

IBC-BR sobe 0,21% em dezembro

Superou a mediana no mercado que apontava estabilidade (mas foi sobre uma série revisada para baixo).

Previdência: Um primeiro bom sinal

A PEC proporrá idades mínimas de 65 anos para homens e 62 anos para mulheres com, respetivamente, dez a doze anos de transição.

Serviços: Volume ajustado subiu 0,2% em dezembro

Sin pena ni gloria.

Varejos caem 2,2% (restrito) e 1,7% (ampliado) em dezembro

O forte novembro passado foi mesmo do Black Friday (de novo!).

ATA: inflação livre igual ou menor

Foram os administrados...

DBGG/PIB: esperando pelo óbvio

O descompasso dos juros implícitos (no numerador da DBGG/PIB) com a variação do PIB nominal (no denominador) explica avanço de 16,9 pp do PIB de um total de 20,4 pp do PIB entre fim de 2014 (56,3% do PIB) e fim de 2018 (76,7% do PIB). A sinalização das reformas precisa inverter de vez a dinâmica da economia.

Teto de 2020 reclamará parte da folga de 2019

Focus antecipa correção de 3,16% no teto de gastos do ano que vem.

IBGE prevê safra de grãos 1,9% maior em 2019 (antes +3,1%)

Clima corta estimativa em 2,7 milhões de toneladas.

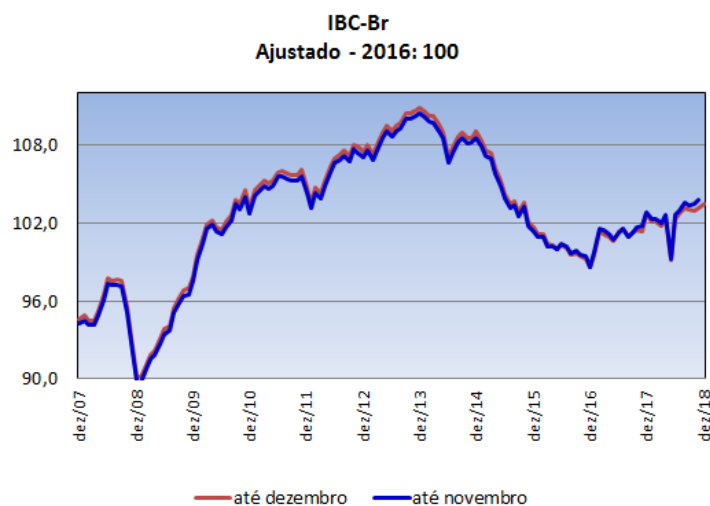
DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA**Economista chefe**

Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

IBC-BR sobe 0,21% em dezembro

Mediana no mercado apontava estabilidade.

O IBC-BR subiu 0,21% em dezembro, sobre uma série fortemente revisada para baixo (gráfico). Apesar da alta na margem, superando estabilidade esperada no mercado, a série menor encerrou o 4º trimestre com alta de 0,20% no lugar dos 0,32% apontado no arrasto de novembro. O arrasto para 2019, inclusive, ficou menor, desacelerando de +1,1% no patamar anterior de novembro para +1,0% neste patamar de dezembro. Por fim, anedótico, enquanto o anterior patamar de novembro situava-se 6,1% abaixo do pico em dez.13, o patamar deste dezembro situa-se 6,7% abaixo.



Previdência: Um primeiro bom sinal

A PEC propõe idades mínimas de 65 anos para homens e 62 anos para mulheres com, respectivamente, dez a doze anos de transição. Para o Estadão, a reforma toda cortaria R\$ 1,1 trilhão em dez anos. Na transição, as idades atingiriam 62 anos para homens e 57 anos para mulheres em 2022. A Fazenda teria sua economia inicial de R\$ 1 trilhão (deve cair), enquanto Bolsonaro chegaria ao último ano de mandato com os falados 57 anos para mulheres e 62 anos para homens. Detalhes e mais medidas serão anunciados ao Congresso semana que vem.

Externalidades. A conta usual que parte do cenário Focus para extrair primário a estabiliza a DBGG/PIB, derivando as reformas necessárias para esse primário, pode deixar fora ganhos importantes. É provável que a confirmação das reformas afete o próprio cenário. Como ilustração, a macro de reforma crível que conseguisse, comparativamente ao Focus, levantar 0,5 ponto percentual o crescimento no PIB e cortar 1,0 ponto percentual nos juros na dívida, entregaria outro tanto de economia fiscal (via o custo da dívida, o denominador da razão DBGG/PIB e a receita do primário). Por simetria, uma reforma pior ou mais difícil tornaria o esforço necessário bem maior. Este exercício grosseiro apenas lembra a sensibilidade das dinâmicas fiscais a pequenas mudanças nos parâmetros *que, em cenário de reformas não plenamente contempladas ou certas hoje, tendem a ser para melhor.* Rejeitar esta ideia é mais difícil que aceitá-la.

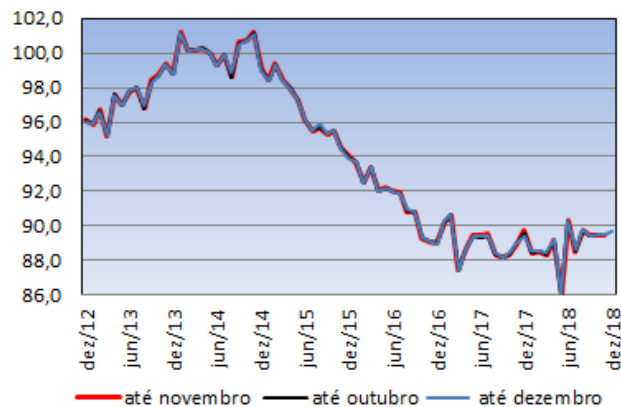
Serviços: Volume ajustado subiu 0,2% em dezembro

Sin pena ni gloria.

O volume de serviços avançou 0,2% em dezembro, ante um novembro revisado em +0,1% (gráfico abaixo). O mês situa-se apenas 0,56% acima daquele de abril imediatamente anterior à crise dos caminhoneiros e 11,4% abaixo de seu pico em janeiro de 2014. O 4º trimestre avançou 0,3% ante o terceiro, o ano passado caiu 0,1% (transporte terrestre conseguiu crescer 2,1%) e o mês de dezembro deixou arrasto de +0,8% para este ano.

Outros arrastos na atividade incluem -1,2% na indústria de transformação; +2,7% na extrativa mineral (que Brumadinho reverterá); +0,6% na PMC restrita; e +1,3% na PMC ampliada (estes dois últimos foram estimados sobre sua média do 4º trimestre). O ano passado encerrou sem deixar muito arrasto nem evidenciar muito impulso para este ano.

Volume Total de Serviços Ajustados

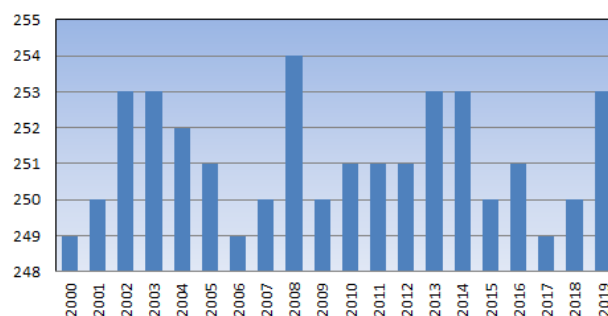


PIB terá 2019 maior

Contando os dias para crescer...

Por trivial que pareça, o calendário pode ajudar ou atrapalhar a atividade. Lembramos que este ano terá 253 dias úteis contra 250 dias úteis do ano passado. *Sem Copa, evento terrível para a produtividade.*

Número de Dias Úteis Brasil



Varejos caem 2,2% (vendas restritas) e 1,7% (ampliadas) em dezembro

O forte novembro passado foi mesmo do Black Friday (de novo!).

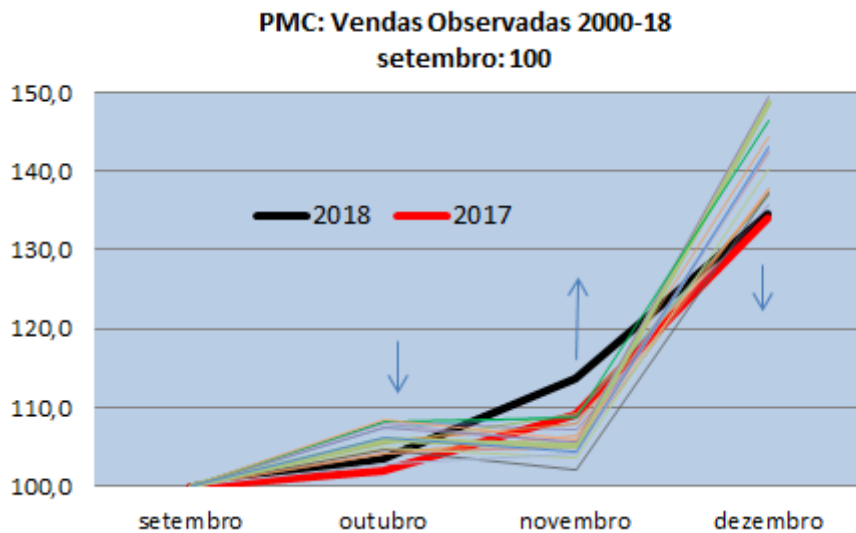
As vendas de dezembro refluíram das fortes altas em novembro (gráficos), provando o peso da crescente antecipação pelo Black Friday. No caso das vendas ampliadas, houve revisão importante de -0,44% na série (a série restrita reviu +0,10%). O IBGE aponta os maiores recuos de *Outros artigos pessoal e doméstico* (-13,1%), *Móveis e eletrodomésticos* (-5,1%) e *Tecidos, vestuário e calçados* (-3,7%), setores que subiram muito em novembro (8,3%, 4,2% e 1,7%, respectivamente) devido às promoções. O fato é que o Black Friday parece estar tornando novembro, mês tradicionalmente morto entre outubro das crianças e dezembro do natal, em período de movimento importante. A suspeita é que roube vendas de outubro (as pessoas esperam), de dezembro (anteciparam) e, inclusive, das tradicionais liquidações do pós Natal (que, no passado, nos eram informativas do desempenho das vendas nas festas). Este último ponto foi nos levantado pelo Emílio Alfieri da ACSP.



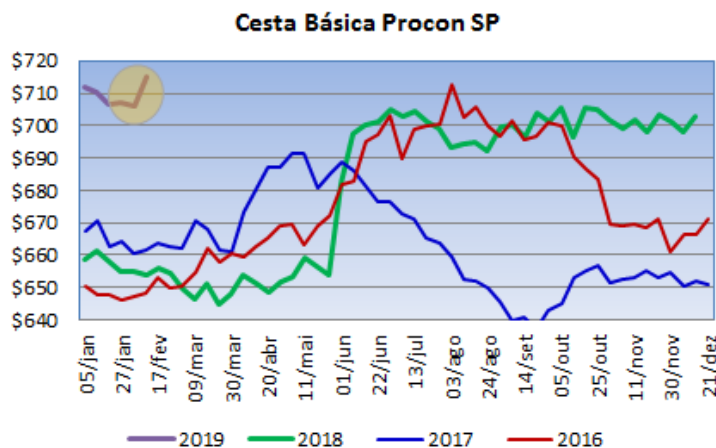
O melhor indicador do varejo talvez seja o comparativo do quarto trimestre com o terceiro que, no caso das vendas restritas, acusa alta de 0,50% e, no caso das ampliadas, +0,33%. As oscilações do Black Friday mandam também a relevar os arrastos para 2019 de um dezembro “desinflado”, de +0,1 nas vendas restritas e de +0,5% nas ampliadas. Estimando esses arrastos pela média do quarto trimestre, contudo, melhora algo (pouco): +0,6% nas restritas e +1,3% nas ampliadas. Nesta mesma linha, a variação de janeiro terá que levar em conta a base comparativa fraca de dezembro.

É inegável a importância crescente do Black Friday, à frente de seu ajuste sazonal. Um recorrido dos últimos anos, por ocasião dos números de novembro, nos mostrou uma estória repetida de novembro fortes e dezembros fracos sem exceções [Semanal 18/01: “Cinco anos de Black Fridays (em gráficos)”].

Isabella Nunes do IBGE: “A cada ano, observamos que o patamar de vendas de novembro vem se aproximando ao nível de dezembro. Isso significa que essas festas de final de ano vêm sendo antecipadas devido ao estímulo da Black Friday.” Nosso gráfico abaixo traça a trajetória das vendas observadas na PMC do último quadrimestre nos 18 anos das séries disponíveis, com destaque para os anos de 2018 (linha preta) e de 2017 (vermelha). É clara a tendência crescente de novembro ganhar volume contra os meses de outubro e dezembro. Para o comércio, está deixando de ser o mês dos finados entre o mês das crianças e o mês do natal. Por ser fenômeno recente e crescente, os modelos não conseguem capturá-lo.



Comida – A cesta básica de R\$ 715,34 ontem custa R\$ 61,29 mais que um ano atrás (gráfico abaixo). A elevação de R\$ 44 no salário mínimo já é mais que consumida pela cesta. Somado a alguns administrados também difíceis de substituir, a renda disponível de boa parte do país sente mais após longo período de bareamento do alimentos e desaceleração de traifas. O deslocamento da inflação baixa de alimentos e tarifas (mais custo que renda) para serviços (mais renda que custo) pesa mais na renda disponível da grande maioria da população.



ATA: inflação livre igual ou menor

Foram os administrados...

O comunicado da semana passada já havia informado as projeções de inflação nos cenários de referência (3,9% em 2019 e 4,0% em 2020) e de mercado (3,9% em 2019 e 3,8% em 2020). Relativamente à reunião de dezembro, a inflação de 2019 permaneceu em 3,9% em ambos cenários, enquanto a inflação de 2020 subiu de 3,6% para 3,8% no cenário de referência e ficou estável em 4,0% no cenário de mercado.

A ata desta semana acrescenta as estimativas dos administrados, praticamente inalteradas para 2019 (cedeu de 5,2% para 5,1% na cenário de referência para 2019) e elevadas para 2020: de 3,9% para 4,7% no cenário de referência; e de 4,0% para 4,5% no cenário de mercado. Extraindo a inflação livre, podemos observar que ficou inalterada em 3,5% no cenário de referencia em 2019 e em 2020 (tabela abaixo). No cenário de mercado, ficou também inalterada em 3,5% em 2019, mas caiu de 4,0% para 3,8% em 2020.

Copom Dezembro 2018

	2019	2020
Cenário Focus administrados	3,9%	3,6%
livres	3,5%	3,5%
Cenário Referência administrados	5,2%	4,0%
livres	3,5%	4,0%

Copom Fevereiro 2019

	2019	2020
Cenário Focus administrados	3,9%	3,8%
livres	3,5%	3,5%
Cenário Referência administrados	5,1%	4,5%
livres	3,5%	3,8%

Show me the reforms. De resto, a ata diz ter debatido evidências de algum arrefecimento da atividade no 4º trimestre de 2018. Ressaltou que uma aceleração da retomada dependerá da diminuição das incertezas em relação às reformas.

Em entrevista após a ata, Ilan cita o desafio fiscal pela frente mandando cautela para baixar mais os juros. “Agora, temos uma Selic na mínima histórica e um desafio relevante fiscal (...) Temos que ser um pouco mais cautelosos na hora de testar novas mínimas nessa situação. É uma administração de risco que o BC tem que ter”.

O Copom, comentamos na semana passada, não estaria pedindo muito tempo: os próximos meses serão chave às reformas, enquanto desanuvia atividade e o BC completa sua transição. Não é algo a definir-se em horizonte a perder-se de vista e *por isso faz sentido a cautela monetária*. **Continuamos da opinião que um cenário de reformas vistas como suficientes pelo mercado comporta, mesmo pelo seu impacto nas expectativas, menores juros cíclicos aos atuais.**

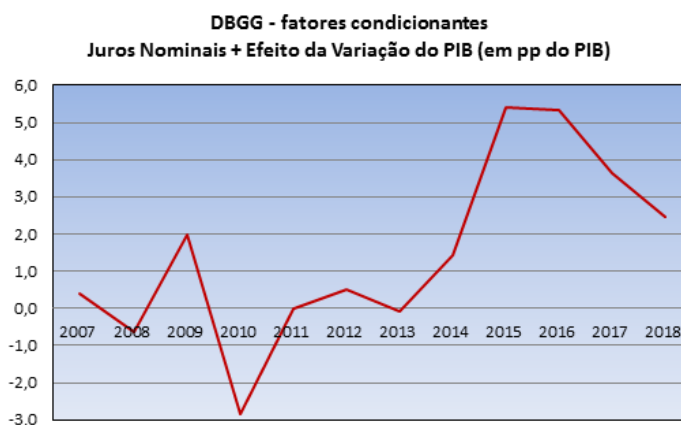
DBGG/PIB: esperando pelo óbvio

A sinalização das reformas precisa inverter de vez a dinâmica da economia.

Os últimos anos foram duríssimos em termos de juros e PIB. Deixaram, entretanto, uma importantíssima retomada cíclica com juros baixos esperando *pelo óbvio*. Nosso otimismo com o processo virtuoso de um bom encaminhamento das reformas reconhece o hiato, uma inflação –chave– ancorada em política monetária crível e o “*crowding in*” que a estratégia fiscal e parafiscal abre às rendas, gastos e créditos de mercado versus as transferências, os gastos governamentais e os créditos direcionados e/ou públicos. Esta nota não alonga nas razões desse otimismo à frente, apenas expor a magnitude dos (tremendos) condicionantes na dívida que esperamos deixar atrás.

De condicionantes da dívida no PIB, pouco pesará tanto quanto a razão entre juros da dívida com o PIB nominal. São ambas variáveis endógenas dependentes, entre outros fatores, da trajetória de primário que, destarte, ganha potencial enorme, para o mal (como nos últimos anos) quanto para o bem (esperamos que para os próximos anos). Entender a magnitude desse ganho em um potencial círculo virtuoso, que acreditamos próximo, definirá o esforço pendente, os tempos e desafios de um cenário do adequado encaminhamento das reformas.

O ganho à frente é uma incógnita; a perda atrás não. As sequelas da Matriz não alcançaram somente o primário, mas toda a dinâmica da dívida. O descompasso dos juros implícitos (no numerador da relação DBGG/PIB) com o crescimento do PIB nominal (no denominador) explica o avanço de 16,9 pontos percentuais do PIB de um total de 20,4 pontos percentuais do PIB entre fim de 2014 (56,3% do PIB) e fim de 2018 (76,7% do PIB). Esse balanço entre juros e PIB era praticamente neutro nos anos anteriores (gráfico abaixo), de juros e PIB nominais colossais. Desde 2015, entretanto, a variação do PIB nominal, que rodava a dois dígitos nos anos anteriores, despencou para uma média de 4,4% anuais (juntando fraco desempenho real, desaceleração na inflação e deflator implícito correndo por baixo). Esse descompasso foi pico em 2015-16, com Selic de 14,5%, PIB nominal avançando 4,1% anuais e a DBGG/PIB escalando 10,7 pp do PIB. No biênio seguinte, o PIB nominal continuou avançando pouco, porem, felizmente os juros cederam (a despeito da dívida maior). Acreditamos poder entrar em cenário com a continuidade dos juros baixos puxando a aceleração no PIB.

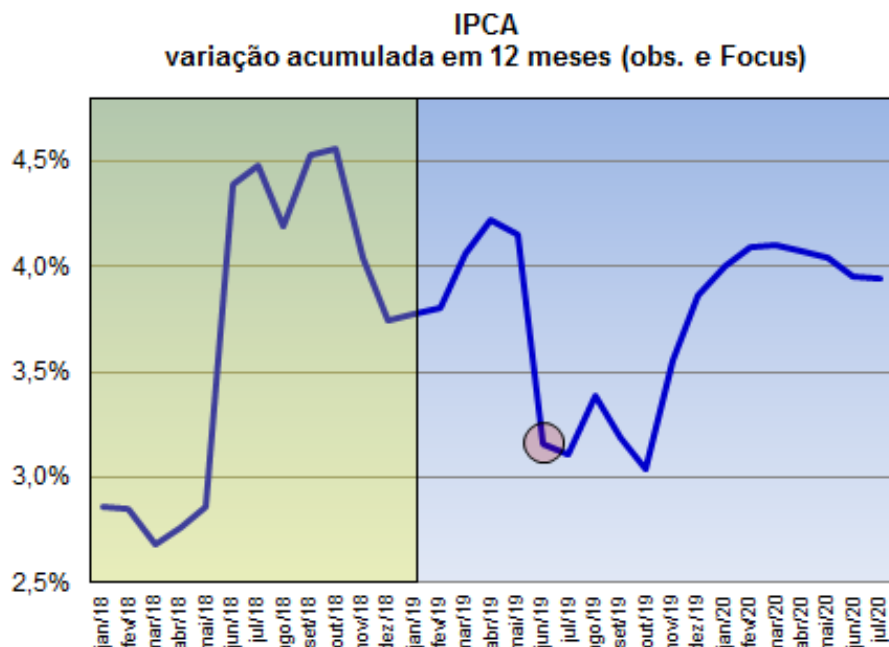


Teto de 2020 reclamará parte da folga de 2019

Focus antecipa correção de 3,16% no teto de gastos do ano que vem.

A inflação do ano passado foi benevolente com o primeiro ano do novo governo. O ano de 2018 encerrou com altas de 3,75% no IPCA e de 3,43% no INPC. O IPCA de jul.17-jun.18, que corrigiu o teto deste ano, subiu 4,39%. O descompasso entre o INPC, que corrigiu muitos benefícios deste ano, e o IPCA, que corrigiu seu teto dos gastos, ajudou na folga deste ano.

A fatura chegará no ano que vem. O Focus projeta para 2019 altas de 3,87% no IPCA e de 4,25% no INPC. Para o IPCA de jul.18-jun., que corrigirá o teto de 2020, estima mais baixos 3,16% (circundado no gráfico abaixo). Depreende-se que se o teto de 2018 corrigiu em 4,39% ante correção monetária de 3,43% de muitos gastos, o teto de 2020 corrigirá em 3,16% ante correção monetária de 4,25% desses mesmos gastos. Ou seja que enquanto o teto deste ano ganhou quase um ponto de inflação em relação à correção de muitos de seus gastos, o do ano que vem perderá (devolverá..) esse ponto. Ocorrerá em momento que se avolumarão novamente pressões sobre o teto. Eis mais um motivo para o governo transportar a folga no teto deste ano para o ano que vem como, por sinal, vem acontecendo desde a implantação do limite constitucional (ver nosso último semanal). E, naturalmente, de querer avançar nas propostas para conter futuros avanços nas despesas (o mais óbvio aqui é a desindexação do salário mínimo ao PIB).

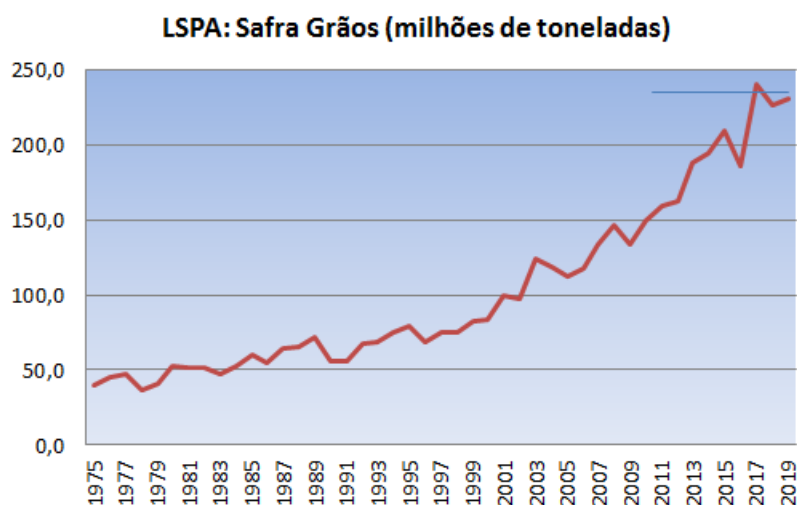


O IPCA deste ano deve oscilar ente a meta de 4,25% e seu piso de 2,75%. O gráfico acima avisa que, após alcançar picos de 4,2% nos 12 meses encerrados em abril (4,22%) e maio (4,15%), o IPCA oscilaria em média de 3,2%, com mínimo de 3,04% em outubro, até voltar a subir para 3,87% no fim de 2019 (projeções Focus).

IBGE prevê safra de grãos 1,9% maior em 2019 (antes +3,1%)

Clima corta estimativa em 2,7 milhões de toneladas.

A nova estimativa do IBGE prevê safra 1,9% maior à do ano passado, revisando em -1,2% sua anterior estimativa de +3,1% (-2,7 milhões de toneladas). A CONAB espera uma safra 2,8% maior à do ano passado, porém, também aqui rebaixada em 1,5% da sua estimativa anterior. As menores safras ainda a situam em patamares muito elevados, sua segunda maior da série histórica (gráfico abaixo). Mais importante, completaria um triênio muito favorável, em cujo período colheria 107 milhões de toneladas de grãos a mais que no anterior triênio 2016-14 (*i.e. uma safra argentina*). A despeito das incertezas com o clima, que vem embasando projeções privadas piores (e ambos IBGE e Conab avisam que pode vir novas revisões para baixo), seus técnicos destacam o plantio com antecedência da soja no ano passado que permite que o milho seja plantado mais cedo este ano, reduzindo o risco para suas lavouras.



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

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

OUVIDORIA - 0800 722 2281