



Dr. Alex L. Ferreira

André Ribeiro, Juliano Condi

Conjuntura econômica fraca persiste no terceiro trimestre

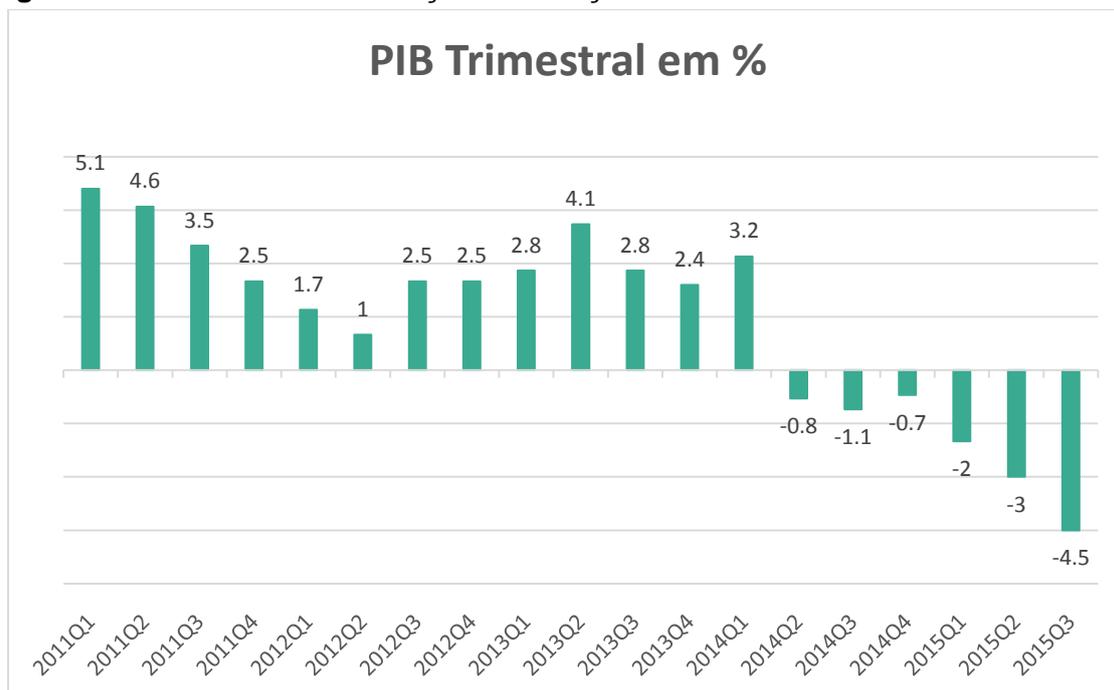
A divulgação dos dados do Produto Interno Bruto (PIB) pelo Instituto Brasileiro de Estatística e Geografia (IBGE) nesta terça-feira, 1º de Dezembro, vem corroborar a trajetória de retração da economia brasileira.

Após dois trimestres ruins, com crescimento negativo em relação aos trimestres imediatamente anteriores, os dados do terceiro trimestre confirmam mais um período com queda de 4,5% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, um reflexo do

aprofundamento da crise econômica, conforme pode ser visualizado na Figura 1 (queda de 1,7% em relação ao segundo trimestre deste ano).

Os números ruins têm causado surpresa ao longo desse ano até mesmo para os analistas que projetaram cenários muito desfavoráveis. O terceiro trimestre não foi diferente e os resultados se revelaram piores do que as previsões de mercado.

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



Fonte: IBGE

A Figura 2 mostra que a mediana do Focus apontava para uma recessão 0,4% mais branda do que a observada. O resultado de hoje vai

levar a revisões e projeções ainda piores para o biênio de 2015 e 2016 com impacto sobre a mediana do Focus.

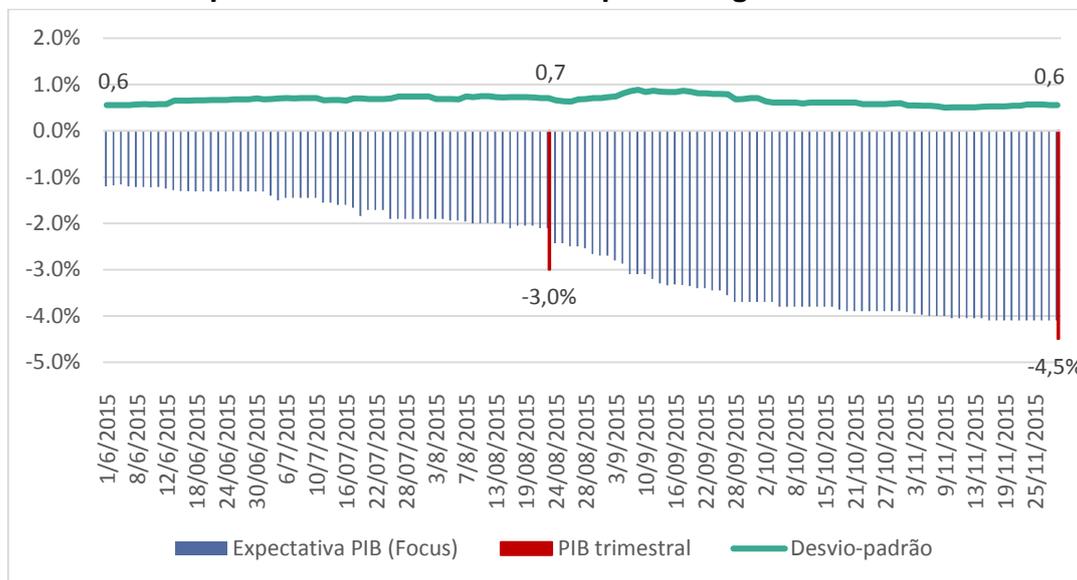


Conjuntura Econômica

Ribeirão Preto/SP

Dr. Alex L. Ferreira

André Ribeiro, Juliano Condi

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

Cabe sublinhar na Tabela 1 a queda da atividade na indústria em -6,7%, explicada, entre outros fatores, pela redução da atividade no setor de construção civil (-6,3% em abril/junho e -0,5% em julho/setembro). O consumo das famílias apresentou retração de 1,5%, queda registrada pelo terceiro semestre consecutivo. Conforme apontado no último boletim, 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. Grande retração novamente nos investimentos, uma vez que a formação bruta

de capital fixo registra variação de -4% contra o trimestre anterior (nono trimestre consecutivo nessa base de comparação, segundo o IBGE). Conforme anteriormente explicado, a grande queda do investimento, nessa conjuntura, é sinal dos cenários políticos e econômicos altamente deteriorados. A agropecuária caiu na margem, fruto de piores nas safras. As exportações líquidas registram crescimento, o que pode ser explicado pela depreciação da moeda, mas principalmente pelo enorme decréscimo real da renda brasileira (observe que a queda nas importações foi da ordem de 20% em relação ao mesmo trimestre de 2014).



Conjuntura Econômica

Ribeirão Preto/SP

Dr. Alex L. Ferreira

André Ribeiro, Juliano Condi

Tabela 1: Evolução do PIB por Setor

	Variação contra mês anterior (série dessazonalizada)					3º Tri 2015 vs 3º Tri 2014
	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	
PIB	-0,1%	0,1%	-0,8%	-2,1%	-1,7%	-4,5%
Agropecuária	1,1%	1,3%	3,4%	-3,5%	-2,4%	-2,0%
Indústria	-0,2%	-0,4%	-1,3%	-3,7%	-1,3%	-6,7%
Serviços	0,2%	0,0%	-0,9%	-1,0%	-1,0%	-2,9%
Consumo das Famílias	0,0%	1,4%	-2,0%	-2,4%	-1,5%	-4,5%
Consumo do Governo	0,5%	-0,8%	-0,7%	0,7%	0,3%	-0,4%
Formação Bruta de Capital Fixo	-2,2%	-1,5%	-3,5%	-6,6%	-4,0%	-15,0%
Exportações	3,9%	-13,8%	16,1%	3,1%	-1,8%	1,1%
Importações (-)	3,5%	-6,3%	-0,5%	-8,0%	-6,9%	-20,0%

Fonte: IBGE

Inflação

Desde o último Boletim do CEPER, a inflação seguiu trajetória de alta, e se encontra no patamar de 9,93% no acumulado dos últimos 12 meses encerrados em Outubro. Conforme pode-se visualizar na Figura 3, a dispersão das previsões sobre a inflação de 2015 no patamar de 9,9% tem se reduzido.

No último boletim, apontamos que ao indicar o fim do ciclo de aumento de juros e a permanência dos mesmos no atual patamar por um período suficientemente prolongado, o Banco Central pretendia comunicar ao mercado que sua política monetária era capaz de trazer a inflação para o centro da meta de 4.5%, pelo menos nos seus modelos econômicos.

Essa arriscada estratégia, que pretendia circunscrever os efeitos de realinhamento de preços relativos ao ano de 2015, no entanto, não se provou eficaz. A evolução da mediana das expectativas de inflação para 2016 é preocupante, atingindo hoje 6,64%, conforme mostrado na Tabela 2.

Ao que tudo indica, a tarefa de recuperação da credibilidade do mercado ao centro da meta de inflação será mais uma vez adiada, agora para o biênio 2017-2018, com custos potenciais elevados à sociedade. Isso porque as expectativas de inflação para 2016 tem mostrado rigidez ao cenário recessivo e, o que no último Boletim foi caracterizado como um aperto monetário, já se transformou numa



Dr. Alex L. Ferreira

André Ribeiro, Juliano Condi

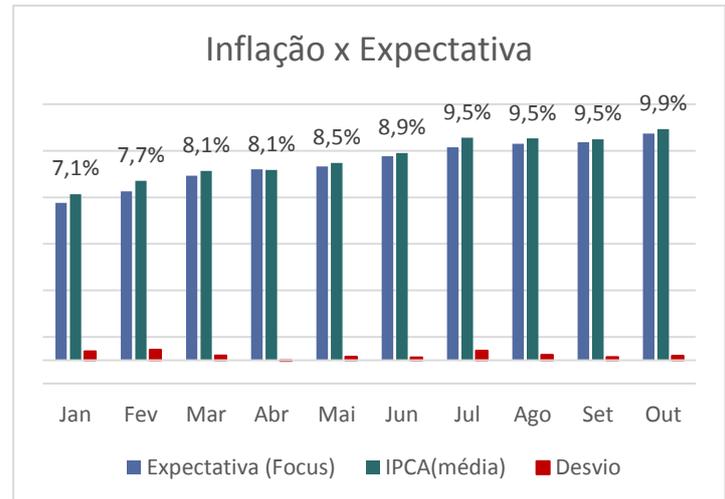
distensão dada a subida recente das expectativas de inflação.

Expectativas, Riscos e Cenários

A sensação de *tâtonnement* do “fundo do poço” da crise atual tem sido constantemente frustrada por notícias ruins tanto do lado econômico quanto político. Por exemplo, o boletim FOCUS de 27/05 indicava uma expectativa de 8,37% (na mediana) para o IPCA 2015, enquanto o divulgado agora em 27/11 revela um IPCA de 10,38% 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 -1,0% e de crescimento igual a -3,19%.

O conjunto de riscos apontado nos últimos dois boletins, os quais impactam taxa de câmbio, inflação esperada, investimento privado doméstico etc., continuam. Em especial, cabe ressaltar, a continuada incerteza com relação à evolução do cenário político, o qual possui uma estreita relação com o lado fiscal. Nesse sentido, cabe lembrar que o governo seguiu com crescimento positivo dos gastos em relação ao mesmo trimestre do ano anterior,

Figura 3: Inflação efetiva (IPCA) versus Expectativa de inflação (Focus), mês a mês.



Fonte: FOCUS/Bacen e IBGE

que é um indicador quantitativo do grau de comprometimento deste com o equilíbrio fiscal. As medidas de ajuste, ainda ineficazes ou em espera para votação no congresso, incluem o aumento de impostos e a possibilidade de receitas extraordinárias (repatriação de recursos, por exemplo) sem a contrapartida de contenção de gastos públicos. Além disso, as notícias de envolvimento de políticos-chave do governo e do Congresso, de forma geral, nas operações da Polícia Federal (Lava-Jato e Zelotes, por exemplo) e as alterações no balanço de forças políticas no Senado e Câmara fragilizam ainda mais a percepção de uma solução fiscal de médio-prazo. É quase consensual que uma saída duradoura para a crise requer uma redução permanente e crível da participação do governo no PIB e, conseqüentemente, da carga tributária futura.



Conjuntura Econômica

Ribeirão Preto/SP

Dr. Alex L. Ferreira

André Ribeiro, Juliano Condi

Com a contínua piora dos indicadores, o risco soberano, medido pelo EMBI+ subiu de 352 pontos-base (em 25/08) para 409 em 27/11, mas esse valor ainda não é alarmante. Como colocado no último boletim, isto pode ser lido como um sinal de que os agentes 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. Cabe-se ressaltar aí também o papel positivo das reservas externas sobre a dívida líquida do setor público.

Tabela 2: Cenários Macroeconômicos para a Economia Brasileira

Boletim FOCUS 27/11/2015 - previsões para 2015			
Campos / Cenários	Otimista	Mediano	Pessimista
Cresc. PIB	-2,70%	-3,19%	-3,63%
Inflação IPCA	9,50%	10,38%	11,18%
Fiscal - Resultado Primário - % do PIB	-0,20%	-1,00%	-2,00%
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	-57,30	-64,70	-85,70

Boletim FOCUS 27/11/2015 - previsões para 2016			
Campos / Cenários	Otimista	Mediano	Pessimista
Cresc. PIB	0,40%	-2,04%	-3,03%
Inflação IPCA	5,31%	6,64%	8,50%
Fiscal - Resultado Primário - % do PIB	0,60%	-0,70%	-1,50%
Saldo em conta corrente (US\$ bi)	-20,50	-39,68	-76,95

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

Boletim FOCUS 27/11/2015 - previsões Top 5 para 2015			
Variáveis	Otimista	Mediano	Pessimista
Taxa de juros Selic - fim do ano	14,25%	14,25%	14,25%
Inflação IPCA	10,47%	10,56%	10,71%
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,80	3,90	4,20
Taxa de câmbio - média do período (R\$/US\$)	3,37	3,39	3,43

Boletim FOCUS 27/11/2015 - previsões Top 5 para 2016			
Variáveis	Otimista	Mediano	Pessimista
Taxa de juros Selic - fim do ano	11,50%	13,00%	16,00%
Inflação IPCA	5,82%	7,07%	8,30%
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,96	4,40	4,50
Taxa de câmbio - média do período (R\$/US\$)	3,97	4,13	4,26

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



Dr. Alex L. Ferreira

André Ribeiro, Juliano Condi

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

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

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

Considerações Finais

O resultado do PIB foi negativo em 4,5% (e -1,7% na margem) no terceiro trimestre de 2015. Apesar do cenário ruim já esperado, esse resultado negativo representa **uma queda consecutiva pior do que as previsões do mercado**.

Do lado da demanda, o consumo das famílias segue em trajetória decrescente, indicando um pessimismo geral da população e um baixo dinamismo da economia. Os índices de confiança da indústria estão há alguns meses a níveis historicamente baixos. Junto de nova retração dos investimentos, representados pela queda da Formação Bruta de Capital Fixo no terceiro trimestre, demonstram a baixa expectativa dos empresários com relação à melhora do cenário econômico no curto prazo.

Em termos setoriais, apenas as exportações líquidas apresentaram um resultado positivo, impulsionada por uma expressiva queda nas importações, resultando principalmente da enorme queda na renda real do brasileiro.

A indústria encolhe e os investimentos em capital fixo se reduzem, puxados pela baixa confiança do empresário (alimentada por um quadro de incerteza política/fiscal).

A expectativa de crescimento para o biênio 2015-2016 é de queda, segundo previsões dos

boletins Focus, valores de -3,19% e -2,04%, respectivamente. Há menos dispersão de opiniões sobre uma inflação próxima de 10,4% em 2015 (3,9% acima do teto da meta) e de 6,64% para 2016.

O terceiro trimestre se encerra com resultados muito ruins. A preocupação principal na atual conjuntura vem do lado dos preços. **A escalada nas expectativas de inflação acumulada para os próximos 12 meses, que se iniciou a partir de 27/08 - de 5,6% a.a. para 7,26% a.a. em 27/11 - traz consigo um dilema enorme para o Banco Central, o qual havia estacionado os juros nominais, e para o governo, considerando o comportamento quase explosivo da dívida nominal bruta e sua incapacidade de gerar perspectiva de superávit primário.**

Para 2015, o mercado já prevê inflação acima dos 10,5%¹, e para 2016 a pressão inflacionária já indica valores muito acima do teto da meta. As tentativas do Banco Central de manter a inflação sob controle e dentro dos limites da meta para 2016 se mostraram ineficazes até o momento, e o centro da meta (4,5%) um alvo irrealista, dados os atuais formuladores de política econômica e a atual conjuntura.

¹ Segundo a mediana do boletim Focus Top5, do Bacen, as expectativas são de 10,56% e 7,07% para 2015 e 2016, respectivamente.