

SÍNTESE DA CONJUNTURA

O quadro geral da economia brasileira, que já se mostrava bastante difícil nos primeiros meses do ano, sofreu deterioração adicional no terceiro trimestre, com todos os indicadores de atividade econômica permanecendo em queda e, em alguns casos, em ritmo mais acelerado do que o registrado anteriormente. Nesse período, o encaminhamento dos “três ajustes” fundamentais ao reequilíbrio da economia – setor externo, inflação e contas públicas – tem apresentado resultados heterogêneos. Os avanços mais importantes vêm se dando nas contas externas, com substancial redução do déficit em transações correntes. A inflação, por seu turno, mantém-se pressionada, com o IPCA superando a marca de 10% em doze meses, a taxa mais elevada desde 2003, e deterioração das expectativas do mercado para a inflação futura. Por fim, os resultados fiscais ainda não apresentaram melhorias palpáveis, a despeito do rigoroso controle de gastos observado no último ano e da aprovação de várias das propostas de contenção de gastos obrigatórios e aumento das receitas públicas enviadas pelo Executivo ao Congresso Nacional ao longo do ano.

As dificuldades de efetivar esses ajustes já seriam de grande monta mesmo no melhor dos cenários. Os desequilíbrios acumulados durante o longo ciclo de expansão anterior foram bastante significativos, não apenas nas contas públicas, mas também no orçamento das famílias, que passa por inevitável ajuste após anos de contínua expansão do endividamento. Há também diversas restrições pelo lado da oferta que foram se tornando cada vez mais evidentes conforme a economia testava seus limites de crescimento no biênio 2012-2013. Para completar, o país vem sofrendo um forte choque negativo nos termos de troca desde o terceiro trimestre de 2014.

A situação tornou-se mais difícil diante da eclosão de uma crise política de rara gravidade, aumentando a incerteza dos mercados sobre a capacidade de o governo aprovar as medidas necessárias de política econômica.

Esse complexo cenário político-econômico reflete-se diretamente nos diversos indicadores de confiança dos consumidores e dos empresários, que alcançam níveis historicamente baixos e sem sinais concretos de reversão, e ganha concretude no desempenho da atividade econômica, que deverá sofrer, neste ano, a maior retração dos últimos 25 anos.

Com efeito, no terceiro trimestre de 2015 o PIB sofreu queda de 1,7% do PIB em relação ao trimestre anterior, na série dessazonalizada, e de 4,5% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, sendo esta a taxa mais negativa em toda a série histórica do IBGE, iniciada em 1996. Foi a sexta retração seguida do PIB nesta base de comparação, o mais longo período recessivo da história recente do país. Desde que a economia entrou em recessão, no segundo trimestre de 2014, a queda acumulada do PIB já se aproxima de 6,0%, também um recorde dos últimos 20 anos.

Pelo lado da oferta, a queda do PIB vem refletindo o recuo de todos os seus componentes. A indústria registrou a sétima retração em oito trimestres, com recuo de 1,3% na margem, e a queda de 6,7% ante o terceiro trimestre de 2014 foi a sexta variação negativa seguida. O setor de serviços também manteve o fraco desempenho, sendo a queda de 1,0% na passagem do segundo para o terceiro trimestre a terceira variação negativa nesta base de comparação, e a queda de 2,9% ante o terceiro trimestre de 2014 o recorde negativo na série histórica. Até mesmo a agropecuária vem perdendo fôlego, voltando a apresentar queda na margem (de 2,4%) na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2015, após recuar 3,5% no trimestre anterior. Com este resultado, o setor interrompeu uma sequência de quatro altas seguidas no comparativo interanual, ficando 2,0% abaixo do patamar verificado no terceiro trimestre de 2014.

Registre-se, entretanto, que a indústria extrativa mineral é uma exceção positiva do lado da oferta: influenciada pelos aumentos na produção de petróleo e gás natural, assim como na extração de minérios de ferro, registrou alta de 4,2%, o sétimo resultado positivo nessa base de comparação.

Pelo lado da demanda, o desempenho que mais impressiona é o da formação bruta de capital fixo, que teve queda de 4,0% na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2015, sendo a nona variação negativa na comparação livre de influências sazonais. Ante o terceiro trimestre de 2014, a queda foi de 15,0%, a sexta consecutiva, e a maior da série histórica. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes recuou para 18,1%, ante 20,2% em igual período do ano anterior. Já o consumo das famílias, que ainda crescia até o ano passado, registrou, no terceiro trimestre deste ano, a terceira retração consecutiva na série livre de influências sazonais (-1,5%), fato que não ocorria desde o início de 1998. Na comparação com o terceiro trimestre de 2014, a queda foi de 4,5%. O único componente da demanda interna a registrar variação positiva na comparação dessazonalizada, o consumo do governo avançou 0,3% ante o trimestre anterior. Por outro lado, na comparação com o terceiro trimestre de 2014, o consumo do governo recuou 0,4%.

O GRÁFICO 1 resume o que vem acontecendo com os diversos componentes do PIB no atual quadro recessivo. A formação bruta de capital fixo, que é tradicionalmente o item mais volátil e sensível às flutuações da atividade, já acumula queda de 19,3% nos últimos seis trimestres, e, em níveis absolutos, já retornou ao mesmo patamar do final de 2009. A queda acumulada das importações de bens e serviços também é da ordem de 19%, sendo diretamente influenciada pelo comportamento da própria FBCF (boa parte da qual é composta por bens importados) e também da indústria de transformação, cuja produção recuou 14% – além de sofrer o impacto da substancial desvalorização do câmbio. O consumo das famílias acumula queda de 5,3%, situando-se em um ponto intermediário entre a produção de serviços (-3,4%) e a da indústria (-9,5%).

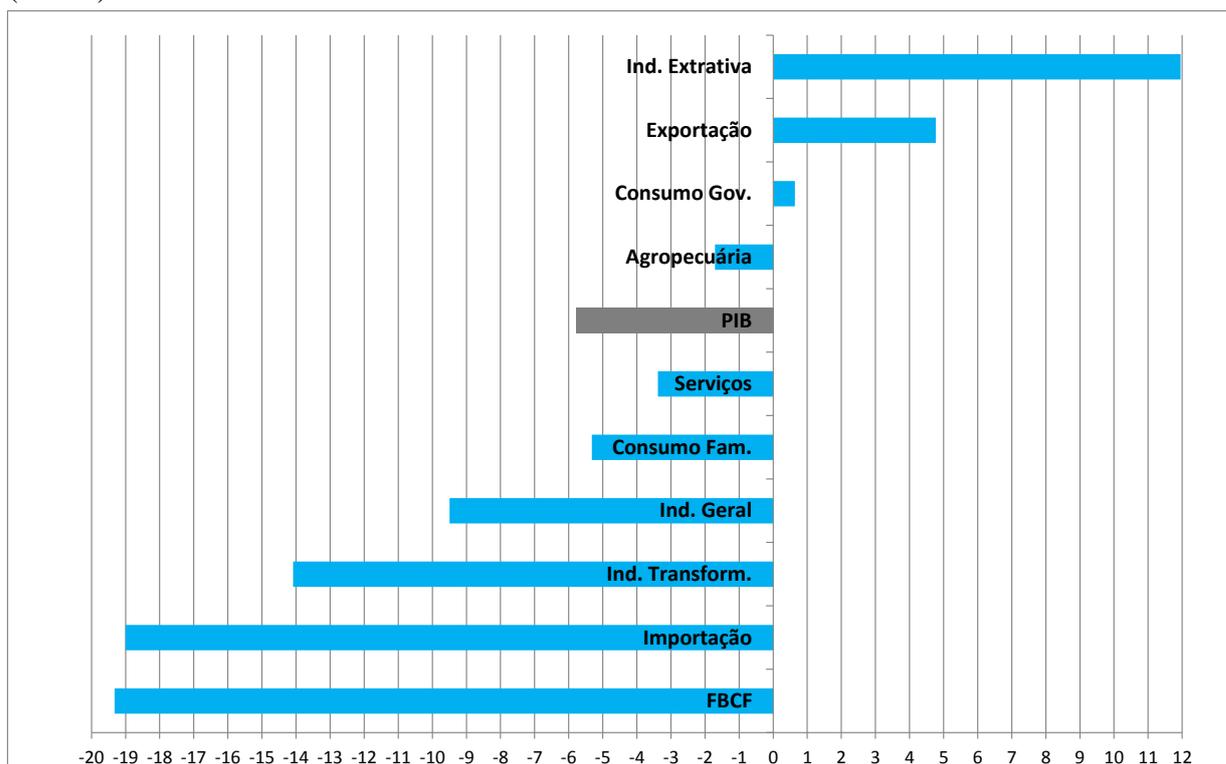
A intensidade da queda dos diversos componentes é fruto dos diferentes *timings* de cada variável. Com efeito, a FBCF e a indústria já mostravam sinais de estagnação em 2012-2013, ao passo que o consumo e os serviços só pararam de crescer do final de 2014 para

cá. Por fim, no outro extremo do gráfico situam-se os únicos componentes que vêm registrando crescimento: a indústria extrativa (alta acumulada de 12% desde o segundo trimestre de 2014) e as exportações de bens e serviços (+4,8%). Vale lembrar que parte importante da expansão das exportações relaciona-se justamente ao crescimento do *quantum* exportado de petróleo e de minérios, com contribuição positiva também de alguns produtos agropecuários.

GRÁFICO 1

Componentes do PIB: variação acumulada entre o segundo trimestre de 2014 e o terceiro trimestre de 2015, na série dessazonalizada

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O crescimento das exportações líquidas é, de fato, uma das poucas boas notícias no cenário, amortecendo, ainda que parcialmente, a retração da demanda doméstica. No terceiro trimestre de 2015, elas contribuíram com 2,9% da variação interanual, e o GRÁFICO 1 mostra que esta contribuição vem sendo crescente ao longo de 2015. Esse resultado, contudo, só deixa ainda mais evidente a intensidade da queda da demanda doméstica, que no terceiro trimestre chegou a -7,3% em comparação ao mesmo período de 2014.

Seja como for, o fato é que o balanço de pagamentos tem apresentado resultados positivos, com redução de 35,9% do déficit em transações correntes no período janeiro-outubro e a manutenção de um volume expressivo de entrada de recursos externos (ainda que bem menores do que nos anos anteriores), o que tem permitido um virtual

equilíbrio das contas externas, mantendo afastado o risco de problemas nesta área – aspecto para o qual colabora também o elevado volume de reservas internacionais disponíveis.

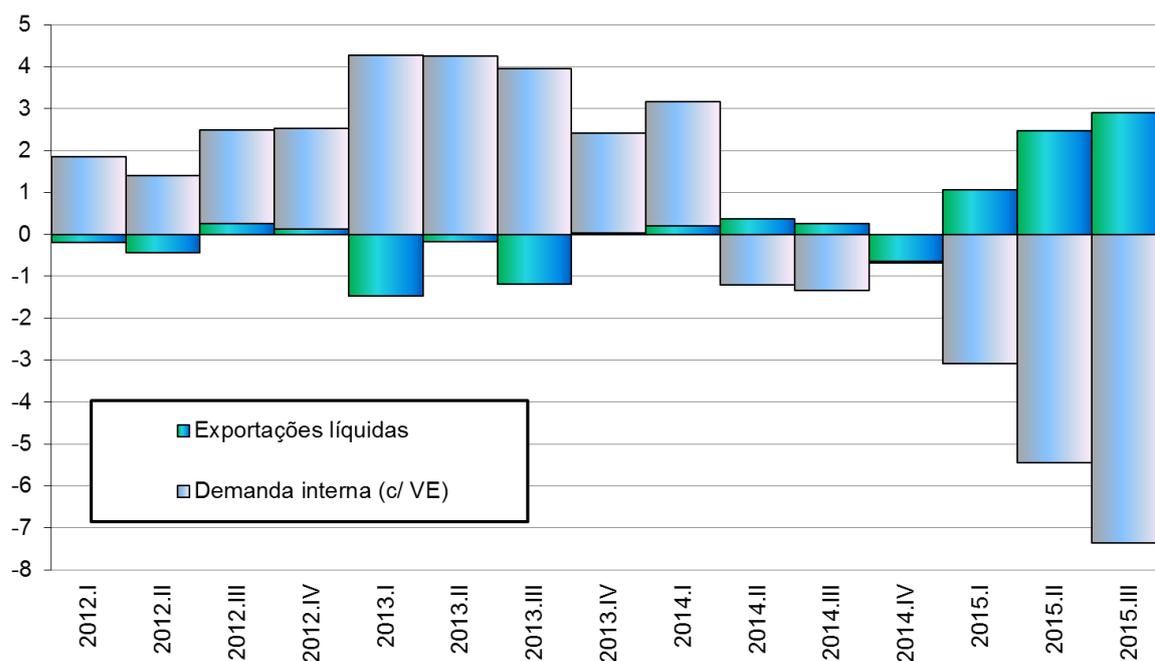
É certo que o ajuste das contas externas vem se dando mais em função da forte retração da atividade econômica doméstica, com efeitos diretos sobre as importações de bens e serviços, do que pelo dinamismo das exportações. Além disso, o país atravessa um movimento de forte desvalorização cambial, cujos efeitos imediatos tendem a ser contracionistas para a atividade econômica e pouco significativos em termos de estimular as exportações. Entretanto, é digno de nota que o ajuste vem se dando em um contexto internacional bastante desfavorável, com baixo crescimento do comércio mundial e queda expressiva dos preços das *commodities*.

GRÁFICO 2

Demanda interna e exportações líquidas

Contribuição para o crescimento interanual do PIB trimestral

(em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O mercado de trabalho vem sendo duramente afetado pelo quadro de desaquecimento econômico, com o Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (CAGED) registrando, de janeiro a outubro, a perda de quase 1,4 milhão de postos de trabalho. A taxa de desocupação medida pela PME atingiu 7,9%, com aumento de 3,2 pontos percentuais em relação ao mesmo mês de 2014, e o desemprego medido pela PNAD contínua chegou a 8,9%, com alta de 2,1 p.p. na mesma comparação. É interessante notar que a fraqueza do mercado de trabalho ainda não revelou efeitos muito intensos sobre os

salários reais, especialmente no caso da PNAD Contínua, que ainda mostra variações positivas em relação ao ano passado.

Talvez em razão disso, o país ainda enfrenta uma significativa e persistente inflação dos serviços (8,3% nos 12 meses até novembro), uma atividade notoriamente intensiva em mão de obra. Na verdade, este grupo vem mantendo uma inflação anual na casa de 8% a 9% há vários anos que vem se mostrando resistente à queda mesmo diante da forte retração da demanda doméstica. Assim, ainda que a maior contribuição para a inflação no ano se deva aos itens administrados e também se registre um comportamento desfavorável dos preços dos alimentos, a inflação de serviços parece ser o maior desafio para trazer o IPCA de volta a uma trajetória mais compatível com a meta de 4,5% - tornando difícil que esta última seja atingida já em 2016.

O Banco Central vem mantendo a taxa básica de juros estável em 14,25% já há algum tempo, o que garante um juro real ex-ante razoavelmente elevado. Mas o mercado vem aumentando suas apostas em novas altas da taxa Selic em 2016, com a leitura de que a persistência da inflação de serviços, a desvalorização do câmbio e as incertezas fiscais exercem pressões altistas sobre a inflação maiores do que as pressões baixistas derivadas do fraco nível de atividade.

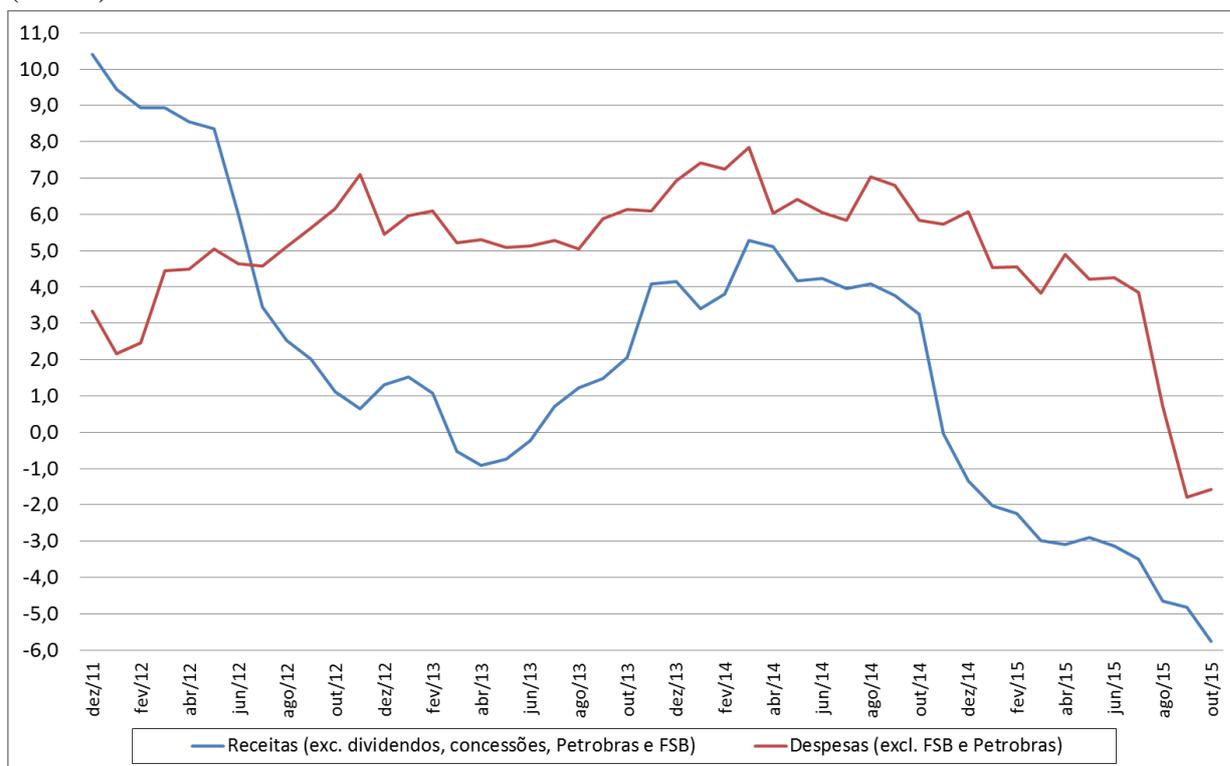
Por fim, chega-se à questão fiscal, que ocupa lugar central em todo o debate. A despeito de todos os esforços da equipe econômica, o país chega ao final do ano caminhando para registrar novo déficit primário e ainda carecendo de medidas capazes de garantir resultados positivos no médio prazo.

A contínua retração da atividade econômica vem ampliando as dificuldades na área fiscal, uma vez que o desempenho da arrecadação de tributos, em particular, tem se apresentado bastante inferior ao esperado, mesmo após as recentes elevações de alíquotas e bases tributárias. O GRÁFICO 3 mostra que, no acumulado em 12 meses até outubro, as receitas federais primárias sofreram queda real de quase 6%, enquanto que a redução real das despesas chega a quase 2%.

Reduções reais nas despesas primárias federais são raras. Nos últimos vinte anos ocorreram apenas quatro vezes, em 1999, 2003, 2011 e 2015, todos anos de duros ajustes fiscais. Os dados, portanto, não deixam dúvidas quanto à severidade do ajuste em curso – evidenciada, de forma especialmente clara, pela redução nos investimentos federais, da ordem de 40% em termos reais.

Naturalmente, o grau de controle do governo sobre as despesas é maior do que aquele exercido sobre as receitas. A brusca queda destas últimas, aliada a atrasos na aprovação de algumas medidas para contenção de gastos, fizeram com que as metas fiscais estabelecidas ao longo do ano fossem continuamente frustradas, exigindo seguidas reprogramações orçamentárias e contingenciamentos.

GRÁFICO 3
Crescimento real das receitas e despesas federais
Acumulado em 12 meses
 (Em %)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Após intensa negociação junto ao Congresso Nacional, o governo conseguiu, no início do mês de dezembro, aprovar a mudança da meta fiscal prevista na LDO 2015, que agora prevê um déficit primário que pode chegar a mais de 2% do PIB no caso de frustrações de receitas – e que inclui também a possibilidade de realizar pagamentos de “passivos e valores devidos” a bancos e fundos públicos da ordem de R\$ 57 bilhões.

Com relação à meta de 2016, o governo trabalhava com um superávit de 0,7% do PIB, mas aprovou no dia 17 de dezembro uma meta de 0,5% do PIB (na Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2016), sem possibilidade de abatimentos.

Mais importante do que a busca pelo equilíbrio fiscal no curtíssimo prazo – levando em consideração os efeitos negativos de contrações fiscais adicionais em um quadro já marcado por forte recessão –, é a consolidação de um regime fiscal equilibrado no médio e longo prazos, que dependerá da implementação de medidas estruturais de contenção de gastos – a exemplo da mudança dos parâmetros de aposentadoria do Regime Geral da Previdência – e que, provavelmente, também exigirá alguma elevação da carga tributária.

Isso conduz à questão da retomada do crescimento econômico. A perspectiva de continuidade do ajuste do mercado de trabalho torna pouco provável que ocorra uma recuperação da atividade no curto prazo com base no consumo. Ainda que esteja havendo alguma sustentação dos rendimentos reais, a própria incerteza com relação à perspectiva de estar empregado e ao poder de compra futuro dos salários já é suficiente para reduzir o ímpeto de consumo das famílias, fato que, ao lado da contração do crédito, ajuda a explicar a queda verificada neste ano.

O cenário dos investimentos é igualmente preocupante. Estes vêm sofrendo o impacto de múltiplos fatores: a própria retração da atividade econômica e o consequente aumento da ociosidade, que, no setor industrial, atinge seus maiores níveis em mais de dez anos; o aumento das taxas de juros, inclusive nos recursos emprestados pelo BNDES; os esforços de ajuste fiscal, que têm afetado de maneira intensa os investimentos públicos nas esferas federal, estadual e municipal; a redução dos preços das *commodities*, afetando os investimentos nestas atividades; e os problemas enfrentados pela Petrobras, que tem peso significativo no investimento agregado no Brasil. Esses fatores, ao lado da incerteza política, tornam os empresários naturalmente avessos a riscos, privilegiando atitudes defensivas até que surjam sinais positivos mais concretos.

Por fim, o setor externo já está contribuindo positivamente para o PIB, mas também apresenta perspectivas limitadas de agir como alavanca do crescimento neste momento, dado o baixo ritmo de crescimento do comércio mundial, a queda dos preços das *commodities* e as dificuldades enfrentadas pelos países emergentes em geral, China inclusive, somando-se à lenta recuperação da economia europeia.

Em síntese, a situação geral é delicada e fortemente condicionada pelo quadro político. Sendo assim, a solução dos atuais impasses na cena política é condição necessária para a reversão das expectativas e para recuperação da confiança. Mas não é condição suficiente, pois a retomada do crescimento em bases mais sólidas depende, também, da capacidade de o governo federal apresentar medidas que propiciem um cenário fiscal mais previsível e confortável para os próximos anos e de articular iniciativas que favoreçam a superação de diversos gargalos estruturais da oferta nacional.