

Ano Novo Começa Sem Muita Festa na Economia

Não era para ter sido assim. Quando 2015 começou, ainda acreditávamos que o inevitável ajuste por que a economia brasileira teria de passar pudesse ser feito a um custo mais baixo e com melhores resultados do que os observados no ano que sai de cena daqui a alguns dias. Olhando retrospectivamente, enxergamos um *annus terribilis*: a maior recessão em 25 anos e uma inflação de dois dígitos, algo que não se via no Brasil desde 2003.

Por que isso ocorreu? A razão principal foi a tibieza do ajuste realizado, em especial a visão de que falta ao *establishment* político, a começar pelo Executivo, a determinação de alterar a política econômica na direção e na magnitude que a situação exige. Quando isso foi ficando claro, a confiança dos agentes econômicos, já abalada pela deterioração fiscal de 2014, caiu fortemente. Nossos indicadores mostram que tanto consumidores como empresas têm hoje muito menos confiança na situação econômica do que no auge da crise de 2008-09.

A queda da confiança derrubou a demanda doméstica do setor privado. O investimento, como seria de se esperar, foi especialmente afetado, e deve registrar contração de mais de 12% em 2015. O consumo das famílias, por sua vez, deve cair quase 4%, uma contração de dimensão absolutamente excepcional na nossa história. Mais de 1,5 milhão de empregos formais foram destruídos este ano, levando a uma significativa precarização dos postos de trabalho. O aumento da informalidade e a contração econômica resultante da queda de confiança, por sua vez, reduziram as receitas do governo e complicaram ainda mais a situação das contas públicas, que já não era boa.

O ano termina com um quadro fiscal ainda pior do que o de 2014. As contas primárias, por exemplo, devem registrar um déficit da ordem de 1% do PIB negativo, 2,2% do PIB inferior ao que fora prometido no início do ano. Isso sem incorporar o pagamento das “pedaladas”, o que pode levar esse déficit a 2% do PIB. Mas essa é apenas parte da história. Mais assustador ainda é o déficit público nominal na faixa de 10% do PIB e a escalada da dívida pública, que deve atingir 66% do PIB, 9% do PIB a mais do que no final de 2014.

A conclusão inevitável, portanto, é que em 2015 se andou para trás. Os avanços obtidos – e é fato que os houve – foram pequenos para o tamanho do desajuste que será herdado pelo ano que se avizinha. Os progressos mais notáveis foram sem dúvida a correção de preços relativos – administrados e o câmbio, em especial – e os cortes de benefícios aprovados no início do ano. Também é digna de nota a redução do déficit nas contas externas, fruto da brutal contração das importações, já que não há sinal de uma recuperação das exportações; pelo contrário, estas também estão em queda. Sem querer menosprezar a importância desses resultados, e o esforço requerido para alcançá-los, parece pouco para o tamanho da recessão que o país enfrenta e a significativa piora do quadro fiscal.

Assim, o Brasil vai entrar em 2016 com grandes desafios na economia. Como mostram as próximas seções deste Boletim, a perspectiva é que os fundamentos econômicos ruins continuem a penalizar a economia, cujo desempenho em 2016 não será, no geral, melhor do que no ano que termina. E há um risco considerável que mais um ano de sacrifícios termine sem uma melhoria relevante dos fundamentos econômicos.

Em relação ao nível de atividade, nossos analistas projetam para 2016 uma queda do PIB de 3,0%, apenas marginalmente menos que a contração de 3,6% esperada para 2015. O investimento continuará a liderar esse processo pelo lado da demanda, mas a nova queda do consumo das famílias também merece destaque. Isso ilustra o ponto de que a “sensação térmica” da contração do nível de atividade será pior do que sugere o número cheio do PIB, uma vez que este será positivamente afetado pelo bom desempenho da demanda externa, em particular pela significativa redução das importações.

Pelo lado dos setores, a indústria de transformação vai continuar apresentando o pior desempenho, registrando o segundo ano consecutivo de queda na faixa de 10%. Isso levará a uma queda acumulada de 22% no PIB do setor em 2014-16. Não há registro na nossa série histórica de um triênio em que o PIB dos manufaturados tenha tido desempenho tão ruim, por larga margem. Outros setores importantes também devem experimentar quedas significativas no seu nível de atividade: pela ordem, transporte, comércio e construção civil. Na outra ponta, destacam-se a agropecuária, a administração pública e o setor de eletricidade e assemelhados. [\(Seção 1\)](#)

Nossos analistas há algum tempo tentam avaliar quando o nível de confiança de empresas e consumidores vai dar sinais de se estabilizar. Infelizmente, não há ainda evidências robustas nesse sentido; pelo contrário, o quarto trimestre de 2015 deve registrar novas reduções dos índices de confiança dos dois grupos. A única exceção relevante é o caso da indústria de transformação, em que a confiança foi beneficiada por um ajuste parcial de estoques e uma melhora na avaliação da demanda externa.

Como detalhado na seção correspondente, porém, é difícil esperar uma alta sustentada na confiança da indústria sem uma recuperação do consumo doméstico; e esta não parece provável para 2016. Pelo contrário, a Sondagem do Consumidor revela uma progressiva deterioração da situação financeira dos consumidores, que acelerou bastante este ano, que deve levar a novas rodadas de corte de gastos. [\(Seção 2\)](#)

Também vai contribuir para isso a piora dos indicadores de mercado de trabalho. Este teve um desempenho em 2015 surpreendentemente bom, considerando a forte queda do PIB que marcou o ano. Em especial, tanto o nível de emprego como o de rendimentos permaneceram relativamente estáveis, em que pese a significativa alta nas taxas de desemprego e informalidade.

Nossos analistas esperam uma evolução menos favorável desses indicadores em 2016, prevendo uma redução de 2,5% na massa salarial real, dividida em partes iguais entre quedas do emprego e da renda. Nesse quadro, a alta na taxa de desemprego promete ser ainda mais pronunciada do que este ano, enquanto a informalidade deve seguir avançando. Mais precisamente, prevemos que a taxa média de desemprego em 2016 seja de 12%, de longe a mais elevada dos dois últimos decênios. [\(Seção 3\)](#)

O desemprego elevado e a retração da atividade não vão impedir que 2016 seja outro ano de alta pronunciada de preços, ainda que colaborem para a esperada queda da inflação. Na visão do nosso analista, “a inflação de 2016 dificilmente fica abaixo de 7,5%”. Essa previsão contempla desinflações tanto de preços de livres como de administrados. Confirmada a projeção, teríamos uma importante queda de três pontos percentuais na taxa de inflação. Mas, como sugere o título dessa seção do Boletim, é cedo para celebrar, pois os riscos são claramente viesados para cima. [\(Seção 4\)](#)

Ocorre, em parte, pelas limitações que o quadro econômico impõe a uma atuação mais firme da autoridade monetária, como detalha nosso analista em seção intitulada “Entraves à política de juro”. Estes são de três naturezas principais: a crise política; o risco de que uma alta da taxa básica aumente a percepção do risco fiscal e, por essa via, o risco país; e o aprofundamento do quadro recessivo que já está contratado para 2016. Nessas circunstâncias, o máximo que se pode esperar é uma elevação da Selic que a recoloque, em termos reais, no patamar de 8% observado em julho de 2015. Em especial, como observa nosso analista, sem sinais concretos de um ajuste fiscal expressivo e permanente, será impossível conduzir a política monetária de acordo com o figurino. [\(Seção 5\)](#)

E, como mostra a seção sobre política fiscal, não há qualquer indicação que esse ajuste fiscal venha a ocorrer em 2016. Como observa nossa analista, “até o momento não há sinais claros de que 2016 possa ser melhor que 2015”. Em nosso cenário base, as contas públicas deverão registrar um déficit primário de 1,5% do PIB. Se excluirmos das contas as receitas não recorrentes, esse déficit sobe para 2,2% do PIB, o que dá uma ideia do tamanho do desajuste fiscal com que o país convive. No cenário otimista, a criação de novos impostos, a elevação de alguns já existentes e outras receitas não recorrentes podem reduzir o déficit primário em 1,3% do PIB. Em qualquer caso, a dívida pública deverá registrar nova e significativa elevação. Isto é, os fundamentos fiscais vão continuar a se deteriorar, contratando novos problemas para 2017 e os anos seguintes. [\(Seção 6\)](#)

Uma das boas notícias em 2015 foi a rápida redução do nosso déficit externo. Com a forte queda da demanda doméstica e a significativa depreciação do real, observou-se uma diminuição de importações e dos gastos com viagens ao exterior, que, se espera, voltem a ocorrer em 2016. Com isso, o déficit em conta corrente deve cair de US\$ 63 bilhões este ano, de acordo com nossa estimativa, para US\$ 39 bilhões em 2016. [\(Seção 7\)](#)

Nosso “Panorama Internacional” analisa um dos temas que ocuparam mais espaço dos cadernos de economia e finanças em 2015: o ritmo em que o Fed, o banco central americano, vai dar prosseguimento ao processo de normalização de sua política monetária, iniciado com a alta de 0,25% na taxa de juros básica na sua reunião deste mês. Nosso analista chega a duas conclusões principais. Primeiro, ninguém parece esperar algo diferente de uma alta muito gradual da taxa básica de juros, que deve convergir no médio prazo para um patamar também moderado para padrões históricos. Segundo, os membros do comitê de política monetária do FED e os operadores de mercado têm expectativas divergentes sobre o processo de normalização, de forma que a curva de juros de mercado aponta para uma taxa de juros de curto prazo 1,5 ponto percentual mais baixa no longo prazo. [\(Seção 8\)](#)

Finalmente, nossa seção “Em Foco” apresenta nosso cenário macroeconômico para 2016, detalhando e substanciando as previsões já citadas neste sumário. Os pontos principais a serem realçados são:

- A crise se espalhou, atingindo fortemente o setor de serviços, o que pode ajudar com o controle da inflação, mas é um sinal ruim para o mercado de trabalho. Em especial, os serviços prestados às famílias, que se mantinham em território positivo até meados de 2015, vêm experimentando queda desde então.
- Nossos modelos apontam que a recessão iniciada no segundo trimestre de 2014 só deve terminar no segundo semestre de 2016. Mas há um risco de que ela se estenda além disso, o que a tornaria a mais longa recessão da nossa história documentada. [\(Seção 9\)](#)

Para realizar a análise aqui descrita recorreremos a uma série de modelos econométricos. Modelos não sentem emoções, não se desesperam e produzem resultados às vezes assustadores sem qualquer sinal de que isso os incomode. O mundo real não é assim. Nesse sentido, é importante alertar que, como apontado nos parágrafos acima, vamos entrar em 2016 em um quadro de deterioração econômica sem paralelo nos dois últimos decênios. Isso aumenta o risco de alterações de rota e não linearidades no comportamento das variáveis. Ou seja, cenários que podem divergir do aqui apresentado.

Isto posto, queremos aproveitar a oportunidade para desejar um Feliz Natal e um 2016 que, ainda que difícil, traga a todos muita alegria.

Armando Castelar Pinheiro, Regis Bonelli e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

PIB no Final de 2016 Voltará ao Patamar do Início de 2011

A divulgação das Contas Nacionais para o terceiro trimestre de 2015 reforça a expectativa de que o PIB de 2015 será 3,6% menor do que no ano anterior. Após a acentuada contração de 1,7% observada no terceiro trimestre, pouco menos intensa do que os 2,1% registrados no trimestre imediatamente anterior, o PIB recuará 0,8% no quarto, de acordo com nossas projeções. Ao contrário do que ocorria nas divulgações anteriores, o resultado do quarto trimestre não deve afetar significativamente os fatores sazonais deste ano: incorporando a expectativa de crescimento até o final de 2016, o crescimento do PIB ao longo deste ano deve ser atualizado para valores muito similares aos já observados, com diferença nas taxas de crescimento trimestrais de menos de 0,2 ponto percentual (pp).

A não revisão dos fatores sazonais com as novas divulgações sugere que a dinâmica de recuperação projetada para a economia está em linha com aquela indicada pelo padrão da série histórica. Em outras palavras, esses números não contemplam a ocorrência de novos choques capazes de afetar significativamente a atividade econômica. Conseqüentemente, o cenário envolve uma recuperação lenta dos indicadores de confiança, assim como uma moderação da desvalorização cambial esperada.

O carregamento estatístico para 2016 é de -1,8%. Portanto, a contração esperada para o próximo ano, de 3,0%, é compatível com uma média de crescimento, a cada trimestre, de -0,4%. A continuidade da contração econômica projetada para 2016 é resultado tanto da deterioração do mercado de trabalho esperada para o próximo ano como dos efeitos defasados dos choques já observados de câmbio e taxas de juros de mercado. Para 2017 o carregamento estatístico do crescimento é nulo.

Como indicam as projeções da Tabela 1, a recessão é caracterizada pela contração expressiva do consumo das famílias e dos investimentos. Ambos

Tabela 1: Taxas de Crescimento do PIB

Atividades	2015/2014	2016/2015
Consumo das famílias	-3.7%	-3.2%
Consumo do governo	-0.1%	0.5%
Formação bruta de capital fixo	-12.3%	-8.5%
Exportação	3.5%	2.2%
Importação	-14.0%	-12.5%
PIB	-3.6%	-3.0%
Agropecuária	1.8%	1.6%
Indústria	-6.2%	-5.5%
Extrativa	6.0%	0.5%
Transformação	-10.1%	-9.5%
Construção civil	-7.6%	-4.0%
Eletricidade	-1.4%	1.8%
Serviços	-2.5%	-2.0%
Comércio	-8.4%	-7.5%
Transporte	-6.7%	-8.6%
Serviços de informação	-0.1%	2.3%
Intermediação financeira	0.4%	0.1%
Outros serviços	-2.9%	-2.3%
Aluguéis	0.3%	0.3%
Administração pública	0.5%	1.4%

Fonte e elaboração: IBRE/FGV

os indicadores estão em linha com a evolução recente dos indicadores de confiança da FGV, tanto do consumidor como das empresas. Por sua vez, a retração do consumo das famílias está relacionada à diminuição na demanda por bens duráveis e serviços, consequência do baixo nível de confiança. Em momentos de confiança muito reduzida, fatores associados à poupança por precaução e à retração na demanda por crédito tendem a diminuir o consumo, como tem ocorrido nos últimos meses. Os números da Tabela 2 reforçam essa narrativa: a contração esperada para o quarto trimestre é resultado de fortes contrações tanto do consumo das famílias como dos investimentos.

Já pela ótica da oferta, chama atenção a contração expressiva dos serviços, especialmente de comércio e transportes. A deterioração da atividade de transportes é resultado da continuidade da contração da produção industrial e da diminuição da demanda por transporte de passageiros. Já o recuo da atividade de comércio é resultado da contração não só da indústria, como também das importações.

Dentre as atividades industriais, destaca-se a esperada recuperação da atividade de produção de eletricidade. Essa retomada acontece por causa da diminuição da demanda por energia, que deve diminuir o despacho das usinas térmicas ao longo do próximo ano. Desse modo, está contemplado no cenário o desligamento das usinas térmicas de maior custo, o que aumenta a proporção de valor adicionado da atividade por unidade de valor produzido. Incorporando este aumento e a perspectiva do setor, esperamos expansão de 1,8% no valor adicionado da atividade de produção de eletricidade em 2016.¹

Reforçando o cenário apresentado, a Tabela 3 apresenta os números do Monitor² do PIB referente a outubro deste ano.

Tabela 2: Taxas de Crescimento do PIB

Atividades	4T2015/3T2015
Consumo das famílias	-0.4%
Consumo do governo	0.5%
Formação bruta de capital fixo	1.6%
Exportação	-3.0%
Importação	-4.8%
PIB	-0.8%
Agropecuária	2.8%
Indústria	-1.5%
Extrativa	-1.5%
Transformação	-3.6%
Construção civil	2.3%
Eletricidade	1.6%
Serviços	-0.8%
Comércio	-1.4%
Transporte	-2.3%
Serviços de informação	0.1%
Intermediação financeira	0.2%
Outros serviços	-1.2%
Aluguéis	0.6%
Administração pública	0.0%

Fonte e elaboração: IBRE/FGV

¹ Vale notar que essa atividade envolve todos os serviços industriais de utilidade pública: produção de eletricidade, saneamento, limpeza urbana, etc.

² Para o relatório completo do monitor, acessar o site <http://portalibre.fgv.br/>

Tabela 3: Monitor do PIB

Atividades	OUT2015/OUT2014	OUT2015/SET2015
Consumo das famílias	-4.1%	1.1%
Consumo do governo	0.6%	1.3%
Formação bruta de capital fixo	-15.5%	2.8%
Exportação	10.9%	2.4%
Importação	-16.8%	3.4%
PIB	-4.8%	0.6%
Agropecuária	1.6%	4.5%
Indústria	-8.8%	-0.2%
Extrativa	2.0%	-0.1%
Transformação	-12.5%	-0.5%
Construção civil	-10.8%	-1.1%
Eletricidade e outros	1.2%	0.7%
Serviços	-2.8%	0.7%
Comércio	-11.3%	0.5%
Transporte	-7.8%	0.7%
Serviços de informação	-4.0%	-1.2%
Intermediação financeira	-3.6%	-2.4%
Outros serviços	-1.2%	1.4%
Aluguéis	0.2%	0.5%
Administração pública	2.9%	3.4%

Fonte e elaboração: IBRE/FGV

Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores³

Sinais Negativos para o Consumo

Após recuo expressivo no trimestre anterior, os índices de confiança acomodaram-se nos dois primeiros meses do quarto trimestre. Projetando-se estabilidade em dezembro, a média desses indicadores no trimestre manteria a tendência de queda observada desde o início do ano. Neste caso, a alta de outubro e novembro poderia ser interpretada de forma análoga à da acomodação ocorrida no segundo trimestre de 2015.

Entre os setores produtivos, ainda não há sinal de virada, exceto pela Indústria de Transformação, que registra avanço da confiança nos últimos meses, proporcionado por um ajuste parcial de estoques e pela melhora nas avaliações em relação à demanda externa. Não há, no entanto, evidência de continuidade de uma tendência de alta para os meses seguintes.

Nota-se, por exemplo, que a confiança das indústrias exportadoras avançou gradualmente desde o início do segundo semestre, enquanto a das empresas mais voltadas ao mercado interno – também usufruindo do câmbio mais favorável – ficou estagnada. Este fato decorre do intenso

³ Os autores agradecem a colaboração de Vitor Vidal Velho.

enfraquecimento da demanda interna em 2015, fenômeno cujo efeito supera, na visão das empresas, os ganhos de competitividade nos segmentos mais expostos ao produto importado.

Para que os níveis de produção e rentabilidade da indústria brasileira – setor que vende mais de 80% do que fatura

internamente – se recuperem de forma consistente, será necessário, portanto, que o consumo das famílias pare de cair tão expressivamente como recuou nos últimos trimestres.

Os sinais extraídos da Sondagem do Consumidor, no entanto, continuam desfavoráveis. Em primeiro lugar, desde janeiro de 2015, a parcela de consumidores avaliando a situação financeira das famílias como ruim vem superando a dos que a consideram boa. Antes destes 11 meses, saldos negativos haviam sido registrados em somente cinco ocasiões, na série iniciada em setembro de 2005. E a tendência de piora da percepção sobre as finanças familiares ocorre em todas as faixas de renda investigadas.

Analogamente, embora manifeste intenção de reduzir compras a prazo ou de bens de alto valor, o consumidor não está conseguindo fechar as contas no final do mês, como indica o aumento da proporção de consumidores que afirmam estar usando “recursos de poupança para cobrir gastos correntes”.

Outros indicadores vêm apontando tendências similares. O comprometimento de renda das famílias com serviços de dívidas bancárias (Bacen) vem crescendo, por exemplo, assim como os atrasos de pagamento de dívidas entre 15 e 90 dias. Este conjunto de dados sugere que o consumidor continuará na fase de contenção de gastos durante parte significativa do próximo ano.

Tabela 4: Índices de Confiança do Consumidor e Empresarial
(diferença, em pontos, entre a média do trimestre e do trimestre anterior, dados padronizados, com ajuste sazonal)

	2015.1T	2015.2T	2015.3T	2015.4T
Indústria	-3,3	-7,5	-2,6	1,9
Serviços	-5,1	-5,7	-7,2	-1,3
Comércio	-7,8	-4,8	-6,5	-3,6
Construção	-6,8	-4,5	-4,3	-3,2
Índice de Confiança Empresarial *	-5,4	-5,9	-5,8	-1,2
Índice de Confiança do Consumidor	-10,0	-1,0	-4,5	-3,0

*Agregação, por pesos econômicos, dos índices de confiança da Indústria, Serviços, Comércio e Construção na CNAE 2.0. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 1: Indicador da Situação Financeira das Famílias
(índices padronizados, com ajuste sazonal)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Em 2015, a contração econômica e a queda da confiança motivaram a contenção de gastos por parte dos consumidores, ainda que a massa salarial deva terminar o ano estável, conforme sinaliza a PNAD Contínua (IBGE). Mesmo assim, as famílias não estão conseguindo ajustar suas contas. Considerando-se o cenário traçado neste Boletim para 2016, de redução da massa salarial, o ajuste das contas se tornaria pendente da continuidade da moderação dos gastos e do vencimento gradual de dívidas contraídas anteriormente.

A tendência dos indicadores de confiança para os próximos meses é incerta, principalmente se considerando um cenário de aumento de tensão no ambiente político após a deflagração do processo de impeachment em novembro. Pelo lado empresarial, o baixo nível de confiança e o aumento da ociosidade de fatores em 2015 devem manter os investimentos produtivos em queda. Pelo lado do consumidor, há sinais de que o ajuste dos orçamentos familiares deve se prolongar por algum tempo.

Aloísio Campelo Jr. e Viviane Bittencourt

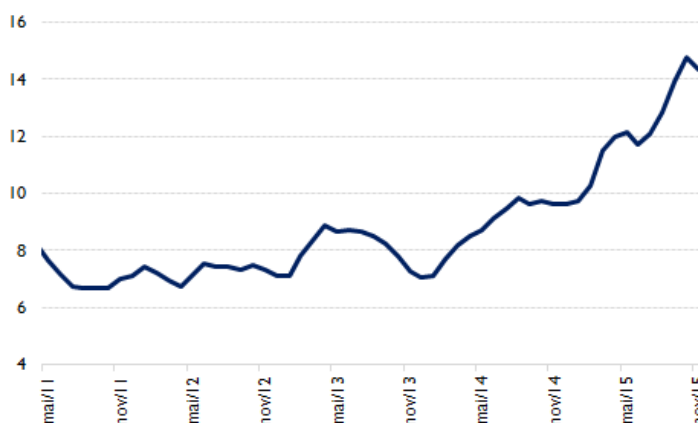
3. Mercado de Trabalho

Mercado de Trabalho Piora e Surpreende

A taxa de desemprego da PME alcançou 7,5% em novembro, com queda em relação ao mês anterior. Apesar do recuo, é a maior taxa para novembro desde 2008. Contribuiu para a queda do desemprego a leve melhora marginal da população ocupada (PO), com o crescimento das contratações temporárias na indústria e no comércio para o fim de ano. Também contribuiu a redução atípica da população economicamente ativa, PEA, (-0,8% contra mês do ano anterior), uma reversão da tendência de alta dos meses anteriores. É importante ressaltar que a PEA tende a apresentar forte volatilidade pela PME, que capta somente as seis principais regiões metropolitanas. Descontando o fator volatilidade da PEA, e mantendo constante a tendência de crescimento do ingresso de trabalhadores no mercado de trabalho dos últimos meses, o desemprego teria alcançado um aumento maior, chegando a 8,0%, compatível com as previsões esperadas pelo mercado.

Gráfico 2: Proporção de Famílias Usando Poupança para Cobrir Gastos Correntes

(em % do total de respostas ao quesito "Que frase melhor descreve a situação financeira da família no momento?")



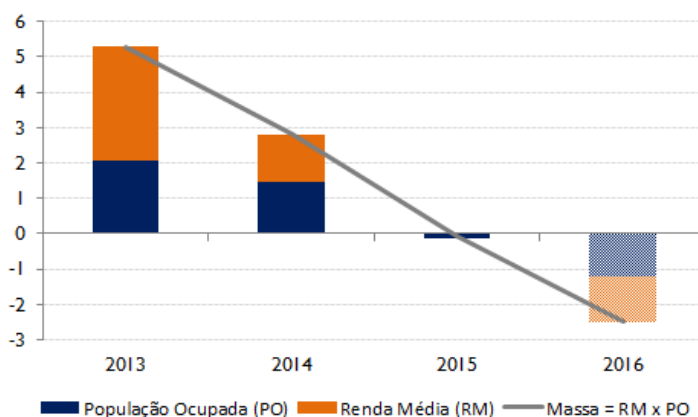
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Mesmo com os dados levemente melhores de novembro, o mercado de trabalho vem superando negativamente as expectativas nos últimos meses e se deteriorando em ritmo forte. O desemprego da PME em outubro alcançara 7,9%, elevação de 0,3 ponto percentual (pp) frente ao mês anterior. Trata-se de alta da desocupação muito acima da esperada para o mês, que tende a dar início ao aumento de vagas temporárias. O Caged também tem registrado demissões líquidas acima do esperado nos empregos formais, alcançando -169 mil e -130 mil em outubro e novembro, respectivamente. Nos últimos 12 meses até novembro, foram fechadas 1,5 milhão vagas formais, o maior valor em toda a série histórica, iniciada em 1992.

Apesar da forte queda do emprego formal ao longo de 2015, somente em setembro a PO começou a registrar recuo na Pnad Contínua, com redução de 0,19% contra mesmo período do ano anterior, após meses de desaceleração do crescimento. Os efeitos da crise também demoram a repercutir na massa salarial da Pnad Contínua. No Gráfico 3, é possível observar que a massa salarial permanecerá estagnada para 2015 (perto de -0,1%). Um dos motivos dessa resistência é a persistência do crescimento da renda real, com os fortes reajustes nominais em meados do ano, período de dissídios. Entretanto, como resultado da continuidade da piora econômica, a renda apresentará queda em 2016, com projeção de recuar 1,3%, como observado no mesmo gráfico. A PO também terá sua queda acelerada, passando de crescimento nulo em 2015 a recuo de 1,2% em 2016.

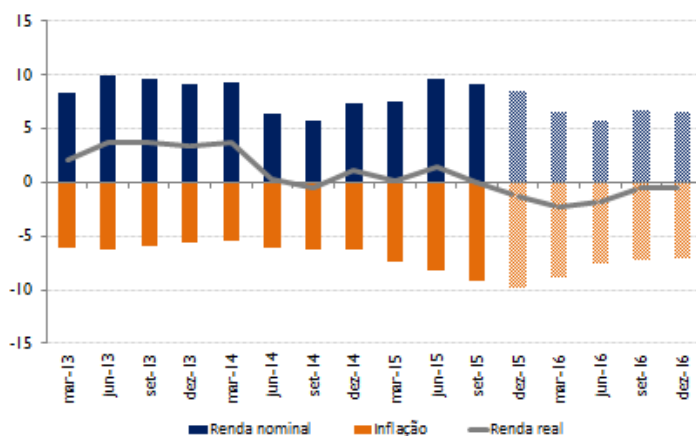
É precipitado considerar a estagnação dos indicadores de renda real em 2015 como uma evidência de que a crise “ainda não chegou nas ruas”. Os reajustes nominais acima da inflação de meados de 2015, mais do que apontar um poder de barganha forte dos trabalhadores, indicam mudança na percepção dos

Gráfico 3: Decomposição do Crescimento da Massa do Rendimento Real do Trabalho (em %, média anual)



Fonte: PNAD-C (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 4: Decomposição do Crescimento da Renda Média Real em Renda Nominal e Inflação (em %, tri x tri do ano anterior)



Fonte: PNAD-C (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

agentes, causada em grande parte pela elevação das expectativas de inflação e da percepção de incerteza para o próximo ano. Os reajustes nominais salariais, portanto, estariam incorporando um cenário futuro de deterioração maior do poder de compra, o que pode levar a pressão de custos e desencadear uma espiral preços-salários no fim de 2015 e ao longo de 2016. Com isso, é possível que observemos reajustes salariais nominais ainda elevados para o próximo ano – em torno de 6,6% em 2016, frente a 9,0% este ano, na Pnad Contínua (Gráfico 4) –, mesmo diante do aumento do desemprego.

O mercado de trabalho ainda parece longe de uma tendência de melhora, com espaço para a piora dos indicadores de renda e população ocupada – uma vez que o PIB continuará recessivo em 2016, com possibilidade de agravamento diante da imprevisibilidade da crise política. Trata-se de um dos mais longos períodos de recessão dos últimos 25 anos.

Tiago Cabral Barreira e Rodrigo Leandro de Moura

4. Inflação

Inflação de 2016 Dificilmente Fica Abaixo de 7,5%

Com o resultado de novembro, quando o IPCA avançou 1,01%, a taxa de inflação acumulada em 12 meses ultrapassou a fronteira dos dois dígitos, fato ocorrido pela última vez em novembro de 2003. Ainda assim, a taxa atual, de 10,48%, é inferior à registrada naquela data, mas, ao contrário do que se verificou há 12 anos, o número fechado de 2015 permanecerá no terreno dos dois dígitos. Para que isto não aconteça, será preciso que o IPCA de dezembro suba menos de 0,4%. Os primeiros prognósticos, baseados nas coletas parciais de preços, são de alta não inferior a 0,8%.

Em nove dos 11 meses de 2015, o IPCA registrou taxas superiores às de 2014. Nos dois meses em que não houve a ultrapassagem aritmética, a diferença não foi além da segunda casa decimal. Isso evidencia que a aceleração inflacionária de 2015, de quatro pontos percentuais na comparação com 2014, não se explica por alguma ocorrência isolada ou sazonalidade mais marcada. Pelo menos três fatores atuaram em sequência e provocaram o deslocamento da inflação rumo aos dois dígitos: correção de preços administrados, repasses cambiais e o comportamento adverso de produtos *in natura*.

Dos três, o que mais contribuiu para o incremento da taxa de inflação foi a elevação dos preços administrados. A taxa desta categoria de itens, que representa um quarto da cesta do IPCA, mais do que triplicou e chega ao fim de 2015 próxima dos 18%. Dois terços desta aceleração ocorreram no primeiro trimestre, quando a nova equipe econômica preferiu eliminar rapidamente as defasagens dos preços administrados, descartando a alternativa gradualista até então considerada pelo mercado.

Os repasses cambiais começaram a aparecer de forma discreta durante o segundo trimestre, em resposta à alta do câmbio de cerca de 20% entre fevereiro e março, e ganharam força a partir de setembro, com mais uma rodada de desvalorizações. Além dos alimentos, o grupo mais sensível ao câmbio, os bens de consumo não duráveis, como produtos de limpeza e artigos de residência,

também registraram aceleração. Quanto aos preços de produtos *in natura*, não se pode deixar de vincular a alta duas vezes maior que a média dos alimentos a instabilidades climáticas, tanto nas fases secas quanto nas chuvosas. O ano termina com estes produtos subindo atipicamente.

Até aqui nada foi mencionado acerca dos serviços livres. Como a taxa acumulada nos 12 meses até novembro, de 8,3%, é igual à assinalada até dezembro passado, os serviços foram aritmeticamente neutros em relação ao aumento da inflação. Mas o que sobressai é justamente a sua inflexibilidade, a despeito da elevação da taxa de desemprego de 5% para perto de 8%. A deterioração adicional do mercado de trabalho projetada para os próximos meses deve finalmente interferir na trajetória dos serviços e levar, numa estimativa preliminar, a uma desaceleração de pelo menos um ponto percentual na inflação do grupo em 2016.

Os alimentos também podem favorecer a desaceleração do índice, desde que o câmbio não suba tanto quanto em 2015. As incertezas climáticas associadas ao fenômeno *El Niño* e o encarecimento dos insumos causado pela alta recente do dólar podem funcionar como freios a uma desaceleração de maior amplitude.

A categoria com maior potencial contributivo para o recuo do IPCA em 2016 é, como na fase de alta em 2015, a dos administrados, mesmo se considerando um aumento da CIDE sobre a gasolina de R\$ 0,10 para R\$ 0,50. A rapidez inicial da desaceleração poderá levar a uma taxa inflacionária acumulada em 12 meses quase dois pontos percentuais menor que a atual, já no fim do primeiro trimestre. Esse ritmo, todavia, decorre do efeito base, que se esgotará em março. Com a inércia reavivada e as expectativas em ascensão, a queda subsequente da inflação será vagarosa e o número final dificilmente ficará abaixo de 7,5%.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Entraves à Política de Juro

O deteriorado quadro econômico e político ora prevaiente no Brasil tem dificultado sobremaneira a condução da política monetária. As dificuldades são expressivas a ponto de impossibilitar a assunção de compromissos firmes por parte do Banco Central no tocante à convergência da inflação para 4,5%. Por certo não queremos dizer com isso que o BC tenha abandonado o regime de metas, tampouco que nossa autoridade monetária se mostre desinteressada de efetivamente trazer a inflação para o patamar mencionado.

Nosso raciocínio parte da ideia de que, nas circunstâncias atuais, em que a meta de inflação será largamente ultrapassada e que o mesmo provavelmente ocorrerá no próximo período, seria de esperar a definição de uma “meta ajustada”. Foi a este expediente que se recorreu diante de situações semelhantes experimentadas poucos anos após a introdução do regime de metas. A relutância em seguir o referido caminho provavelmente tem a ver com a percepção de que, se descumprir metas anunciadas é ruim, pior seria deixar de cumprir metas já ajustadas.

Imaginemos, por exemplo, que um novo objetivo fosse explicitamente estabelecido para o ano de 2016. Caso pressões inflacionárias inesperadas viessem a ameaçar o cumprimento da nova marca, o BC teria de se dispor a elevar a taxa básica de juro em montante expressivo o suficiente para assegurar a almejada convergência. Por certo, quanto maior o desvio projetado, mais forte teria de ser o ajuste do juro. Na hipótese de a necessária alta de juro mostrar-se muito significativa, teria o BC condições de promovê-la? Seria economicamente correto fazer isso?

São três os principais obstáculos à assunção de compromissos e a ações mais firmes por parte do BC. O primeiro é o ambiente político. Os juros no Brasil são muito elevados. Levá-los ainda mais para cima costuma ser uma operação delicada, algo que a nosso ver requer um *timing* correto. Entre nós, há momentos em que tal medida mostra-se particularmente difícil. No começo do ano, com novo ministro da Fazenda (recém-substituído) e a pretendida mudança da orientação econômica do governo, a elevação do juro fez sentido. Agora, não mais. Referimo-nos a movimentos que componham um vigoroso ciclo de alta, e não a ajustes episódicos, do tipo que mencionaremos mais adiante.

O segundo fator relaciona-se com o temor de que eventual forte ciclo de alta possa provocar piora da percepção de risco país devido a seu impacto sobre as deficitárias contas públicas. Embora o BC a negue, esta parece uma preocupação legítima.

O terceiro é o quadro recessivo. Em 2015-16, a contração acumulada do PIB provavelmente atingirá mais de 6,5%. Sob tal circunstância, fica difícil justificar forte ciclo adicional de aperto monetário. Fazer a inflação convergir para a meta nos traria grande benefício. Mas não a qualquer custo. É justamente esse o espírito do *inflation targeting*. Tal regime implica uma hierarquia de objetivos. Atingir a meta de inflação tem prioridade. Mas quando se percebe que cumprir a meta em determinado horizonte de tempo acarretaria custo recessivo muito elevado, o cumprimento deve ser postergado.

Somente será possível conduzir a política monetária de acordo com o figurino depois de nos livrarmos da crise política e de sinais concretos de ajuste fiscal expressivo e permanente, capaz de promover o resgate da confiança. Nesse meio tempo, porém, é possível que o BC se veja tentado a promover algum ajuste modesto da taxa Selic, especialmente em janeiro, mês em que terá de submeter ao Ministro da Fazenda uma carta explicando as razões do descumprimento da meta em 2015 e anunciando as medidas programadas para corrigir o desvio. Na hipótese de o BC optar por um ou mais ajustes da Selic, é pouquíssimo provável que procurará ir além do restabelecimento do juro real (8,0%) a que se chegou em julho passado.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Política Fiscal: Novo Ano, Novos Desafios

Deteriorada desde meados de 2014, a política fiscal encerra o ano em condições muito difíceis e aponta na direção de mais um duro desafio em 2016. É sabido que os resultados fiscais são muito sensíveis ao ciclo econômico, mas também é sabido que podem influenciar o crescimento, agindo ora no sentido expansionista, ora no contracionista.

No Brasil até 2014, tentou-se a política fiscal expansionista, com medidas como o estímulo à indústria e aos serviços, via isenções e incentivos fiscais, e a tentativa de proteção do mercado de trabalho, com desonerações, dentre outras. O que deu errado? Talvez a falha principal tenha sido não saber dosar o tamanho dos incentivos concedidos, com o Estado indo além suas possibilidades, gastando mais do que tinha e “pedalando” o que estivesse além de sua capacidade.

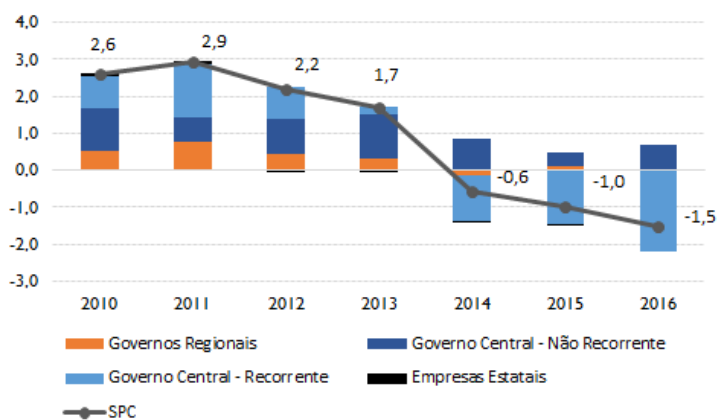
Mas a crise acabou chegando, e com ela as surpresas e imprevistos que uma crise pode trazer. No final de 2014, não se conhecia o tamanho da dificuldade que seria enfrentada em 2015 e hoje, próximo do fim do ano, ainda é incerto o que está por vir em 2016.

Para o próximo ano, espera-se que haja reação, inconformidade e não aceitação da situação fiscal atual, com vontade e determinação para mudar. Mas, infelizmente, até o momento não há sinais claros de que 2016 possa ser melhor que 2015.

Dada a incerteza sobre o próximo ano, nosso cenário fiscal contempla duas situações. A primeira considera que nada será feito para melhorar a política fiscal – cenário ‘status quo’; a segunda incorpora algumas potenciais receitas que possam vir em 2016 – cenário ‘otimista’. Em nenhum dos dois cenários está sendo contemplado o pagamento das pedaladas fiscais. A razão é que incluí-las geraria distorções na análise, além do fato de que ainda não se conhece o montante deste débito.⁴

Diante disso, e da projeção de recessão para 2016 – conforme apresentado nas sessões anteriores deste boletim –, no cenário status quo a estimativa de resultado primário do setor público consolidado está muito aquém da meta fixada, chegando a um déficit de cerca de 1,5% do PIB, do qual - 2,2% corresponde ao resultado recorrente do governo central e 0,7% às receitas não recorrentes – aqui já incorporada a receita de outorgas no

Gráfico 5: Resultado Primário do Setor Público Consolidado
(em % do PIB)



Fontes: STN/MF, RFB/MF, IBRE, IBGE, BCB. Elaboração FGV/IBRE.

⁴ Caso haja pagamento das pedaladas fiscais, o déficit primário em 2015 pode chegar a 2,0% do PIB.

valor de R\$ 11 bilhões, relativa ao leilão das usinas hidrelétricas; e supondo os governos regionais e empresas estatais com resultado nulo – Gráfico 5.

No cenário otimista, ou seja, caso o amplo pacote de receitas potenciais se concretize – aqui considerados aprovação da CPMF, operações com ativos, repatriação de recursos do exterior, dentre outros –, o resultado primário do setor público consolidado ainda é deficitário, mas em proporções significativamente menores que no cenário status quo. O ganho com receitas potenciais da ordem de 1,3% do PIB seria suficiente para produzir déficit da ordem de 0,1% em 2016.

Diante dos dois cenários apresentados, ainda é difícil vislumbrar uma reversão da crise econômica no curtíssimo prazo. Mesmo com o cenário mais otimista, os resultados não são bons e levam a trajetórias de dívida bruta crescentes.

Conclui-se que a política fiscal precisa não só de um ajuste de curto prazo, mas também de mudanças estruturais urgentes. Resolver o problema fiscal tem que ser prioridade em 2016.

Vilma Pinto

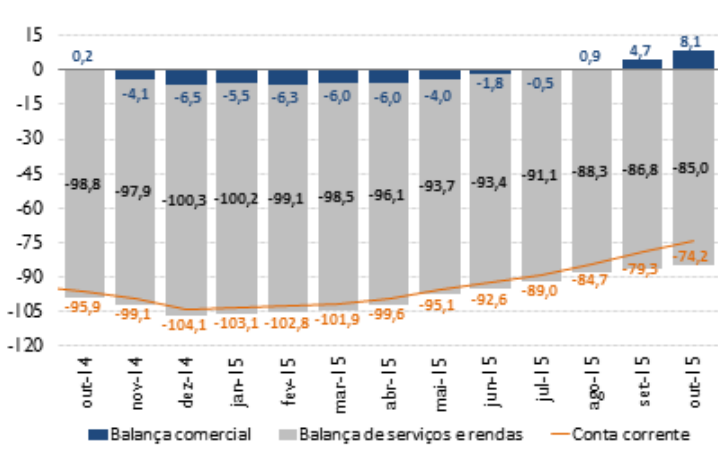
7. Setor Externo

Setor Externo: (Falta de) Demanda Doméstica Faz o Ajuste

Partindo de um déficit em conta corrente de US\$ 104,0 bilhões (4,4% do PIB) ao final de 2014, ocorreu significativo ajuste da posição externa no decorrer de 2015. Com dados consolidados até outubro, a conta corrente acumula déficit de US\$ 74,2 bilhões (4,0% do PIB) nos últimos 12 meses – a melhora de US\$ 30 bilhões em apenas dez meses não possui paralelo sob a nova metodologia do balanço de pagamentos brasileiro (BPM6, iniciada em 2010). Este ajuste pode ser dividido de forma equivalente entre a balança comercial e a balança de serviços e rendas primárias, o que pode se observar no Gráfico 6.

No caso da balança comercial, ocorreu uma reversão de US\$ 13,6 bilhões no resultado, saindo-se de déficit de US\$ 6,5 bilhões em dezembro de 2014 para superávit de US\$ 8,1 bilhões acumulado em 12 meses até outubro de 2015 – derivado de recuo das importações (de US\$ 230,6 bilhões em 2014 para US\$ 184,5 bilhões no acumulado até outubro) maior que o das exportações (de US\$ 224,1 bilhões em 2014 para US\$ 192,6 bilhões nos 12 meses até outubro).

Gráfico 6: Conta Corrente (acumulada em 12 meses, US\$bi)

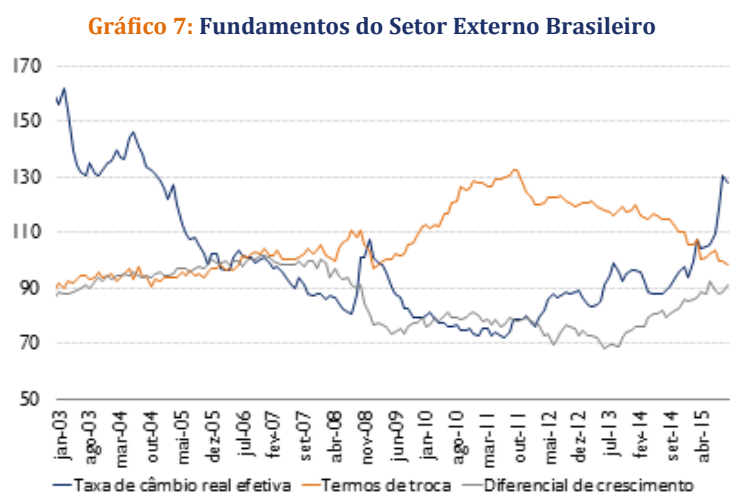


Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

Já no caso da balança de serviços e rendas, a reversão foi de US\$ 15,2 bilhões, saindo-se de déficit de US\$ 100,3 bilhões ao final do ano passado para US\$ 85,0 bilhões no acumulado em 12 meses até outubro de 2015. Esta redução pode ser atribuída basicamente a menores gastos com viagens (com déficit de US\$ 18,7 bilhões em 2014 e de US\$ 13,2 bilhões no acumulado até outubro) e a menores remessas de lucros e dividendos ao exterior (US\$ 31,2 bilhões em 2014 e US\$ 23,3 bilhões nos 12 meses até outubro).

Esses movimentos da conta corrente derivam, de maneira bastante simplificada, de três vetores: (i) o desempenho relativo da economia internacional e da brasileira; (ii) a evolução da taxa de câmbio real efetiva (cesta multilateral ponderada pelo diferencial de inflação entre o Brasil e os seus parceiros comerciais); e (iii) a evolução dos termos de troca (preços de exportação vs. preços de importação). O desempenho recente desses indicadores pode ser observado no Gráfico 7.

Uma análise simplista poderia sugerir que o forte movimento da taxa de câmbio seria o fator preponderante por trás do ajustamento observado: a considerável depreciação cambial registrada entre dezembro de 2014 e outubro de 2015 teria estimulado as exportações, deprimido as importações e desincentivado tanto a remessa de lucros e dividendos como as viagens internacionais. Há, entretanto, mais nuances nesse debate.



Fontes: Banco Central do Brasil, FUNCEX, CPB, OMC e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Do lado dos preços, a depreciação observada na taxa de câmbio real efetiva foi menos intensa do que a registrada ante o dólar americano (31% vs. 47%). Em paralelo, a economia brasileira passa por severo choque negativo nos termos de troca, que voltaram recentemente ao nível médio de 2006. Tais fatores ajudam a explicar o desempenho moderado das exportações.

Já do lado da atividade, observamos desaceleração importante no comércio global, com os volumes comercializados registrando as taxas mais baixas de expansão desde o final de 2013. Mais ainda, a economia brasileira passa por severa contração, com expectativa de recessão de -3,6% em 2015. O desempenho da demanda interna é ainda mais decepcionante, com recuo de 4,9% – com destaque para o fraco desempenho dos investimentos e do consumo.

Consideramos que esse último fator é central para a compreensão do desempenho do setor externo brasileiro. A forte desaceleração da economia doméstica afeta a necessidade de absorção de bens intermediários e bens de capital (a maior parte de nosso volume importado), deprime a renda disponível das famílias (desestimulando as viagens ao exterior) e diminui a geração de lucros e dividendos a serem remetidos.

Em conclusão, os vetores descritos acima devem continuar em operação ao menos até o final de 2016. Nos preços relativos, se por um lado esperamos depreciação adicional da taxa de câmbio nominal (até BRL 4,30/USD ao final de 2016), por outro lado entendemos que ela será suavizada por uma inflação doméstica muito mais elevada do que a externa. No crescimento relativo, espera-se uma recuperação incipiente do comércio internacional, mas a economia brasileira deve registrar nova contração da ordem de 3,0% em 2016 – e queda de 3,6% da demanda interna.

Como resultado, projetamos que o déficit em conta corrente desacelere-se para US\$ 63 bilhões (3,6% do PIB) em 2015 e para US\$ 39,0 bilhões (2,6% do PIB) em 2016. O ajuste externo ocorre de forma rápida e contundente, infelizmente refletindo forte retração de nossa economia.

Lívio Ribeiro

8. Panorama Internacional

A Elevação do Juro Americano na Visão do Fed, dos Primary Dealers e da Curva do Mercado

O banco central americano, Federal Reserve, decidiu em 16 de dezembro último iniciar o processo de subida dos juros básicos, os *Fed Funds*, após ter mantido a taxa de juros em zero por exatos sete anos – desde, portanto, 16 de dezembro de 2008, quando ela foi reduzida de 1% para o intervalo entre 0% e 0,25%. Agora os juros foram fixados na faixa entre 0,25% e 0,5% ou seja, 0,325% na média.

Segundo a mediana das projeções do comitê de política monetária do Fed, conhecido por FOMC, os juros básicos fecharão o ano de 2016 em 1,325%; o de 2017 em 2,325%; e o de 2018 em 3,250%. Indica-se, portanto, elevações de 1 ponto percentual em 2016 e 2017 e de 0,875 pp em 2018. Para o longo prazo o comitê espera taxa dos *Fed Funds* a 3,5%, o que corresponde a juros reais na casa de 1,5%, já que a meta inflacionária é de 2%. Ou seja, no longo prazo o juro nominal de curto prazo será, segundo a mediana das projeções do comitê, de 3,5%.

Tomando-se as previsões do mesmo comitê para a inflação, de 0,4%, 1,45%, 1,9% e 1,95%, respectivamente, para os anos de 2015 até 2018, sempre em final de período, os juros reais projetados serão respectivamente de -0,02%, -0,07%, 0,47%, e 1,28%. Assim, se a inflação, que tem rodado pouco abaixo de 0,5%, de fato subir em 2016 para 1,5%, os juros reais continuarão próximos de zero até o final de 2016. Juros reais positivos ficaram para 2017 em diante.

Esse é o pensamento da mediana do Fed. Há uma pesquisa conduzida pelo Fed com os operadores de mercado que negociam em condições privilegiadas com o BC norte-americano, os chamados *primary dealers*, que têm outro pensamento para a evolução dos juros. A mediana da pesquisa concorda com a subida dos juros até 2017 projetada pelo FOMC. A partir de 2018, porém, a mediana das projeções dos *primary dealers* fica sistematicamente abaixo das previsões do Fed, havendo para o longo prazo diferença para menos de 0,25 pp. Ou seja, os *primary dealers* consideram juros reais curtos, num horizonte de longo prazo, em torno de 1,25%, pouco abaixo do 1,5% esperado pelo FOMC.

Finalmente, quando olhamos a curva de juros de mercado para a economia americana, as taxas sobem muito lentamente. Até 2020 estão abaixo de 2%. Ou seja, total descolamento da curva de

mercado em relação à curva dos membros do FOMC e dos *primary dealers*. A curva de mercado implica probabilidade relativamente elevada para a ocorrência do fenômeno conhecido por estagnação secular. A redução da taxa de crescimento de longo prazo das economias desenvolvidas, fruto da redução do crescimento populacional e do progresso técnico, pode produzir em equilíbrio taxas de juros extremamente baixas.

Nos próximos anos assistiremos a um cabo de guerra entre o mercado e a diretoria do Fed. Esta tentaram convencer aquele de que caminhamos para tempos normais, mesmo que com juros mais baixos do que no passado. O juiz desse embate será a taxa de inflação. Se ela não subir em direção à meta inflacionária de 2% ao ano nos próximos dois trimestres, é possível que o FOMC comece a precificar alguma probabilidade de estagnação secular.

Samuel Pessôa

9. Em Foco IBRE: Cenário Macroeconômico para 2016

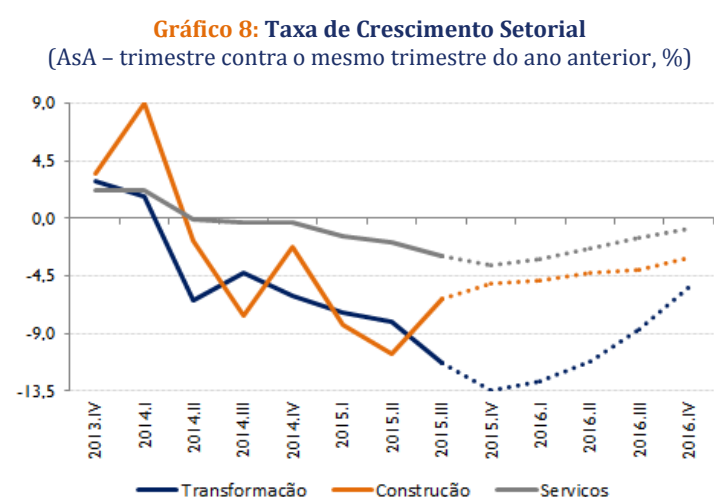
O Processo Recessivo Continua. As Incertezas Políticas se Intensificam

O processo de deterioração da atividade econômica no Brasil continua. Desde a última atualização do cenário macroeconômico, em setembro de 2015, revisamos a projeção de contração do PIB para este ano de 3,0% para 3,6%. Mais uma vez, a deterioração é explicada fundamentalmente por fatores domésticos. As incertezas fiscais e políticas se intensificaram no segundo semestre, dificultando ainda mais a recuperação da confiança das empresas e dos consumidores.

Do ponto de vista setorial, a crise se espalhou, atingindo mais fortemente o setor de serviços ao longo de 2015, de acordo com os dados do Gráfico 8.

Mas, sem dúvida, o grande destaque é a contração esperada da indústria de transformação e da construção, de -10,1% e -4,0%, respectivamente. A queda esperada para a indústria de transformação é similar a que ocorreu em 2009, de 9,3%. Já a contração do setor serviços deverá ficar em 2,5%, superior ao valor previsto em setembro de 2015, de 1,7%.⁵

Outro ponto digno de atenção é que, apesar de a desaceleração do setor serviços iniciar-se no ano passado, o segmento dos serviços prestados as famílias não mostrou o mesmo comportamento. De fato, quando avaliamos o consumo das



Fontes: IBGE e IBRE. Elaboração IBRE/FGV

⁵ Ver seção de Atividade Econômica.

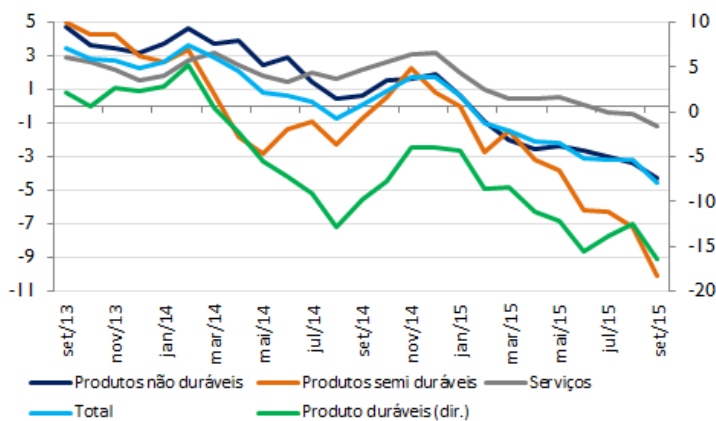
famílias por categoria de produtos, observa-se uma aceleração ao longo de 2014 (Gráfico 9). Apenas no segundo semestre de 2015, o consumo de serviços pelas famílias atingiu taxas negativas em relação ao mesmo período do ano anterior.

Para 2016, também é esperada uma queda mais acentuada do PIB: em setembro de 2015 projetava-se contração de 2,1%, que foi revista para recuo de 3,0%. Nossas projeções apontam forte redução da demanda doméstica em 2015 e 2016, de 4,9% e 3,5%, respectivamente — ou seja, acima do recuo esperado para o PIB. Além da desaceleração do consumo das famílias de 3,7% e 3,2%, respectivamente, o investimento deve recuar ainda mais, 12,3% e 8,5%.

Apesar da desaceleração da construção, contribuindo para a piora da Formação Bruta do Capital Fixo, a queda mais expressiva da aquisição de Máquinas e Equipamentos explica, em grande medida, o cenário desolador dos investimentos (Gráfico 10). O Monitor do PIB estima que, em setembro de 2015, os investimentos em máquinas e equipamentos recuaram 32,8% em relação ao mesmo trimestre de 2014, enquanto construção e 'outros' se contraíram em 5,4% e 5,9%, respectivamente, ou seja, de forma bem mais atenuada. Os pesos da construção civil e outros são de 51% e 15%, respectivamente. Dessa forma, a queda dos investimentos tem sido amortecida por estes dois grupos.

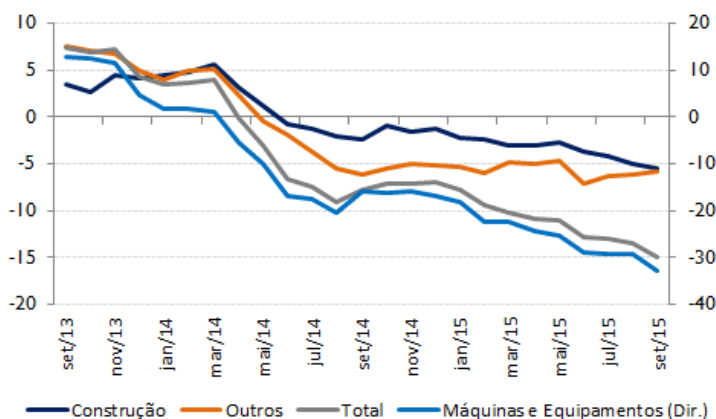
A boa notícia é que o setor externo deve contribuir positivamente para o PIB este ano e em 2016 (2,3 pontos percentuais e 2,2 pp, respectivamente). Com a fraqueza da demanda doméstica e a expressiva depreciação cambial,⁶ as importações de bens e serviços estão se

Gráfico 9: Consumo das Famílias – Por Categoria de Bens
(trimestre contra o mesmo trimestre do ano anterior, %)



Fontes: Monitor do PIB (IBRE/FGV) e IBGE. Elaboração IBRE/FGV

Gráfico 10: Formação Bruta do Capital Fixo e Suas Aberturas
(trimestre contra o mesmo trimestre do ano anterior, %)



Fonte: Monitor do PIB (IBRE/FGV) e IBGE. Elaboração IBRE/FGV

⁶ Estimamos que a taxa de câmbio média em 2015 seja de R\$ 3,4, o que representa uma depreciação de 42% em relação à média do ano passado, de R\$ 2,4. Para 2016, a depreciação esperada é de 29%. A depreciação cambial pode ser explicada tanto por fatores externos como domésticos. Mas o componente de risco-país tem sido particularmente importante nos últimos meses para explicar o movimento da taxa de câmbio. Não descartamos desvalorizações cambiais ainda mais expressivas ao longo de 2016.

desacelerando. A previsão é que as importações recuem 14,0% e 12,5%, respectivamente, neste ano e no próximo. A contribuição externa poderia ser ainda maior, mas o cenário internacional, a composição da pauta brasileira e os nossos acordos comerciais limitam a expansão das exportações. A projeção é de que as exportações de bens e serviços cresçam apenas 3,5% e 2,2%, respectivamente.⁷

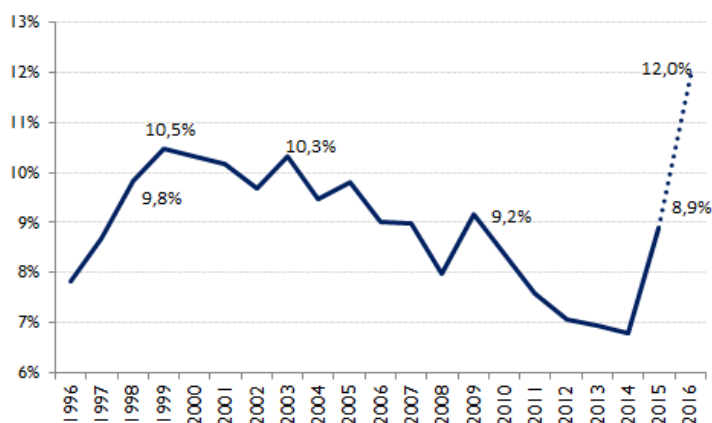
Com a piora de setores intensivos em trabalho, como serviços e construção civil, a taxa de desemprego, medida pela PNAD Contínua, deverá atingir 9,3% ao final de 2015, podendo chegar a 12,3% no fim de 2016. Neste caso, seria uma das taxas de desemprego mais elevadas desde 1996, de acordo com os dados da PNAD e da PNAD-C (Gráfico 11).⁸

Esse aumento expressivo da taxa de desemprego é explicado tanto pela queda esperada da população ocupada (PO) como pelo aumento da população economicamente ativa (PEA). Em particular, a PEA deve crescer 2,0% e 2,2% em 2015 e 2016, respectivamente, bem acima do crescimento de 1,1% em 2014. Trata-se de uma tendência comum em períodos de piora nas condições econômicas.

Por outro lado, a população ocupada da PNAD-C tem se desacelerado bem menos que o esperado pelos dados de atividades, além, é claro, dos dados do Caged (emprego com carteira assinada - CLT). De fato, o saldo mensal médio de contratações líquidas do Caged está em linha com os dados de atividade econômica (Gráfico 12).

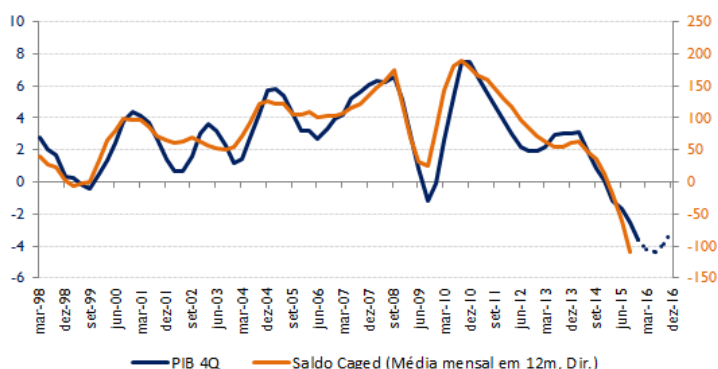
Os dados de emprego com carteira assinada da PNAD-C mostram um comportamento similar aos do CAGED. No entanto, o emprego com outros

Gráfico 11: Taxa de Desemprego: PNAD e PNAD-C
(valores referentes ao mês de setembro)



Fonte: IBGE e IBRE. Elaboração IBRE/FGV.

Gráfico 12: Taxa de Crescimento do PIB (valores acumulados em 4 trimestres, em %) e **Saldo Mensal das Contratações Líquidas do CAGED** (milhares, média dos últimos 12 meses)



Fontes: IBGE e MTE. Elaboração IBRE/FGV

⁷ Para maiores detalhes do Setor Externo, ver a respectiva Seção.

⁸ Compatibilizamos os dados da PNAD com os dados da PNAD-C. Aplica-se a taxa de variação da população ocupada (PO) e da população economicamente ativa (PEA) observada na PNAD anual (1996-2011) nas séries da PNAD-C de setembro de 2012.

tipos de vínculos trabalhistas ainda cresceu este ano, como se pode observar pelo Gráfico 13.

Nossas estimativas apontam para uma continuação do recuo do emprego com carteira assinada, bem como um comportamento menos expressivo dos outros tipos de vínculos, levando a uma queda da população ocupada agregada no próximo ano de 1,2%.

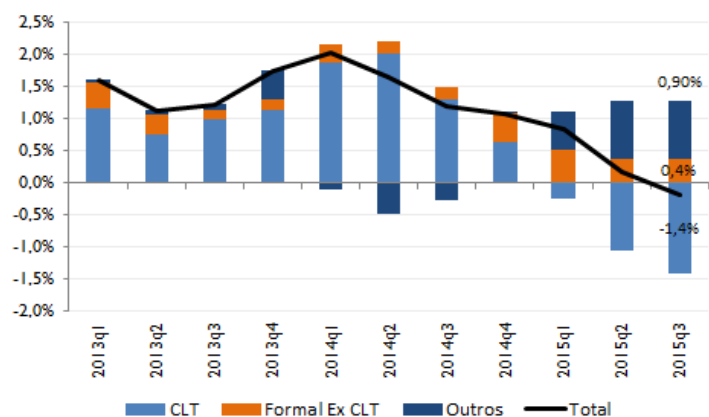
A piora do mercado trabalho em 2016 não se reflete apenas nos dados de taxa de desemprego, mas também nos rendimentos do trabalho, como destacado na seção de Emprego e Renda. A renda real e a massa de rendimentos devem recuar 1,3% e 2,5%, respectivamente.

Mesmo com a forte desaceleração da demanda doméstica, a inflação continua muito elevada. Isto ocorre, em grande medida, por causa do aumento expressivo dos preços administrados e dos alimentos. Para 2015, estima-se um aumento de 17,8% dos preços administrados, acima do previsto no Boletim de junho (15,2%). Os preços livres também devem se acelerar em relação ao ano passado, fechando o ano em torno de 8,3%, ante 7,6% (previsão anterior). Porém, essa aceleração é explicada por maior pressão da alimentação domiciliar e dos bens industriais, que está relacionada aos problemas climáticos e à maior depreciação cambial. A inflação de serviços, que apresenta maior rigidez, deve fechar o ano em torno de 8,0% (ante 8,3%), o que significa um pequeno alívio num grupo que nos últimos anos tem se mantido muito acima do topo da faixa de tolerância do sistema de metas, de 6,5%. Conseqüentemente, a inflação deve encerrar o ano em 10,7%, ante previsão anterior de 9,4%, do Boletim de setembro de 2015.

Para 2016, é esperada uma desaceleração da inflação, porém menor que a prevista anteriormente. A nova rodada de depreciação cambial tende a levar a inflação para 7,5%, ante previsão anterior de

Gráfico 13: Decomposição da Taxa de Crescimento da População Ocupada por Tipo de Vínculo*

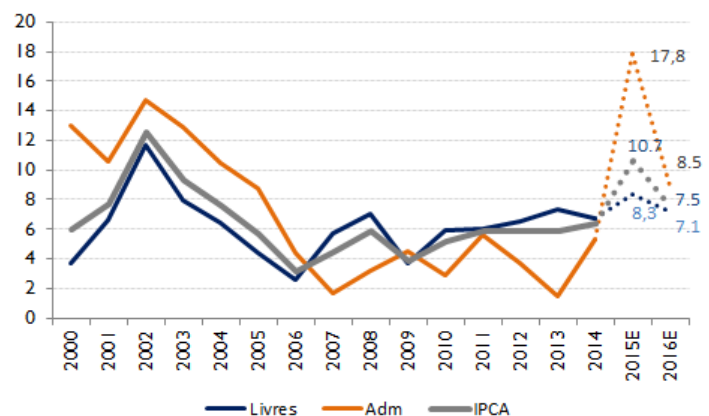
(trimestre contra o mesmo trimestre do ano anterior)



*Formal excluindo CLT: Empregador, funcionário público estatutário e militar; Outros: Sem carteira de trabalho, conta própria e trabalhador na produção ou construção para o próprio consumo.

Fontes: PNAD-C (IBGE). Elaboração IBRE/FGV

Gráfico 14: Inflação de Preços Livres e Administrados (%)



Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração IBRE/FGV.

6,4%. Mesmo com a retração da atividade, as expectativas inflacionárias estão se deteriorando gradualmente para o próximo ano. O nosso cenário contempla desaceleração da inflação em todos os componentes, com destaque para os administrados, que devem subir 8,5% em 2016. Com relação aos outros componentes, os valores esperados são: 9,0% para alimentação domiciliar, 5,5% para bens industriais e 7,3% para serviços (Gráfico 14).

Apesar da maior resistência verificada na inflação de serviços em 2015, os modelos de projeção apontam um recuo em 2016, devido à piora do mercado de trabalho e do setor imobiliário, contribuindo para menor aumento de salários e de aluguéis. No entanto, a inflação de serviços possui um componente inercial muito expressivo, dificultando um recuo mais forte neste segmento. Além disso, a indexação do salário mínimo e a deterioração das expectativas inflacionárias limitam a redução da inflação de serviços.

Nesse contexto, o Banco Central deverá manter a taxa de juros estável, embora exista o risco de novas altas no ano que vem. Mesmo em um cenário recessivo, as incertezas relacionadas ao cenário político e fiscal contaminam as expectativas inflacionárias, piorando o balanço de riscos para a inflação. Dependendo do quadro geral, o BC poderá retomar o ciclo de alta de juros.

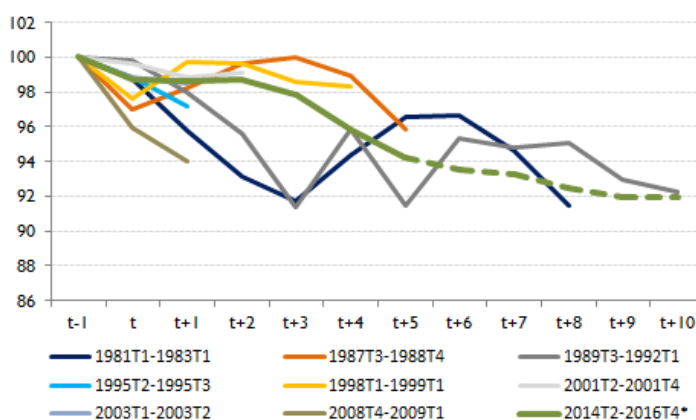
Em resumo, o cenário para o Brasil se deteriorou ainda mais nos últimos meses. As dificuldades na condução de um ajuste fiscal crível e perene contribuíram para a perda do grau de investimento por duas agências de risco, Standard & Poor's e Fitch. E não estão descartadas novas reduções de nota do país por estas agências, bem como a perda do grau de investimento pela Moody's.

As novas medidas fiscais representam apenas um pequeno alento, mas não resolvem o problema fiscal estrutural do Brasil: o aumento contínuo de gastos a velocidade superior à do PIB. Se isso não for solucionado, a dinâmica da dívida bruta continuará insustentável.

Conseqüentemente, o risco-país, bem como as taxas longas de juros e a bolsa são afetados, contribuindo para o prolongamento da atual recessão. Estimamos uma recessão de pelo menos 11 trimestres, mas não podemos descartar duração ainda maior. Pelo Comitê de Datação de Ciclos (CODACE), se durar mais de 11 trimestres, esta será a maior recessão das nove últimas datadas pelo comitê (Gráfico 15). De acordo com o CODACE, nos últimos 35 anos, o Brasil passou por três recessões longas (entre nove e 11 trimestres de duração em média), com contração

Gráfico 15: Recessões Brasileiras

(o período (t - 1) é o trimestre imediatamente anterior ao começo da recessão, nível = 100)



Fontes: CODACE, IBGE e IBRE/FGV. Elaboração IBRE/FGV

do PIB entre 8 a 9%. Estimamos que na atual recessão a perda de PIB será de pelo menos 8,1%, similar às quedas das duas recessões longas dos anos 80 e início dos anos 90 (8,5% em 1981T1-1983T1 e 7,7% em 1989T3-1992T1).

As incertezas políticas e fiscais se intensificaram ao longo do ano de 2015, sem perspectivas de melhora no curto prazo. Consequentemente, as incertezas em relação ao quadro econômico devem prosseguir em 2016. Terminamos o ano de 2015 sem solucionar a nossa crise fiscal. Para 2016, só podemos desejar a construção do consenso político necessário para enfrentar esses desafios.

Silvia Matos

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Bráulio Borges

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luísa Azevedo

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Vilma Pinto

Vinícius Botelho

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr.

André Braz

Salomão Quadros

Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 22 de dezembro de 2015. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.