



ECONOMIA BRASILEIRA

Edição Especial do Informe Conjuntural



Confederação Nacional da Indústria

CNI. A FORÇA DO BRASIL INDÚSTRIA

Economia segue paralisada ante riscos e incertezas

PAÍS NÃO ENFRENTOU ADEQUADAMENTE SUAS DIFICULDADES EM 2015. O desafio posto no início do ano, de restaurar os fundamentos econômicos e, simultaneamente, avançar na agenda estrutural da competitividade, não teve sucesso. Dificuldades políticas e baixo comprometimento dos diversos atores sociais com a superação dos problemas impediram os avanços. O ajuste econômico permanece incompleto e a agenda de longo prazo sem avanços substantivos.

Os eventos políticos recentes, que culminaram na abertura do processo de impedimento da Presidente da República, adicionam grau de complexidade ainda maior ao momento. Esse cenário conturbado marcará os primeiros meses de 2016, indicando que a travessia em direção à recuperação econômica deverá ser mais difícil e demorada.

RECESSÃO ATUAL É INTENSA E OS NÚMEROS DE 2015 FALAM POR SI. As estimativas da CNI mostram que o PIB deverá ter queda de 3,3% – com retração de 9,8% do PIB da Indústria de Transformação – e a inflação voltará aos dois dígitos (10,5%). O PIB do setor Serviços também mostrará queda inédita (2,5%) nas últimas décadas.

MENOR PARTICIPAÇÃO DA INDÚSTRIA DESDE ANOS 50. Os números efetivos do ano podem ser ainda mais negativos, com o impacto dos acontecimentos mais recentes. Contudo, as estimativas atuais confirmam que a participação da indústria no PIB será a menor na história do Brasil desde os Anos 50. Em 2015, a Indústria atingirá menos de 20% do PIB, com a Transformação ficando em apenas um dígito (9,3%).

As quedas do consumo das famílias (3,9%) e do investimento (15,5%) expressam a força da contração que atingiu a demanda interna, que se reduzirá em 5,6%. A retração do PIB foi amenizada pela contribuição positiva do setor externo, com um superávit comercial de US\$ 18 bilhões, como resultado da mudança cambial e da recessão sobre as importações.

PERSPECTIVAS PARA 2016 SÃO NEGATIVAS. A recessão irá prosseguir em 2016, quando o PIB deverá mostrar queda adicional de 2,6%. A Indústria irá novamente liderar a contração (4,5%), com queda de 10,1% na Construção e de 5,2% na Transformação. A retração da demanda interna continuará expressiva (4,6%). O setor externo contribuirá positivamente (2,0%), mas não o suficiente para reverter a recessão. Em 2015 e 2016, a economia brasileira terá encolhido 5,8% e a Indústria 10,6% no acumulado do período.

SEÇÕES

Saída da crise exige transformação estrutural 02

BALANÇO 2015

Forte recessão afeta toda a economia 03

PERSPECTIVAS 2016

Continuidade da recessão econômica em 2016 04

CENÁRIOS DE MÉDIO PRAZO

Forma de enfrentar a crise determinará cenário dos próximos anos 06

ATIVIDADE ECONÔMICA

Forte recessão em 2015 08

EMPREGO E RENDA

Taxa de desemprego aumenta de forma expressiva com a recessão 13

INFLAÇÃO, JUROS E CRÉDITO

Inflação de dois dígitos em 2015 17

POLÍTICA FISCAL

Desajuste das contas públicas deve permanecer 21

SETOR EXTERNO

Balança comercial positiva e déficit em transações correntes em queda 26

Saída da crise exige transformação estrutural

Retorno ao crescimento ainda é incerto. A recessão atual foi intensificada pelo ajuste macroeconômico em curso – com redução de gastos, aumento de tributação e elevação de juros. No entanto, suas origens são anteriores a 2015. O controle artificial de tarifas e de preços administrados e a paulatina deterioração das contas fiscais foram determinantes para a erosão da estabilidade macroeconômica e exaustão do crescimento. De fato, a recessão atual tem seu início em 2014, quando os fatores críticos da expansão do ciclo anterior – em especial o consumo e o investimento – mostraram esgotamento diante de um quadro de elevado endividamento e baixa competitividade. No biênio 2014-2015, o investimento recuou 19,3%.

A crise de confiança atual tem natureza preponderantemente fiscal, com gastos que crescem acima da capacidade de contribuição da sociedade. Face a dificuldade do Governo em controlar o crescimento dos seus gastos, a trajetória crescente da dívida pública ameaça sua sustentabilidade, contaminando as expectativas e deteriorando a confiança dos agentes econômicos. É elevada a probabilidade do País vir a perder sua condição de grau de investimento, com o rebaixamento da classificação da dívida soberana do Brasil por outra agência de avaliação de risco. Essa situação restringe ainda mais a efetividade da política monetária no combate à inflação, exacerbando os custos da estabilização da economia.

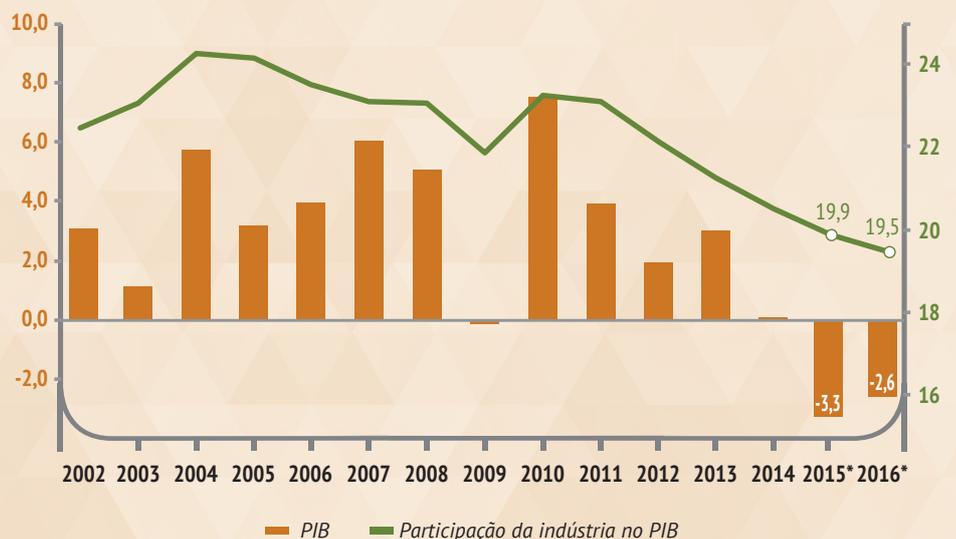
Baixa produtividade limita crescimento. O problema da competitividade é grave e, de certa forma, endêmico. Resulta de uma década sem avanços na produtividade e de elevação de custos de produção e de transação. Sem a contribuição externa, devido ao fim do ciclo favorável dos preços de *commodities* e ao acirramento da competição mundial, a melhoria da competitividade dos produtos brasileiros torna-se crucial para alavancar um novo ciclo de expansão pela via das exportações. A perda de fôlego da demanda interna reforça a importância da alternativa de crescimento via mercado externo.

Superação da crise não contempla atalhos. A desvalorização cambial é fundamental, mas não pode ser o único instrumento para a saída da crise. É necessário esforço permanente e urgência na busca da transformação estrutural que assegure competitividade duradoura aos produtos brasileiros. Uma agenda voltada ao objetivo do crescimento sustentado deve ser composto por três eixos: medidas de estabilidade macroeconômica, ajuste fiscal de longo prazo e melhoria do ambiente de negócios e segurança jurídica, de modo a contribuir para o aumento da competitividade e para a recuperação da confiança dos agentes. Apenas nesse ambiente a economia voltará a crescer de forma sustentada, com uma efetiva contribuição da indústria que reverta a perda de participação do setor na economia.

Crise afeta mais fortemente a indústria

Variação do PIB e participação da indústria no PIB (%)

Taxa de variação e proporção do PIB (%) em valores correntes



Fonte: IBGE - *Projeção: CNI

Salário mínimo e inércia inflacionária

LUZ AMARELA. A inflação de dois dígitos observada em 2015 é um fato que merece atenção. Ela resulta da convivência com uma inflação elevada e ascendente nos últimos anos, quando inclusive foram utilizados mecanismos artificiais de controle de preços administrados. A manutenção da inflação nesse patamar reforça instrumentos de indexação, que trazem rigidez à taxa de inflação. Mais importante, reacende o temor da inflação inercial que dominou o período pré estabilização.

Nesse sentido, é importante rever os atuais instrumentos de indexação e de coordenação de expectativas inflacionárias existentes. É necessário combater tanto a “desancoragem” das expectativas como os efeitos retroalimentadores de reajustes salariais nominais desvinculados da evolução da produtividade específica dos segmentos.

O reajuste do salário mínimo do próximo ano é um fator de risco para a estabilidade econômica. A concessão de um aumento nominal do salário mínimo em mais de 11% em janeiro – seguindo a sistemática atual baseada na inflação anual medida pelo INPC e no crescimento do PIB de 2014 – será um fator de agravamento do quadro econômico.

O setor privado, em especial as empresas de menor porte, não irão suportar consideráveis reajustes salariais com a economia em recessão. O resultado deverá ser mais dispensas de trabalhadores e fechamento de empresas. Tampouco o setor público, em especial municipalidades e a previdência e assistência social, conseguirá lidar com um reajuste dessa magnitude e, assim, terão seus déficits orçamentários aumentados.

PROPOSTA. Uma alternativa seria conceder o reajuste de acordo com a expectativa da inflação futura (a meta de inflação pode ser esse parâmetro), de modo a favorecer a reversão das expectativas inflacionárias. A diferença entre o percentual de reajuste e a inflação observada seria objeto de discussão no ano seguinte.

Essa mudança seria um elemento indutor para a queda da inflação esperada e poderia balizar as negociações salariais das categorias. É uma discussão complexa, mas que precisa ser enfrentada.

A adoção dessa nova política, junto com um ajuste fiscal efetivo, permitiria a reversão das expectativas inflacionárias, viabilizando a flexibilização da política monetária. Essa reversão teria impactos sensíveis no déficit público nominal e na retomada da confiança dos agentes, permitindo o início da recuperação da economia.

BALANÇO 2015

Forte recessão afeta toda a economia

Os resultados observados em 2015 mostram forte recessão da economia brasileira, com quedas expressivas na produção, consumo e investimento. O mercado de trabalho apresenta deterioração, com destruição de postos de trabalho e aceleração da taxa de desemprego. Alia-se ao quadro a inflação alcançando dois dígitos e o desarranjo das contas públicas.

Esse cenário mostra que os problemas demandam ajustes na política macroeconômica e urgência na execução de uma agenda pró competitividade.

RECESSÃO. O PIB de 2015 irá se retrair, apresentando queda de 3,3% frente a 2014, segundo as estimativas da CNI. O fraco desempenho econômico em 2015 não veio acompanhado apenas das quedas no PIB industrial e no investimento, que, pelas estimativas da CNI, devem cair 6,4% e 15,5%, respectivamente. O setor de serviços, o consumo das famílias e do governo, em menor proporção, também apresentarão retração em 2015. Espera-se que o setor de serviços diminua 2,5%. O consumo das

famílias e do governo devem apresentar quedas de 3,9% e 0,6%, respectivamente, o que não acontecia há muitos anos na economia brasileira.

A redução da demanda doméstica, a piora nas condições do mercado de trabalho, o maior comprometimento da renda das famílias, a taxa de inflação elevada, a piora nas condições de acesso ao crédito, a alta taxa de juros, a falta de confiança dos empresários e a atual crise política são fatos marcantes de 2015 que afetam ou são afetados pela recessão econômica ([veja seção Atividade econômica](#)).

DESEMPREGO. As condições do mercado de trabalho apresentaram piora ao longo de todo o ano de 2015. A taxa de desemprego aumentou, mesmo no período do final no ano, quando tende a se reduzir. A CNI estima que a taxa de desemprego fechará o ano com uma taxa média de 8,3% (PNAD Contínua/IBGE), a maior média anual desde o início da pesquisa, em 2012 ([veja seção Emprego e renda](#)).

INFLAÇÃO DE DOIS DÍGITOS. A taxa de inflação se manteve elevada ao longo de 2015 e ultrapassou o limite superior da meta (6,5%) no acumulado em 12 meses desde janeiro. Para 2015, a CNI estima que o IPCA fique em 10,5%.

Os fatores que levaram a inflação a esse patamar foram o reajuste dos preços administrados, principalmente os preços da energia e dos combustíveis, os preços dos alimentos, devido ao choque de oferta, a inércia do preço dos serviços e os repasses do ajuste cambial aos preços do consumidor. Procurando conter a inflação, o Banco Central elevou os juros ao longo do ano até a reunião de setembro, conduzindo a *Selic* para 14,25% ao ano ([veja seção Inflação, juros e crédito](#)).

DESAJUSTE DAS CONTAS PÚBLICAS. Tanto o Governo Federal, como estados e municípios, devem encerrar 2015 com queda real nos gastos. Contudo, a forte queda da atividade econômica impactou negativamente as receitas. Com isso, o setor público consolidado deve registrar déficit primário de R\$ 108,0 bilhões (1,8% do PIB) em 2015. Esse resultado significa uma sensível piora do resultado primário em relação ao observado em 2014, que foi equivalente a 0,6% do PIB.

Devido à deterioração do resultado primário e ao aumento das despesas com juros, a CNI espera que o déficit nominal chegue a 10,5% do PIB, frente a 6,0% observado em 2014. Além disso, o impacto do aumento do déficit nominal deve superar os efeitos do aumento do PIB nominal e fazer com que a relação Dívida Bruta/PIB suba de 57,2%, em 2014, para 64,3%, em 2015 ([veja seção Política fiscal](#)).

DESVALORIZAÇÃO DO REAL E RÁPIDO AJUSTE DAS CONTAS EXTERNAS. A taxa de câmbio real dólar média de 2015 ficará em torno de R\$ 3,33/US\$. A desvalorização do real de 42%, comparando a média de 2015 com a média de 2014, foi uma marca do ano. Pressões domésticas e externas, políticas e econômicas explicam essa mudança do patamar da taxa de câmbio.

Essa mudança, juntamente com a forte queda da atividade econômica brasileira, fez com que a balança comercial voltasse a ficar positiva. Ressalte-se, contudo, que o saldo positivo é resultado de uma retração nas importações mais intensa que nas exportações. As exportações mostrarão queda de 15% ao fim de 2015, para US\$ 191 bilhões. As importações, por sua vez, recuarão 24%, para US\$ 173 bilhões. O déficit em transações correntes também sofre forte ajuste, e recuará de 4,44% do PIB, ao fim de 2014, para 3,94% do PIB, em 2015.

PERSPECTIVAS 2016

Continuidade da recessão econômica em 2016

Em 2015, pouco se avançou para a construção de um ajuste fiscal crível e permanente, aliado a mudanças estruturais capazes de impulsionar a recuperação da atividade econômica. Por isso, o cenário para 2016 não é diferente do observado em 2015.

INCERTEZAS POLÍTICA E ECONÔMICA. A instabilidade política deve perdurar pelo menos no início de 2016, adiando medidas que trariam credibilidade à condução da política econômica, em especial no cumprimento da meta fiscal.

CONTINUIDADE DA RECESSÃO. Como os entraves para a retomada do crescimento econômico não foram adequadamente enfrentados em 2015, será observada a continuidade da recessão em 2016. A atividade manufatureira irá registrar

nova queda em 2016, 4,5%. A indústria de transformação deverá cair menos que em 2015 (5,2% em 2016), devido ao esperado aumento das exportações e à recuperação de parte do mercado doméstico, perdido para bens importados. O setor de serviços deve apresentar o segundo ano consecutivo de queda e terminar 2016 com redução de 2,0%, segundo previsão da CNI.

O consumo das famílias deve manter a tendência de queda (-3,3%), por razões similares às de 2015: desemprego em alta, inflação elevada e crédito mais caro continuarão a afetar a renda disponível das famílias e isso reduzirá o consumo. O investimento mostrará queda pelo terceiro ano consecutivo: 12,3% em 2016, totalizando 30% entre 2014 e 2016 ([veja seção Atividade econômica](#)).

Pouco se avançou para a construção de um ajuste fiscal crível e permanente, aliado a mudanças estruturais capazes de impulsionar a recuperação da atividade econômica. Por isso, o cenário para 2016 não é diferente do observado em 2015

MAIS DESEMPREGO. Os efeitos da reoneração da folha de pagamento e das alterações nas regras de acesso ao seguro desemprego, com repercussões sobre a força de trabalho (PEA), serão sentidos de forma mais contundente em 2016. Nesse ambiente recessivo, o elevado reajuste nominal do salário mínimo – a ser corrigido pela soma da variação acumulada do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em 2015 com a variação real do PIB de 2014 – provocará pressão adicional sobre o nível de emprego. Com isso, a taxa de desemprego média medida pela Pnad Contínua deverá atingir 11,0% da PEA em 2016 ([veja seção Emprego e renda](#)).

INFLAÇÃO EM QUEDA, MAS ACIMA DA META. Os efeitos defasados da política monetária contracionista, a contínua deterioração da atividade econômica e o aprofundamento da crise do mercado de trabalho, devem trazer certo alívio para a inflação de preços livres em 2016. Adicionalmente, os preços administrados devem evoluir em ritmo mais moderado quando comparado ao ano de 2015. Ainda assim, o IPCA permanecerá durante todo o ano acima do limite máximo da meta estabelecida pelo sistema de metas de inflação (6,5%). A CNI estima que o IPCA encerre 2016 com alta acumulada de 6,8%, configurando o não cumprimento da meta pelo segundo ano consecutivo.

Do ponto de vista da política monetária, a taxa de juros real se elevará ainda que a nominal permaneça constante, devido à desaceleração gradual esperada para a inflação. Assim, a política monetária irá se tornar mais contracionista sem a necessidade de aumentos adicionais na taxa básica de juros. Sendo assim, a *Selic* deve permanecer em 14,25% durante todo o ano ([veja seção Inflação, juros e crédito](#)).

NOVO DÉFICIT PRIMÁRIO. O panorama da política fiscal não deve se alterar significativamente em 2016. Apesar dos esforços na contenção de

gastos não obrigatórios, como não foram aprovadas mudanças estruturais relevantes, há pouco espaço para redução adicional dos gastos públicos. Por outro lado, mesmo diante de novos aumentos na tributação, a nova retração da atividade econômica deve fazer com que as receitas tributárias continuem em queda real.

Dessa forma, o resultado primário do setor público consolidado em 2016 deve ser negativo em R\$ 49,0 bilhões (déficit de 0,8% do PIB), bem distante da meta de superávit de R\$ 43,8 bilhões (0,7% do PIB) estipulada pelo Governo Federal. Ainda assim, dado o déficit de 1,8% do PIB esperado para 2015, haverá uma melhoria do resultado primário.

O aumento do resultado primário deve fazer com que o déficit nominal caia para 9,4% do PIB em 2016, pois as despesas com juros devem atingir 8,6% do PIB, uma retração de apenas 0,1 ponto percentual do PIB em relação a 2015. A relação Dívida Bruta/PIB ainda irá mostrar alta, encerrando 2016 em 70,6% do PIB ([veja seção Política fiscal](#)).

BALANÇA COMERCIAL DOBRA E DÉFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES CAI. A valorização do dólar devido a normalização da política monetária americana exercerá pressão para a desvalorização do real em 2016. Além disso, a instabilidade política continuará a impactar fortemente o câmbio, trazendo grande volatilidade e tendência adicional de desvalorização. Nesse cenário, esperamos que a taxa de câmbio permaneça volátil em 2016 e que a taxa de câmbio média fique em torno de R\$ 4,20/US\$.

Apesar da desvalorização cambial, a esperada guinada das exportações não deverá acontecer em 2016, sobretudo por conta dos preços das *commodities* e a acirrada concorrência internacional em manufaturas. Desta forma, esperamos pequeno aumento da exportação em 2016, de 4%, para US\$ 198 bilhões. As importações permanecerão em queda generalizada por conta da desvalorização cambial e da queda da atividade. Com isso, a expectativa é de nova queda das importações (7%) em 2016, que devem totalizar US\$ 161 bilhões, e de aumento do saldo comercial para US\$ 37 bilhões.

O déficit em transações correntes continuará trajetória de queda intensa. Ao fim de 2016, chegará a US\$ 39 bilhões, o que representa 3,1% do PIB projetado para 2016 pela CNI ([veja seção Setor externo](#)).

CENÁRIOS DE MÉDIO PRAZO

Forma de enfrentar a crise determinará cenário dos próximos anos

O sucesso do Brasil no enfrentamento da crise atual implica em dois cenários básicos para os próximos anos. Um é de solução da crise, outro de sua continuidade.

De um lado, temos a opção por aprofundar a trajetória de correção de rota, com mudanças estruturais e a construção de um ajuste fiscal permanente – opção já discutida, mas não implementada em 2015. Nesse caso, após um período de ajuste produtivo expressivo, a economia gradualmente recompõe a confiança e eleva sua competitividade, sendo possível vislumbrar o início de um novo ciclo de crescimento a partir de 2017.

De outro, temos a alternativa de realizar apenas ajustes pontuais e seguir, de forma titubeante, sem alterar a essência do regime fiscal-tributário atual e sem avançar em reformas pró competitividade. Nessa opção, o resultado será a manutenção de um ambiente depressivo (ou de baixo crescimento) por alguns anos, caracterizando um longo período de estagnação da economia.

CENÁRIO 1: CORREÇÃO DE ROTA. O cenário de inflexão na trajetória dos últimos anos e de efetiva correção de rota contempla o prosseguimento das mudanças já em processo, o aprofundamento do ajuste permanente das contas públicas e o início de avanços concretos da agenda de mudança estrutural. A melhora do ambiente político-econômico reduz incertezas e provoca a retomada gradual da confiança dos agentes, com impacto positivo nas decisões de consumo e investimento.

As características básicas desse cenário seriam:

- i. **Correção de desajustes de preços relativos** – Reafirmação da política de não manipulação dos preços administrados para o controle artificial da inflação. A determinação dos preços e tarifas públicas seguiria regras condizentes com os mecanismos de mercado, sem controles artificiais que causem distorções na economia.
- ii. **Controle da inflação** – O foco da política monetária passa a ser o centro da meta de inflação. O regime de metas de inflação volta a ser

seguido como instrumento de coordenação de expectativas inflacionárias, com a busca da convergência da inflação para a meta.

- iii. **Regime cambial flutuante** – O Banco Central se compromete com a flutuação da taxa de câmbio, sem intervenções que tenham como objetivo fixar o nível da taxa ou utilizá-lo como instrumento acessório de controle da inflação. As intervenções se restringiriam a eliminar oscilações excessivas de curto prazo. Gradualmente as operações de *swaps* seriam revertidas, consolidando o sistema cambial flutuante.
- iv. **Regime fiscal de longo prazo** – Mudanças no sistema de gastos públicos seriam introduzidas, com foco na contenção do aumento contínuo e automático das despesas correntes e na racionalização do gasto. Essa agenda compreenderia ampla revisão das despesas obrigatórias – inclusive no que se refere à Previdência e Assistência Social – e das vinculações de receita, com a implementação de mudanças na Constituição e no processo orçamentário, imposição de limites à expansão dos gastos correntes e maior eficiência na gestão pública.
- v. **Metas fiscais** – Comprometimento rigoroso com as metas fiscais, de modo a reverter a trajetória da relação Dívida/PIB. Gradual abandono do uso de receitas não recorrentes como mecanismo de geração do superávit fiscal, com foco no conceito de superávit estrutural.
- vi. **Política monetária** – Relaxamento gradual do aperto monetário, com redução progressiva da taxa básica de juros em linha com os avanços na política fiscal. Retomada do instrumento monetário como instrumento primordial, mas não o único, de estabilidade econômica.
- vii. **Ambiente de negócios** – Avanço substantivo na melhoria do ambiente em que operam as empresas, com impacto na competitividade, favorecendo os negócios e o investimento. Devem ser promovidas mudanças na legislação para eliminar distorções que comprometem a alocação eficiente dos recursos, em especial na tributação e nas relações de trabalho. Foco na redução da burocracia e exigências acessórias que aumentem o custo das empresas.

viii. Papel do capital privado – Revisão e definição de marcos regulatórios, adaptando a regulação à necessidade de aportar recursos privados a grandes projetos, com ampliação dos mecanismos de financiamento privado.

CENÁRIO 2: AJUSTES PONTUAIS. Nesse cenário, as dificuldades em definir e implementar uma estratégia crível de mudanças termina por manter desequilíbrios macroeconômicos. O ajuste se mostra incompleto: não se observa alteração no regime fiscal-tributário e nem avanços na agenda de competitividade. O nó fiscal permanece sem solução, com a predominância de incertezas e confiança reduzida.

As características básicas desse cenário seriam:

- i. Regime fiscal** – Sem alteração substantiva nos mecanismos que determinam o crescimento automático e contínuo do gasto público.
- ii. Equilíbrio fiscal** – Ajuste fiscal incompleto e dificuldade em manter metas fiscais críveis em nível suficiente para promover a reversão de alta da dívida pública. Pressão constante por elevação da carga tributária e uso intensivo de receitas não recorrentes.
- iii. Regime de inflação** – Tolerância com a resistência da inflação e aceitação de seu nível próximo ao limite superior da meta. Possibilidade real de novos estouros do limite da meta.
- iv. Política monetária** – Desajuste fiscal e resistência da inflação determinam manutenção de juros em níveis elevados. Política monetária permanece como único instrumento da estabilização, impondo custo elevado à economia.
- v. Papel do setor privado** – Ambiguidades na política de concessões dificulta atração do capital privado aos projetos de investimento.
- vi. Regime cambial ambíguo** – Manutenção de intervenções frequentes no mercado de câmbio, visando a impedir alterações que provoquem pressões na inflação e instabilidade.
- vii. Agenda estrutural** – Poucos avanços na agenda de transformação, sem maior impacto na competitividade.

CENÁRIO INTERNACIONAL. O cenário internacional corrente deverá ter baixo impacto na trajetória da economia brasileira, a menos que ocorra uma quebra do ambiente – como crise na China ou eventos políticos não antecipados – que provoquem ruptura nos fluxos financeiros globais ou mesmo no comércio. Deverá prevalecer um ambiente de crescimento moderado da economia mundial, com recuperação da economia americana, e certa desaceleração no crescimento dos países emergentes. Dois aspectos a destacar:

- i. Normalização da política monetária norte-americana** – Os efeitos da alta dos juros nos Estados Unidos já está de certo modo antecipado pelos mercados. Deverá ser um fator de limitação de uma eventual queda dos juros internos no futuro, mas não um fator dominante. A magnitude do diferencial atual de juros é tão ampla que acomoda facilmente uma alta reduzida dos juros externo. O fator mais relevante para determinação dos juros domésticos será o grau de risco do Brasil, determinado preponderantemente pela trajetória da dívida interna.
- ii. Novo governo na Argentina** – A mudança na política econômica argentina, com o novo governo, deve ter efeitos positivos no Brasil. As relações comerciais podem ser mais fluidas e podemos ter um efeito favorável das reformas pró mercado a serem implementadas na Argentina.

DIFICULDADES E RISCOS. Os principais riscos que a economia brasileira está sujeita estão no plano doméstico. Em especial, a discussão do impedimento da Presidente deve provocar certa paralisia decisória com impactos no andamento de proposições legislativas importantes ao ajuste econômico, além de fomentar a volatilidade nos mercados financeiro e cambial.

A superação do impasse político deverá provocar melhora do ambiente econômico, com a recuperação da governabilidade, e favorecer a formação de uma coalizão em torno de um programa de superação da crise e do ajuste econômico. A duração do impasse, contudo, pode produzir mais incerteza e aprofundar a recessão em 2016.

ATIVIDADE ECONÔMICA

Forte recessão em 2015

Quedas expressivas na produção e no consumo são marcas do ano

O resultado do PIB brasileiro será negativo em 2015 e provavelmente o pior desde 1990. A CNI estima que a economia brasileira deve diminuir 3,3% em 2015. Além disso, o PIB industrial, que já caiu 5,6% no acumulado do ano até setembro (Contas Nacionais/IBGE), cairá 6,4% em 2015, segundo as estimativas da CNI. Há dois fatos preocupantes sobre a economia brasileira em 2015. O primeiro é que os principais componentes do PIB pelo lado da demanda (consumo das famílias) e pelo lado da oferta (serviços) irão diminuir em 2015, o que não acontecia há mais de uma década. O segundo é o fato dos investimentos caírem pelo segundo ano consecutivo e em magnitude superior a 10%.

ATIVIDADE PRODUTIVA BRASILEIRA TEM FORTE QUEDA EM 2015

Segundo dados das Contas Nacionais/IBGE, a economia brasileira acumulou queda de 3,2% de janeiro a setembro de 2015, na comparação com o mesmo período do ano anterior. Como em 2014, a indústria é o setor mais atingido pelo fraco desempenho da economia brasileira. O PIB industrial teve queda de 5,6% no mesmo período de comparação. Mesmo com o crescimento de 8,1% da indústria extrativa, houve queda de 9,0% da indústria de transformação, 8,4% da construção e 2,3% dos Serviços Industriais de Utilidade Pública (SIUP). Ainda do lado da oferta, o PIB da agropecuária cresceu 2,1%, enquanto o de serviços caiu 2,1%.

É importante salientar que a queda dos serviços será a primeira do setor desde 1996, quando teve início a série atual das Contas Nacionais/IBGE. Segundo dados da Pesquisa Mensal de Comércio do IBGE, o volume do comércio varejista ampliado (que agrega ao varejo as atividades “Veículos, motocicletas, partes e peças” e “Material de construção”) caiu 7,4% entre janeiro e setembro de 2015, em relação ao mesmo período de 2014. Ao mesmo tempo, a receita nominal do setor de serviços cresceu apenas 1,8% no acumulado entre janeiro e setembro de 2015, de acordo com os dados da Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE, portanto abaixo da inflação.

Os resultados negativos da produção física ratificam o diagnóstico negativo da indústria brasileira. Segundo os dados da Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF/IBGE), o indicador de produção física da indústria acumula redução de 7,8% nos dez primeiros meses de 2015, na comparação com o mesmo período de 2014. A produção da indústria extrativa cresceu 6,3% no mesmo período de comparação. A produção da indústria de transformação caiu 9,6% e foi disseminada por todos os segmentos da indústria de transformação. Como não há mudanças aparentes no cenário, os resultados até

Queda na produção se alastra pela indústria brasileira

Produção física industrial por setor

Média de janeiro a outubro de 2015 contra a média do mesmo período de 2014 (%)



Fonte: PIM-PF/IBGE.

Os resultados negativos de 2015 contaminaram a confiança dos empresários e a sua intenção de investir

o fim do ano devem ser ainda mais negativos. Um destaque é a forte queda da produção do setor de Máquinas e equipamentos (13,6%), um dos sinais da redução dos investimentos produtivos no Brasil.

A recessão da indústria também é observada no elevado nível dos seus estoques. Segundo os dados da Sondagem Industrial/CNI, o indicador de estoque efetivo em relação ao planejado alcançou 52,0 pontos em outubro, mantendo-se acima da linha divisória dos 50 pontos, o que indica presença de estoques indesejados na indústria. Nas grandes empresas, que tendem a concentrar o maior volume dos estoques na indústria, o índice alcançou 55,6 pontos. Acompanhando a redução da atividade produtiva, a ociosidade persiste alta na indústria brasileira. Segundo os dados da Sondagem Industrial/CNI, o percentual médio da UCI foi de 66% em outubro, 7 pontos percentuais abaixo do registrado em outubro de 2014. Essa é a maior diferença na comparação desde o início da série mensal, em janeiro de 2011.

Os dados dos Indicadores Industriais/CNI também expõem a difícil situação da indústria da transformação em 2015. Ao comparar os resultados de janeiro a outubro de 2015 com os do mesmo período de 2014, observa-se queda no faturamento real (7,8%), no emprego (5,6%), nas horas trabalhadas (9,8%) e na massa salarial (5,7%).

A crise econômica atingiu também a indústria da construção. A Sondagem Indústria da Construção/CNI mostra a deterioração dos indicadores desse segmento ao longo de 2015. Os índices de evolução do nível de atividade (36,7 pontos) e do número de empregados (35,6 pontos) permanecem abaixo dos 50 pontos ao longo de 2015, o que indica contínua queda da atividade e do emprego. O índice de nível de atividade efetivo em relação ao usual se reduziu ao longo do ano e atingiu 27,1 pontos em outubro, o que indica nível de atividade cada vez mais abaixo da usual pela indústria da construção. A fraca atividade da indústria da construção reduziu a Utilização da Capacidade de Operação (UCO) das empresas desse segmento. Em outubro, a UCO marcou 57%, o menor valor da série histórica que teve início em janeiro de 2012.

Os resultados negativos contaminaram a confiança dos empresários e a sua intenção de investir. O Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI/CNI) ficou em 36,4 pontos em novembro. Como está abaixo da linha divisória dos 50 pontos, indica que há baixa confiança entre os empresários da indústria. Além da baixa confiança dos empresários ser observada desde março de 2014, a sua intensidade aumentou ao longo de 2015. Ao mesmo tempo, segundo a Sondagem Industrial e a Sondagem Indústria da Construção, a intenção de investimento caiu continuamente em 2015 para ambos segmentos industriais.

Falta confiança na indústria brasileira

Índice de confiança do empresário industrial (ICEI/CNI)

Em pontos

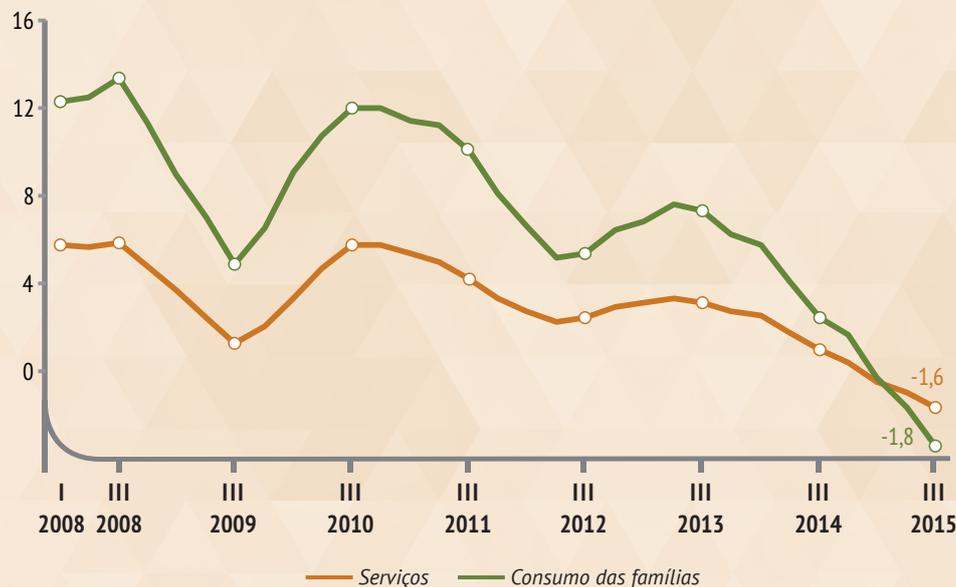


O ICEI varia de 0 a 100 pontos. Valores abaixo dos 50 pontos indicam falta de confiança. Quanto menor o índice, maior e mais disseminada é a falta de confiança na indústria.
Fonte: ICEI/CNI.

Consumo das famílias e Serviços caem em 2015

Consumo das famílias e serviços

Taxa acumulada em quatro trimestres (em relação ao mesmo período do ano anterior %)



Fonte: Contas Nacionais/IBGE.

CONSUMO DAS FAMÍLIAS DIMINUIRÁ PELA PRIMEIRA VEZ DESDE 2003

Os resultados do PIB pela ótica da demanda também desenham um quadro negativo da economia brasileira em 2015. Segundo os dados das Contas Nacionais/IBGE, houve queda de 3,0% no consumo das famílias, 0,4% no consumo do governo e 12,7% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) no acumulado de janeiro a setembro de 2015, em relação ao mesmo período de 2014. No caso do consumo das famílias, a queda em 2015 será a primeira desde 2003.

A queda do consumo das famílias está relacionada à redução da renda disponível, ao aumento do desemprego, à elevação da inflação e aos aumentos sucessivos da taxa de juros em 2015. A baixa confiança dos consumidores também contribuiu para a queda do consumo e para a retração do setor de serviços. Esses dois componentes, que são os principais elementos do PIB pelo lado da oferta (serviços representa cerca de 70%) e pelo lado da demanda (consumo das famílias representa cerca de 60%), mostram quedas superiores às observadas no auge da crise de 2008.

Nesse ambiente, a intenção de investir é baixa e foi observada forte queda dos investimentos no acumulado de 2015 até o terceiro trimestre. Se-

Estimativa do PIB para 2015

Varição do acumulado entre janeiro e setembro de 2015 em relação ao mesmo período de 2014 e a Variação estimada para 2015

COMPONENTES DO PIB		Varição percentual acumulada (%)	Varição percentual estimada (%)*
Ótica da demanda	Consumo das famílias	-3,0	-3,9
	Consumo do governo	-0,4	-0,6
	FBCF	-12,7	-15,5
	Exportações	4,0	4,3
	(-) Importações	-12,4	-13,5
Ótica da oferta	Agropecuária	2,1	2,2
	Indústria	-5,6	-6,4
	Indústria extrativa	8,1	7,8
	Ind. de transformação	-9,0	-9,8
	Construção civil	-8,4	-9,5
	SIUP	-2,3	-2,0
	Serviços	-2,1	-2,5
PIB pm		-3,2	-3,3

Nota: Resultados estimados a partir dos dados das Contas Nacionais/IBGE e com o uso do método de *Structural Vector Autoregressions* (SVAR).

Não há expectativa de mudança da trajetória do investimento, mesmo após nove quedas trimestrais consecutivas. A taxa de investimento (razão entre Formação Bruta de Capital Fixo e PIB) deve cair de 19,7% em 2014 para 17,6% em 2015

gundo as Contas Nacionais/IBGE, a FBCF, que vinha caindo a taxas cada vez maiores desde o segundo trimestre de 2014, diminuiu 12,7% no acumulado dos três primeiros trimestres de 2015, em relação ao mesmo período de 2014. Esse resultado traz ainda mais apreensão sobre o futuro da economia brasileira, na medida em que o aumento dos investimentos é uma fonte importante de crescimento sustentável de longo prazo.

O consumo do governo deve cair em 2015, devido principalmente às diretrizes do ajuste fiscal em curso ([veja a seção Política fiscal para mais detalhes](#)).

A única contribuição positiva ao crescimento do PIB pela ótica da demanda advém do setor externo. A queda da indústria, consumo das famílias e investimento e a desvalorização do real promoveram queda nas importações e aumento nas exportações ([veja a seção Setor externo para mais detalhes](#)). No acumulado do ano até setembro, as importações recuaram 12,4% na comparação com igual período de 2014. Na mesma comparação, as exportações aumentaram 4%.

RECESSÃO MARCA ECONOMIA BRASILEIRA EM 2015

Dada a situação de recessão e de incertezas político-econômicas que passa o Brasil, a CNI estima que o PIB brasileiro cairá 3,3% em 2015. Excluída a contribuição do setor externo no PIB, a CNI prevê queda de 5,6% da absorção doméstica em 2015. Também é estimado que o PIB industrial cairá 6,4% em 2015. Essa retração da indústria ocorrerá devido à queda da indústria de transformação (9,8%), da construção (9,5%) e do SIUP (2,0%), mesmo com crescimento da indústria extrativa (7,8%).

A forte queda do PIB industrial, somada à redução do consumo e do comércio, levará o setor de serviços à primeira redução desde 2003. Em linha com os resultados de produção do setor de servi-

ços até setembro (Contas Nacionais/IBGE) e com a tendência das vendas no comércio (PMC/IBGE), a CNI estima queda de 2,5% no setor de serviços em 2015.

A expressiva queda do investimento é motivo de grande preocupação. Mesmo após nove quedas trimestrais consecutivas da FBCF, não há expectativa de mudança da trajetória dos investimentos. Dada a redução da demanda doméstica, a forte retração da indústria (principalmente da construção, que representa metade da FBCF) e o baixo nível de confiança dos empresários, a CNI prevê queda de 15,5% da FBCF em 2015. Com isso, a taxa de investimento (razão entre FBCF e PIB) deve cair de 19,7% em 2014 para 17,6% em 2015.

A forte queda do consumo das famílias é outro fator marcante de 2015. O consumo das famílias caiu nos três primeiros trimestres de 2015 e não há sinais de que se recupere no último trimestre do ano. Dessa forma, a CNI estima que o consumo das famílias cairá 3,9% em 2015, o que representaria a primeira queda desde 2003. Atividade econômica em baixa, inflação e desemprego em alta e crédito mais caro explicam a queda no consumo das famílias.

Em ambiente de ajuste fiscal, estimamos que o consumo do governo deva cair 0,6% em 2015 frente ao aumento de 1,3% em 2014. Além disso, considerando a redução do consumo das famílias, do investimento e, principalmente, a desvalorização do real, a CNI estima que as importações cairão 13,5% e as exportações aumentarão 4,3% em 2015.

PERSPECTIVAS

RECESSÃO DEVE SE MANTER EM 2016

Devido às incertezas políticas e econômicas, o cenário para 2016 não destoa significativamente do observado em 2015. Como os entraves para a retomada do crescimento econômico não foram adequadamente enfrentados em 2015, será observada a continuidade da recessão em 2016. Contudo, a queda do PIB em 2016 será menos intensa do que a observada em 2015. A CNI estima que o PIB brasileiro cairá 2,6% em 2016.

Do lado da oferta, a indústria deve apresentar uma nova queda em 2016, 4,5%. Esse resultado advém, principalmente, da queda estimada de 5,2% da in-

dústria da transformação e de 10,1% da construção, diretamente afetadas pela redução da demanda doméstica. Observe que a indústria de transformação deverá cair menos que em 2015, devido ao esperado aumento das exportações e recuperação de parte do mercado doméstico, perdido para produtos importados. A indústria extrativa deve apresentar um crescimento de 8,2% em 2016, devido à desvalorização do real e certo aumento da demanda externa.

O setor de serviços deve apresentar o segundo ano consecutivo de queda e terminar 2016 com redução de 2,0%, segundo previsão da CNI. Baixa demanda doméstica, desemprego ainda mais elevado

Estimativa de PIB para 2016

Varição percentual dos componentes no PIB

COMPONENTES DO PIB		Varição percentual estimada (%)*
Ótica da demanda	Consumo das famílias	-3,3
	Consumo do governo	-2,2
	FBCF	-12,3
	Exportações	9,4
	(-) Importações	-7,5
<hr/>		
Ótica da oferta	Agropecuária	3,2
	Indústria	-4,5
	Indústria extrativa	8,2
	Ind. de transformação	-5,2
	Construção civil	-10,1
	SIUP	-5,9
	Serviços	-2,0
PIB pm	-2,6	

Nota: Resultados estimados a partir dos dados das Contas Nacionais/IBGE e com o uso do método de *Structural Vector Autoregressions* (SVAR).

(veja seção [Emprego e renda para mais detalhes](#)) e crédito restrito devem pressionar o setor de serviços. Pelos mesmos motivos da indústria extrativa, a agropecuária deve crescer no próximo ano, a CNI estima aumento de 3,2% em 2016.

Do lado da demanda, o consumo das famílias deve manter a tendência de queda. Para 2016, a CNI prevê redução de 3,3% do consumo das famílias. Essa queda teria explicações similares às apresentadas para 2015. Desemprego em alta, inflação elevada e crédito mais caro continuarão a afetar a renda disponível das famílias e isso reduzirá o seu consumo. A queda projetada para 2016 é menor que a de 2015. Isso ocorrerá porque haverá ganho de mercado doméstico e externo das empresas brasileiras devido ao realinhamento da taxa de câmbio e, conseqüente, aumento da produção, com efeito multiplicador maior sobre a atividade econômica. Contudo, esse efeito não será suficiente para reverter a queda do PIB em 2016.

O investimento cairá em 2016 por dois motivos. Primeiro, as condições gerais de incerteza e as políticas contracionistas permanecerão, com a manutenção da *Selic* em patamar elevado e a continuidade das medidas do ajuste fiscal. Segundo, a retração esperada da indústria da construção, que é responsável por parte substancial dos investimentos no Brasil. A CNI estima que o investimento deve cair 12,3% em 2016. Com isso, o investimento cairá cerca de 30% no acumulado dos anos de 2014 a 2016.

Com a continuidade do ajuste fiscal em 2016, estimamos que o consumo do governo deve cair 2,2% em 2016. O setor externo contribuirá positivamente para o PIB de 2016. O provável crescimento das exportações e a continuidade da redução das importações suportam essa previsão. A CNI estima que em 2016 as exportações crescerão 9,4% e as importações diminuirão 7,5%.

A queda do consumo das famílias em 2016 teria explicações similares às apresentadas para 2015: desemprego em alta, inflação elevada e crédito mais caro

EMPREGO E RENDA

Taxa de desemprego aumenta de forma expressiva com a recessão

Indústria perde mais de um milhão de empregos em 2015

O dinamismo do mercado de trabalho, caracterizado pelas baixas taxas de desemprego nos últimos anos, foi bruscamente interrompido em 2015. A taxa de desemprego nas regiões metropolitanas cresceu ininterruptamente e deve encerrar o ano em 8,0% da População Economicamente Ativa (PEA), ante 4,3% em dezembro de 2014 segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME/IBGE). A massa salarial real também sofreu um profundo processo de deterioração, em função da retração no emprego e da queda do rendimento médio real do trabalhador.

A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad Contínua), com abrangência nacional, também apontou crescimento contínuo nas taxas de desemprego. Em relação ao rendimento médio real e a massa salarial, foi observada uma desaceleração a partir do segundo semestre de 2015.

Para 2016, esperamos a continuidade no processo de deterioração do mercado de trabalho brasileiro, com taxa de desemprego acima de dois dígitos e retração no rendimento médio real e na massa salarial real.

Desde 2012, o Brasil conta com duas pesquisas sobre mercado de trabalho: a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad Contínua), com abrangência nacional, e a tradicional Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange apenas as seis maiores regiões metropolitanas. Com o fim da PME, previsto para fevereiro de 2016, a Pnad Contínua se tornará a referência oficial dos indicadores de emprego e renda no País.

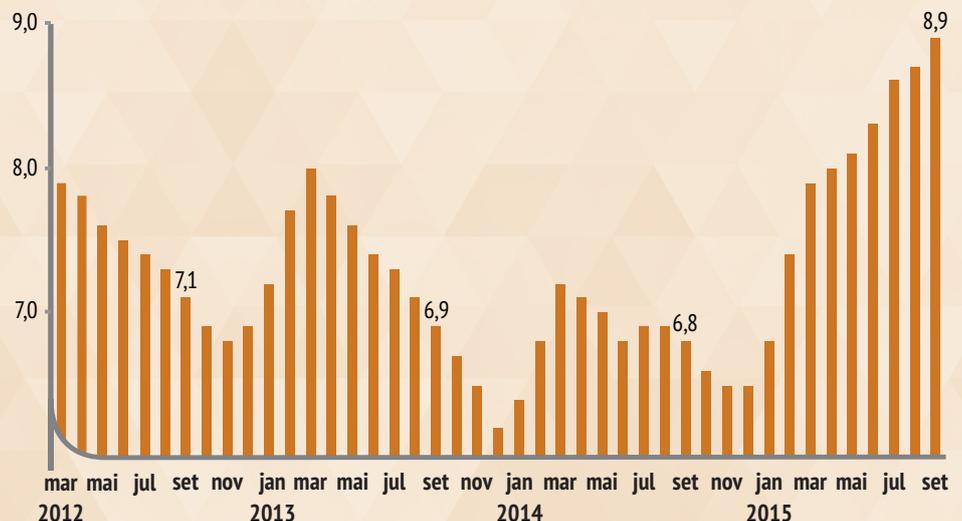
TAXA DE DESEMPREGO SEGUE EM TRAJETÓRIA ASCENDENTE

A taxa de desemprego nas regiões metropolitanas alcançou 4,3% da PEA em dezembro de 2014, situação próxima ao pleno emprego. Desde então, passou por uma escalada de crescimento sem precedentes na série histórica e deve chegar a 8% da PEA em dezembro de 2015.

Desde o início da sua série histórica, a taxa de desemprego apresenta um comportamento típico ao longo do ano: arrefecimento a partir do início do

Taxa de desemprego alcança seu maior patamar desde o início da série histórica, em 2012

Taxa de desemprego
Em proporção da PEA, %



Fonte: Pnad Contínua/IBGE

segundo semestre de cada ano, devido as usuais contratações temporárias do período. Em 2015, todavia, o indicador apresentou comportamento atípico, com trajetória ascendente durante todo o ano, refletindo o progressivo enfraquecimento da atividade econômica no Brasil.

Adicionalmente, o aumento da taxa de desemprego ocorreu de forma acelerada. Entre janeiro e outubro de 2015, o indicador de desemprego cresceu 2,6 pontos percentuais (p.p) ante queda de 0,1 p.p. no mesmo período de 2014. Com essa tendência, a taxa de desemprego média deve alcançar 7,0% em 2015, um aumento de 2,2 (p.p.) em relação a 2014, quando atingiu 4,8% da PEA (PME/IBGE).

Em linha com o resultado verificado nas regiões metropolitanas, a Pnad Contínua apresentou crescimento contínuo da taxa de desemprego, porém em patamar acima do indicador medido pela PME. No trimestre encerrado em setembro (último dado disponível), o indicador alcançou 8,9% da PEA, o que representa aumento de 2,1 p.p. em relação ao registrado no mesmo período de 2014. Sem perspectivas de melhora da atividade econômica, esperamos aumentos adicionais do desemprego no último trimestre do ano. Com isso, a CNI estima que a taxa de desemprego média medida pela Pnad Contínua deve atingir a 8,3% da PEA em 2015, um aumento de 1,5 p.p. em relação à média de 6,8% registrada em 2014.

A piora no mercado de trabalho atinge com mais intensidade os jovens. A taxa de desemprego entre trabalhadores com idade entre 18 e 24 anos alcançou 19,7% no terceiro trimestre de 2015 (Pnad Trimestral), aumento de 2,1 p.p em relação ao registrado no mesmo trimestre de 2014.

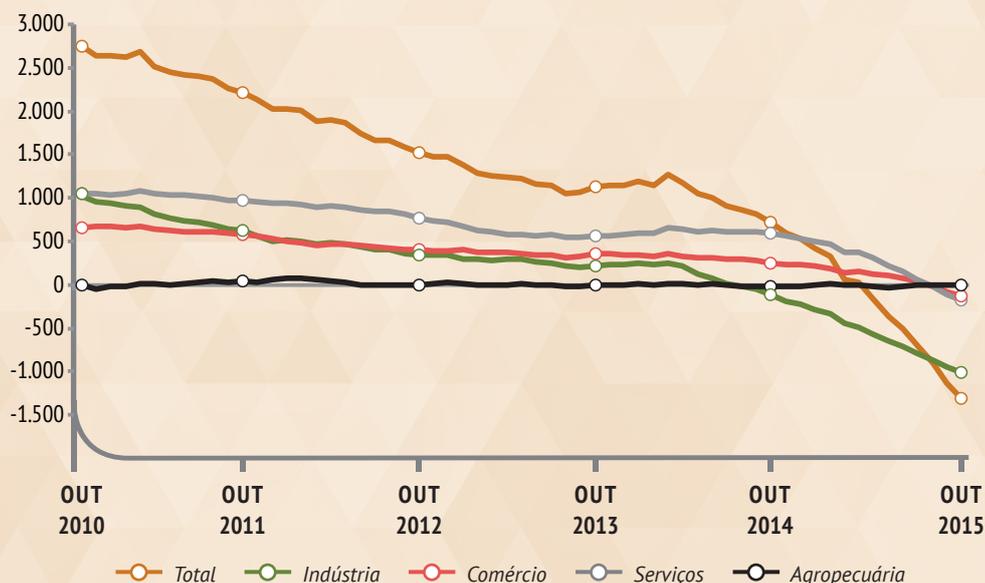
UM MILHÃO E MEIO DE EMPREGOS DESTRUÍDOS EM 2015

A perda de postos de trabalho, em função da recessão econômica, segue explicando a trajetória da taxa de desemprego em 2015. Segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED/MTE), foram destruídos 1,3 milhão de empregos formais na economia no acumulado em 12 meses terminados em outubro, considerando as informações declaradas fora de prazo. A CNI estima que esse número chegará a 1,5 milhão até o final de 2015. Apenas o emprego na agropecuária apresentou saldo positivo de contratações (4,1 mil vagas) no mesmo período de comparação. Todos os demais setores apresentaram queda no emprego. Mais uma vez, o setor industrial será o mais atingido. Enquanto a ocupação no comércio e no setor de serviços registrou redução, no acumulado em 12 meses até outubro, de 123 mil e 173 mil postos de trabalho, respectivamente, a indústria fechou um milhão de vagas no mesmo período.

Fraca atividade econômica gera intensa retração do emprego em 2015

Criação líquida de empregos formais
Criação líquida de empregos formais

Em milhares (no acumulado em 12 meses)

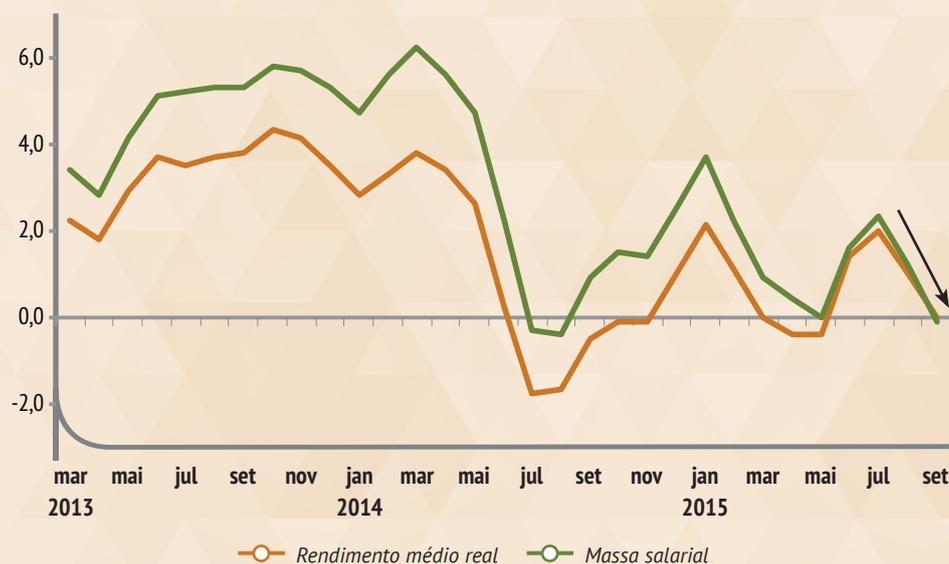


Fonte: CAGED/MTE

Rendimento médio real e massa salarial real seguem em trajetória de desaceleração

Rendimento médio real e massa salarial

Varição em relação ao mesmo trimestre móvel do ano anterior (%)



Fonte: Pnad Contínua/IBGE

Dos quatro segmentos que compõem o setor industrial, a indústria de transformação e a indústria da construção foram os mais afetados. No primeiro caso, a perda foi de 523,9 mil postos de trabalho formais no acumulado em 12 meses terminados em outubro. No caso da indústria da construção, houve destruição de 460,7 mil vagas na mesma comparação. A indústria extrativa e os Serviços Industriais de Utilidade Pública (SIUP) cortaram 17,8 e 8,4 mil postos de trabalho, respectivamente.

As empresas adotaram diversas medidas de retenção de empregos ao longo de 2015, como suspensão temporária do contrato de trabalho (*lay-off*), concessão de férias coletivas, redução temporária da jornada de trabalho e do salário e adesão ao Programa de Proteção ao Emprego (PPE). Ainda assim, as sucessivas quedas da produção geraram a necessidade de redução dos custos. Isso implicou no encolhimento do saldo do emprego industrial durante 2015.

O crescimento da força de trabalho (aumento da PEA) também influenciou o avanço do desemprego em 2015. No trimestre encerrado em setembro, a força de trabalho aumentou 2,1% na comparação com o mesmo trimestre de 2014 (Pnad Contínua). Esse comportamento ocorreu devido à redução do poder de compra das famílias, que forçou

as pessoas a procurarem emprego para recompor o orçamento familiar.

DESACELERAÇÃO DA MASSA SALARIAL REAL COMPROMETE CONSUMO DAS FAMÍLIAS

Ao longo de 2015, a PME registrou sucessivas quedas na massa salarial real, reflexo das retrações no emprego e no rendimento médio real dos trabalhadores nas regiões metropolitanas. Em outubro, a massa salarial retraiu 10,3% em relação ao mesmo período de 2014, a maior queda desde outubro de 2003.

Sem expectativa de reversão da trajetória em curso, a CNI prevê uma queda de 3,4% no rendimento médio real em 2015, ante crescimento de 2,7% observado em 2014. Considerando também a continuidade no encolhimento da população ocupada, a CNI estima uma retração de 4,7% da massa salarial real em 2015 nas regiões metropolitanas. Essa retração representa forte queda do poder de compra dos trabalhadores e se refletirá na contração de 3,9% do consumo das famílias em 2015 (segundo estimativa CNI).

O rendimento médio real e a massa salarial aferida pela Pnad Contínua apresentaram desaceleração a partir do segundo semestre de 2015. No trimestre encerrado em setembro, o rendimento médio real permaneceu estável em relação ao mesmo período

do de 2014 e a massa salarial real recuou 0,1% na mesma base de comparação.

Para o último trimestre do ano, esperamos queda no rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores tanto por influência das pressões inflacionárias sobre o poder de compra dos trabalhadores, quanto pela retração no emprego em função da fraca atividade econômica. Com isso, o indicador deve encerrar 2015 com alta de 0,5%. É importante ressaltar que o rendimento vem desacelerando desde o início da série histórica da Pnad Contínua: 3,4% em 2013 e 1,1% em 2014. Nesse cenário e sem expectativas de reversão na queda do emprego, a massa salarial deve registrar crescimento de 1,2% em 2015, ante 2,9% em 2014 e 4,8% em 2013.

PERSPECTIVAS

MAIS DESEMPREGO EM 2016

Em 2016, a expectativa é de continuidade no processo de deterioração do mercado de trabalho brasileiro. Essa percepção é refletida no Índice de Medo do Desemprego (CNI), que avançou para 105,9 pontos em setembro, um crescimento de 37,5% em relação ao registrado no mesmo período de 2014, quando alcançou 77,0 pontos.

Ademais, os efeitos da reoneração da folha de pagamento e das alterações nas regras de acesso ao seguro desemprego, com repercussões sobre a força de trabalho (PEA), serão sentidos de forma mais contundente em 2016. Nesse ambiente de recessão econômica, o elevado reajuste nominal do salário mínimo – a ser corrigido pela soma da variação acumulada do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) em 2015 com a variação real do PIB de 2014 –, provocará pressão adicional sobre o nível de emprego. Com isso, a taxa de desemprego média medida pela Pnad Contínua deverá atingir 11,0% da PEA em 2016.

Segundo as estimativas da CNI, o rendimento e a massa salarial também devem apresentar um resultado pior em 2016. Com a perspectiva de continuidade de queda do emprego, haverá impacto restritivo na renda familiar. Esse movimento provocará expansão da força de trabalho pressionando o rendimento médio do trabalhador.

Esse cenário, aliado à previsão de arrefecimento da inflação no próximo ano, implicará na redução do poder de barganha dos trabalhadores nas negociações salariais. Com isso, os dissídios coletivos tendem a lograr reajustes nominais mais modestos que o do salário mínimo. Com isso, a CNI prevê retração da massa salarial de 3,5% em 2016.

Índice de Medo do Desemprego retorna a patamares de 1999

Índice de Medo do Desemprego

Base: média de 2003 = 100



Fonte: Medo do Desemprego e Satisfação com a Vida/ CNI

INFLAÇÃO, JUROS E CRÉDITO

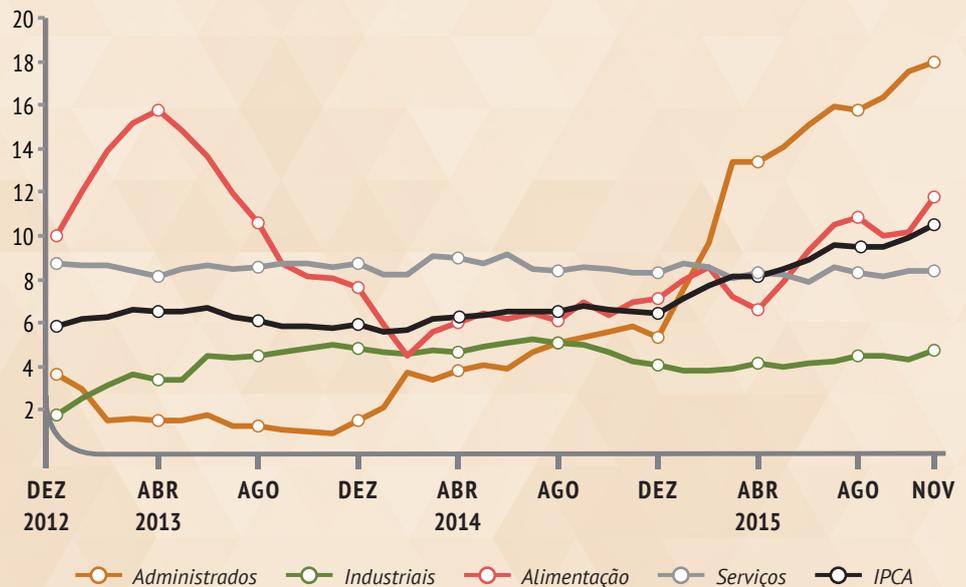
Inflação de dois dígitos em 2015

Política monetária contracionista não é suficiente para o controle da inflação

Inflação atinge 10,5% em novembro

IPCA por grupos

Acumulado em 12 meses (%)



Fonte: IBGE - Elaboração: CNI

A inflação permaneceu alta durante todo o ano de 2015. O processo de reajuste de preços relativos – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e dos preços administrados em relação aos livres – foi de magnitude maior que a antecipada e elevou a inflação a patamar muito acima do estabelecido pelo regime de metas de inflação. Esse cenário motivou a intensificação da política monetária contracionista, com aumento de 2,5 pontos percentuais (p.p.) na *Selic* em 2015. Contudo, a inflação segue persistente e deve encerrar o ano em 10,5%.

INÉRCIA DE SERVIÇOS E INFLAÇÃO REPRESADA PROVOCAM ESTOURO DA META DE INFLAÇÃO

O IPCA encerrou novembro com crescimento acumulado em 12 meses de 10,5%, taxa superior a de 6,6%, observada no mesmo período de 2014.

Entre os grupos que compõem o IPCA, os destaques foram o grupo de preços administrados, sobre o qual incidiram os reajustes das tarifas públicas, e o grupo de alimentos, influenciados pela desvalorização do real e pelas condições climáticas adversas.

O grupo de preços administrados apresentou alta de 17,9% no acumulado em 12 meses até novembro de 2015, ante 5,8% no mesmo período de 2014. Esse comportamento ocorreu, sobretudo, pelo aumento acumulado até novembro de 50,5% no preço de energia, provocado tanto pela implementação do programa de bandeiras tarifárias, como pelo repasse aos consumidores de parte dos custos do acionamento das termoeletricas. A gasolina, segundo item que mais influenciou a trajetória do grupo, variou 18,6% no período. O aumento da alíquota da CIDE-Combustíveis e o repasse ao consumidor do aumento dos preços dos combustíveis estabelecido pela Petrobras foram determinantes para a elevação do preço da gasolina. A energia e a gasolina juntas foram responsáveis por 11,6 p.p. da variação do grupo, o que equivale a 2,78 p.p. da inflação acumulada em 12 meses, em novembro. Para 2015, a CNI estima variação acumulada de 18,3% dos preços administrados.

Nos últimos 12 meses encerrados em novembro, o grupo de alimentos apresentou alta acumulada de 11,8%, ante 6,9% no mesmo período de 2014. A aceleração dos preços do grupo ocorreu principal-

Energia e gasolina foram responsáveis por 2,78 p.p. da inflação acumulada em 12 meses, em novembro

mente pelos problemas climáticos, que afetaram a oferta de determinados produtos agrícolas. Além disso, o grupo sofreu impacto da desvalorização do real, tanto pelo aumento do custo de importação de insumos, quanto pelo direcionamento da produção ao mercado internacional. Com isso, a CNI estima que o grupo terá inflação acumulada de 12,5% em 2015.

Os preços dos produtos industriais evoluíram abaixo da inflação e apresentaram alta acumulada em 12 meses em novembro de 4,7%, pouco acima dos 4,3% observados no acumulado até o mesmo mês de 2014. A fraca atividade econômica e a queda dos preços internacionais das *commodities* contribuíram para atenuar os repasses da desvalorização do real e do aumento da tarifa de energia aos preços. A expectativa é que os preços dos produtos industriais encerrem dezembro com variação acumulada em 12 meses de 4,9%.

O grupo de serviços variou 8,4% no acumulado em 12 meses encerrados em novembro, muito próximo à variação de 8,3% acumulada no mesmo período de 2014. As pressões sobre os preços de serviços se mantêm, ainda que em um cenário de recessão e deterioração do mercado de trabalho. Essa rigidez ocorre devido à inércia característica do grupo, na medida em que seus preços são diretamente afetados por reajustes indexados à inflação passada e, principalmente, ao salário mínimo ([veja box: "Salário mínimo e inércia inflacionária"](#)). Para o fechamento do ano, a CNI estima variação acumulada em 12 meses de 7,9%.

MENOR EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

O ciclo de alta de juros foi retomado em outubro de 2014 e interrompido em setembro de 2015, após conduzir a *Selic* para 14,25% ao ano. Conforme estabelecido na reunião de novembro do Comitê de Política Monetária (Copom), a taxa de juros permanecerá nesse patamar pelo menos até a próxima reunião, em janeiro de 2016. Com isso, dada a previsão de inflação de 10,5% em 2015, a taxa de juros real média do ano será de 4,1%.

O aperto monetário praticado pelo Banco Central em 2015 teve como objetivo reduzir as pressões inflacionárias secundárias geradas pelos reajustes de preços relativos. Contudo, a inflação tem se mostrado persistente, conforme revela a dificuldade enfrentada pelo Banco Central em conduzir a inflação para níveis próximos à meta. Embora o efeito da elevação de juros nos preços seja defasado, é inegável que a eficácia da política monetária tenha se reduzido.

Entre as causas para a redução da eficácia da política monetária, duas se destacam no momento. Primeiro, a deterioração das contas fiscais e a dificuldade de ajustá-las de modo a permitir uma trajetória sustentável da dívida pública causaram perda da confiança dos agentes econômicos e forte desvalorização do real. O resultado foi elevação das expectativas inflacionárias e pressão altista nos preços correntes. Segundo, o aumento da participação do crédito direcionado no crédito bancário total (49% em outubro de 2015 ante 36% no início de 2007) reduz a eficácia da política monetária.

Os efeitos da política monetária e a questão da dominância fiscal

O Regime de Metas de Inflação, adotado em junho de 1999 no Brasil, tem como objetivo garantir que a inflação efetiva esteja em linha com uma meta pré estabelecida. Para isso, utiliza a taxa básica de juros como principal instrumento de controle da inflação.

Há fundamentalmente três canais de transmissão da política monetária aos preços. Primeiro, o aumento de juros tende a reduzir as expectativas de inflação dos agentes ao mostrar comprometimento da autoridade monetária com o controle dos preços. As expectativas são essenciais na formação dos preços e nos reajustes de salário. O descontrole dessa variável traz pressões inflacionárias, reduzindo a eficácia da política monetária.

Segundo, o aumento do custo do crédito provocado pela alta de juros restringe o consumo das famílias e inibe o investimento por parte das empresas. A consequência é retração da atividade econômica e menor pressão sobre os preços.

Por fim, o aumento dos juros impacta a taxa de câmbio. Juros mais elevados tornam os retornos das aplicações financeiras

no país mais rentáveis e, conseqüentemente, mais atrativas para o capital estrangeiro. Isso incentiva o ingresso de divisas no país, o que tende a valorizar a moeda doméstica frente ao dólar. Essa valorização reduz a pressão inflacionária e contribui para o controle dos preços.

No entanto, existe uma situação na qual o aumento de juros causa desvalorização da moeda doméstica, reduzindo o poder da política monetária. Trata-se da chamada **dominância fiscal**. Essa situação ocorre quando as contas públicas estão desequilibradas, o custo da dívida é alto e o nível de endividamento é elevado. Nesse cenário, um aumento da taxa básica de juros eleva o custo da dívida pública e reduz ainda mais a capacidade do país honrar seus compromissos, o que aumenta a probabilidade de *default* da dívida pública. Com os ativos domésticos mais arriscados, portanto menos atrativos, ocorre uma saída de capital estrangeiro e conseqüente desvalorização da moeda doméstica, o que pressiona a inflação.

A dominância fiscal reduz, portanto, a capacidade da política monetária em combater a inflação, o que torna o processo de convergência à meta mais lento e oneroso.

Como as taxas dos créditos direcionados são inferiores à *Selic*, e muito abaixo das taxas cobradas nos recursos livres, é preciso um aumento maior na taxa básica de juros para reduzir o volume de crédito necessário para a contenção da inflação.

Portanto, para maior eficácia da política monetária é essencial equilibrar as contas públicas de modo a permitir a convergência da inflação à meta de forma vertiginosa e menos onerosa à atividade econômica.

RECESSÃO AFETA O MERCADO DE CRÉDITO

A política monetária contracionista e a retração da economia e do emprego conduziram a um cenário pouco favorável ao mercado de crédito em 2015.

De acordo com os dados do Banco Central, o crédito doméstico cresceu a taxas cada vez menores ao longo do ano. O crescimento real do saldo médio dos últimos 12 meses, comparado com o saldo médio dos 12 meses anteriores, passou de 6,3% em outubro de 2014 para 2,1% em outubro deste ano. Para a pessoa física, a taxa de crescimento recuou de 8,1% para 3,1%, enquanto que o saldo de crédito para pessoa jurídica mostrou desaceleração de 4,8% para 1,1%.

Adicionalmente, dados do BNDES mostram redução de 28% dos desembolsos da instituição no

acumulado até outubro de 2015, quando comparado com o mesmo período de 2014.

Diversos fatores contribuíram para essa desaceleração. Do lado da demanda por recursos, a retração da atividade econômica, a deterioração do mercado de trabalho e a falta de confiança de empresários e consumidores acabaram por postergar consumo e investimento, desestimulando a procura por novos financiamentos. Além disso, o aumento do custo do capital, causado pelas sucessivas elevações da *Selic* e da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), também diminuiu a procura por novos financiamentos e aumentou o comprometimento da renda das famílias já endividadas.

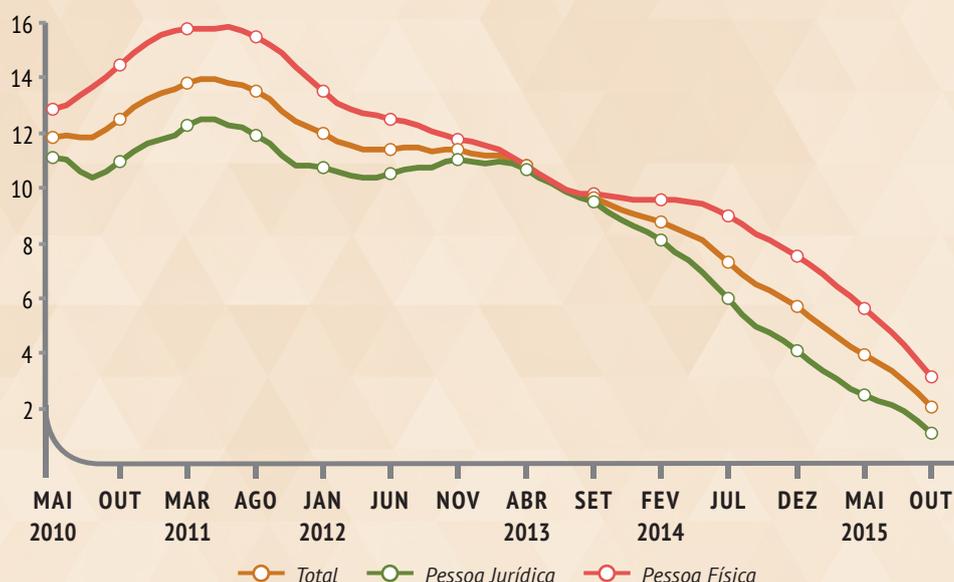
Do lado da oferta, o receio do aprofundamento da trajetória ascendente das taxas de inadimplência tornou a postura dos bancos mais conservadora e seletiva nas concessões de crédito, o que tem dificultado o acesso de empresas e consumidores às linhas de financiamento. Dados da Sondagem Industrial/CNI corroboram esse efeito ao mostrar crescente dificuldade de acesso ao crédito pelas empresas industriais.

Para os últimos meses do ano, a CNI espera manutenção do cenário adverso e contínua desaceleração do crédito.

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

PERSPECTIVAS

INFLAÇÃO ESTOURA A META PELO SEGUNDO ANO CONSECUTIVO

Os efeitos defasados da política monetária contracionista, a contínua deterioração da atividade econômica e o aprofundamento da crise do mercado de trabalho, devem trazer certo alívio para a inflação de preços livres em 2016.

Adicionalmente, os preços administrados devem evoluir em ritmo mais moderado quando comparado ao ano de 2015. A fraca atividade econômica deve reduzir a demanda por energia e permitir a redução do uso das termoeletricas, que apresentam alto custo de produção. Isso permitirá reajustes mais modestos nos preços de energia, comparado aos observados em 2015. Contudo, uma possível pressão de alta no grupo está associada ao eventual reajuste no preço dos combustíveis, visto como uma maneira de neutralizar o efeito da desvalorização cambial e de alinhar os preços domésticos com as cotações internacionais.

Embora ocorra alívio parcial dos preços administrados, o IPCA permanecerá durante todo o ano acima do limite máximo da meta estabelecida pelo sistema de metas de inflação (6,5%). A CNI estima que o IPCA encerre 2016 com alta acumu-

lada de 6,8%, configurando o não cumprimento da meta pelo segundo ano consecutivo.

Do ponto de vista da política monetária, a taxa de juros real se elevará ainda que a nominal permaneça estável, devido à desaceleração gradual esperada para a inflação. Assim, a política monetária irá se tornar mais contracionista sem a necessidade de aumentos adicionais na taxa básica de juros. Por outro lado, sem uma contribuição maior da política fiscal ([veja seção Política fiscal](#)), não haverá espaço para redução na taxa *Selic* que não prejudique a condução da inflação para a meta em 2017. Sendo assim, a *Selic* deve permanecer em 14,25% durante todo o ano.

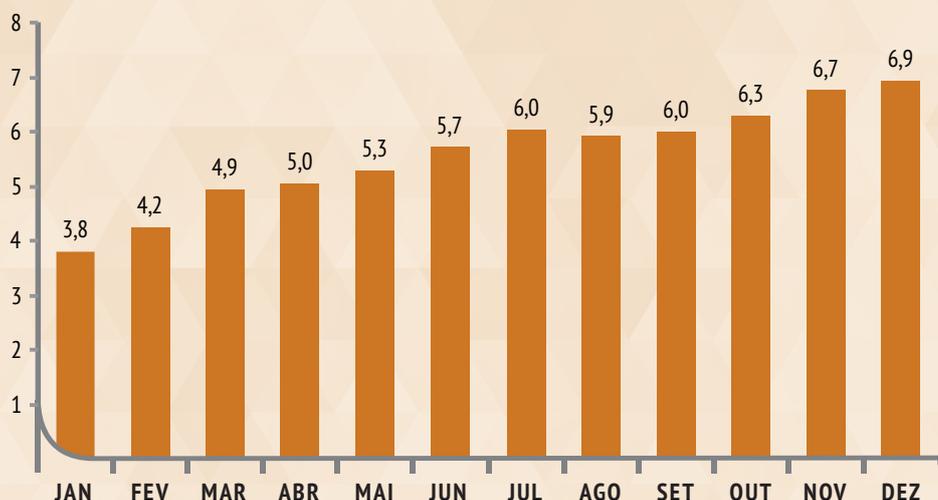
Em suma, a CNI estima desaceleração da taxa de inflação para 6,8% em 2016 e manutenção dos juros em 14,25% a.a. por todo o ano. Considerando as perspectivas de taxa de juros nominal e inflação, a taxa de juros real média de 2016 será de 5,6%, ante a estimativa de 4,1% em 2015.

Caso a inflação mostre resistência no primeiro semestre de 2016, os juros podem subir em um primeiro momento de forma a neutralizar as pressões inflacionárias. Nesse cenário, as taxas de juros seriam reduzidas gradualmente no segundo semestre do ano, até atingir 14,25% a.a. em dezembro.

Juros real subirá mesmo com juros nominal estável

Expectativa para taxa de juros real*

Percentual ao ano (% a.a.)



* Taxa de juros real ex-post.
Fonte: Elaboração CNI

POLÍTICA FISCAL

Desajuste das contas públicas deve permanecer

Retração das receitas tem efeito maior do que queda das despesas em 2015

Os esforços de contenção de despesas não foram suficientes para reverter o desajuste das contas públicas em 2015. Esse cenário deve se repetir no próximo ano. Se, por um lado, tanto o Governo Federal como estados e municípios devem encerrar 2015 com queda real nos gastos, por outro lado, a forte queda da atividade econômica impactou muito mais fortemente as receitas. A esse quadro se somou a necessidade de pagamentos por parte do Governo Federal de despesas que deveriam ter sido pagas em anos anteriores, as chamadas “pedaladas fiscais”.

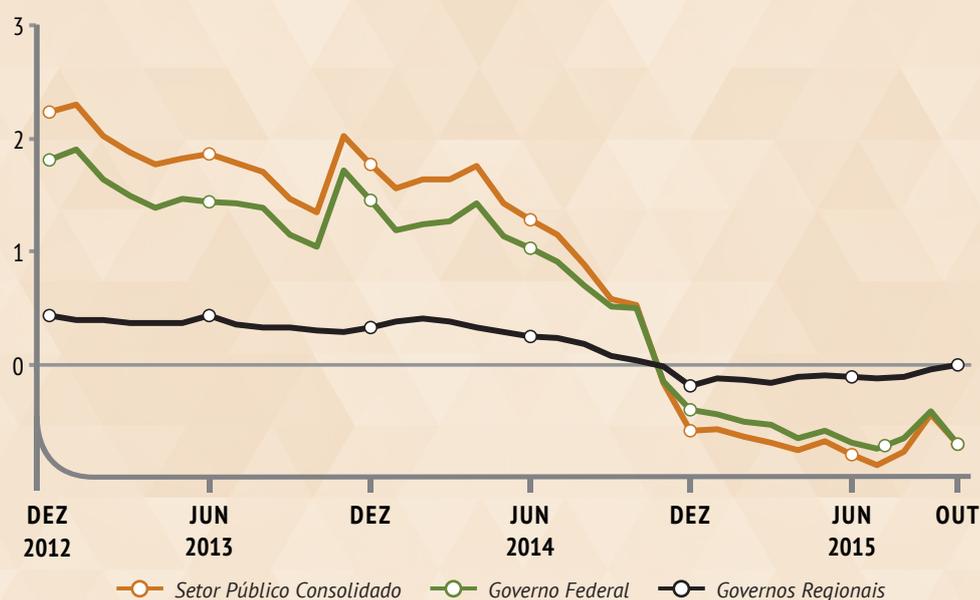
O resultado foi a aceleração do processo de deterioração dos indicadores fiscais que ocorre desde 2012. Com relação ao resultado primário, o Governo Federal deve apresentar déficit cerca de três vezes maior do que o registrado em 2014. Novamente, a alteração tardia da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) possibilitará que mesmo o déficit de 1,8% satisfaça a meta fiscal. Por sua vez, os estados e municípios deverão ter resultado primário positivo, revertendo o déficit primário observado em 2014.

A expectativa é de não reversão desse quadro em 2016. A contenção de gastos federais em 2015 se baseou em despesas não obrigatórias, sem mudanças estruturais significativas nos gastos obrigatórios. Com isso, a margem para novo corte nas despesas não obrigatórias é limitada. Como a retração da atividade econômica deve continuar a reduzir a arrecadação, é elevada a probabilidade de novo déficit primário federal em 2016 e de continuidade da trajetória de aumento do endividamento.

Déficit primário cresceu 0,12 ponto percentual do PIB entre dez/14 e out/15

Resultado primário do setor público consolidado e por níveis de governo

Em relação ao PIB nos últimos 12 meses (%)



Fonte: Banco Central do Brasil - Elaboração: CNI

GASTOS FEDERAIS EM QUEDA

As despesas primárias do Governo Federal interromperam a tendência de crescimento dos anos anteriores e devem apresentar queda em 2015. Após a expansão de 6,1% registrada em 2014, os gastos federais tiveram queda real (deflator IPCA) de 3,3% entre janeiro e outubro de 2015, com relação ao mesmo período do ano anterior. A maior parte dessa redução de despesas ocorreu nos gastos não obrigatórios, que apresentaram retração real de 10,4% na mesma base de comparação. Por sua vez, os gastos obrigatórios tiveram contração real de 1,5%.

A redução das despesas não obrigatórias se concentrou nos investimentos (excluindo subsídios ao Minha Casa Minha Vida), que caíram 40,4% entre janeiro e outubro de 2015, em relação aos mes-

As receitas do Governo Federal apresentaram expressiva redução em 2015, a despeito do aumento de diversos tributos. Entre janeiro e outubro de 2015, na comparação com o mesmo período de 2014, a receita líquida teve queda real de 5,6%.

mos meses de 2014. Já os gastos de custeio, incluindo os subsídios ao Minha Casa Minha Vida, apresentaram queda real de 2,0% na mesma base de comparação.

A principal contribuição para a queda das despesas obrigatórias veio das despesas do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) com Seguro Desemprego e Abono Salarial. Entre janeiro e outubro de 2015, em relação aos mesmos meses de 2014, as despesas do FAT tiveram queda real de 21,9%, o que é explicado principalmente pela revisão do cronograma de pagamento do Abono Salarial, que transferiu R\$ 9,4 bilhões em despesas para o próximo ano. As mudanças nas regras de concessão do Seguro Desemprego também contribuíram para esse resultado, embora em menor intensidade.

As despesas com pessoal foram outro item das despesas obrigatórias que apresentou redução, em termos reais, 2,0% entre janeiro e outubro de 2015, na comparação com o mesmo período de 2014. Esse comportamento se deve ao efeito da inflação mais elevada em comparação com aumentos salariais concedidos ao funcionalismo público. Essa corrosão da massa de salários pela inflação tem ocorrido também no setor privado.

Entretanto, esse esforço de contenção fiscal foi prejudicado por um conjunto de regras legais que asseguram crescimento de certas despesas e pela necessidade de pagamentos de despesas que deveriam ter ocorrido em anos anteriores.

Os gastos previdenciários se enquadram no primeiro caso e registraram expansão real de 1,9% nos dez primeiros meses de 2015, com relação ao mesmo período de 2014. Essas despesas são pressionadas pelo aumento concedido ao salário mínimo, cujo reajuste leva em conta a inflação e o PIB de dois anos antes e é obrigatório por lei. No segundo caso, a maior parte da regularização de pagamentos que deveriam ter ocorrido em anos anteriores ocorreu nas despesas com subsídios e subvenções, que tiveram crescimento real

de 167,4% entre janeiro e outubro de 2015, em relação ao mesmo período de 2014. Apenas com subsídios ao Programa de Sustentação do Investimento (PSI), as despesas subiram de R\$ 124,1 milhões, nos primeiros dez meses de 2014, para R\$ 7,6 bilhões, nos mesmos meses de 2015, a preços de outubro de 2015.

RECEITAS DO GOVERNO FEDERAL TÊM FORTE RETRAÇÃO

As receitas do Governo Federal apresentaram expressiva redução em 2015, a despeito do aumento de diversos tributos. Entre janeiro e outubro de 2015, na comparação com o mesmo período de 2014, a receita líquida teve queda real de 5,6%. A principal explicação para esse comportamento está na retração de 3,8% nas receitas com impostos e contribuições. Essa queda ocorre pelo segundo ano consecutivo e é reflexo do impacto da recessão econômica sobre o recolhimento de tributos e também da não reedição do volume de receitas extraordinárias obtido em 2014.

Ao contrário da receita com impostos e contribuições, que já haviam caído em 2014, as receitas previdenciárias reverteram o crescimento expressivo que vinham mostrando nos últimos anos. Entre janeiro e outubro de 2015, na comparação com o mesmo período de 2014, a receita do INSS teve queda real de 4,3%. A retração no mercado de trabalho, o aumento da inflação e a consequente queda da massa salarial real explicam a redução das receitas previdenciárias.

Finalmente, as receitas não administradas pela Receita Federal tiveram queda real de 14,4% entre janeiro e outubro de 2015 e o mesmo período de 2014. Esse resultado é explicado pela redução no recebimento de dividendos, em parte pelo pagamento antecipado feito em anos anteriores, e de compensações financeiras pela exploração de petróleo, devido à queda do preço.

QUEDA DAS DESPESAS DE ESTADOS E MUNICÍPIOS SUPERA REDUÇÃO DAS RECEITAS

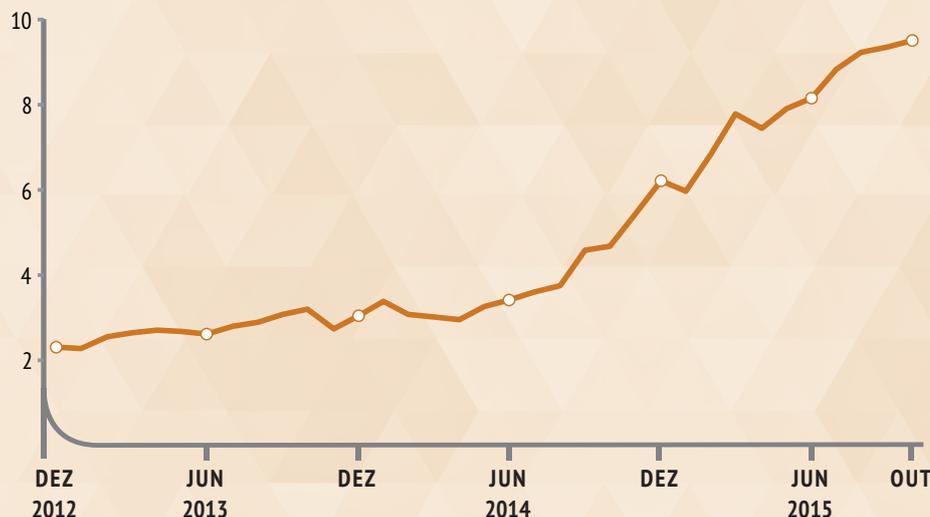
Assim como o Governo Federal, os governos regionais também interromperam a tendência de crescimento das despesas observadas nos últimos anos. A diferença é que, no caso de estados e municípios, a queda das despesas mais do que compensou a redução nas receitas.

Com base nos dados disponíveis sobre as receitas de estados e municípios e no comportamento do resultado primário do conjunto desses entes públicos, a CNI estima que as despesas dos governos

Déficit nominal teve aumento de 3,3 pontos percentuais do PIB entre dez/14 e out/15

Evolução do resultado nominal do Setor Público

Acumulado em 12 meses (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil

regionais tenham registrado queda real de 5,8% entre janeiro e outubro de 2015, na comparação com o mesmo período de 2014. Com relação às receitas, os dados disponíveis apontam retração real de 3,7% na mesma base de comparação.

O ICMS, principal fonte de receita dos governos regionais, teve sua arrecadação fortemente impactada pela retração da atividade econômica e apresentou queda real de 4,1% nos dez primeiros meses de 2015, contra o mesmo período de 2014. A situação econômica também é o principal motivo para a redução real de 4,7% nas transferências recebidas da União nessa mesma base de comparação. Como reação à queda das suas duas principais fontes de receita, estados e municípios aumentaram outros tributos e, com isso, a arrecadação com essas fontes apresentou crescimento real de 1,9%.

DÉFICIT NOMINAL DISPARA E PRESSIONA ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

Apesar da queda real nas despesas, a forte contração das receitas aumentou o resultado primário negativo. Nos últimos 12 meses encerrados em outubro, o setor público apresentou déficit primário de R\$ 40,9 bilhões (0,7% do PIB). Em dezembro de 2014 o déficit registrado foi de 32,5 bilhões (0,6% do PIB). Não fosse a reversão do resultado primário negativo dos estados e municípios, que saíram de déficit de 0,2% do PIB para um pequeno resultado

positivo, o aumento do déficit primário teria sido ainda maior. Isso porque, no Governo Federal, o déficit passou de 0,4% do PIB, em dezembro de 2014, para 0,7% do PIB, em outubro de 2015.

Além do aumento do déficit primário, outro fator que teve forte impacto na deterioração das contas públicas em 2015 foi o aumento de 3,2 pontos percentuais nas despesas com juros nominais. Essa expansão pode ser explicada pelo aumento da taxa de juros *Selic* e pela desvalorização cambial, que aumentou consideravelmente o custo fiscal dos *swaps* cambiais, que são operações que o Banco Central faz para dar garantias ao setor privado em caso de desvalorização do real frente ao dólar. Com o aumento das despesas com juros, o déficit nominal acumulado em 12 meses alcançou 9,5% do PIB, em outubro de 2015. O impacto do déficit nominal mais elevado sobre o endividamento do setor público fez com que a relação Dívida Bruta/PIB atingisse 66,1% em outubro de 2015.

CONTAS PÚBLICAS DEVEM PIORAR ATÉ O FIM DE 2015

Os indicadores fiscais devem sofrer deterioração adicional nos últimos dois meses de 2015, notadamente em função do Governo Federal. Três fatores levarão a essa deterioração adicional: redução do ritmo de queda dos gastos, ampliação do ritmo de queda das receitas e a contabilização de “pedaladas fiscais”.

Pelo lado dos gastos federais, o ritmo de queda real deve passar dos atuais 3,3%, registrados até outubro, para 2,9%, até dezembro de 2015. As despesas com pessoal e os gastos com custeio e capital devem ter seu ritmo de queda reduzido nos dois últimos meses do ano. Por outro lado, os gastos previdenciários terão seu ritmo de expansão reduzido, pois em 2014 houve uma concentração, nos dois últimos meses do ano, do pagamento de sentenças judiciais que normalmente ocorriam no primeiro semestre.

Por sua vez, a receita líquida do Governo Federal deve intensificar o ritmo de queda real, que deve passar dos atuais 5,6%, registrados até outubro, para 6,0%, até dezembro de 2015. Esse movimento deve ser generalizado, atingindo receita com impostos e contribuições, receitas previdenciárias e também receitas não administradas pela Receita Federal, e será resultado da continuidade dos impactos da retração da atividade econômica e da massa salarial real.

Finalmente, o pagamento de R\$ 57,0 bilhões em “pedaladas fiscais” deve ser incorporado aos indicadores fiscais. Esse valor é resultado de recursos não repassados em anos anteriores ao Banco do Brasil, ao BNDES e à Caixa Econômica Federal para pagamento de subsídios a diversos programas do Governo Federal.

Nesse cenário, a CNI estima que o Governo Federal, e suas estatais, deve encerrar o ano com déficit primário de R\$ 111,0 bilhões (1,85% do PIB estimado pela CNI). Mesmo na ausência do pagamento das “pedaladas fiscais”, o resultado primário deveria ser negativo em R\$ 54,0 bilhões (0,9% do PIB).

No caso dos governos regionais, a tendência é de continuidade de redução das despesas em relação àquelas observados no ano anterior. Dessa forma, mesmo com a queda das receitas com ICMS e transferências da União, o resultado primário deve continuar apresentando aumento e atingir cerca de R\$ 3,0 bilhões (0,05% do PIB).

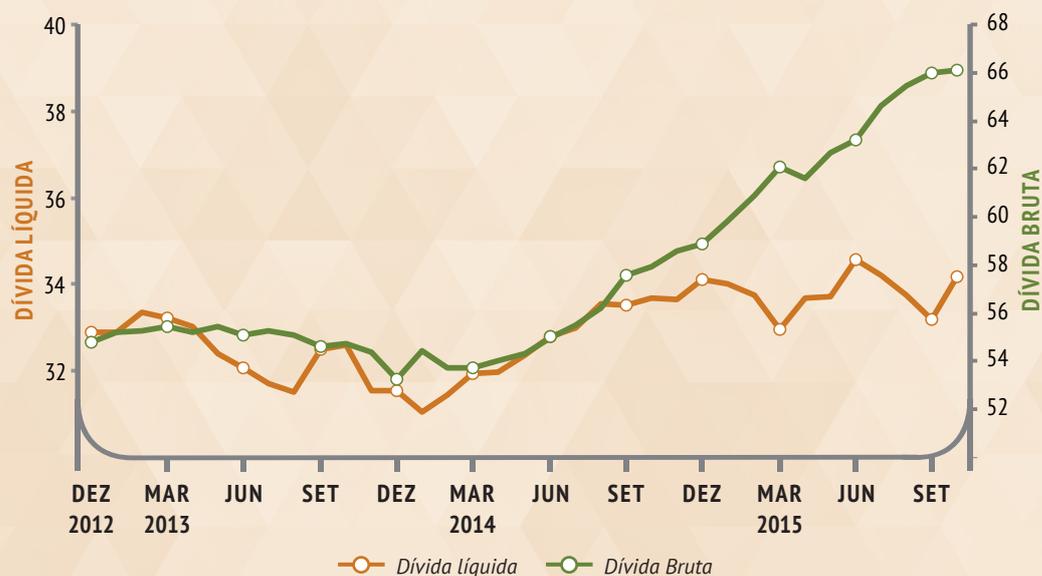
Com isso, o setor público consolidado deve registrar déficit primário de R\$ 108,0 bilhões (1,8% do PIB) em 2015. Esse resultado significa uma sensível piora do resultado primário em relação ao observado em 2014, que foi equivalente a 0,6% do PIB.

A essa deterioração do resultado primário, se somará o aumento das despesas com juros, que devem passar de 5,6%, em dezembro de 2014, para 8,6% do PIB, em dezembro de 2015. Esses dois fatores farão com que o déficit nominal se eleve de 6,0%, em 2014, para 10,5% do PIB, em 2015. O impacto do aumento do déficit nominal deve superar os efeitos do aumento do PIB nominal e fazer com que a relação Dívida Bruta/PIB passe de 57,2%, em dezembro de 2014, para 64,3%, em dezembro de 2015.

Dívida Bruta do setor público deve crescer 7,1 pontos percentuais do PIB em 2015

Trajetórias das Dívidas Líquida e Bruta do Setor Público em relação ao PIB

Em relação ao PIB (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

PERSPECTIVAS

SITUAÇÃO FISCAL CONTINUA PREOCUPANTE EM 2016

O panorama da política fiscal não deve se alterar significativamente em 2016. Apesar dos esforços na contenção de gastos não obrigatórios, como não foram aprovadas mudanças que promovessem alteração estrutural relevante nos gastos públicos, há pouco espaço para redução adicional de despesas. Por outro lado, mesmo diante de novos aumentos na tributação, a continuidade da retração da atividade econômica deve fazer com que as receitas continuem em queda real.

A principal pressão sobre as despesas federais virá dos gastos previdenciários. A inflação elevada em 2015 fará com que o reajuste do salário mínimo fique em torno de 11% e esse será o principal fator para o crescimento real esperado de 5,1% nas despesas previdenciárias.

Por outro lado, despesas com pessoal e de custeio e capital deverão se manter em queda. No caso das despesas com pessoal, o adiamento dos reajustes salariais de janeiro para agosto e o cancelamento de novas contratações devem fazer com que as despesas tenham queda real de 0,7% em 2016.

Finalmente, as despesas de custeio e capital devem ter queda real de 4,8% em 2016. Essa retração será inferior à de 7,6% que deve ser observada em 2015. Após o forte contingenciamento ocorrido esse ano, o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) já foi proposto com um volume de despesas não obrigatórias bastante reduzido. Vale ressaltar que essa estimativa de variação exclui das despesas com custeio e capital o pagamento de R\$ 57,0 bilhões em “pedaladas fiscais”, que deve ser realizado em 2015.

Nesse cenário, a CNI estima que as despesas totais do Governo Federal devem se manter estáveis em termos reais em 2016, na comparação com 2015.

Com relação à receita líquida do Governo Federal, a CNI projeta uma retração real de 0,3% em 2016, na comparação com 2015. A retração nas receitas previdenciárias terá forte influência nessa nova queda das receitas federais. Devido à queda da massa salarial real, a arrecadação do INSS deve ter queda real de 6,3% em 2016.

Além disso, as receitas com impostos e contribuições devem voltar a ter queda real em 2016. O efeito negativo da queda real de 2,6% do PIB sobre o recolhimento de tributos deverá superar os efeitos

positivos dos aumentos de tributação realizados em 2015, com impacto total apenas em 2016, e os aumentos a serem realizados no próximo ano. Nesse sentido, cabe ressaltar que essa projeção não engloba a recriação da CPMF, devido à baixa probabilidade de que seja aprovada pelo Congresso. E, mesmo que seja aprovada, a entrada em vigor pode ser tardia em 2016 ou apenas em 2017.

Com essas projeções de receitas e despesas, a CNI estima déficit primário do Governo Federal de R\$ 59,0 bilhões (0,9% do PIB) em 2016. É possível que esse déficit seja reduzido em função do contingenciamento que será feito ao Orçamento aprovado para 2016. Porém, o contingenciamento viável será expressivamente menor do que R\$ 59,0 bilhões, pois a base de despesas contingenciáveis deverá ficar em torno de R\$ 120 bilhões, bem inferior à de R\$ 190 bilhões do Orçamento de 2015.

A expectativa para estados e municípios é de aumento no superávit primário em 2016. As receitas dos governos regionais devem continuar a ser prejudicadas pelo efeito da retração econômica sobre o recolhimento de ICMS e nas transferências da União. Porém, a queda da receita deve ser menor em 2016 devido ao aumento de tributação do ICMS por alguns estados. Já as despesas devem continuar em queda, refletindo a queda das receitas e a redução nas liberações de endividamento por parte do Tesouro Nacional. Assim, a CNI estima superávit primário de R\$ 10,0 bilhões (0,15% do PIB) para estados, municípios e suas estatais.

Dessa forma, o resultado primário do setor público consolidado em 2016 deve ser negativo em R\$ 49,0 bilhões (déficit de 0,8% do PIB), bem distante da meta de superávit de R\$ 43,8 bilhões (0,7% do PIB) estipulada pelo Governo Federal. Ainda assim, dado o déficit de 1,8% do PIB esperado para 2015, haverá uma melhoria do resultado primário.

A redução do déficit primário deve ser o principal motivo para que o déficit nominal caia para 9,4% do PIB. Isso porque as despesas com juros devem atingir 8,6% do PIB em 2016, uma retração de apenas 0,1 ponto percentual do PIB em relação a 2015. Essa relativa estabilidade nas despesas com juros se deve à combinação do aumento da média da taxa *Selic* com a redução dos custos fiscais com os *swaps* cambiais. Apesar da queda, o déficit nominal ainda muito elevado deve fazer com que a relação Dívida Bruta/PIB cresça novamente e alcance 70,6% do PIB em dezembro de 2016.

O resultado primário do setor público consolidado em 2016 deve ser negativo em R\$ 49,0 bilhões (déficit de 0,8% do PIB), bem distante da meta de superávit de R\$ 43,8 bilhões (0,7% do PIB)

SETOR EXTERNO

Balança comercial positiva e déficit em transações correntes em queda

Ajuste nas contas externas deve continuar em 2016

A desvalorização do real – 42% comparando a média de 2015 com a média de 2014 – foi uma marca do ano. Pressões de todo tipo (domésticas e externas, de natureza política e econômica) explicam essa mudança de patamar da taxa de câmbio.

A desvalorização significativa do real, somada a forte queda da atividade econômica brasileira provocou ajuste no déficit em transações correntes. O déficit recuou de 4,4% do PIB ao fim de 2014 para 4,0% do PIB no acumulado em 12 meses até outubro de 2015.

Pelas mesmas razões, o saldo comercial, que foi negativo em 2014 pela primeira vez desde 2000, voltou a ficar positivo. No entanto, deve ser feita uma importante ressalva: as exportações caíram em 2015. A balança comercial registrou saldo positivo em 2015 porque as importações recuaram mais fortemente que as exportações.

TAXA DE CÂMBIO INTERROMPE PROCESSO AGUDO DE DESVALORIZAÇÃO NO QUARTO TRIMESTRE

A taxa de câmbio real/dólar manteve-se relativamente estável no quarto trimestre de 2015, após um terceiro trimestre turbulento, no qual a taxa mostrou desvalorização de 26% (média de setembro contra média de junho) e chegou a alcançar de R\$ 4,19/US\$ no fim de setembro. Desde outubro até o fim da primeira quinzena de dezembro, a taxa de câmbio manteve-se entre R\$ 3,70/US\$ e R\$ 3,90/US\$¹. A incerteza política segue severa, assim como o quadro econômico. Em especial, permanecem as dificuldades da agenda fiscal e a iminência de perda do grau de investimento dos títulos soberanos brasileiros por uma segunda agência de classificação de risco.

Para o fim de 2015, caso não ocorram novas rupturas advindas do conturbado cenário político brasileiro, projetamos que a taxa média de câmbio de dezembro fique em torno de R\$ 3,80/US\$ - uma desvalorização de 44% na comparação com a média de dezembro de 2014. Nesse cenário, a CNI estima taxa média para 2015 em R\$ 3,33/US\$, ante R\$ 2,35/US\$ em 2014.

Resalte-se a possibilidade de elevação da taxa básica de juros norte-americana na última reunião do comitê de política monetária de 2015. Caso ocorra, o aumento deve ser pequeno e acompanhado de clara sinalização sobre a condução da política monetária. Ainda assim, essa mudança deve causar, ao menos até o final do ano, modesta desvalorização adicional da moeda brasileira.

Taxa diária de câmbio (Fechamento Ptax*)



Fonte: Banco Central do Brasil.

1 - É comum a taxa de câmbio ultrapassar certo patamar e depois se estabilizar em uma faixa anterior em períodos de forte oscilação. Esse fenômeno é conhecido na economia como "overshooting".

IMPACTO DO NOVO PATAMAR DO CÂMBIO PERMANECE RESTRITO

Desde março, a balança comercial brasileira registra saldos positivos. No acumulado do ano até a segunda semana de dezembro, o superávit alcançou US\$ 15,8 bilhões, enquanto que em igual período de 2014 o déficit era de US\$ 3,6 bilhões.

Contudo, os valores das exportações e das importações são menores do que em igual período de 2014. Como o ritmo de queda das importações (23,3%) em 2015 supera a redução verificada nas exportações (14,6%) no mesmo período, a balança registra superávit.

A queda das importações é explicada por diversos fatores: a fraca atividade industrial, a queda do consumo das famílias e do investimento, os baixos preços do petróleo e a desvalorização do real. Assim, a queda é generalizada e alcançou todas as categorias de uso. Na comparação entre o acumulado entre janeiro e novembro de 2015 contra igual período de 2014, decresceram as importações de combustíveis (42,6%), de bens de capital (19,4%), de matérias-primas (19,3%) e de bens de consumo (18%). Esse comportamento foi resultado da queda tanto do volume importado, quanto do preço.

As exportações mostram queda em valor, explicada fundamentalmente pelos preços. Na comparação no acumulado do ano até outubro com igual período de 2014, os preços de todas as classes de produto diminuíram: básicos (30%), semimanufaturados (15%) e manufaturados (10%).

Há melhora no volume exportado, mas ela se restringe aos básicos e semimanufaturados, com aumentos de 13% e 7% no acumulado no ano até outubro. O volume exportado de manufaturados continua a registrar queda em 2015 (1%). Logo, percebe-se que o efeito da desvalorização, como estímulo às exportações de manufaturas, ainda é limitado.

As exportações ficarão em torno de US\$ 191 bilhões em 2015, uma queda de 15% na comparação com 2014. As importações, por sua vez, totalizarão cerca de US\$ 173 bilhões, uma queda de 24% na mesma comparação. O saldo esperado, portanto é de US\$ 18 bilhões.

DÉFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES CONTINUA TRAJETÓRIA DE AJUSTE

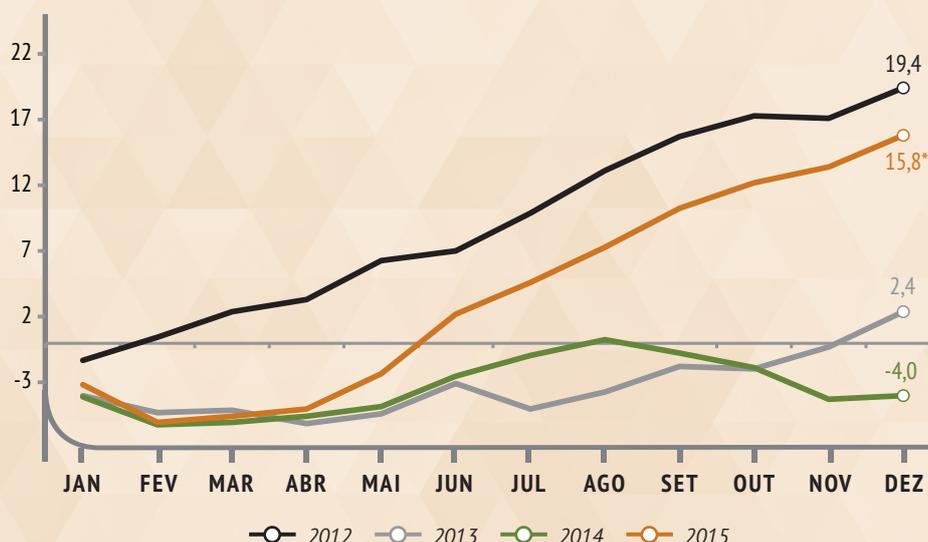
O déficit em transações correntes alcançou US\$ 74,2 bilhões no acumulado em 12 meses até outubro de 2015, o equivalente a 4,02% do PIB. No mesmo mês de 2014, o déficit em 12 meses totalizava US\$ 95,9 bilhões, 4,07% do PIB do período. A queda do valor do déficit, nessa comparação, é de 22,6%.

O saldo positivo da balança comercial acumulado em 2015, ante o saldo negativo de 2014, explica parte dessa evolução favorável. Além disso, tanto os déficits em serviços quanto em rendas recuaram 19% no acumulado no ano até outubro, frente a igual período de 2014. Destaca-se, entre os serviços, o recuo do gasto com viagens internacionais, de US\$ 6,5 bilhões na mesma comparação. Entre as rendas, destaca-se a menor remessa de lucros e dividendos ao exterior, uma redução de quase

Superávit comercial é o maior dos últimos três anos

Saldo da balança comercial acumulado no ano

Em bilhões de US\$

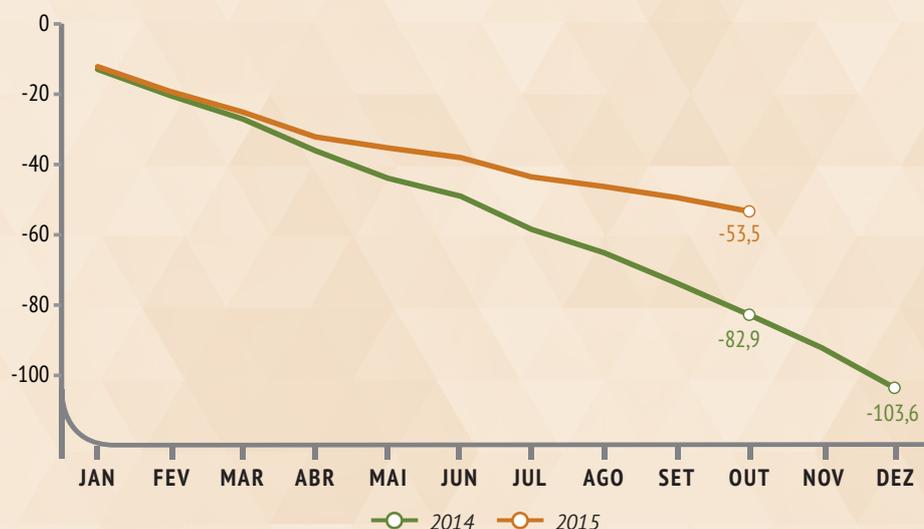


* O resultado de 2015 corresponde ao acumulado até a segunda semana de dezembro
Fonte: SECEX/MDIC

Diferença entre resultados em transações correntes é cada vez maior

Saldo em transações correntes acumulado no ano

Em bilhões de US\$



Fonte: Banco Central do Brasil

US\$ 6 bilhões. Tanto o superávit comercial quanto as quedas dos déficits de serviços e de rendas resultam da depreciação do real e da redução da atividade econômica.

Praticamente a totalidade do déficit em transações correntes foi financiada por investimentos diretos. O investimento estrangeiro direto totalizou US\$ 70,7 bilhões em 12 meses encerrados em outubro (95% do déficit do período). O valor do investimento, no entanto, é 24,5% menor que o acumulado no mesmo período de 2014.

O déficit em transações correntes em 12 meses continuará caindo nos últimos dois meses do ano e alcançará US\$ 65 bilhões, o que representa uma queda de 38% na comparação com o registrado em 2014. O valor corresponde a 3,9% do PIB projetado pela CNI para 2015, ante 4,4% do PIB registrado em 2014.

PERSPECTIVAS

INSTABILIDADE CONTINUARÁ A MARCAR O CÂMBIO EM 2016

O longo ciclo de alta de *commodities* chegou ao fim. Em função disso, os preços continuarão em queda em 2016, ainda que mais moderada que em 2015. A principal razão para isso é a desaceleração da China, que, na contramão das economias desenvolvidas, deverá crescer menos em 2016 do que em 2015.

Países desenvolvidos, como os integrantes da União Europeia, deverão manter crescimento moderado, próximos ao desse ano. Comparativamente, os Estados Unidos manterão a taxa de crescimento um pouco maior, como já observado em 2015. Em 2016 ocorrerá a normalização da política monetária dos Estados Unidos, com a elevação dos juros básicos daquele país, se já não iniciada em 2015.

Essa elevação da taxa de juros deverá ser gradual e pausada – pequenos aumentos espaçados ao longo de 2016. Ainda assim, a tendência para o ano que vem é de fortalecimento da moeda americana. O aumento da taxa de juros americana reduzirá a liquidez do mercado internacional, o que pode afetar negativamente, diversos países em desenvolvimento, contendo a evolução do PIB e do comércio globais.

Além da pressão externa pela valorização do dólar, comum a todos os países, e a queda dos preços das *commodities*, fatores domésticos pressionarão a valorização da moeda americana frente o real. A instabilidade política que impactou fortemente a taxa de câmbio em 2015 – sobretudo no terceiro trimestre – não dará trégua no início de 2016. Pelo contrário; o início do ano será marcado por grande instabilidade política, limitando a entrada de capital externo e de investimento no País.

Nesse cenário, a taxa de câmbio permanecerá volátil em 2016. Esperamos que a taxa de câmbio média para 2016 fique em torno de R\$ 4,20/US\$.

Repetidas rupturas poderão gerar grandes sobressaltos da taxa de câmbio, impedindo a reversão em casos de *overshooting*. Nessas situações, o câmbio poderá ultrapassar a taxa de câmbio média para 2016 projetada pela CNI mais cedo do que previsto ou por períodos muito prolongados, aumentando a média anual.

Outra fonte de instabilidade para a taxa de câmbio está em uma eventual tentativa de redução da intervenção do Banco Central no mercado cambial. Ainda que o fim do programa, com a reversão dos estoques de *swaps*, ocorra de forma gradual, o efeito sobre o câmbio (desvalorização do real) será significativo.

Importante mencionar que a elevada instabilidade da taxa de câmbio impede que o impacto se dê imediatamente no volume exportado, sobretudo de manufaturas. As importações, por outro lado, podem intensificar a queda. Assim, o saldo comercial poderá ser maior que o inicialmente projetado e o déficit em transações correntes, menor.

SALDO COMERCIAL SERÁ O MAIOR DESDE 2012

Apesar da desvalorização cambial, a esperada guinada das exportações não deverá acontecer em 2016. Os preços de exportação permanecerão baixos – e devem mostrar quedas adicionais, sobretudo no caso das *commodities*. Já a recuperação do volume exportado permanecerá concentrada nos produtos semimanufaturados e básicos. A ausên-

cia do País em acordos comerciais relevantes e o aumento da concorrência externa limitam a recuperação das exportações de manufaturas. Assim, esperamos pequeno aumento da exportação em 2016, de 4%, para US\$ 198 bilhões.

Por outro lado, as importações permanecerão em queda. A desvalorização adicional do real e as quedas do consumo doméstico, produção e investimento continuarão provocando queda generalizada do volume importado, ainda que em menor ritmo do que em 2015. Os preços de combustíveis também deverão reduzir o ritmo de queda. Com isso, esperamos nova queda das importações (7%) em 2016. As importações devem totalizar US\$ 161 bilhões e o saldo comercial aumentará para US\$ 37 bilhões.

DÉFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES CONTINUARÁ EM QUEDA

O ajuste em transações correntes permanecerá intenso em 2016. A principal razão é o saldo comercial, que deverá mais que dobrar em 2016, passando de US\$ 18 bilhões para US\$ 37 bilhões.

Além do saldo comercial mais positivo, os déficits de serviços e rendas continuarão em queda, respondendo à situação econômica brasileira de 2016 – ainda muito negativa –, o quadro de incerteza política e, não menos importante, à desvalorização adicional da moeda doméstica. O déficit em conta corrente deverá encerrar 2016 em US\$ 39 bilhões. O valor representa 3,1% do PIB projetado pela CNI para 2016.



PERSPECTIVAS DA ECONOMIA BRASILEIRA

	2013	2014	2015 (projeção)	2016 (projeção)
ATIVIDADE ECONÔMICA				
PIB (variação anual)	3,0%	0,1%	-3,3%	-2,6%
PIB industrial (variação anual)	2,2%	-0,9%	-6,4%	-4,5%
Consumo das famílias (variação anual)	3,5%	1,3%	-3,9%	-3,3%
Formação bruta de capital fixo (variação anual)	5,8%	-4,5%	-15,5%	-12,3%
Taxa de Desemprego (média anual - % da PEA)	7,1%	6,8%	8,3%	11,0%
INFLAÇÃO				
Inflação (IPCA - variação anual)	5,9%	6,4%	10,5%	6,8%
TAXA DE JUROS				
Taxa nominal de juros (taxa média do ano)	8,29%	10,96%	13,47%	14,25%
(fim do ano)	10,00%	11,70%	14,25%	14,25%
Taxa real de juros (taxa média anual e defl: IPCA)	2,0%	4,3%	4,1%	5,6%
CONTAS PÚBLICAS				
Déficit público nominal (% do PIB)	-3,05%	-6,00%	-10,50%	-9,40%
Superávit público primário (% do PIB)	1,77%	-0,59%	-1,80%	-0,80%
Dívida pública líquida (% do PIB)	53,3%	57,2%	64,3%	70,6%
TAXA DE CÂMBIO				
Taxa nominal de câmbio - R\$/US\$ (média de dezembro)	2,35	2,64	3,80	4,40
(média do ano)	2,16	2,35	3,33	4,20
SETOR EXTERNO				
Exportações (US\$ bilhões)	242,2	225,1	191,0	198,0
Importações (US\$ bilhões)	239,6	229,0	173,0	161,0
Saldo comercial (US\$ bilhões)	2,6	-3,9	18,0	37,0
Saldo em conta corrente (US\$ bilhões)	-74,7	-104,1	-65,0	-39,0