



# INFORME CONJUNTURAL



Confederação Nacional da Indústria  
CNI. A FORÇA DO BRASIL INDÚSTRIA

## Recuperação da economia só deverá ocorrer em 2016

Persistência no ajuste econômico precisa ser acompanhada de medidas pró-competitividade

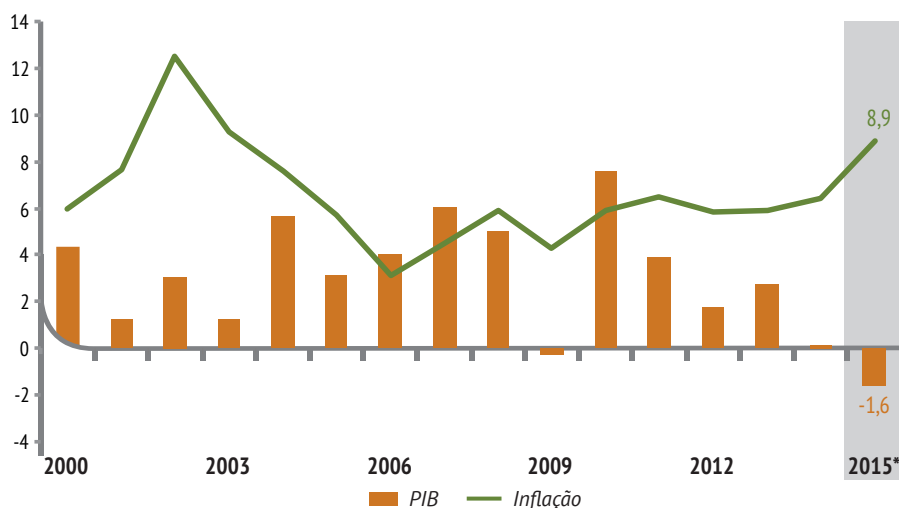
A economia brasileira mostrou forte deterioração no primeiro semestre de 2015. A alta da inflação e o aprofundamento da recessão – que já alcança outros setores da economia e não apenas a indústria – são dois fatores que explicitam essa situação. Entre as causas imediatas dessa deterioração podemos citar o desajuste das contas públicas, muito mais grave que inicialmente conhecido, e o processo de correção de preços administrados.

As dificuldades atuais não são devidas unicamente ao ajuste macroeconômico em curso, ainda que esse aprofunde a recessão. De fato, o Brasil se depara atualmente com uma conjugação perversa de causas conjunturais e estruturais que limitam nosso desempenho. *(continua)*

### Crescimento sustentado requer controle da inflação

Varição anual do PIB e da taxa de inflação

Varição percentual (%)



Fonte: IBGE - \* Projeção da CNI

### A economia brasileira no segundo trimestre de 2015

<b>ATIVIDADE ECONÔMICA</b> <i>Indústria ainda distante de uma reação</i> .....	<b>02</b>
<b>EMPREGO E RENDA</b> <i>Mercado de trabalho deteriora-se em 2015</i> .....	<b>05</b>
<b>INFLAÇÃO, JUROS E CRÉDITO</b> <i>Inflação se aproxima do teto da meta no acumulado do primeiro semestre</i> .....	<b>07</b>
<b>POLÍTICA FISCAL</b> <i>Cumprimento da meta de superávit primário torna-se improvável</i> .....	<b>10</b>
<b>SETOR EXTERNO</b> <i>Comércio externo atenua os efeitos da redução da demanda interna</i> .....	<b>13</b>

O ajuste econômico continuará afetando a atividade no segundo semestre. Para 2015, a CNI estima que a inflação permaneça em torno de 9% ao ano e que o PIB registre retração de 1,6%, com queda de 6,4% da indústria de transformação e de 7,7% do investimento. O setor externo contribuirá positivamente, em 0,9%, atenuando a retração do PIB, por conta, principalmente, da queda das importações.

Entre os fatores para o recuo do PIB, destaca-se a queda na demanda das famílias, que se deve ao aumento do desemprego, à corrosão inflacionária na renda, às restrições do financiamento pela alta dos juros e pela capacidade limitada de endividamento adicional. A queda do investimento explica-se pela existência de capacidade ociosa, além da forte incerteza e do elevado custo do capital. Os problemas do setor de petróleo e gás, grande alavanca do investimento nos últimos anos, também restringem a retomada do investimento.

É possível que o “fundo do poço” seja alcançado no segundo semestre, e uma gradual recuperação se inicie em 2016. As “janelas de saída” podem ser as exportações e o investimento em infraestrutura. Todavia, ambos têm impacto limitado no curto prazo e dependem de coordenação adequada de políticas para se materializarem. Nesse sentido, avanços na agenda da competitividade são críticos não só no presente como também para preparar a economia para uma retomada do crescimento no futuro.

A melhoria do ambiente de negócios – com aperfeiçoamento de marcos regulatórios e redução da burocracia – faz parte dessa agenda. São ações de baixo custo fiscal, mas que exigem coordenação de políticas e comprometimento político. A racionalização do sistema tributário, principalmente nos tributos sobre circulação de bens e serviços, que impactam negativamente a competitividade, também deve fazer parte desse esforço estruturante.

A pedra angular é o reequilíbrio das contas públicas. É indispensável assegurar aos agentes produtivos e consumidores que o crescimento dos gastos está sendo contido. Apenas assim, as incertezas quanto à extensão do ciclo de ajuste fiscal e monetário serão eliminadas.

Essa é uma condição básica à recuperação da confiança na economia e para o retorno das decisões privadas de consumo e investimento. Sem a contenção do gasto público haverá pressões para aumento de carga tributária ou elevação da dívida. Ambos são inaceitáveis.

Infelizmente, as ações recentes emitem sinais preocupantes. Medidas aprovadas pelo Congresso Nacional apontam para a contínua promoção de elevação de custos para as empresas e de aumento de gasto público. Se não forem evitadas, tais iniciativas irão reduzir nossa competitividade e comprometer a retomada do crescimento, prolongando a estagnação da economia.

**A pedra angular é o reequilíbrio das contas públicas**

## ATIVIDADE ECONÔMICA

### Indústria ainda distante de uma reação

Consumo enfraquecido também impõe queda ao setor de serviços em 2015

O resultado negativo do PIB no primeiro trimestre e as estatísticas (de situação atual e perspectivas) já disponíveis para a maior parte do segundo trimestre sugerem que a economia brasileira sofrerá significativa retração em 2015. Os ajustes fiscal e monetário – necessários para recompor os fundamentos macroeconômicos do país – vieram acompanhados de tímidas medidas pró competitividade, tornando a deterioração da atividade mais intensa, o que deve retardar a recuperação da economia.

Como o ambiente de maior previsibilidade aos agentes econômicos ainda está sendo reconstruído (equalização das contas públicas e controle inflacionário) e os estímulos ao investimento privado só devem ter impactos, de forma expressiva, a partir de 2016 (Plano Nacional de Exportação e Programa de Investimentos em Logística), avaliamos

que o PIB voltará a crescer moderadamente apenas no quarto trimestre – ainda sem caracterizar recuperação –, fechando o ano de 2015 com queda de 1,6%.

A indústria é a principal responsável pelo desempenho negativo da atividade, do lado da oferta. Considerando o período de janeiro a maio, a produção industrial caiu 6,9% em 2015 na comparação com 2014 (PIM-PF/IBGE).

**O PIB brasileiro deve registrar queda de 1,6% em 2015**

O quadro é ainda pior quando a avaliação se restringe à indústria de transformação. A queda na produção desse segmento é de 9,0%, também no acumulado dos cinco primeiros meses do ano, com destaque para os bens de capital, que caíram 20,6%. Além disso, chama atenção a disseminação dos resultados negativos entre os setores da indústria de transformação: todos os 25 setores pesquisados apresentaram retração da produção entre janeiro e maio de 2015 (PIM-PF/IBGE).

A queda na produção é acompanhada pela queda de 7,3% do faturamento real da indústria nos cinco primeiros meses de 2015, em relação ao mesmo período de 2014 (Indicadores Industriais/CNI).

O desaquecimento da atividade industrial também é percebido na trajetória dos estoques e da Utilização da Capacidade Instalada (UCI). O indicador de estoque efetivo em relação ao planejado, referente às empresas de grande porte, subiu para 56,7 pontos em maio, mantendo-se distante da linha divisória dos 50 pontos, o que indica grande volume de estoques indesejados na indústria (Sondagem Industrial/CNI).

As empresas têm reduzido o uso de suas instalações produtivas como resposta ao aumento dos estoques e à retração da demanda. Em maio, a UCI média da indústria de transformação foi de 80,1% – de acordo com o índice dessazonalizado – nível mais baixo desde março de 2009 (Indicadores Industriais/CNI).

Com estoques indesejados, ociosidade do parque fabril, redução do faturamento e expectativa de fraca demanda, ajustes no quadro de trabalhadores tornaram-se recorrentes na indústria. Na comparação dos cinco primeiros meses deste ano com o mesmo período de 2014, nota-se redução de 4,5% no nível de emprego da indústria de transformação (Indicadores Industriais/CNI).

A realidade da indústria da construção não é diferente. Segundo a Sondagem Indústria da Construção/CNI, as empresas desse segmento têm apresentado sucessivas quedas no nível de atividade, retração no número de novos empreendimentos e serviços, baixo nível da Utilização da Capacidade de Operação (UCO) e redução no número de trabalhadores.

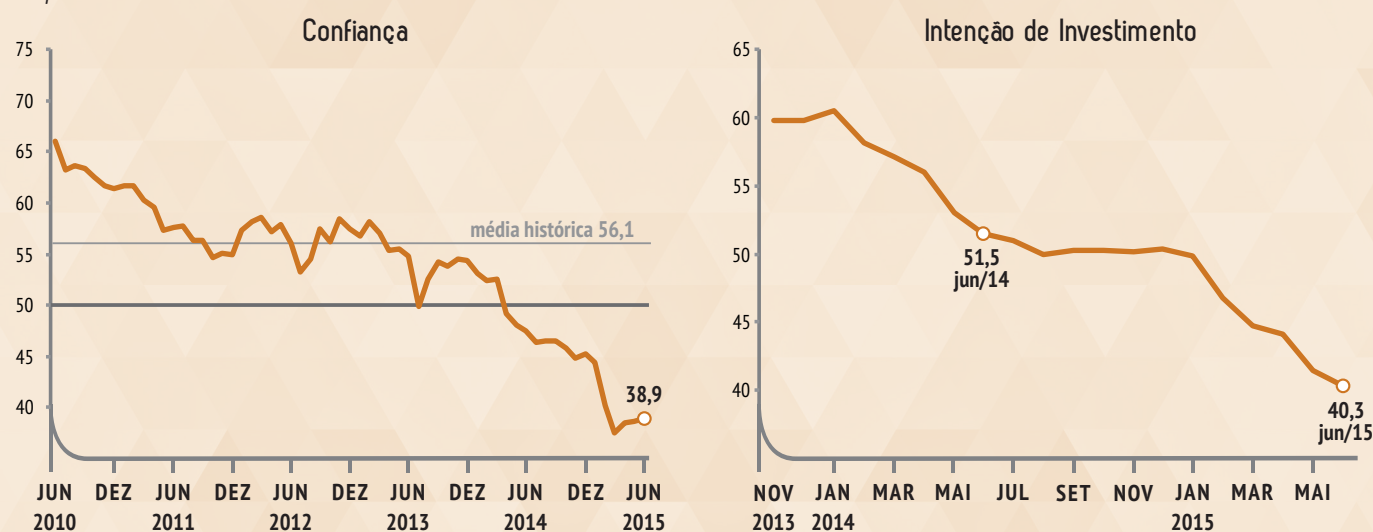
Outro segmento industrial para o qual projetamos dificuldades em 2015 é o SIUP (Serviços Industriais de Utilidade Pública), que engloba, entre outras atividades, a produção e distribuição de energia elétrica, bem como a captação, tratamento e distribuição de água. Em razão do déficit hídrico e energético dos primeiros meses do ano, tal como o acentuado encarecimento do preço da energia elétrica, entendemos que o SIUP deve registrar contração em 2015, como já ocorreu no ano passado.

No sentido contrário, a indústria extrativa provavelmente terá

## Retomada da confiança será fundamental para que a indústria volte a investir e crescer

### Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI) e Índice de Intenção de Investimento

Em pontos



Fonte: CNI

Os dois índices referem-se à indústria total (transformação, extrativa e construção).

O ICEI varia de 0 a 100 pontos. Valores acima de 50 indicam empresários confiantes.

O Índice de Intenção de Investimento varia de 0 a 100 pontos. Quanto maior o índice, maior a propensão a investir da indústria.

desempenho positivo este ano, embora o ritmo de expansão estimado seja um pouco inferior ao apurado em 2014. A manutenção do crescimento advém, principalmente, do aumento na produção de petróleo. Os resultados até maio mostram crescimento de 9,9% na produção física da indústria extrativa (PIM-PF).

Nesse ambiente, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI/CNI) segue oscilando em baixo patamar. Em junho, o índice marcou 38,9 pontos, 17,2 pontos a menos que sua média histórica. Esse resultado indica que a baixa confiança segue intensa e disseminada por toda a indústria.

Sem perspectivas de reversão do cenário adverso no curto prazo, os empresários da indústria têm se mostrado pouco inclinados ao investimento. O Índice de Intenção de Investimento (lançado pela CNI este ano) acumula queda de 11,2 pontos entre junho de 2014 e junho de 2015.

Feito o balanço entre os segmentos industriais avaliados até aqui, prevemos uma queda de 3,8% para o PIB da indústria em 2015, marcando a segunda queda anual consecutiva. A retração se deve às quedas das indústrias de transformação (- 6,4%), da construção (- 5,2%) e SIUP (- 6,8%). A indústria extrativa, por sua vez, deve avançar 6,9% em 2015.

A queda da indústria, somada ao menor poder de consumo das famílias, deve levar o setor de servi-

ços a uma redução de 1,0% este ano. O setor, que vinha liderando o crescimento da economia no período mais recente, registrou contração pela última vez há mais de 20 anos.

Os resultados do comércio varejista ilustram bem esse quadro. O volume das vendas contabilizado de janeiro a abril deste ano foi 6,1% menor que o volume apurado nos mesmos meses de 2014 (PMC/IBGE). O dado de licenciamento de veículos, divulgados pela Anfa-vea, corrobora esse cenário, já que registra baixa de 20,7% no primeiro semestre de 2015, comparado ao mesmo semestre de 2014.

A agropecuária deve ser o único segmento produtivo a crescer em 2015. Projetamos alta de 2,3%, acima da taxa apurada em 2014, de 0,4%.

Do lado da demanda, o consumo das famílias, que já vinha desacelerando consideravelmente nos últimos anos, deve sofrer retração em 2015. A CNI prevê queda de 1,2%. Se confirmado, esse resultado será o pior desde 2003. O movimento de baixa é explicado pela extensão da política monetária restritiva, piora no mercado de trabalho, maior comprometimento da renda das famílias, taxa de inflação persistentemente elevada, condições adversas de acesso ao crédito e aperto fiscal em curso.

O investimento (Formação Bruta de Capital Fixo – FBCF), variável crítica para o crescimento sustentado, deve voltar a cair em 2015. A queda estimada em 7,7% está associada, principalmente, à retração da indústria de transformação, importante consumidora de máquinas e equipamentos, bem como à contração da indústria da construção, responsável por mais da metade da composição da FBCF no Brasil. Com isso, a taxa de investimento (FBCF em proporção do PIB) deve cair de 19,7% em 2014 para 18,5% em 2015.

Entre os fatores mais relevantes para o menor investimento, podemos citar: o aumento da taxa básica de juros, que reduz a expectativa de demanda e aumenta o custo de oportunidade do capital; os desdobramentos do caso Petrobras; e o ambiente de incertezas – provocado pela dificuldade de se aprovar parte das medidas que compõem o pacote fiscal em tramitação no Congresso Nacional.

Frente ao atual quadro fiscal do país, a CNI projeta queda de 0,6% no consumo do governo em 2015.

Com a depreciação sofrida pela moeda brasileira, principalmente no primeiro trimestre, as exportações devem aumentar 1,8% em 2015. O crescimento não será maior porque o câmbio mais favorável demora a se refletir na estratégia de comercialização das empresas, já que o processo de exportação geralmente respeita relações contratuais de longo prazo, dificultando uma reinserção imediata no mercado internacional, especialmente no caso dos produtos manufaturados. Além disso, a perda de competitividade dos últimos anos afastou a indústria brasileira de diversos mercados e essa retomada pode ser lenta e custosa.

No sentido contrário, as importações devem cair em 2015. Com desvalorização da taxa de câmbio, a forte queda do consumo das famílias e a retração da indústria de transformação, estimamos que as importações diminuam 4,7% este ano.

Dado o crescimento das exportações e, principalmente, a queda das importações, a contribuição líquida do setor externo no crescimento do PIB deve ser de 0,9% em 2015.

## Estimativa do PIB para 2015

*Varição percentual dos componentes do PIB*

COMPONENTES DO PIB		Taxa de variação (%)
Ótica da demanda	Consumo das famílias	-1,2
	Consumo do governo	-0,6
	FBCF	-7,7
	Exportações	1,8
	(-) Importações	-4,7
Ótica da oferta	Agropecuária	2,3
	Indústria	-3,8
	Indústria extrativa	6,9
	Ind. de transformação	-6,4
	Construção civil	-5,2
	SIUP	-6,8
	Serviços	-1,0
<b>PIB</b>	<b>-1,6</b>	

## EMPREGO E RENDA

# Mercado de trabalho deteriora-se em 2015

Taxa de desemprego em alta, queda na ocupação e arrefecimento dos rendimentos marcam os primeiros meses de 2015

O mercado de trabalho deteriorou-se nos primeiros cinco meses de 2015. Todas as pesquisas que contemplam indicadores de emprego e renda apontam cenário semelhante: taxa de desemprego em alta, queda no emprego em praticamente todos os setores da economia e retração dos rendimentos médios reais. A perspectiva é de piora do mercado de trabalho para os próximos meses.

● **TAXA DE DESEMPREGO AUMENTA E SINALIZA VOLTA A PATAMAR DE DOIS DÍGITOS.** A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME/IBGE) subiu para 6,7% da População Economicamente Ativa (PEA) em maio. Esse per-

centual é o maior para o mês dos últimos quatro anos. Em relação a maio de 2014, houve um aumento de 1,8 ponto percentual (p.p.). Feito os ajustes sazonais, a taxa subiu de 6,0% em abril para 6,3% em maio.

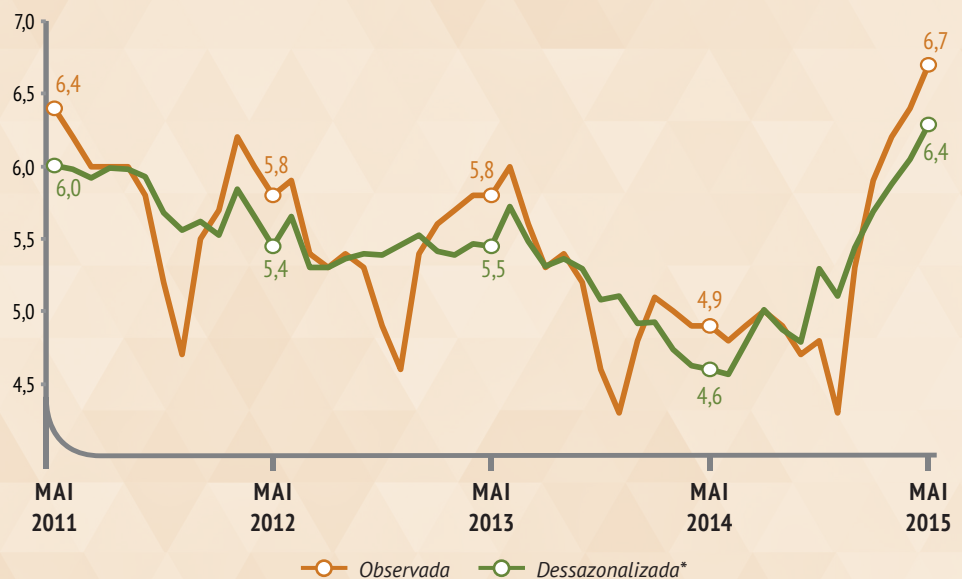
O indicador de desemprego medido pela Pnad-Contínua (Pnad-C) corrobora a deterioração verificada nos indicadores da PME. No trimestre encerrado em abril, a taxa de desemprego registrou 8,0% da PEA, um aumento 0,9 p.p. em relação ao registrado no mesmo período de 2014. Essa é a maior taxa para o intervalo de fevereiro a abril desde o início da série histórica, iniciada em 2012. Para o final do ano, há expectativas de que a taxa de desemprego medida pela Pnad-C alcance dois dígitos.

A trajetória da taxa de desemprego segue explicada pela contínua retração na ocupação em 2015. Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED/MTE), a economia perdeu 115,6 mil postos de trabalho formais somente em maio. No acumulado dos cinco primeiros meses do ano, houve perda de 278,3 mil empregos. Esse é o pior resultado no período desde 2002, quando teve início a série histórica. Nos últimos 12 meses terminados em maio, a economia já acumula perda de 593,3 mil empregos formais.

### Taxa de desemprego segue em alta e registra pior resultado dos últimos quatro anos

Taxa de desemprego nas regiões metropolitanas

Em % da PEA



Fonte: PME/IBGE - \* Elaboração: CNI.

A indústria continua sendo o setor com maior perda de postos de trabalho. Somente nos primeiros cinco meses de 2015, o setor perdeu 215,7 mil empregos formais. No acumulado dos últimos 12 meses terminados em maio, a perda foi de 687,5 mil vagas. Considerando apenas a indústria de transformação, constata-se redução de 340,2 mil postos de trabalho nos últimos 12 meses. A indústria da construção é outro segmento que mostra forte retração no número de empregados, com queda de 334 mil vagas nos últimos 12 meses.

Adicionalmente, a PEA segue em expansão, o que pressiona ainda mais a taxa de desemprego. Em maio, a PEA apresentou um aumento de 1,2% na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Em abril e março houve crescimento de 0,9% e 0,3%, respectivamente, na mesma base de comparação. No acumulado do ano até maio, a PEA apresentou aumento de 0,5% na comparação com o mesmo período de 2014. Essa mesma comparação, quando feita entre 2014 e 2013, apontava queda de 0,8% da PEA.

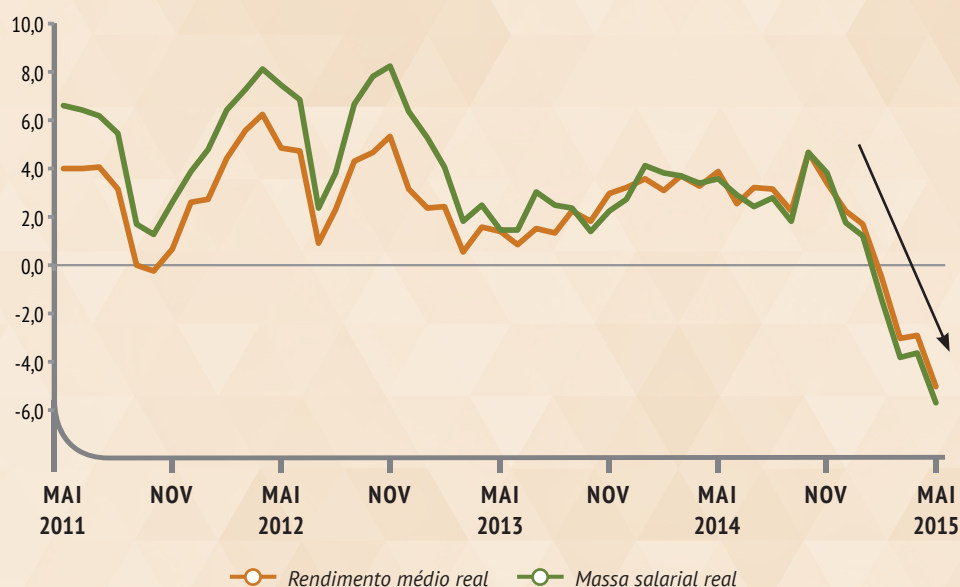
Os impactos da fraca atividade econômica e da pressão inflacionária devem manter a trajetória de expansão da PEA em 2015, na medida em que mais indivíduos busquem opções de rendimento para as famílias.

Diante deste cenário, projetamos que a taxa média de desemprego metropolitano alcance 6,7% da PEA em 2015.

● **RENDIMENTO MÉDIO REAL E MASSA SALARIAL REAL REGISTRAM FORTE QUEDA EM 2015.** O rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores metropolitanos caiu significativamente nos primeiros meses de 2015. O indicador fechou o mês de maio com queda de 5,0% na comparação com o mesmo período do ano anterior. Essa é quarta queda mensal consecutiva. A última redução tão substancial ocorreu em fevereiro de 2004, quando o indicador caiu 4,8% em relação a fevereiro de 2003.

Para 2015, espera-se a continuidade do recuo do rendimento médio real, tanto por influência das pressões inflacionárias sobre o poder de compra dos trabalhadores, quanto pela retração no emprego em função da baixa atividade econômica. Esse último efeito é potencializado pela redução mais acentuada do emprego formal, uma vez que esse tipo de ocupação possui remuneração mais elevada que a média. Nesse cenário, espera-se uma queda de 2,5% na renda média real, em 2015, ante crescimento de 2,7% registrado em 2014.

A queda na ocupação e no rendimento médio real impacta fortemente a massa salarial real, que vinha crescendo, ininterruptamente, desde 2004. Em maio, o indicador totalizou quatro meses consecutivos de queda, registrando recuo de 5,7% na comparação com o mesmo mês de 2014. A CNI prevê uma retração de 3,5% da massa salarial real em 2015. Esse será o pior resultado anual para o indicador na série histórica iniciada em 2002.



**Retração no rendimento médio real e na ocupação compromete crescimento da massa salarial real em 2015**

*Rendimento Médio Real e Massa salarial real*

*Varição (%) frente ao mesmo mês do ano anterior*

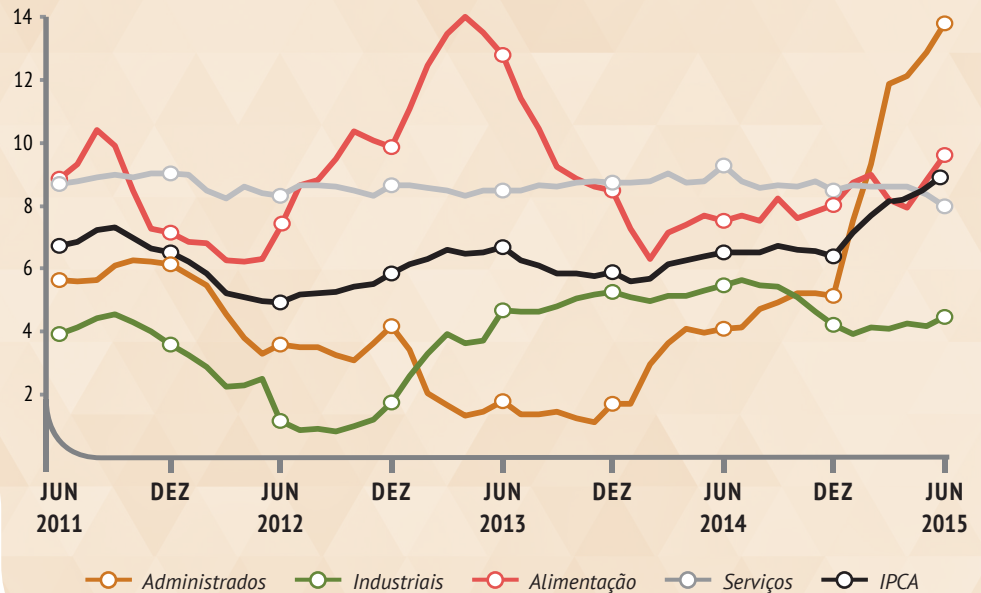
## INFLAÇÃO, JUROS E CRÉDITO

# Inflação se aproxima do teto da meta no acumulado do primeiro semestre

## Ajustes de preços relativos pressionam a inflação no primeiro semestre de 2015

### Preços administrados aceleram no primeiro semestre

IPCA por grupos  
Acumulado em 12 meses (%)



Fonte: IBGE - Elaboração: CNI

A inflação segue em ascensão no segundo trimestre de 2015, embora com menor intensidade que no primeiro trimestre. O IPCA variou 2,3% no trimestre encerrado em junho, ante 3,8% no finalizado em março. No acumulado em 12 meses, o índice alcançou 8,9%, em junho, ante 6,5% no mesmo período de 2014.

No primeiro semestre do ano, o IPCA acumulou alta de 6,2%, nível superior à meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A aceleração da inflação nesse período reflete, principalmente, os ajustes de preços relativos – realinhamento tanto dos preços administrados em relação aos livres como dos preços domésticos em relação aos internacionais. Entre os grupos que compõem o IPCA, o de preços administrados e o de alimentos e bebidas foram os que mais impactaram os preços neste início de ano.

No acumulado em 12 meses até junho, o conjunto de preços administrados atingiu variação de 13,8%, ante 4,1% no mesmo período do ano anterior. No ano, apresenta alta de 10,1%. Esse avanço considerável nos preços administrados no primeiro semestre de 2015 ocorreu principalmente pelo ajuste de 42,0% nos preços de energia, além do aumento nos preços da gasolina, de 9,2%, e de produtos farmacêuticos, de 6,0%. Para o segundo semestre, a expectativa é de ajustes moderados no preço de energia elétrica, o que deverá atenuar o avanço dos preços administrados. Uma eventual pressão de alta no IPCA está associada ao provável aumento no preço da

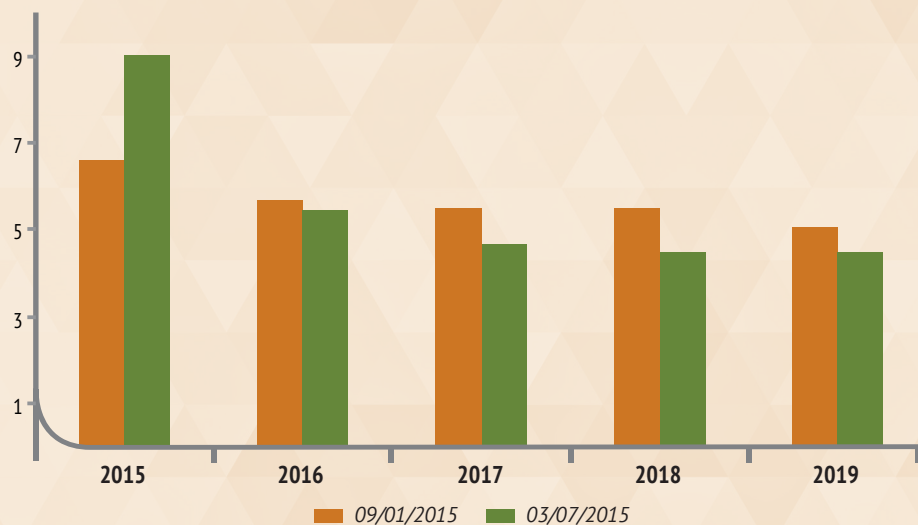
gasolina, visto como uma maneira de neutralizar o efeito da desvalorização cambial e de alinhar os preços domésticos com as cotações internacionais. Ainda assim, acredita-se que esses ajustes trarão menor pressão inflacionária que os ocorridos no primeiro semestre do ano. Desta forma, a CNI espera um aumento de 13,3% nos preços administrados em 2015.

O grupo de alimentos e bebidas foi o segundo que mais impactou o índice total. No acumulado em 12 meses terminados em junho, a taxa atingiu 9,6%, maior que a 7,5% observada no mesmo período de 2014. Apenas no primeiro semestre de 2015, o grupo acumulou alta de 6,6%. Diversos fatores contribuíram para esse comportamento dos preços dos

## Expectativas de inflação mais favoráveis a médio prazo

Inflação segundo a pesquisa Focus

Expectativa para o ano (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

### Nova sinalização do Banco Central tem surtido efeito sobre as expectativas de inflação de médio e longo prazo

alimentos. Dentre eles podemos citar três relevantes. Primeiro, os problemas climáticos que afetaram a oferta de determinados produtos agrícolas. Segundo, o impacto da desvalorização cambial nos preços, que se deu tanto pelo aumento do custo de importação de insumos, quanto pelo direcionamento da produção ao mercado internacional. Por fim, o encarecimento do custo de produção causado pelo aumento dos preços da água, dos combustíveis e da energia elétrica. Para 2015, a CNI estima um aumento de 10,9% nos preços de alimentos e bebidas.

Os preços dos produtos industriais apresentaram alta acumulada em 12 meses de 4,5% em junho, ante 5,5% no mesmo período em 2014, portanto, abaixo da média da inflação geral. Nos seis primeiros meses do ano, a alta acumulou 3,0%. Dentre outros fatores que contribuíram para modesta variação nos preços do grupo está o fraco desempenho da demanda, que dificulta os repasses da desvalorização cambial e da elevação da tarifa de energia para os preços aos consumidores. A expectativa é que esse comportamento se mantenha durante o restante de 2015, dada esperada manutenção do cenário econômico adverso. Com isso, projetamos que os preços dos produtos industriais encerrem o ano com variação de 4,8%.

O grupo de serviços variou 8,0% em 12 meses até junho, ante 9,3% no mesmo período de 2014. No ano, acumula alta de 5,1%. Apesar da fraca atividade econômica e a piora no mercado de trabalho, com impactos na renda real das famílias, o grupo mostrou modesto arrefecimento em comparação ao ano anterior. A principal razão está na inércia característica do grupo, na medida em que seus preços são diretamente afetados por reajustes indexados à inflação passada e ao salário mínimo. Essa rigidez nos preços de serviços permitiu um repasse, mesmo que parcial, do aumento dos preços administrados, em especial o de energia, para os preços do grupo. Desta forma, a CNI

estima uma moderada queda no ritmo de crescimento dos preços de serviços para 2015. Assim, o grupo encerraria o ano com alta de 7,4%.

A expectativa da CNI é que o IPCA atinja 9,1% no acumulado do ano em 2015, situando-se significativamente acima do topo da banda estipulada pelo programa de metas de inflação.

### ● CONVERGÊNCIA DA INFLAÇÃO PARA O CENTRO DA META DEVE ACONTECER A PARTIR DE 2016.

O Banco Central optou por dar continuidade ao ciclo de aumento de juros no segundo trimestre. Com isso, elevou a *Selic* para 13,75% – 0,5 ponto percentual (p.p) em cada uma das reuniões, realizadas em abril e em junho. Desde a retomada do ciclo, em outubro passado, a taxa básica de juros acumula alta de 2,75 p.p.

As pressões inflacionárias mais intensas que as projetadas inicialmente evidentemente contribuíram para os sucessivos aumentos na taxa básica de juros. Contudo, acredita-se que a extensão do ciclo de alta, mesmo frente a um cenário de forte retração da atividade econômica, teve como objetivo resgatar a credibilidade do Banco Central, comprometida nos últimos anos. Esse resgate é essencial para ancorar as expectativas e, conseqüentemente, conduzir a inflação para o centro da meta em 2016. Para reafirmar o comprometimento da autoridade monetária com o controle de preços, o CMN reduziu os limites de tole-



rância à inflação para 2017, embora tenha mantido a meta de 4,5%. O intervalo de tolerância passou de 2,0 p.p para 1,5 p.p., limitando a banda de flutuação entre 3,0% e 6,0%.

A nova sinalização do Banco Central tem impactado as expectativas de inflação de médio e longo prazo. De acordo com a última pesquisa Focus, referente ao dia 03 de julho, os analistas de mercado projetam inflação de 5,45% para 2016, 0,25 p.p inferior à estimada em janeiro deste ano. A redução nas expectativas fica explicitada nas projeções para os anos de 2017, 2018 e 2019, como mostra o gráfico abaixo. Ressalta-se que as projeções inflacionárias arrefeceram mesmo com o aumento das expectativas de inflação para 2015, resultado alcançado com a atual estratégia de política monetária.

Os efeitos das políticas monetária e fiscal contracionistas, somados a um cenário de fraca atividade econômica e deterioração do mercado de trabalho, devem contribuir para o arrefecimento dos preços. Com isso, esperamos o encerramento do

ciclo de alta dos juros em julho, com um último aumento de 0,5 p.p., levando a taxa *Selic* para 14,25%.

● **DETERIORAÇÃO ADICIONAL DO MERCADO DE CRÉDITO.** O crédito continua a desacelerar nos primeiros meses do ano. Segundo dados do Banco Central, o crescimento real do saldo médio dos últimos 12 meses, comparado com o saldo médio dos 12 meses anteriores, passou de 8,1% em maio de 2014 para 3,9% em maio deste ano (último dado disponível). Para a pessoa física, a taxa variou de 9,4% para 5,6%, enquanto que o saldo de crédito para pessoa jurídica mostrou desaceleração de 7,0% para 2,5%.

Diferentes fatores têm contribuído para a desaceleração do mercado de crédito. Primeiro, as elevações sucessivas na *Selic* e na TJLP provocaram um aumento do custo de financiamento, tanto com os recursos livres, quanto com os direcionados. Segundo, o fraco desempenho da atividade econômica e a baixa confiança na economia postergaram consumo e investimento por parte das famílias e dos empresários.

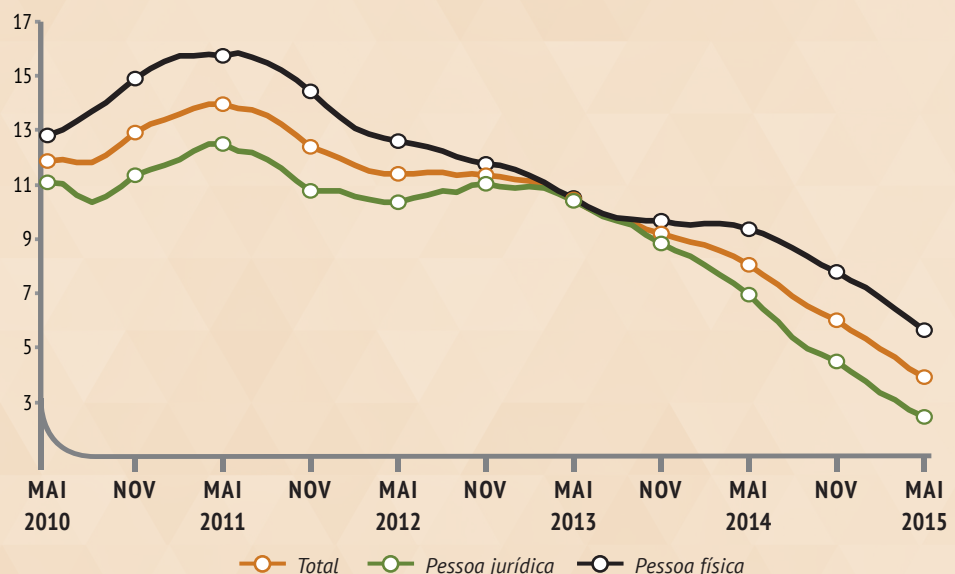
No caso dos financiamentos com recursos direcionados, o governo tem sinalizado redução dos desembolsos por parte do BNDES. Dados dessa instituição mostram que os desembolsos diminuíram 20,3% no acumulado de janeiro a maio de 2015 em relação ao mesmo período de 2014. Essa moderação nas concessões de crédito direcionando, além de contribuir para a desaceleração dos preços, diminui os subsídios por intermédio de operações de crédito, colaborando com o controle fiscal. Além disso, a Caixa Econômica Federal, responsável por maior parte dos financiamentos imobiliários, elevou as taxas de financiamento e reduziu o limite de crédito para imóveis usados custeados com recursos da poupança. Essas medidas possivelmente continuarão a repercutir sobre o mercado de crédito brasileiro no próximo semestre, contribuindo para uma adicional deterioração.

Em resumo, a moderação dos desembolsos do BNDES e a esperada manutenção do cenário econômico negativo no curto prazo devem levar a continuidade do processo de desaceleração do estoque de crédito em 2015.

## Crédito continua a desacelerar

### Saldo de operações de crédito

Varição real do acumulado em 12 meses contra os 12 meses anteriores (%), deflacionado pelo IPCA



Fonte: Banco Central do Brasil

## POLÍTICA FISCAL

# Cumprimento da meta de superávit primário torna-se improvável

Medidas do ajuste fiscal têm seus efeitos reduzidos pelo Congresso e forte queda da atividade econômica impacta a arrecadação

A reversão do caráter expansionista da política fiscal observado nos últimos anos não deverá ser suficiente para garantir o cumprimento da meta de superávit primário em 2015. Parte da redução de despesas e do aumento de receitas que seriam obtidos pelo Governo Federal com as medidas enviadas ao Congresso Nacional não se materializará, devido às modificações sofridas no Legislativo. Além disso, o impacto da retração da atividade econômica sobre a arrecadação tem sido mais forte do que o inicialmente esperado. Finalmente, também foram observados crescimentos significativos em algumas despesas em função de pagamentos não realizados em anos anteriores.

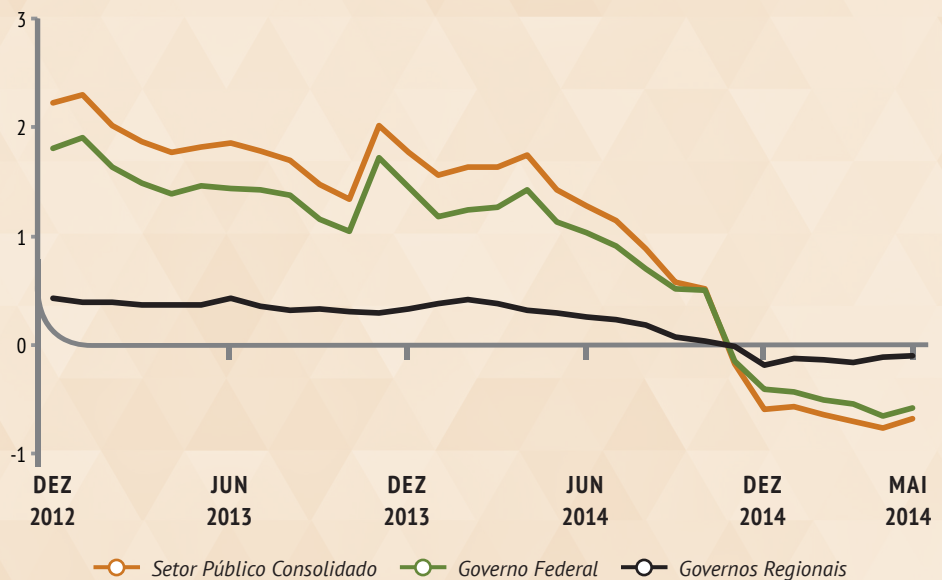
● **DESPESAS FEDERAIS FICAM ESTÁVEIS NOS PRIMEIROS CINCO MESES DE 2015.** A intenção de reverter a expansão fiscal registrada nos últimos anos fica evidente quando se observa os gastos do Governo Federal nos primeiros meses de 2015, seja no total ou, principalmente, de forma desagregada. As despesas primárias do Governo Federal tiveram aumento real de 0,2% (deflator IPCA) entre janeiro e maio de 2015, na comparação com os mesmos meses do ano anterior. Em 2014, o crescimento real das despesas havia sido de 6,1%, em relação a 2013.

O que dificulta um controle maior do gasto total é o comportamento de algumas despe-

### Déficit primário acumulado em 12 meses aumentou R\$ 6,0 bilhões nos primeiros cinco meses de 2015

#### Evolução do resultado primário do Setor Público

Acumulado em 12 meses (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil

sas obrigatórias. Os gastos previdenciários registraram expansão real de 4,8% nos primeiros cinco meses de 2015, com relação ao mesmo período de 2014. Isso se deve, principalmente, ao aumento real de 2,3% concedido ao salário mínimo. Esse fator também explica grande parte do aumento real de 6,8% nas despesas com benefícios assistenciais e de 9,0% nos gastos com Seguro Desemprego e Abono Salarial. Nesse último caso, porém, parte do aumento parece estar ligada à regularização de pagamentos que deveriam ter ocorrido em anos anteriores. Essa explicação também se aplica ao aumento real de 61,2% nas despesas com subsídios e subvenções.

Por outro lado, as despesas não obrigatórias, com investimento ou custeio, tiveram queda real de 8,3% nos primeiros cinco meses de 2015, na comparação com o mesmo período de 2014. Essa redução nas despesas não obrigatórias foi proporcionada pela queda real de 38,3% nos investimentos do Governo Federal (exclui subsídios ao

Minha Casa Minha Vida) e de 5,9% nas despesas de custeio.

● **FORTE QUEDA DA ATIVIDADE ECONÔMICA DIFÍCULTA RECUPERAÇÃO DA ARRECADAÇÃO FEDERAL.**

Algumas medidas que visam aumentar a arrecadação do Governo Federal já entraram em vigor e explicam, em parte, a redução da intensidade da queda das receitas nos últimos meses. A receita líquida do Governo Federal registrou redução real de 3,0% nos primeiros cinco meses de 2015, na comparação com o mesmo período do ano anterior. Essa mesma comparação, quando feita para os meses de janeiro e fevereiro de 2015, apontava queda real de 4,3%.

Entretanto, os efeitos positivos sobre a arrecadação das medidas do ajuste fiscal estão sendo menos percebidos devido aos efeitos negativos da redução da atividade econômica e da massa salarial real. As receitas tributárias, apesar do aumento das alíquotas de diversos tributos, ainda apontam queda real de 3,0% nos primeiros cinco meses de 2015, em relação ao mesmo período do ano anterior. Além da queda da atividade econômica, o aumento de 90% nas restituições também ajuda a explicar esse resultado. Por sua vez, a queda da massa salarial real é a principal explicação para a retração real de 3,1% nas receitas previdenciárias, quando são excluídas as compensações do Tesouro Nacional em função da desoneração da folha de pagamentos.

Já as receitas não administradas pela Receita Federal tiveram queda real de 14,4% nos cinco primeiros meses de 2015, na comparação com o mes-

mo período de 2014. Esse resultado é explicado pela redução no recebimento de dividendos e de compensações financeiras pela exploração de petróleo pela União.

● **DESPESAS DE ESTADOS E MUNICÍPIOS SE RETRAEM.** Nos estados e municípios os resultados em termos de contenção de despesas são mais significativos do que no Governo Federal. Os dados disponíveis possibilitam estimar que entre janeiro e abril de 2015 os governos regionais reduziram seus gastos em 3,6%, na comparação com os mesmos meses do ano anterior.

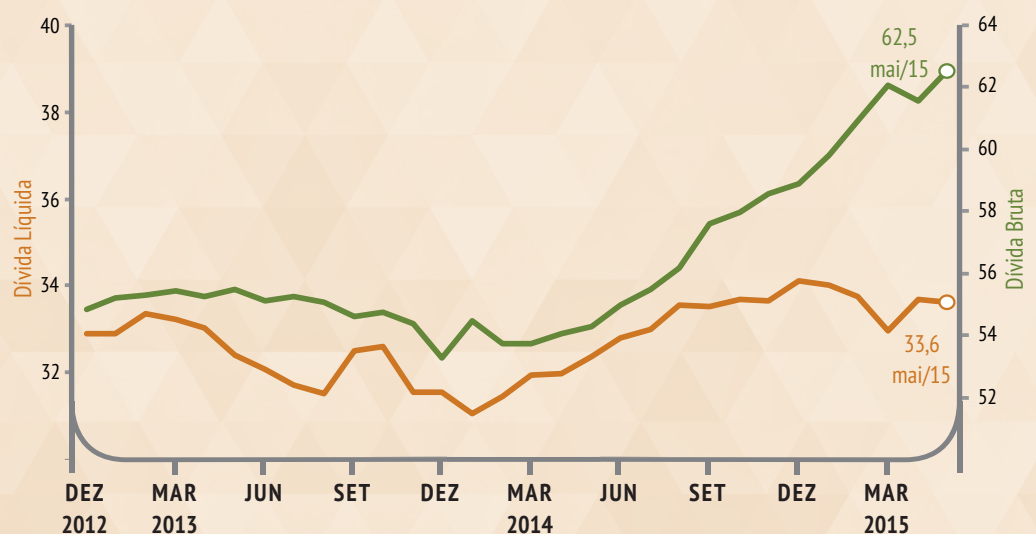
A melhora do resultado primário só não foi maior em função da redução nas receitas de estados e municípios. Nos primeiros quatro meses de 2015, as receitas dos governos regionais registraram queda real de 2,3%, na comparação com o mesmo período de 2014. A retração da atividade econômica teve efeito negativo na arrecadação do ICMS, que apresentou queda real de 3,3%, e também nas transferências recebidas da União, que caíram 2,9% em termos reais.

● **DÉFICIT NOMINAL APRESENTA ELEVAÇÃO SIGNIFICATIVA.** Apesar da política fiscal contracionista implementada nos âmbitos federal e regional, a queda nas receitas manteve a deterioração do resultado primário nos primeiros meses de 2015. Nos últimos 12 meses encerrados em maio, o setor público consolidado teve déficit primário de R\$ 38,5 bilhões (0,68% do PIB). No final de 2014 o déficit primário foi de R\$ 32,5 bilhões (0,59% do PIB).

**Aumento do déficit nominal provocou aumento de 3,86 pontos percentuais da relação Dívida Bruta/PIB nos últimos cinco meses**

*Evolução da Dívida Líquida e da Dívida Bruta do Setor Público*

*Em relação ao PIB (%)*



Fonte: Banco Central do Brasil

Além do aumento do déficit primário, a elevação de 1,58 ponto percentual (p.p.) do PIB nas despesas com juros fez com que o déficit nominal acumulado em 12 meses atingisse 7,9% do PIB, em maio de 2015. Mesmo com o déficit nominal nesse patamar, a relação Dívida Líquida/PIB caiu de 34,1% para 33,6% do PIB entre dezembro de 2014 e maio de 2015. Essa queda ocorreu em função dos efeitos da desvalorização da taxa de câmbio no endividamento interno e externo. Entretanto, a relação Dívida Bruta/PIB passou de 58,9% do PIB, em dezembro de 2014, para 62,5% do PIB, em maio de 2015. Isso ocorreu porque, no caso da Dívida Bruta, não há abatimento de créditos do setor público cujo valor aumenta em reais com a desvalorização da taxa de câmbio, como é o caso das reservas internacionais do Banco Central.

● **META DE SUPERÁVIT PRIMÁRIO NÃO DEVE SER CUMPRIDA.** Os efeitos das medidas do ajuste fiscal deverão ser mais sentidos nos próximos meses e, com isso, os resultados fiscais deverão melhorar significativamente até o fim de 2015. Pelo lado das despesas, o contingenciamento de R\$ 70,8 bilhões em despesas não obrigatórias feito pelo Governo Federal e as novas regras para a concessão do Seguro Desemprego deverão fazer com que o ritmo de queda das despesas de custeio e capital se intensifique no restante do ano. Além disso, o ritmo de retração real nas despesas de pessoal deve ser mantido e o crescimento real das despesas previdenciárias deve ser reduzido. Dessa forma, a CNI estima que as despesas do Governo Federal devem encerrar 2015 com retração real de 3,1%.

Pelo lado das receitas, o aumento das alíquotas de diversos tributos deve fazer com que as receitas tributárias revertam a queda real observada nos primeiros cinco meses do ano e encerrem 2015 estáveis, em termos reais, quando comparadas a 2014. Além disso, as projeções do Governo Federal para as receitas não administradas pela Receita Federal indicam uma redução do ritmo de queda real até o fim do ano. Por outro lado, as receitas previdenciárias devem continuar se deteriorando com a acentuação da queda real na massa salarial. Assim, a CNI estima que a receita líquida do Governo Federal deve encerrar 2015 com queda real de 0,6%, na comparação com 2014.

Nesse cenário, o Governo Federal deve registrar superávit primário de R\$ 10,5 bilhões (0,2% do PIB estimado pela CNI). No caso dos governos regionais, a queda nas despesas e a melhora nas receitas, em função do impacto do aumento de preços de energia e combustíveis na arrecadação de ICMS, devem proporcionar, ao menos, o cumprimento da meta de superávit primário de R\$ 11,0 bilhões (0,2% do PIB). Com isso, o superávit primário do setor público consolidado deve ser de R\$ 22,5 bilhões (0,4% do PIB) em 2015.

Esse resultado ficaria aquém da meta de superávit primário de R\$ 66,3 bilhões para 2015. Para o cumprimento da meta, o Governo Federal deveria promover contingenciamento adicional de R\$ 44,7 bilhões. Entretanto, esse montante parece inviável, uma vez que a base

contingenciável reduziu-se a R\$ 122 bilhões após o primeiro contingenciamento. Uma alternativa seria a combinação de um contingenciamento adicional menor com a obtenção de receitas extraordinárias, como seria o caso da oferta pública de ações da Caixa Seguradora.

O contingenciamento de R\$ 70,8 bilhões ficou em linha com a estimativa da CNI no primeiro Informe Conjuntural de 2015 para cumprimento da meta de superávit primário. A necessidade de contingenciamento adicional de R\$ 44,7 bilhões pode ser explicada por dois fatores. O primeiro é o prazo e a forma como medidas do ajuste fiscal foram aprovadas no Congresso Nacional, o que fez com que o Governo Federal obtivesse cerca de R\$ 16,0 bilhões a menos em redução de despesas e aumento de receitas em 2015. O segundo fator é a deterioração da atividade econômica, mais forte do que a esperada, e seu impacto na arrecadação.

Com isso, caso a projeção de superávit primário do setor público consolidado de R\$ 22,5 bilhões (0,4% do PIB) se confirme, o déficit nominal deve ser de 6,45% em 2015. Essa estimativa considera que as despesas com juros nominais, atualmente em 7,2% do PIB, devam se retrair para 6,85% do PIB até o fim do ano, com a redução do impacto da desvalorização cambial sobre os custos com *swaps* cambiais. O déficit nominal elevado e o baixo crescimento do PIB nominal devem fazer com que a relação Dívida Líquida/PIB atinja 36,4%, do PIB em dezembro de 2015.

**O superávit primário do setor público consolidado deve ser de R\$ 22,5 bilhões (0,4% do PIB) em 2015**

## SETOR EXTERNO

## Comércio externo atenua os efeitos da redução da demanda interna

### Desvalorização do Real afeta positivamente a balança comercial

No segundo trimestre de 2015, observou-se uma pequena valorização do real frente ao dólar americano e uma redução em sua volatilidade, quando comparada a observada no primeiro trimestre. Paralelamente, a balança comercial brasileira passou a ser superavitária a partir de março. Contudo, não primordialmente porque as exportações aumentaram substancialmente, mas sim devido à queda nas importações. Além disso, o déficit nas transações correntes manteve sua tendência de queda em 2015, frente a um cenário de depreciação anual do Real e de retração da atividade econômica brasileira.

● **DESVALORIZAÇÃO DO REAL PERDE FORÇA E A SUA VOLATILIDADE DIMINUI.** O Real atingiu a cotação de R\$ 3,10/US\$ no final de junho, acumulando uma desvalorização de 15,2% de janeiro a junho desse ano. No segundo trimestre houve uma valorização do Real de 2,25%, quando se considera a taxa média mensal de câmbio de abril a junho. Paralela a essa valorização, a taxa de câmbio (Real/Dólar) também foi menos volátil no segundo trimestre em relação ao primeiro trimestre de 2015. A diferença entre a cotação diária máxima e a mínima no segundo trimestre foi de R\$ 0,28 /US\$, ou 9,8% da cotação mínima, enquanto no primeiro trimestre essa amplitude havia sido de R\$ 0,69 /US\$, ou 26,9% da cotação mínima. A efetivação de algumas das medidas

do ajuste fiscal e o abrandamento do embate político podem ter atenuado as incertezas de curto prazo sobre a política econômica brasileira. Com isso, promoveram uma redução da volatilidade da taxa de câmbio.

● **QUEDA ACENTUADA DAS IMPORTAÇÕES SUSTENTA SUPERÁVIT COMERCIAL.** No acumulado do ano até junho, o superávit da balança comercial alcançou US\$ 2,2 bilhões, resultado muito superior ao déficit de US\$ 2,4 bilhões de dólares registrado no mesmo período do ano passado. A queda mais intensa das importações explica o resultado da balança comercial no primeiro semestre.

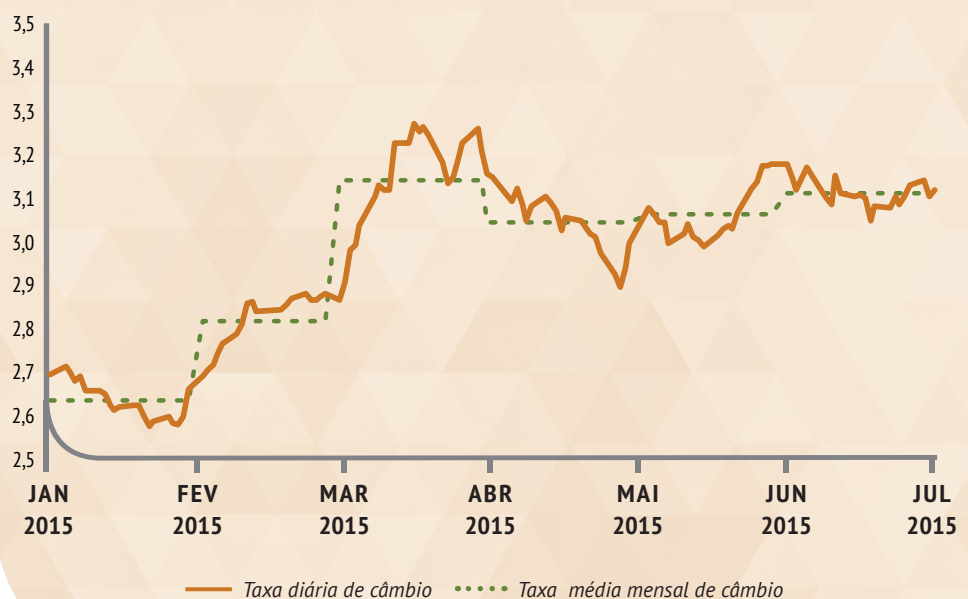
No acumulado até junho, as importações atingiram US\$ 92,1 bilhões no ano, valor 18,5% inferior ao registrado no mesmo período de 2014. Comparando os primeiros cinco meses de 2015 contra os respectivos meses de 2014, os índices de preço e quantum de importação da Funcex recuaram 10% e 9,9%, respectivamente.

A queda nas importações ocorreu em todas as categorias de uso. De janeiro a maio desse ano, a queda nas importações de combustíveis e lubrificantes foi de 36,4% e a de bens de consumo duráveis foi de 21,3% em relação ao mesmo período de 2014. Essas categorias têm os piores resultados em termos de valor importado no ano. As importações de bens de capital e de bens de consumo duráveis mostraram as maiores quedas em termos de quantidade até maio desse ano: 19,1% e 20,1%, respectivamente.

### Taxa de câmbio fica menos volátil no segundo trimestre

Taxa de câmbio em 2015

R\$/US\$

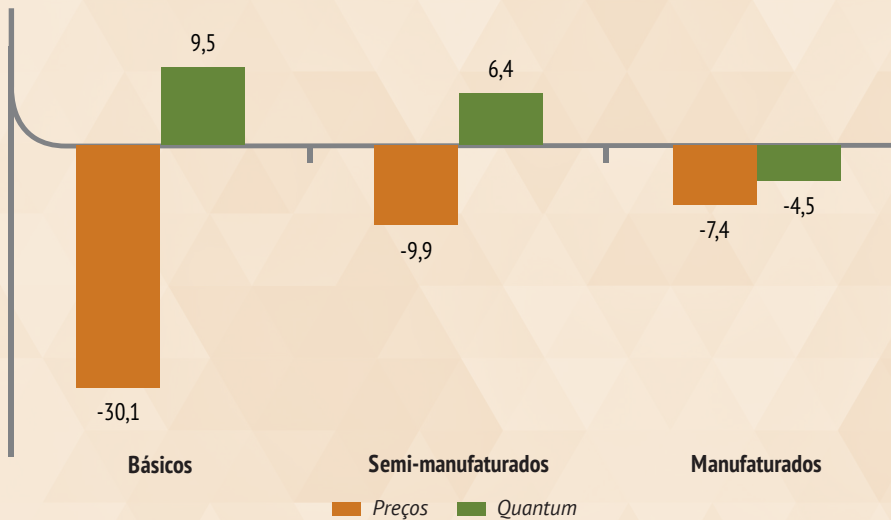


Fonte: Banco Central do Brasil

## Queda dos preços de exportação não se restringe aos bens básicos

Variações de preço e de quantum das exportações por classe de produto entre jan-mai/2014 e jan-mai/2015

Variação percentual (%)



Fonte: Funcex

### A desvalorização e a forte redução da atividade, do investimento e do consumo explicam a queda intensa e generalizada das importações

Dado o uso específico desses bens, como máquinas e equipamentos, a redução desse tipo de importação preocupa porque aponta para queda de investimentos.

A desvalorização e a forte redução da atividade, do investimento e do consumo explicam a queda intensa e generalizada das importações. Como não há expectativas de mudanças nesse cenário para o segundo semestre, a perspectiva é de manutenção do ritmo de queda. Com isso, a CNI estima que as importações de 2015 totalizem US\$ 197 bilhões.

As exportações totalizaram US\$ 94,3 bilhões no primeiro semestre do ano, o que representa uma redução de 14% em relação ao valor exportado no mesmo período de 2014. O índice de preço de exportação, calculado pela Funcex, mostra queda de 19,7% de janeiro a maio de 2015 em relação ao mesmo período de 2014, enquanto nesse período, o índice de quantum teve um aumento de 3,6%.

A forte queda dos preços das *commodities* é a principal responsável pela queda nos preços de exportação. Contudo, a queda dos preços não se restringe aos bens básicos. Na comparação entre os primeiros cinco meses de 2015 e 2014, os preços de exportação de básicos recuaram 30,1%, os de semimanufaturados 9,9% e os de manufaturados 7,4%. Na mesma comparação, o volume exportado de básicos e de semimanufaturados aumentaram 9,5% e 6,4%, respectivamente. Enquanto o volume de exportações de manufaturados caiu 4,5%.

A média diária de exportações em junho recuou 8,7% na comparação com o mesmo mês de 2014, queda inferior a registrada no acumulado do ano até maio (16,2%). Contribuiu para esse resultado a contabilização de uma exportação de uma plataforma de petróleo no valor de US\$ 690 milhões em junho. Além disso, percebe-se um bom desem-

penho das exportações em junho, indicando uma possível recuperação impulsionada pela desvalorização cambial. Essa relativa melhora das exportações deverá se manter no segundo semestre, mas não será ampliada. Com tudo isso, a CNI estima que as exportações de 2015 totalizem US\$ 202 bilhões. Assim, o saldo comercial ao fim de 2015 totalizará US\$ 5 bilhões.

### ● DÉFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES CONTINUA DIMINUINDO.

O déficit em transações correntes acumulado em 2015 alcançou US\$ 35,8 bilhões em maio, uma redução de 20,3% na comparação com o registrado no mesmo período de 2014. Essa redução no déficit se deve em parte à depreciação anual do Real e em parte à fraca atividade econômica brasileira. Além disso, a melhora na balança comercial também auxiliou na redução do déficit de transações correntes.

O déficit com viagens internacionais alcançou US\$ 5,7 bilhões, 25% menor do que o mesmo período de 2014. Essa queda seria mais uma das consequências da desvalorização do Real em 2015, que encareceu os gastos dos brasileiros no exterior e ajudou na redução do déficit de transações correntes.

Parte do déficit em transações correntes foi financiada por investimentos diretos. Após a queda de janeiro, o investimento externo direto voltou a crescer e o seu saldo acumulado no ano atingiu US\$ 25 bilhões em maio. Contudo, esse valor é 35% menor que o saldo observado no mesmo período de 2014.

A CNI prevê que o déficit de transações correntes continue caindo até o fim do ano e alcance US\$ 81 bilhões, uma queda de 23% na comparação com o registrado em 2014.



## PERSPECTIVAS DA ECONOMIA BRASILEIRA

	2013	2014	2015 projeção anterior (14/04/2015)	2015 projeção atual (09/07/2015)
<b>ATIVIDADE ECONÔMICA</b>				
<b>PIB</b> (variação anual)	2,7%	0,1%	-1,2%	-1,6%
<b>PIB industrial</b> (variação anual)	1,8%	-1,2%	-3,4%	-3,8%
<b>Consumo das famílias</b> (variação anual)	2,9%	0,9%	-0,6%	-1,2%
<b>Formação bruta de capital fixo</b> (variação anual)	6,1%	-4,4%	-6,2%	-7,7%
<b>Taxa de Desemprego</b> (média anual - % da PEA)	5,4%	4,8%	6,7%	6,7%
<b>INFLAÇÃO</b>				
<b>Inflação</b> (IPCA - variação anual)	5,9%	6,4%	8,1%	9,1%
<b>TAXA DE JUROS</b>				
<b>Taxa nominal de juros</b> (taxa média do ano)	8,29%	10,96%	13,12%	13,47%
(fim do ano)	10,00%	11,75%	13,50%	14,25%
<b>Taxa real de juros</b> (taxa média anual e defl: IPCA)	2,0%	4,3%	4,7%	4,4%
<b>CONTAS PÚBLICAS</b>				
<b>Resultado nominal</b> (% do PIB)	-3,05%	-6,23%	-4,97%	-6,45%
<b>Resultado primário</b> (% do PIB)	1,77%	-0,59%	1,13%	0,40%
<b>Dívida líquida</b> (% do PIB)	31,5%	34,1%	35,7%	36,4%
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>				
<b>Taxa nominal de câmbio - R\$/US\$</b> (média de dezembro)	2,35	2,64	3,10	3,25
(média do ano)	2,15	2,35	3,10	3,10
<b>SETOR EXTERNO</b>				
<b>Exportações</b> (US\$ bilhões)	242,2	225,1	208,0	202,0
<b>Importações</b> (US\$ bilhões)	239,0	229,0	207,0	197,0
<b>Saldo comercial</b> (US\$ bilhões)	2,6	-4,0	1,0	5,0
<b>Saldo em conta corrente</b> (US\$ bilhões)	*	-104,8	*	-81,0

\* Dado indisponível por conta de mudança metodológica no balanço de pagamentos promovida pelo Banco Central do Brasil.