação em 12 meses**



**Concessões.** Dentro do crédito livre, houve clara inflexão e posterior aceleração nas concessões à PJ, com alguma aceleração também nas PF (gráfico abaixo do BCB).



**Juros.** O spread no crédito livre caiu de 29,9 pp em novembro para 27,8 pp em dezembro. Com essa forte queda, em parte sazonal (o 13º derruba concessões caras como cartão rotativo e cheque especial), os spreads passam a igualar-se ao patamar de setembro de 2011 (27,4 pp), mês que iniciou o ciclo anterior de cortes nos juros (linha amarela no gráfico abaixo).



**Comparativos.** Atualizamos nosso gráfico acima para destacar o comportamento dos juros e spreads livres durante os dois últimos ciclos de flexibilização monetária. Em setembro de 2011, quando o BC do governo Dilma começou a cortar a Selic, os spreads do crédito livre alcançavam 27,35% e seus juros, 38,33%. Em outubro de 2016, quando o atual BC começou a cortar a Selic, os spreads do crédito livre alcançavam 42,01% e seus juros, 53,88%. Em ambos os ciclos, os spreads caíram muito: 24% no primeiro e mais fortes 34% no segundo. No segundo ciclo, contudo, os spreads começaram de patamar 50% maior que do primeiro. Dai que apenas em dezembro, movido em parte pela sazonalidade, os spreads atingiram o patamar anterior ao ciclo da flexibilização monetária de 2011.

Naquela época de NME, a banca pública empreendia a cruzada por juros mais baixos, cortando suas taxas sobre o crédito livre com intuito explícito de forçar a queda também nos privados. O crédito direcionado, em paralelo, multiplicava subsídios. O primeiro prejudicou os bancos estatais, o segundo o TN, tudo a política monetária. A banca privada concorria com o crédito direcionado de graça e um crédito público bombando. Sua participação caiu de 2/3 do estoque de crédito em 2008 para menos da metade após 2013, chegando a seu mínimo de 43% em 2016.

A reversão desse processo, por outro lado, em paralelo à contenções fiscais, abre espaços à política monetária. É o bom problema, o ganho nos fluxos que *começar a resolver* os estoques comporta. O formidável trabalho de desinflação e ancoragem inflacionária lhe permite às autoridades avaliar, com sua cautela, **serenidade** e perseverança, quão suficiente é o estímulo monetário em cenário de retomada de expectativas e confianças. A chave desse cenário, o andamento das reformas, está ainda por definir-se. Contudo, se esta discussão para o BC é cedo, para o mercado *que aposta nas reformas* chega em boa hora.

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

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

**OUVIDORIA - 0800 722 2281**