



Prof. Dr. Alex L. Ferreira
André Ribeiro, Juliano Condi

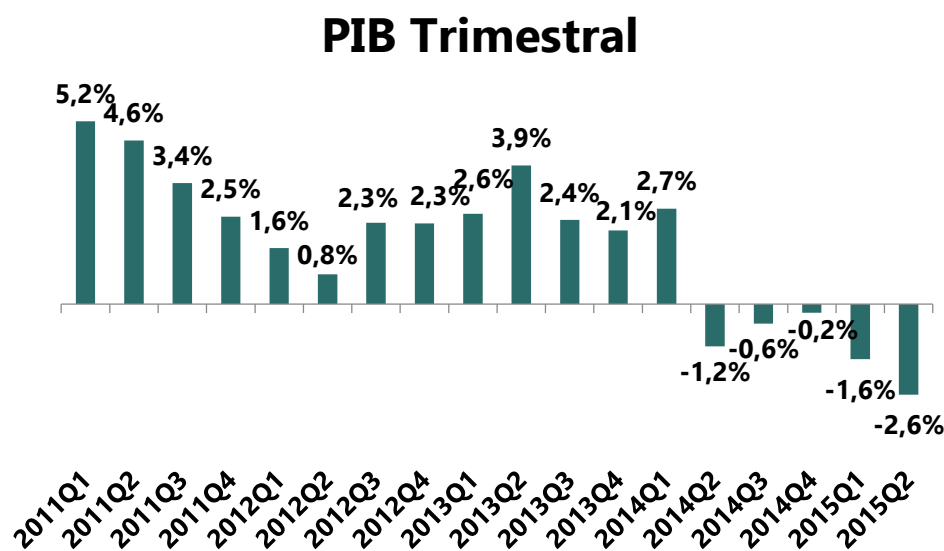
Segundo trimestre mais fraco do que o esperado

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas (IBGE) divulgou nesta sexta-feira, 28 de Agosto, os dados do Produto Interno Bruto (PIB) referentes ao segundo trimestre de 2015.

Análise preliminar mostra uma economia em contração, pior do que as previsões de

mercado. Conforme pode ser visualizado na Figura 1 abaixo, a retração do segundo trimestre foi de -2,6% em relação ao mesmo período de 2014, e -1,9% em relação ao primeiro trimestre deste ano, configurando um quadro de recessão técnica¹.

Figura 1: PIB Trimestral – variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE

Esta queda é mais forte daquela que vinha sendo prevista pelo mercado, conforme pode-se observar na Figura 2. A mediana do Focus apontava para uma recessão 0,5% mais branda do que a observada, o que deve levar a revisões e projeções ainda piores para o PIB de 2015. Outro ponto importante a se notar na figura é a volatilidade das projeções. Enquanto

que, no começo de Junho, o desvio-padrão das projeções dos analistas estava em 0,56%, as últimas informações mostram um desvio maior, de 0,71%. Esse número revela uma maior dispersão das previsões de mercado quanto ao resultado futuro do PIB, evidenciando a percepção de maior incerteza sobre o nível de atividade.

¹ Recessão técnica é o termo usado quando se tem ao menos dois trimestres seguidos com PIB negativo.

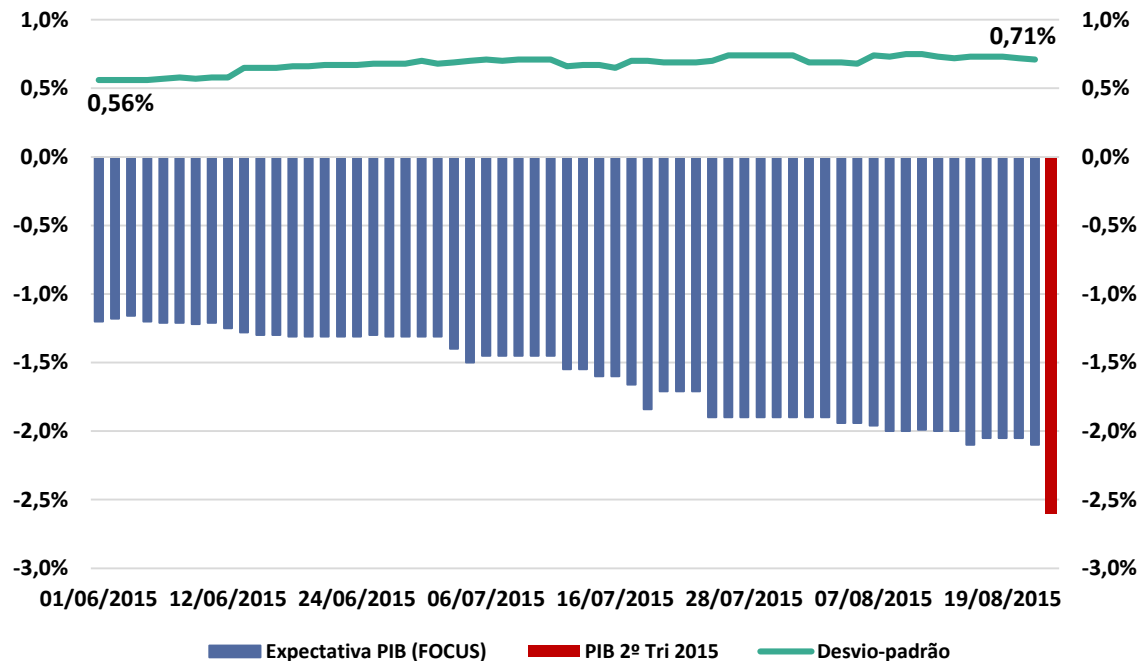


Conjuntura Econômica

Ribeirão Preto/SP

Prof. Dr. Alex L. Ferreira
André Ribeiro, Juliano Condi

Figura 2: Mediana da Expectativa do Mercado e PIB para o segundo trimestre de 2015



Fonte: FOCUS / Bacen e IBGE

Cabe sublinhar na Tabela 1, a expressiva queda da atividade na indústria, -4,3%, explicada, entre outros fatores, pela forte redução da atividade no setor de construção civil (-8,4%). O consumo das famílias, apresentou retração de 2,1%, queda registrada pelo segundo semestre consecutivo. Esse resultado revela a dimensão da crise atual, não só porque o consumo representa 62,7% do PIB, mas porque reflete uma expressiva queda do bem-estar das famílias. Retração forte também se mostra nos investimentos, uma vez que a formação bruta de capital fixo registra variação

de 8,1% contra o trimestre anterior (oitavo trimestre consecutivo nessa base de comparação, segundo o IBGE). A grande queda do investimento, nessa conjuntura, é sinal de que as expectativas quanto à rentabilidade futura de projetos vêm sendo continuamente erodidas. A agropecuária caiu na margem. As exportações líquidas registram crescimento, o que pode ser explicado tanto pela depreciação real da moeda brasileira, quanto pelo pior crescimento do Brasil em relação aos seus parceiros comerciais.



Conjuntura Econômica

Ribeirão Preto/SP

Prof. Dr. Alex L. Ferreira
André Ribeiro, Juliano Condi

Tabela 1: Evolução do PIB

	Variação contra trimestre anterior (dessazonalizada)					2º Tri 2015 vs 2º Tri 2014
	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	
PIB	-1,1%	0,1%	0,0%	-0,7%	-1,9%	-2,6%
Agropecuária	-1,2%	-1,7%	1,6%	4,8%	-2,7%	1,8%
Indústria	-2,5%	0,5%	-0,4%	-0,7%	-4,3%	-5,2%
Serviços	-0,6%	0,3%	0,0%	-0,9%	-0,7%	-1,4%
Consumo das Famílias	-0,4%	0,2%	0,8%	-1,5%	-2,1%	-2,7%
Consumo do Governo	0,4%	0,7%	-0,9%	-1,5%	0,7%	-1,1%
Formação Bruta de Capital Fixo	-2,8%	-0,5%	-1,8%	-2,4%	-8,1%	-11,9%
Exportações	-0,3%	3,0%	-13,3%	16,2%	3,4%	7,5%
Importações	-2,3%	1,5%	-5,0%	0,9%	-8,8%	-11,7%

Fonte: IBGE

Outro fato que revela a dimensão da crise econômica atual é que, numa perspectiva histórica, o Brasil registrou crescimento negativo anual da renda real igual ou inferior a 2% apenas nos anos de 1908, 1918, 1930, 1931, 1942, 1981, 1983 e 1990². Esses anos coincidem com eventos de grande instabilidade político-econômica no Brasil ou no mundo. Finalmente, cabe adicionar, o mercado espera

um crescimento de -0,24% para 2016 (Tabela 2) e apenas em 2017 o PIB crescerá, mas pouco (1,5%). Se essas expectativas se confirmarem, assumindo um crescimento populacional de 0,8% a.a., o Brasil entraria em **2018 com o mesmo nível de renda real per capita de 2010**, configurando-se um novo quadro de “**década perdida**”.

Inflação

Desde o último Boletim do CEPER, a inflação seguiu trajetória de alta, e se encontra no patamar de 9,56% no acumulado dos últimos 12 meses encerrados em Julho. Conforme pode-se visualizar na Figura 3, a dispersão das

previsões sobre a inflação de 2015 no patamar de 9,3% tem se reduzido.

O Banco Central tem demonstrado que sua preocupação de primeira ordem é com a convergência da inflação de **2016** para o centro da meta, informando ao mercado que pretende

² Cálculos realizados usando-se a série “GAC_PIB” disponibilizada no sítio eletrônico do IPEA e “estimada a partir do valor do PIB nominal de 2013 (Contas Nacionais

Referência 2000) e a taxa de variação real do PIB anual (IBGE).”.



Conjuntura Econômica

Ribeirão Preto/SP

Prof. Dr. Alex L. Ferreira

André Ribeiro, Juliano Condi

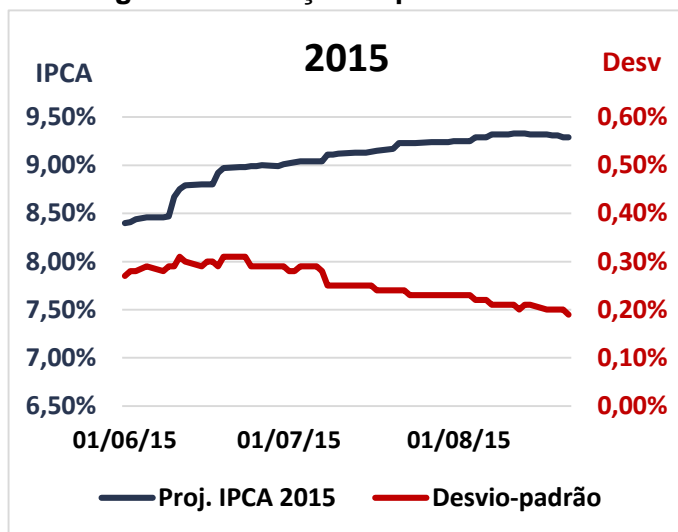
circunscrever, por exemplo, os efeitos de realinhamento de preços relativos ao ano de 2015.

Assim, cabe acompanhar de perto a evolução da mediana das expectativas de inflação para 2016, a qual hoje é de 5,5%, conforme mostrado na Tabela 2. Ao indicar o fim do ciclo de aumento de juros e a permanência dos mesmos nesse patamar por um período suficientemente prolongado, o Banco Central pretende comunicar ao mercado que a política monetária atual é capaz de trazer a inflação

para o centro da meta de 4.5% nos seus modelos econômicos.

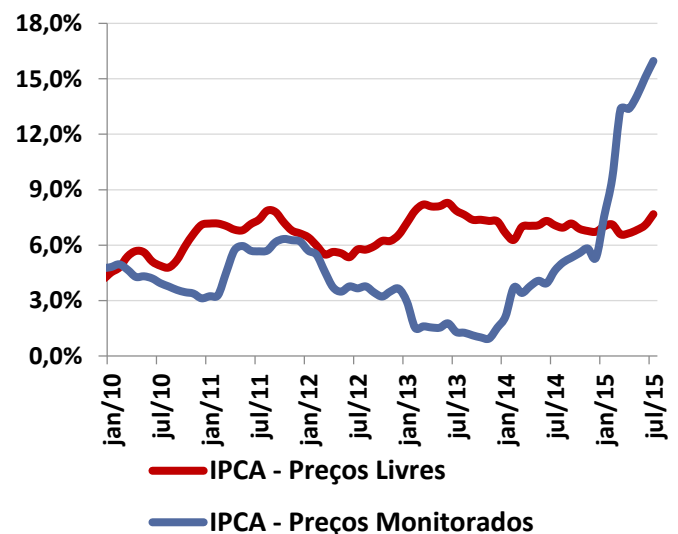
Mas, o fato é que a mediana das expectativas de inflação para 2016 tem mostrado rigidez ao cenário recessivo e ao aperto monetário, indicando que a contenção dos efeitos dos ajustes de 2015 será limitada pela extensão dos reajustes “inerciais” e, em algum grau, pela subida do câmbio nominal (o qual deverá afetar a inflação de forma defasada, mais provavelmente quando alguma acomodação de estoques/demanda viabilizar o *pass-through*³).

Figura 3: Evolução Expectativa IPCA



Fonte: Focus – Banco Central

Figura 4: Evolução das taxas de inflação



Fonte: IBGE

³ Para uma discussão sobre repasse cambial, ver o box “Repasse Cambial para Preços” relatório de inflação do Banco Central de Março de 2015. Um dos autores citados nesse box, estima um repasse de longo-prazo de 8% (no artigo *Fear of Floating in Brazil: Did Inflation*

Targeting matter?, The North American Journal of Economics and Finance, 2009, Reginaldo P. Nogueira Jr., Miguel A. León-Ledesma,)), o qual daria um impacto de 1.2% na inflação da alta de 15.2% registrada entre 30 de junho e 27 de Agosto, por exemplo,.



Prof. Dr. Alex L. Ferreira
André Ribeiro, Juliano Condi

Expectativas, Riscos e Cenários

O **cenário mediano atual** é, em muitos aspectos, **pior do que o cenário pessimista** revelado no boletim de Conjuntura CEPER em Junho/15 (usando expectativas do Boletim Focus). Por exemplo, o boletim FOCUS de 22/05 indicava uma expectativa de 8,37% (na mediana) para o IPCA 2015, enquanto o divulgado agora em 24/08 revela um IPCA de 9,32% para o mesmo período, número maior do que o do cenário pessimista de 9,09% à época. A previsão mais pessimista era a de um crescimento negativo de 2% e de um resultado primário de 0.3%. A mediana do último boletim apresenta uma expectativa de resultado fiscal de 0% e de crescimento igual a -2,06%.

No último boletim CEPER escrevemos que “Existe um conjunto de riscos que continuam a

impactar tanto a taxa de câmbio quanto o investimento privado doméstico. Em especial, cabe ressaltar a continuada incerteza com relação à evolução do cenário interno, num sentido que vai além dos efeitos retroalimentadores que os próprios fundamentos econômicos já fragilizados (em especial, contas públicas, transações correntes e inflação) impõem sobre as expectativas.” Esse conjunto de riscos ainda não se dissipou e o elevado grau de incerteza na política e na economia ainda dificulta “enxergar a luz no fim do túnel”. Soma-se ao cenário atual, os acontecimentos mais recentes na China que, tudo o mais constante, vão contribuir para a diminuição do resultado comercial favorável.

Tabela 2: Cenários Macroeconômicos para a Economia Brasileira

Boletim FOCUS - 24/08/2015			
	Otimista	Mediano	Pessimista
	2015		
Crescimento do PIB	-0,92%	-2,06%	-3,03%
Inflação IPCA	8,68%	9,29%	10,02%
Fiscal - Resultado Primário - % do PIB	1,10%	0,00%	-0,50%
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	-64,00	-76,50	-90,00
	2016		
Crescimento do PIB	1,80%	-0,24%	-1,20%
Inflação IPCA	4,27%	5,50%	6,78%
Fiscal - Resultado Primário - % do PIB	2,10%	0,70%	0,00%
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	-45,00	-67,75	-93,30

*Fonte: Dados coletados a partir do site www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas do Bacen.

** Notas: Para Inflação IPCA, utilizou-se para o cenário **otimista** o valor **mínimo** esperado, e, para o **pessimista**, o valor **máximo**.

Para os 3 campos restantes, utilizou-se para o cenário **otimista** o valor **máximo** esperado, e, para o **pessimista**, o valor **mínimo**.

Para todos os campos, o cenário **mediano** foi considerado como a **mediana** esperada.



Conjuntura Econômica

Ribeirão Preto/SP

Prof. Dr. Alex L. Ferreira

André Ribeiro, Juliano Condi

Apesar da piora do grau de investimento atribuído pela Austin Rating em Julho, e pela sinalização de perspectivas ruins pela S&P e Fitch, o risco soberano, medido pelo EMBI+, permaneceu estável nos últimos três meses, apresentando ligeiro aumento à partir de meados de Julho, chegando a 352 pontos-base (em 25/08), mesmo com a disparada do câmbio nas últimas semanas. Isto pode ser lido como um sinal de que ambos, agentes e agências de classificação de risco de crédito, estejam “precificando” menos a deterioração dos fundamentos e mais a (des)confiança no atual governo em encontrar um caminho de sustentabilidade para a dívida pública.

Nesse sentido, cabe lembrar que as experiências históricas de sucesso com contracionismo fiscal agressivo⁴ foram acompanhadas de alguns ingredientes que o Brasil ainda não reúne. O principal é a formação de expectativas de um ajuste fiscal de médio-prazo que estabelece uma redução permanente e crível da participação do governo no PIB e, conseqüentemente, da carga tributária futura. Outros fatores são 1) mudança no balanço de forças políticas que permite a efetivação dessas medidas, 2) depreciação da moeda e 3) ancoragem das expectativas de inflação.

Tabela 3: Cenários de Variáveis Macroeconômicas (TOP 5 FOCUS)

Boletim FOCUS 24/08/2015 - previsões Top 5			
2015			
Variáveis	Otimista	Mediano	Pessimista
Taxa de juros Selic - fim do ano	14,25%	14,25%	14,38%
Inflação IPCA	9,25%	9,32%	9,44%
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,20	3,40	3,50
2016			
Variáveis	Otimista	Mediano	Pessimista
Taxa de juros Selic - fim do ano	10,00%	12,00%	12,50%
Inflação IPCA	5,43%	5,70%	5,80%
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,30	3,50	3,80

*Notas: Dados coletados a partir do site www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas do Bacen

Para as 3 variáveis, utilizou-se para o cenário **otimista** o valor **mínimo** esperado, e, para o **pessimista**, o valor **máximo**.

Foi considerado o cenário **mediano** como a **mediana** esperada.

⁴ Uma referência acadêmica a esse respeito é o artigo “Can Severe Fiscal Contractions be Expansionary? Tales of Two

Small European Countries”, de Francesco Giavazzi e Marco Pagano, *NBER Macroeconomics Annual*, 1990.



*Prof. Dr. Alex L. Ferreira
André Ribeiro, Juliano Condi*

Considerações Finais

O resultado do PIB foi negativo em 2,6% (e -1,9% na margem) no segundo trimestre de 2015. Apesar do cenário de recessão já esperado, esse resultado negativo representa uma **queda mais acentuada do que as previsões do mercado**.

Em termos setoriais, apenas as exportações líquidas apresentaram um resultado positivo. A indústria continua encolhendo, reduzindo os investimentos em capital fixo, e apresentando resultados negativos. Pelo lado da demanda vê-se que a absorção interna teve uma queda acentuada, com o consumo das famílias caindo 2,1% no período. O investimento continua apresentando uma queda considerável puxado pelos juros mais altos e pela baixa confiança do empresário (alimentada por um quadro de incerteza). A boa notícia vem do setor externo com um aumento das exportações de 3,4%

acompanhado de uma queda de quase 9% nas importações, o que diminui o déficit na Balança Comercial.

A expectativa de crescimento para 2015 é de queda em todos os trimestres, segundo previsões encontradas nos boletins Focus. Embora ruim, há crescente dispersão das expectativas sobre o resultado futuro da economia (reflexo da maior incerteza) e menos dispersão de opiniões sobre uma inflação próxima de 9,3% em 2015 (2,8% acima do teto da meta) e de 5,6% para 2016.

O primeiro semestre se encerra com resultados muito negativos. No cenário otimista de mercado, espera-se um crescimento de -0,92% e inflação de 8,68% para 2015. No top 5, o cenário otimista é de inflação de 9,25% e de 5,43% para 2015 e 2016, respectivamente.