

**IPCA sobe 0,32% em janeiro**

*A taxa encostou o piso das projeções, mas sua abertura acusou aceleração acima do esperado em serviços e núcleos nos 12 meses.*

**ANFAVEA: Produção cai 10,0% em janeiro**

*Maiores emplacements domésticos não compensaram o colapso nas exportações e uma queda em estoques na comparação com um ano atrás.*

**COPOM mantem juros em comunicado *hawkish***

*BC reforça não querer essa discussão agora.*

**Três anos do teto de gastos**

*A folga no teto real dos gastos, que vem desde o primeiro elevado reajuste nominal de 7,2% obedecendo ao IPCA de jul.15-jun.16, entra no seu terceiro ano em 2019 (não foi usada nos dois anos anteriores e acreditamos que também não o será este ano).*

**FISCAL: DBGG/PIB deve subir em janeiro**

*A despeito de provável superávit nominal nas contas do setor público consolidado desse mês.*

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

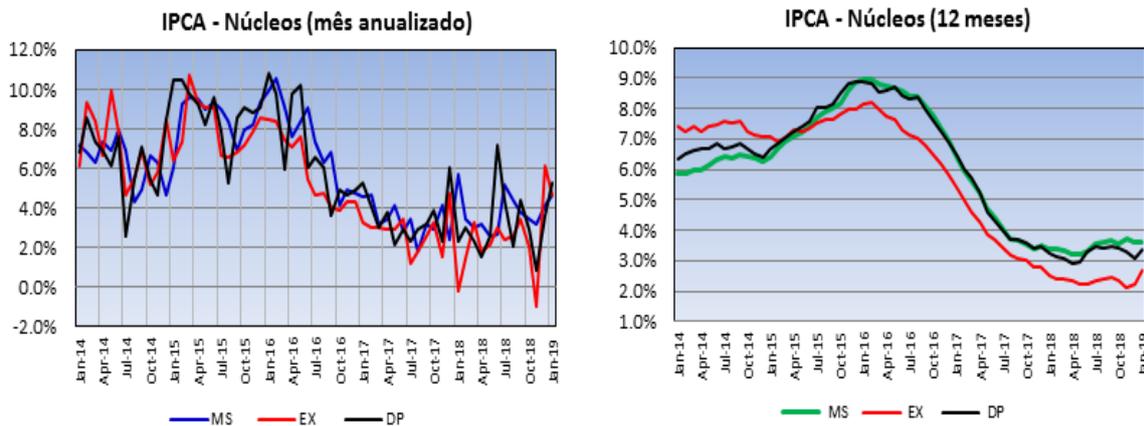
Fernando Montero  
fmontero@tullettprebon.com.br

## IPCA sobe 0,32% em janeiro

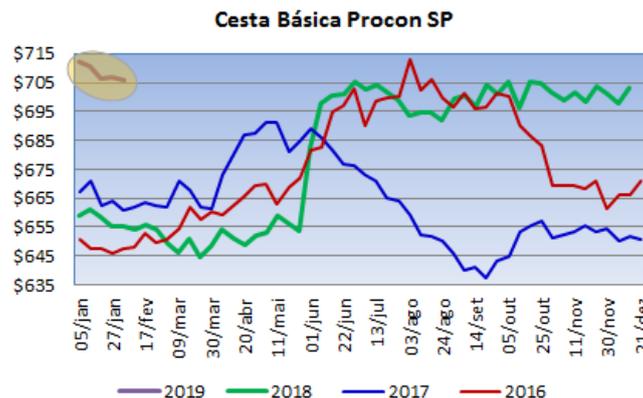
*A taxa encostou o piso das projeções, mas sua abertura acusou aceleração em serviços e núcleos nos 12 meses.*

O IPCA de janeiro subiu 0,32%, abaixo da mediana de 0,37% nas projeções do mercado (0,31% a 0,53%), dos 0,38% no Focus e dos 0,43% no RI de dezembro. Os 12 meses ficaram praticamente estáveis em 3,78%, de 3,75% em 2018. Seus serviços subiram 0,51% em janeiro e 3,71% nos 12 meses, acelerando ante os 3,35% no ano passado e destacando impacto da alimentação fora do domicílio. O movimento também aparece nos subjacentes, com 0,71% em janeiro e 3,64% nos 12 meses ante 3,10% em 2018. Em ambos casos, os serviços de janeiro ficaram acima das projeções no mercado (0,26% a 0,50% nos totais e 0,37% a 0,61% em subjacentes).

A média anualizada dos núcleos desacelerou para 4,45% em janeiro, de 4,82% em dezembro, mas seus 12 meses avançaram para 3,34% até janeiro, de 3,09% em 2018 (gráficos). A difusão avançou levemente para 61,9%, de 61,1% em dezembro, embora tenha caído sem alimentos: 52,1% em janeiro de 62,4% em dezembro.



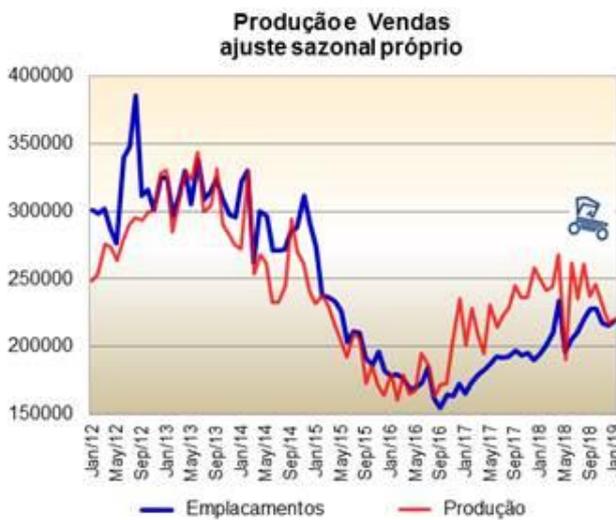
**Comida** - Após dois anos comportados, o emparelhamento na cesta básica se faz sentir (em amarelo no gráfico abaixo). Numa conta que gostamos de acompanhar, a elevação de R\$ 44 no salário mínimo (de R\$ 954 em 2018 para R\$ 998 em 2019) é mais que consumida pela alta de R\$ 50,87 no custo da cesta básica Procon/SP.



## ANFAVEA: Produção cai 10,0% em janeiro

*Maiores emplacements domésticos não compensaram o colapso nas exportações e uma queda em estoques na comparação com um ano atrás.*

*Sinais para todo lado.* A produção de veículos de janeiro avançou modesto 1,6% na margem (nosso ajuste), sem evitar cair 10,0% ante um ano atrás. Os emplacements avançaram igualmente tímido 1,7% na margem, aqui ganhando mais fortes 10,2% ante um ano atrás (1º gráfico abaixo). As voláteis exportações reagiram em janeiro, subindo 12,0% na margem, porém, mantendo sua queda livre de 46,0% ante um ano atrás (2º gráfico abaixo).



*Nos comparativos anuais, a produção caiu 21,9 mil unidades, os emplacements domésticos subiram 18,1 mil unidades e as exportações despencaram 21,4 mil unidades.* Ainda que a alta nos emplacements quase empatasse com a queda nas exportações, um fator adicional que desempenhou contra a produção no comparativo anual foram os estoques, que avançaram 9,6 mil unidades em janeiro de 2018 e caíram 9,5 mil unidades neste janeiro (a variação da variação de estoques soma -19,1 mil unidades no interanual).

*Bye bye Argentina.* O crescimento da produção em 2019 precisará ocorrer ao longo deste ano e vinda toda do mercado interno: janeiro deixa arrastos de -8,2% na produção, +2,8% nos emplacements e -36,9% nas exportações. A Fenabrave espera alta de 11,2% nos licenciamentos este ano, uma taxa que obriga altas fortes e preferencialmente rápidas em próximos meses (juros e confiança ajudarão). Esse mercado interno precisará continuar compensando volumosas perdas em mercados externos. A Argentina, para onde vão 70% das exportações brasileiras, não promete nenhuma melhora próxima (seu mês de janeiro começou caindo 50,4% os emplacements ante um ano atrás).

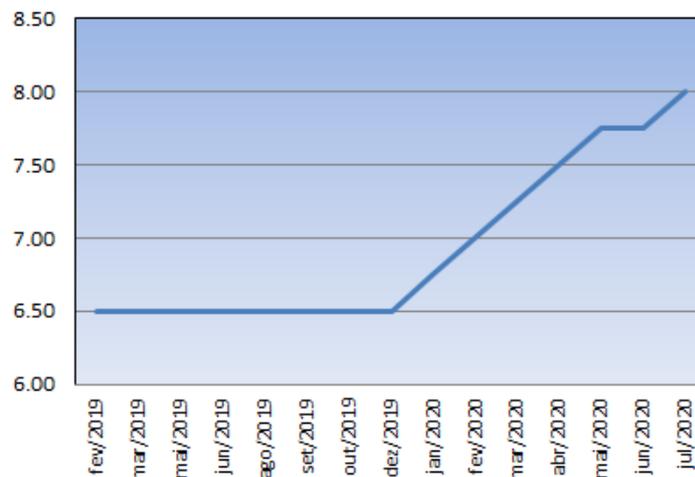
## COPOM mantem juros em comunicado *hawkish*

*BC sinaliza que não quer essa discussão agora.*

**O quadro externo melhor reduziu o balanço de riscos que, entretanto, continuou assimétrico para pior.** A manutenção do balanço viesado deu o tom *hawkish* da decisão. Seu balanço, é de imaginar, pede a definição das reformas, por cima de melhoras externas, surpresas na inflação ou incertezas da atividade. O Copom, nos parece, não está pedindo muito tempo: os próximos meses serão chave às reformas, enquanto desanuvia atividade e o BC completa sua transição. Até lá, fica sua “cautela, serenidade e perseverança”.

**As projeções de inflação continuam comportadas** em ambos cenários de referência (3,9% em 2019 e 4,0% em 2020) e de mercado (3,9% em 2019 e 3,8% no cenário de mercado). É somente no cenário de referência, com seus juros estáveis em 6,50%, que o IPCA converge -por baixo- para sua meta de 4,0% em 2020. Os dois cenários têm câmbios parecidos, diferindo nas trajetórias dos juros, estáveis nos atuais 6,50% no cenário de referência enquanto no cenário de referência começa a subir em jan.20 para alcançar 8,00% em jul.20 (gráfico abaixo). Seria essa elevação na Selic de 6,50% para uma média de 7,76% em 2020 (Focus) que empurraria o IPCA abaixo em 0,2 ponto percentual, saindo da meta de 4,0% no cenário de referência para abaixo da meta em 3,8% no cenário de mercado.

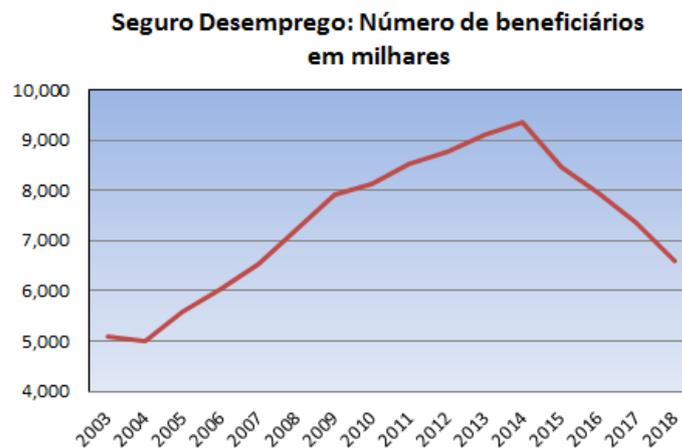
**Taxa Selic/Focus**



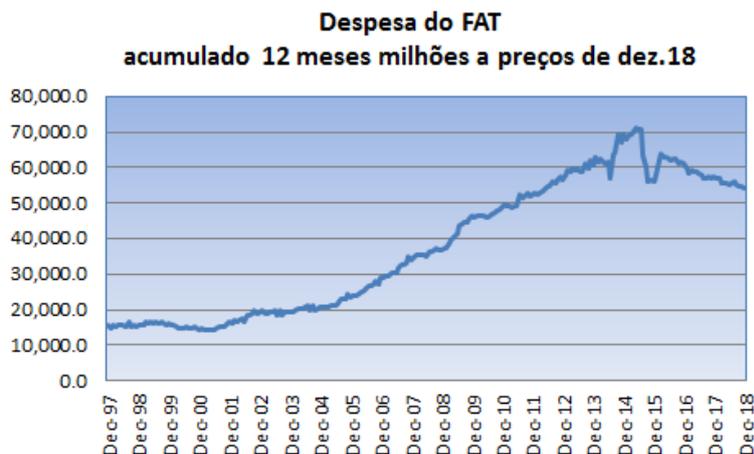
**A leitura mecânica das projeções, aceito parâmetros e modelagens, diz que juros estáveis converge a inflação para sua meta de 4,0% em 2020 após transitar abaixo de sua meta de 4,25% em 2019.** Já a alta dos juros prevista no Focus mantém a inflação abaixo das metas nos dois anos. Na modelagem monetária, então, a curva do Focus (cenário de mercado) aperta mais que o necessário nos dois anos relevantes, enquanto a Selic estável (referência) aperta este ano e entrega no próximo. Resulta daqui que uma flexibilização que inflacionasse 2019 para sua meta também afastaria 2020 da sua, via inércia, hiato e juros, obrigando a reapertar logo após o corte. Depreender-se-ia que mesmo com um balanço de risco equilibrado, *para iguais parâmetros*, uma política monetária focando o 2020 dissuadiria um corte em 2019. Corresponde?

**Sem cortes?** Pode alegar-se do comentado acima que, enquanto o balanço de riscos viesado dissuade o corte olhando 2019, as projeções de inflação dissuadem o corte olhando 2020. A fragilidade deste raciocínio é seu *ceteris paribus*, pois o balanço equilibrado de riscos - *i.e.* o *encaminhamento seguro das reformas*- alteraria também os parâmetros. De positivo, não é algo a definir-se, para pior ou para melhor, em horizonte a perder-se de vista, e por isso faz sentido a cautela monetária. **Somos da opinião que um cenário de reformas vistas como suficientes pelo mercado comporta, mesmo que pelo impacto nas expectativas, menores juros cíclicos aos atuais.**

**FISCAL 1 - Seguro Desemprego:** o número de beneficiários do SD caiu por quarto ano consecutivo, passando de 7,4 milhões em 2017 para 6,6 milhões em 2018 (gráfico abaixo). Inclui o seguro defeso.



O gasto do FAT vem corroborando clara inflexão nos últimos anos, abstraindo as oscilações provocados pelas pedaladas até 2014, suas despedaladas depois e uma mudança no calendário de pagamento do abono salarial em 2015 (gráfico abaixo).

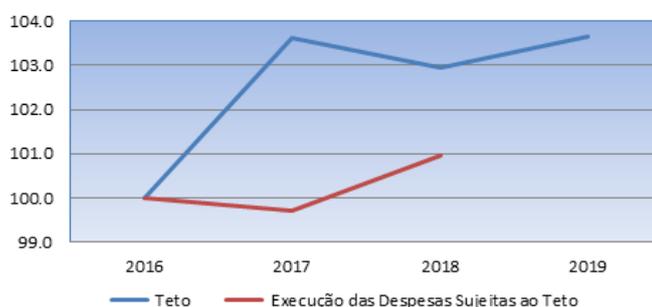


**FISCAL 2 - Três anos do teto de gastos.** A PLOA de 2019 foi confeccionada em agosto passado contemplando crescimento de 3,91% no gasto total comparativamente ao programado para 2018. As despesas sujeitas ao teto poderiam crescer mais fortes 4,39% obedecendo ao IPCA acumulado entre julho de 2017 e junho de 2018 (a rigor, poderiam crescer 4,53% pois o governo programava pequena folga de R\$ 2 bilhões em 2018). O gasto total cresceria em 2019 menos que seu teto devido a fortes despesas não sujeitas ao teto em 2018, e.g. os créditos extraordinários do diesel, capitalizações e financiamento de eleições.

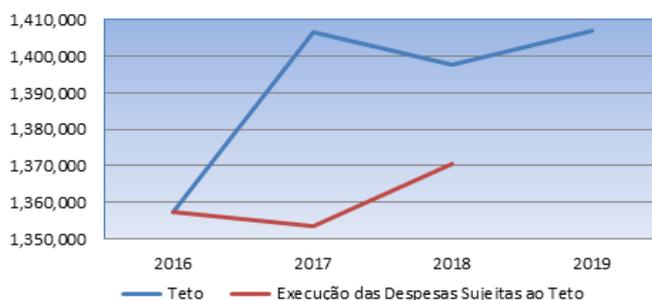
O encerramento de 2018 mostrou gastos R\$ 37,2 bilhões menores ao apontado naquela 4ª avaliação bimestral (e R\$ 32,8 bilhões menores ao apontado na 5ª avaliação). O ano passado deixou folga de R\$ 26 bilhões em gastos sujeitos ao teto (R\$ 24 bilhões não programados mais os R\$ 2 bilhões programados). A folga remanescente veio em despesas fora do teto, como menor despesa com os subsídios ao diesel. Comparando a LOA de 2019 com a execução de 2018, resulta agora alta de 6,4% para ambos os gastos, sujeitos ao teto e totais.

Aqui queremos conciliar o congelamento do teto de gastos com sua alta real de 2,66% no terceiro ano de sua implementação e de 3,69% no triênio 2017-19. Os gráficos abaixo mostram a trajetória do teto e de seus gastos em índice e em moeda constante (IPCA/Focus). Salta à vista o salto do teto no primeiro ano de implementação em 2017, quando foi reajustado pelo IPCA de 7,2% (correspondente ao IPCA de jul.15-jun.16) e deflacionado por uma inflação média de 3,45%. Esse espaço nunca foi consumido (linha vermelha nos gráficos). Em 2017 o gasto sujeito ao teto caiu 0,3% real (ajudado por um 2016 que pagou muito RAP). Em 2018, enquanto que o gasto primário total cresceu 2,0%, os gastos no teto avançaram mais comedido 1,3%. A folga de 2018 se junta a uma correção nominal de 4,39% maior à inflação média de 3,69% esperada no Focus, para permitir uma expansão real de 2,7% em 2019.

**Teto: Os Primeiros Tres Anos**  
2016: 100 deflacionado por IPCA médio



**Teto: Os Primeiros Tres Anos**  
milhões de R\$ a preços médios de 2019



Antes de denunciar uma folga que, acreditamos, deve ser transportada a 2020 (cujo teto pode corrigir por IPCA de apenas 3,2%), cabe lembrar que gastos mandatários de 2019 são pressionados por uma conta de Pessoal que não conseguiu ser adiada, em adição à primeira correção real do salário mínimo desde 2015 (aquela, inclusive, foi comida pela disparada na inflação). É possível, por fim, que pagamentos extraordinários de 2018 tenham entrado em 2019. Dito isso, despesas discricionárias contarão com ajuda de alguns gastos mandatários menores aos orçados. O gasto menor do ano passado auxilia porque concentrou em despesas mandatárias, que prenuncia menos pressão em 2019, diferentemente do caso tivesse sido de adicional represamento em discricionárias, que prenunciaria mais pressão. Estimamos que RGPS, FAT e LOAS podem gastar R\$ 16,7 bilhões menos em 2019 que o originalmente orçado apenas como resultado de suas despesas R\$ 9 bilhões menor ao previsto em 2018, uma correção de benefícios 0,8 pontos percentuais menor do INPC e a continuidade da desaceleração *em curso* no fluxo de beneficiários (da qual a recente MP contra desvios apenas acrescentaria força). Outras despesas mandatárias como subsídios, vêm sendo sistematicamente menores.

Nada disto importará muito sem encaminhar uma reforma de previdência vista como minimamente aceitável.

### **FISCAL 3 - DBGG/PIB deve subir em janeiro**

*A despeito de provável superávit nominal nas contas do setor público consolidado desse mês.*

*Sazonalidades.* O mês de janeiro é sazonalmente de elevados superávits primários federais e regionais. Este ano, sua despesa de juros, além da SELIC e inflação menores, será ajudada por ganho de R\$ 11,628 bilhões dos swaps cambiais. Todo aponta para forte superávit nominal no setor público consolidado desse mês. A DBGG/PIB ganhará, então, superávit nominal no numerador, um novo avanço do PIB no denominador e algum impacto *direto* da desvalorização cambial reduzindo a dívida bruta (diferentemente do seu impacto altista na dívida líquida).

A DBGG/PIB, entretanto, deve subir em janeiro, obedecendo uma sazonalidade maior àquilo elencado acima.

Estará devolvendo a queda também sazonal do mês anterior quando, a despeito de acusar um déficit nominal de R\$ 68,042 bilhões, derrubou a DBGG/PIB em 0,7 pp, de 77.3 pp em novembro para 76,7% em dezembro.

Como explicado no último semanal, 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). Em janeiro, tudo volta. A DLSP, que inclui o BC, não é afetada.

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

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

**OUVIDORIA - 0800 722 2281**