

PIB do 4º trimestre subiu 0,13% na margem

Uma divulgação sem muitas surpresas (infelizmente).

Superávit Consolidado alcança R\$ 46,9 bi em janeiro

O superávit nominal de R\$ 26 bilhões foi o mais alto para o mês da série histórica.

TN faz superávit de R\$ 30,238 bilhões em janeiro

Bons número e abertura.

PNAD: Desocupação sobe para 12,0% no trimestre até janeiro

Mais do mesmo: emprego interanual avança menos, sobre subutilização e informalidade. Um em quatro no mercado de trabalho está desempregado, subempregado ou desalentado.

Crédito: os spreads

Spread livre retoma 30,2 pp após queda sazonal em dezembro (estava em 27,8 pp).

Constituição sem reajuste de aposentadoria e pensão por inflação

De quanto estaríamos falando? O impacto da desindexação para valores acima do mínimo...

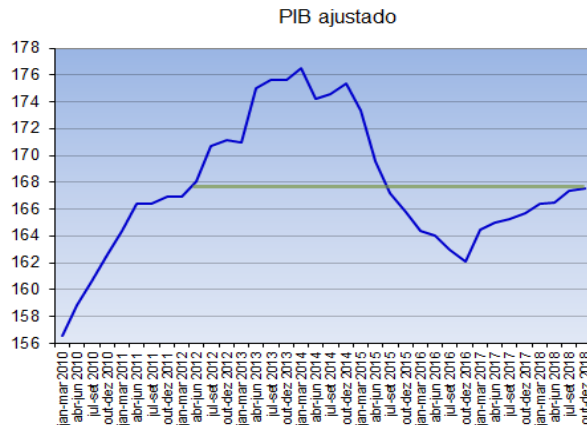
DEPTO ANÁLISE ECONÔMICA**Economista chefe**

Fernando Montero
fmontero@tullettprebon.com.br

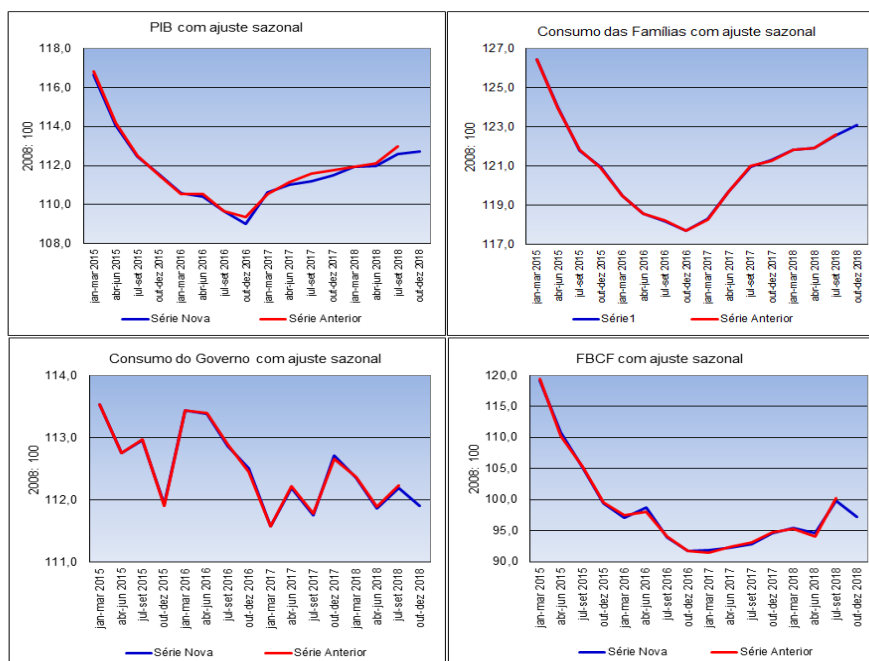
PIB do 4º trimestre subiu 0,13% na margem

O ano passado cresceu 1,07%.

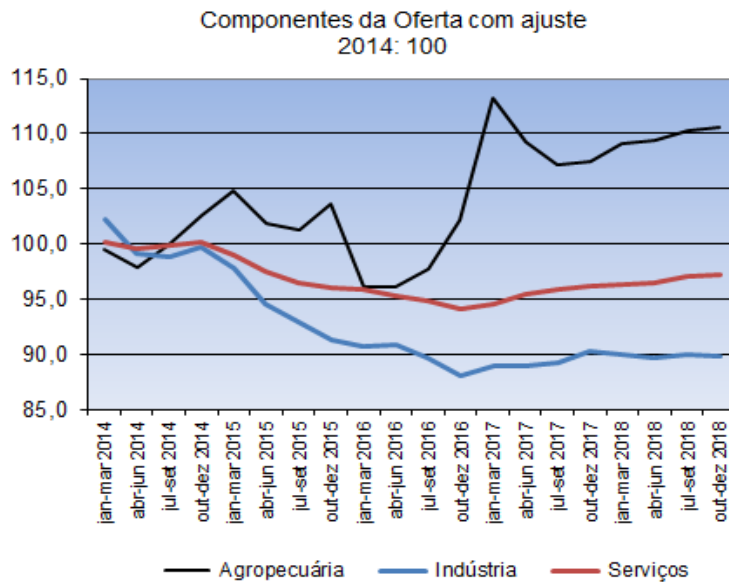
O PIB do 4º trimestre avançou 0,13% na margem, para encerrar 2018 com alta de 1,07%. É o oitavo trimestre consecutivo de crescimento, em cujo lapso avançamos 3,4% no que pode ser descrito como uma retomada tão consistente quanto lenta. Fica um PIB trimestral que voltou a patamares do 1º trimestre de 2012, permanecendo 5,1% abaixo de seu pico no 1º trimestre de 2014 (1º gráfico abaixo).



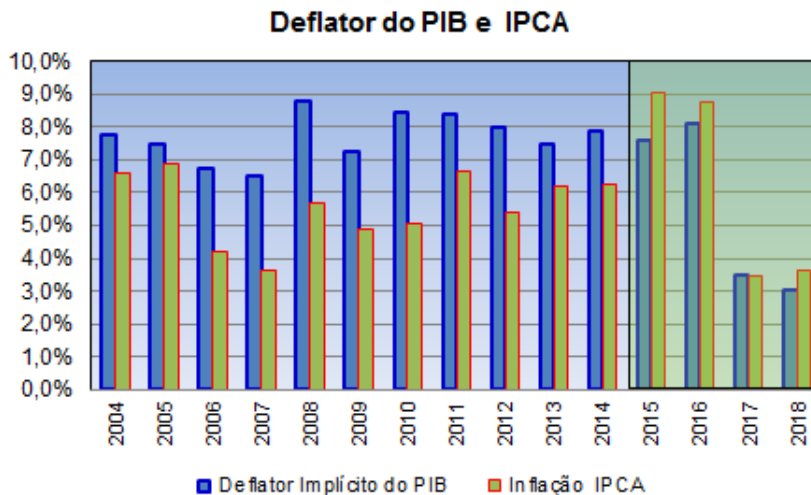
A série ajustada do PIB revisou para baixo, contribuindo ao baixo arrasto de +0,37% em 2019. Na demanda cresceu 0,43% o Consumo das Famílias, por 8º trimestre consecutivo, enquanto caíram 0,26% o Consumo do Governo e 2,54% a FBCF. Nesta última, como na retração de 6,6% na importação, mediam entradas fictas de plataformas no 3º trimestre (quando FBCF e importação saltaram 5,5% e 9,4%, respetivamente), algo que também enturva leituras da absorção domestica e contribuições externas. As exportações subiram 3,6% na margem.



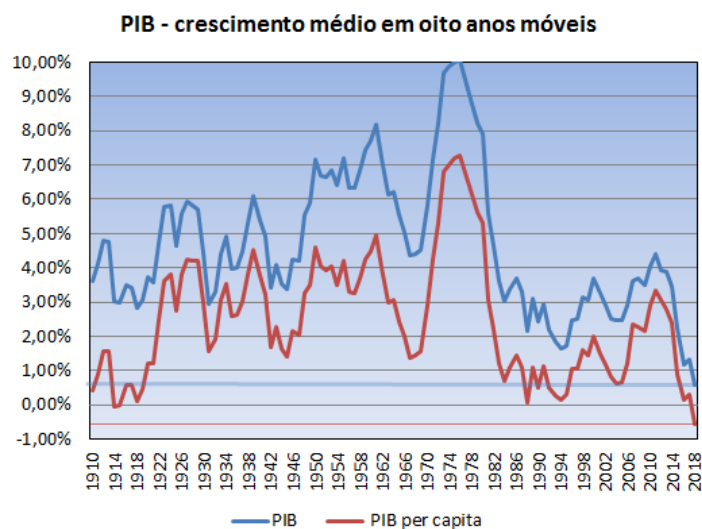
Na oferta do ano passado a Agropecuária avançou 0,52%, a Indústria 0,56% e os Serviços 1,30%. Todos os subgrupos cresceram em 2018, com a gritante exceção da Construção que contraiu 2,54% no ano passado para acumular colapso de 27,8% em cinco anos negativos consecutivos.



Por fim, o deflator do PIB em 2018 (3,0%) continuou perdendo do IPCA médio (3,7%), praticamente por quarto ano consecutivo. O gráfico abaixo mostra como, após anos a fio de ganhar da inflação, o deflator implícito perdeu em 2015 e em 2016, ganhando simbolicamente em 2017 para voltar a perder em 2018. O impacto nos cocientes fiscais é direto: o PIB nominal na divulgação (também hoje) da DBGG/PIB em dez.18 mostra-se agora 0,67% superestimado. **O resultado é que a dívida de 76,70% do PIB em dez.18, informada nestas NFSP será revisada para 77,22% do PIB na próxima divulgação, arrastando consigo a dívida em jan.19, de 76,74% desta divulgação para 77,26% na próxima.** É difícil lidar com um PIB nominal que avança apenas 4,2% em 2018 (em 2017: 4,6%; em 2016: 4,5%; em 2015: 3,8%).



Um retrato do crescimento do PIB móvel em oito anos. Os anos 2011-18, pelo PIB absoluto ou per capita, não guardem paralelo no país.



FISCAL - Setor Público Consolidado faz superávit primário de R\$ 46,9 bilhões em janeiro

O superávit nominal de R\$ 26 bilhões foi o mais alto no mês da série histórica.

Sazonalidades. Janeiro é mês de elevados superávits primários federal e regionais. Ontem, o Tesouro divulgou seu “acima da linha” de +R\$ 30,3 bilhões. Hoje, na passagem para seu “abaixo da linha” das NFSP, o saldo engordou R\$ 5,3 bilhões por (também sazonais) discrepâncias (Itaipu) e ajustes metodológicos por apropriação de Subsídios (caixa x competência). Os EE&MM acusaram seu próprio superávit sazonal de R\$ 10,8 bilhões e as estatais, de R\$ 507 milhões **resultando, ao todo, num superávit primário consolidado de R\$ 46,9 bilhões.**

A despesa de juros cedeu em janeiro para R\$ 20,85 bilhões de uma média de R\$32 bilhões mensais em 2018. Além da SELIC e inflação menores, a conta financeira foi ajudada por um ganho (extraordinário) de R\$ 11,628 bilhões dos swaps cambiais.

O bom primário somado ao refluxo na despesa de juros levou a um superávit nominal de R\$ 26 bilhões. Embora inferior aos R\$ 33 bilhões que nos esperávamos (erramos os juros), foi o melhor resultado para esse mês da série histórica. A DBGG/PIB, assim, ganhou: 1) um superávit nominal no numerador; 2) novo avanço do PIB no denominador (+0,53); e 3) algum impacto *direto* da desvalorização cambial reduzindo a dívida bruta (diferentemente do seu impacto altista na dívida líquida). A conta até aqui daria uma DBGG/PIB caindo um ponto percentual do PIB, de 76,7% do PIB em dezembro para 75,7% do PIB em janeiro. **Infelizmente, restava uma poderosa sazonalidade altista sobre a DBGG em janeiro que suprimiu essa queda.**

A DBGG/PIB, com efeito, ficou praticamente estável, saindo de 76,70% em dezembro para 76,74% em janeiro. O fato é que a DBGG costuma subir em janeiro obedecendo uma sazonalidade própria. Como todo janeiro, a alta estaria 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 em algum 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). Há ademais os leilões de linha, que enxugam liquidez e reduzem compromissadas em dezembro dado o envio de lucros para o exterior, mas que em seguida retornam. Em janeiro, em suma, tudo volta. A DLSP, que inclui o BC, não é afetada. **O positivo deste janeiro é que essa DBGG/PIB ficou praticamente estável (o negativo: as contas nacionais de hoje trouxeram um PIB nominal mais baixo, o que revisará o cociente para cima; ver nossa seção do PIB).**

TN faz superávit de R\$ 30,238 bilhões em janeiro

Bons número e abertura.

O superávit de R\$ 30,2 bilhões em jan.18 superou nossa projeção de R\$ 28,6 bilhões, assim como a mediana de R\$ 27,6 bilhões nas projeções do mercado. Caíram ambas as despesas reais 2,3% e as receitas reais 0,7%, comparativamente a um jan.18 com superávit de R\$ 30,8 bilhões.

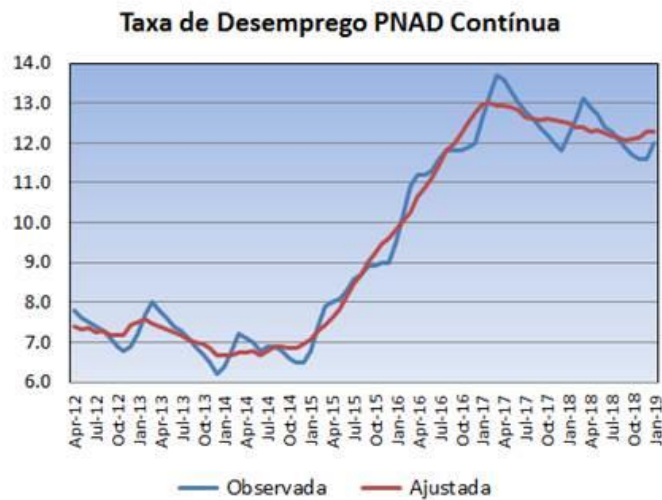
As receitas líquidas do Governo Central caíram mais forte 3% reais, afetadas pelo aumento de 15,5% nas transferências reais aos E&MM. Pesou também a concentração de receitas extraordinárias em jan.18, com R\$ 8,2 bilhões de PERT/PRT e parcelamento da dívida ativa naquele mês contra apenas R\$ 480 milhões em jan.19. Esses comparativos já transpareciam nos números da SRF que, a despeito da arrecadação ligeiramente negativa, deixava uma boa leitura referente aos recursos recorrentes [ver nossa nota 19/02 SRF: **“Arrecadação de janeiro cai 0,66% real ante um ano atrás - Positivo: a arrecadação administrada caiu mais forte 2,12% reais, exclusivamente por menores extraordinários, enquanto as receitas recorrentes subiram 3,83% reais”**].

Entre as grandes despesas, a única alta foi na previdência (+2,5%). As demais caíram: Pessoal (-1,9%); Outras Despesas Obrigatórias (-4,7%) destacando os importantes Subsídios (-25,5%); Despesas Obrigatórias com Controle de Caixa (-14,8%); e Discricionárias (-11,7%). Vale destacar que janeiro ainda pagou R\$ 928,6 milhões em crédito extraordinário pelo diesel do ano passado. A despesa nominal total subiu 1,4% em janeiro ante uma alta contemplada na LOA de 6,4% em 2019.

PNAD: Desocupação sobe para 12,0% no trimestre até janeiro

Mais do mesmo: emprego interanual avança menos, sobre subutilização e informalidade. Um em quatro no mercado de trabalho está desempregado, subempregado ou desalentado.

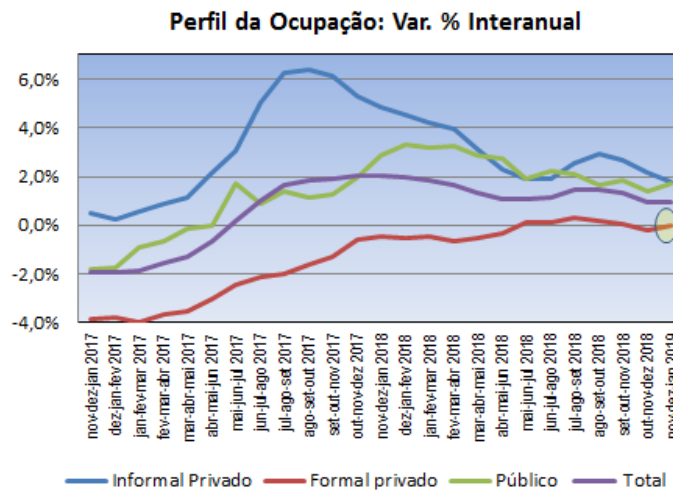
A desocupação subiu para 12,0% no trimestre encerrado em janeiro, de 11,6% no trimestre encerrado em dezembro, obedecendo mormente a sua sazonalidade que deixou praticamente estável em 12,3% nossa série ajustada (gráfico). A massa de rendimentos reais ganha 1,9% no comparativo anual, com aumento de 0,8% nos rendimentos e de 0,9% na ocupação.



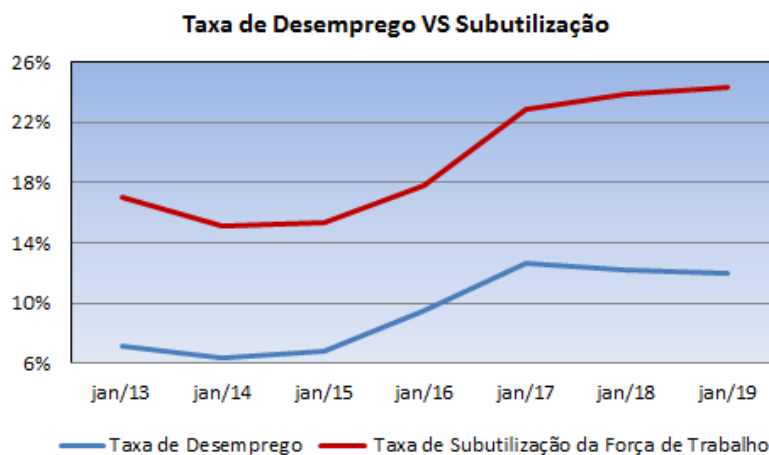
A ocupação ajustada também ficou praticamente estável na margem (-0,04%), encostando patamares de quatro anos atrás (gráfico abaixo). Seu comparativo com o trimestre encerrado em janeiro de 2015, com efeito, acusa o emprego total apenas 0,2% mais baixo (-143 mil empregos). Sua composição, contudo, é fortemente enviesada contra carteira assinada, seja do setor privado excluindo trabalhador doméstico (-9,8% ou -3,577 milhões); do trabalhador doméstico com carteira (-6,0% -113 mil); ou mesmo do setor público com carteira (-8,6% ou -118 mil). Ao todo, são 3,8 milhões menos carteiras assinadas –um Uruguai- contribuindo ao RGPS nos últimos quatro anos..



A alta na ocupação interanual desacelerou para 0,9%, avançando em contratação pública (1,7%) e informalidade (1,8%) com a ocupação formal privada zerada (gráfico abaixo). Dos 845 mil novas ocupações em 12 meses (0,9%), a informalidade responde por 664 mil (+1,8%) e o emprego público, por 196 mil (1,7%). Por informalidade entendemos empregadores e conta própria sem CNPJ, trabalhadores familiares, domésticos sem carteira e privados sem carteira. A formalidade privada ficou estável em 0,0% com -17 mil vagas (trabalhadores e domésticos privados com carteira mais empregadores e conta própria com CNPJ). Nesta agregação, o trabalhador com carteira cai 1,1% ou -380 mil vagas; nos últimos quatro anos, comentado acima, foram -9,8% ou 3,577 milhões de carteiras perdidas.



A despeito do menor desemprego no comparativo anual, a taxa de subutilização da força de trabalho em 24,3% no trimestre encerrado em janeiro continuou superando os 23,9% de um ano atrás (gráfico abaixo). Esta população subutilizada alcançou 27,5 milhões de pessoas no último trimestre, subindo 2,5% ou 671 mil pessoas em 12 meses e 12,035 milhões (+78%) nos últimos cinco anos (dos quais 6,411 milhões são novos desocupados). O quadro continua mostrando uma em quatro pessoas no mercado de trabalho desempregada, subempregada ou desalentada. O consumo das famílias, as produtividades da economia e as receitas da previdência refletem isso. A maior confiança e, chave, a sustentabilidade da retomada, real e percebida, deverá contribuir a mudar esse curso.



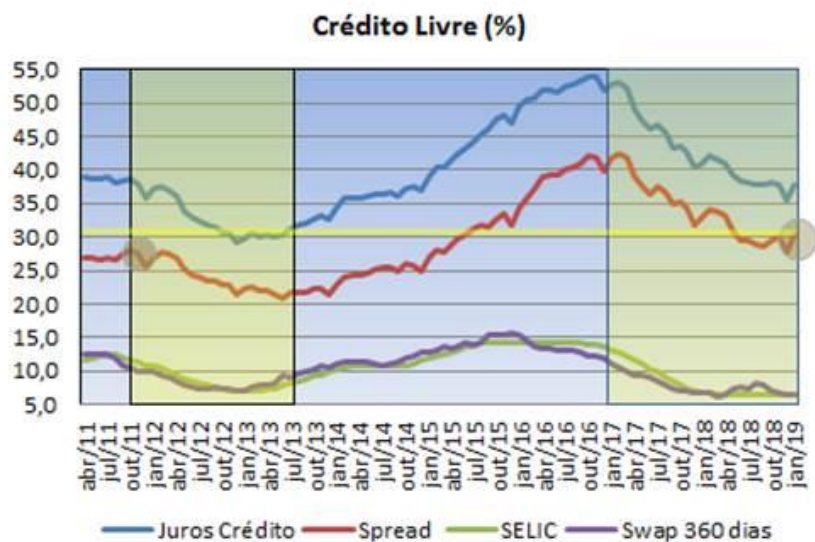
Crédito: os spreads

Spread livre retoma 30,2 pp após queda sazonal em dezembro (27,8 pp).

Após a queda sazonal de dezembro, o spread no crédito livre voltou a subir para 37,7% em janeiro, situando-se acima de seus patamares em setembro de 2011 (27,4 pp) quando iniciou o ciclo anterior de cortes nos juros. O gráfico abaixo destaca o comportamento de juros e spreads livres nos 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, 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 28% no segundo. No segundo ciclo, porém, os spreads começaram de patamar 50% maior que do primeiro. Dai que em janeiro continuam acima do 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 a 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. Uma parte do mercado que aposta nessas reformas começou a antecipar.



Reforma tira da Constituição reajuste de aposentadoria e pensão pela inflação

De quanto estaríamos falando? O impacto da desindexação para valores acima do mínimo...

Ninguém falou, ninguém quantificou e passou ausente na apresentação das medidas. A intenção seria apenas desconstitucionalizar, deixando as regras do reajuste para uma lei complementar posterior que o governo garante continuará seguindo o INPC. É forçoso, entretanto, mais ainda à luz do Plano B, indagar de quanto estaríamos falando. A tabela abaixo extraída dos anexos da LDO 2019 dá ideia do que significaria desindexar acima do salário mínimo. Uma elevação de 0,1 pp de INPC para benefícios até 1 SM gera gastos adicionais no pagamento de benefícios previdenciários acima de um mínimo de R\$ 322,6 milhões – acima dos R\$ 234,1 milhões de gastos adicionais para benefícios previdenciários até um salário mínimo (embora representem 33,5% dos beneficiários do RGPS).

Em termos do impacto sobre o déficit social, o repasse de 0,1 pp de INPC a benefícios previdenciários acima de um mínimo custa R\$ 297,4 milhões, acima dos R\$ 293,5 milhões aos benefícios até um mínimo somando previdenciários, LOAS/RMV, abono e seguro desemprego. As contas referem apenas à previdência privada (*exclui RPPS federal e das administrações regionais, onde esta desindexação está melhor endereçada*). Poderá ser lido, eventualmente, com uma portinha forte ao Plano B do único D verdadeiramente interessante do trio (desvincular, desobrigar e desindexar).

Tabela 6: Efeito nas despesas primárias selecionadas em resposta à variação de R\$ 1 real no salário mínimo ou de 0,1 p.p. no Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC

Descrição	Em milhões			
	Aumento do SM	Aumento do INPC		
		Impacto de R\$ 1 nos benefícios até 1 S.M.	Benefícios até 1 S.M.	Benefícios acima de 1 S.M.
I. Arrecadação Previdenciária	37,8	36,5	25,3	61,8
II. Despesa Previdenciária	243,0	234,1	322,6	556,7
III. Déficit (II - I)	205,2	197,6	297,4	494,9
IV. RMV	1,1	1,1	-	1,1
V. LOAS	53,3	51,3	-	51,3
VI. FAT	44,3	43,5	-	43,5
VI.1 Abono Salarial	18,0	18,0	-	18,0
VI.2 Seguro-Desemprego	26,4	25,6	-	25,6
TOTAL (III+IV+V+VI)	303,9	293,5	297,4	590,9

Fonte: SOF/MP.

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

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

OUVIDORIA - 0800 722 2281