



# ECONOMIA BRASILEIRA

Edição Especial do Informe Conjuntural



Confederação Nacional da Indústria

CNI. A FORÇA DO BRASIL INDÚSTRIA

## Novo ciclo de expansão exige persistência nas reformas

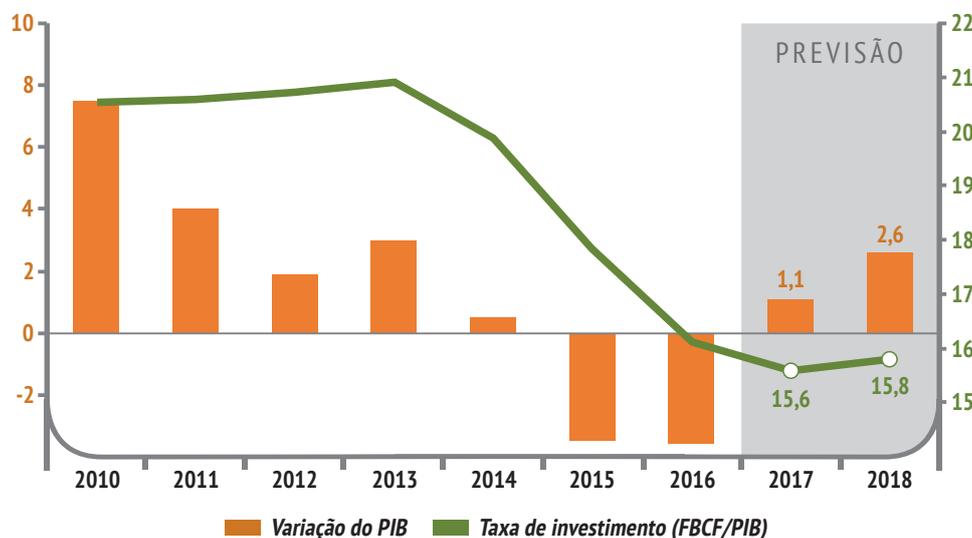
### A ECONOMIA BRASILEIRA SAIU DA RECESSÃO MAIS PROFUNDA DE SUA HISTÓRIA.

Os dados recentes do Produto Interno Bruto (PIB) mostram, com clareza, a recuperação da demanda doméstica, em especial do consumo das famílias, que cresce há três trimestres consecutivos. No terceiro trimestre de 2017, até o investimento – Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) – voltou a crescer, após longo período de queda contínua.

### Investimento é fundamental para o novo ciclo de crescimento

Varição anual do PIB e da taxa de investimento (FBCF)

Em percentual (%)



Fonte: Contas Nacionais/IBGE.

Elaboração e previsão: CNI.

## SEÇÕES

### TEMA ESPECIAL

Dez anos pós crise financeira global

5

### BALANÇO 2017

Fim da recessão

8

### PERSPECTIVAS 2018

Incertezas e promessa de um novo ciclo de crescimento

9

### ATIVIDADE ECONÔMICA

Crescimento da indústria ainda é modesto em 2017

11

### EMPREGO E RENDA

Mercado de trabalho reage em 2017

15

### INFLAÇÃO, JUROS E CRÉDITO

Inflação surpreende positivamente em 2017

19

### POLÍTICA FISCAL

Afrouxamento da meta fiscal leva a aumento de despesas em 2017 e 2018

22

### SETOR EXTERNO

Superávit comercial recorde assegura redução do déficit em transações correntes

27

## **Recuperação cíclica tem limites, por isso é fundamental criar as condições para a reativação do investimento privado**

**EM 2017, A ECONOMIA VOLTARÁ A REGISTRAR CRESCIMENTO, DEPOIS DE DOIS ANOS DE QUEDA.** A CNI prevê alta de 1,1% do PIB. Após três anos, o PIB da indústria também voltará ao campo positivo, com crescimento de 0,2% – a transformação crescerá 1,7%, mas a construção registrará queda de 5,0%. O consumo das famílias, com alta de 1,3%, será o principal determinante do crescimento pelo lado da demanda; enquanto o investimento ainda irá mostrar contração de 2,1%, a quarta queda anual consecutiva. Com isso, a taxa de investimento da economia se manterá reduzida, representando apenas 15,6% do PIB.

**HÁ ESPAÇO PARA CRESCER NO CURTO PRAZO SEM GRANDE ESFORÇO DE INVESTIMENTO.** Existe ociosidade, tanto de capital como de mão de obra, para atender a um aumento da demanda sem pressionar custos, principalmente no setor manufatureiro. Mesmo assim, em determinados segmentos, como bens de consumo duráveis e bens de capital, mais sensíveis às mudanças tecnológicas, pode haver necessidade de investimento para atualização de produtos e processos. Para crescer no médio e longo prazos, contudo, é imprescindível retomar o ciclo de investimento.

**O PAÍS PRECISA CONSTRUIR AS BASES PARA ESSE NOVO CICLO DE CRESCIMENTO.** O motor do crescimento sustentado deve, necessariamente, ser a elevação do investimento privado. Reativar esse motor exige aprofundamento e persistência no processo de reformas voltadas à melhoria do ambiente de negócios e à competitividade produtiva.

**A BUSCA POR UM CICLO VIRTUOSO DE CRESCIMENTO NÃO PODE SER FUNDADA APENAS NO CONSUMO.** O consumo deve ser o objetivo final da sociedade, como resultado do aumento da produtividade e da competitividade da economia; não deve ser entendido como a alavanca principal do crescimento. Esse foi, inclusive, o grande equívoco dos primeiros anos desta década.

**A RECUPERAÇÃO ATUAL DA ECONOMIA TEM UM COMPONENTE CÍCLICO COM FÔLEGO LIMITADO.** No período recessivo, famílias e empresas realizaram ajustes, principalmente no que se refere ao nível de endividamento, fortemente alavancado nos primeiros anos da década. Todavia, a forte queda da inflação – em especial dos preços da alimentação – foi fator determinante para a recuperação do consumo, pois preservou a renda real dos indivíduos que mantiveram seus empregos. Fatores pontuais, como a liberação dos recursos do FGTS, também contribuíram para sedimentar a reativação da demanda.

**AS EXPORTAÇÕES FORAM ELEMENTO IMPORTANTE PARA A RECUPERAÇÃO DA DEMANDA.** No período recessivo, ocorreram mudanças nas condições de competitividade das empresas, como a estabilidade da taxa de câmbio e a redução dos custos com mão de obra, que fizeram com que as exportações se constituíssem em elemento importante para a recuperação de segmentos da indústria.

**O PROCESSO DE DESINFLAÇÃO SURPREENDEU PELA INTENSIDADE.** A taxa anual de inflação, medida pelo IPCA, deverá ficar em 2,9% em 2017, abaixo do piso da meta. A safra agrícola excepcional contribuiu decisivamente, levando a redução nos preços dos alimentos. Adicionalmente, a manutenção de uma política monetária apertada, em um ambiente de forte recessão, possibilitou o controle da inflação e a quebra da inércia inflacionária em segmentos importantes, como os serviços. Em 2018, entretanto, o setor agrícola não deve contribuir com a mesma intensidade e, além disso, a economia deve ficar mais aquecida em relação a este ano. Por isso, a estabilidade precisa estar ancorada em fundamentos sólidos.

**A QUEDA DOS JUROS POTENCIALIZA A REATIVAÇÃO DA ECONOMIA.** Com a queda da inflação, a taxa de juros básica (*Selic*) caiu para 7%, seu nível histórico mais reduzido, levando, assim, os juros reais para nível próximo de 3%, considerando a expectativa de inflação para 2018. Manter os juros reais em patamar baixo é um dos desafios da política macroeconômica. A consolidação de expectativas de um ajuste gradual, mas consistente, nas contas fiscais é a condição necessária para o equilíbrio macroeconômico – crescimento com inflação na meta e dívida pública sob controle. Sem reverter o processo recente de elevação da relação dívida pública/PIB, a estabilidade ficará comprometida. Em uma perspectiva de médio prazo, essa é, sem dúvida, a variável mais relevante e a de maior visibilidade para os investidores internacionais.

**A INTRODUÇÃO DO “TETO DO GASTO” É UM ELEMENTO NOVO NO CENÁRIO.** Com o crescimento do gasto público federal total limitado à variação da inflação, a aprovação da Reforma da Previdência torna-se ainda mais urgente. Sem essa reforma, será praticamente impossível executar um orçamento da União com despesas outras que não benefícios previdenciários e pagamento de pessoal. Programas sociais e investimento serão diretamente prejudicados.

**A POSIÇÃO FAVORÁVEL DAS CONTAS EXTERNAS FOI UM FATOR DE ESTABILIDADE.** Contrariamente a outros momentos de crise, as dificuldades atuais não foram ocasionadas por restrições de ordem externa. A manutenção de reservas elevadas e a redução do déficit em conta corrente foram elementos estabilizadores para o mercado

de câmbio, favorecido pelo ambiente de ampla liquidez internacional.

**REVERSÃO DE EXPECTATIVAS FOI PONTO IMPORTANTE.** Além da explicação cíclica, a componente de expectativas – melhora do cenário político e suas implicações para aprovação de reformas estruturantes – contribuiu para a recuperação da confiança e a reativação da economia. Alguns avanços que levaram à melhora das expectativas merecem destaque: a mudança na legislação trabalhista, o programa de concessões e privatização da infraestrutura, o novo marco regulatório do setor de óleo e gás e as mudanças nas regras de governança das empresas estatais. Perseverar nessa agenda é imprescindível para superar o desafio da competitividade.

## CENÁRIOS E RISCOS: a dominância do calendário eleitoral

**NO CURTO PRAZO, A ECONOMIA CONTINUARÁ A MOSTRAR CRESCIMENTO MODERADO,** com melhora gradual do emprego, aumento da renda real, inflação baixa e juros em patamar reduzido. As forças endógenas seguirão gerando a demanda de consumo necessária para produzir um crescimento do PIB na ordem de 2,6%, em 2018. Crescer mais, e para além de 2018, exigirá esforço adicional na agenda da modernização e competitividade.

**AS INCERTEZAS ASSOCIADAS AO CALENDÁRIO ELEITORAL DEVEM, GRADUALMENTE, INFLUENCIAR O MÉDIO PRAZO,** possivelmente no segundo semestre de 2018. A evolução do debate eleitoral deve “contaminar” o ambiente econômico, com reflexos nas decisões dos agentes. A consolidação da vitória de uma candidatura comprometida com

a continuidade e aprofundamento das reformas deverá intensificar o processo de recuperação e pavimentar um novo ciclo de crescimento com base na expansão do investimento.

**DO OUTRO LADO, A OCORRÊNCIA DE UM CENÁRIO DOMINADO POR CANDIDATURAS POPULISTAS PROMOVERÁ UM QUADRO DE INSTABILIDADE.** A insistência com uma “agenda do passado”, com críticas ao ajuste fiscal, provavelmente afetará negativamente a confiança dos agentes, com potencial reflexo no mercado de câmbio e nos preços dos ativos, além de comprometer o investimento e crescimento. Esse cenário tenderá a reproduzir as dificuldades macroeconômicas, que dominaram grande parte da atual década, promovendo um quadro de estagnação econômica.

## CENÁRIO INTERNACIONAL: o desafio da competitividade

O baixo crescimento da produtividade dominou a economia brasileira neste início de século. Essa é uma questão estrutural, em especial na indústria de transformação, que limita nossa competitividade e o crescimento da economia. Estudo recente da CNI (Produtividade na Indústria, dezembro 2017) mostra que os ajustes promovidos nas empresas, em função da crise recessiva, já se refletem na elevação da produtividade da indústria em 2015 e 2016.

O estudo mostra, ainda, que nossa defasagem de produtividade é expressiva em relação aos nossos principais parceiros comerciais. Na comparação com dados de 2000, a produtividade do Brasil caiu cerca de 25% em relação a esse grupo de países, o que explica, em grande parte, o desempenho econômico bem mais modesto do Brasil na comparação com economias maduras e em desenvolvimento nesta década, como mostra a seção Tema Especial deste documento, sobre “Dez anos pós crise financeira global”.

### A AGENDA DA COMPETITIVIDADE

Equacionar a agenda da competitividade e da modernização é fundamental para recuperar a capacidade competitiva dos produtos brasileiros e iniciar um novo ciclo de crescimento. É necessário avançar não apenas na agenda macroeconômica e no ajuste fiscal, mas, simultaneamente, na agenda das reformas microeconômicas para remover os entraves –regulatórios e burocráticos – que dificultam a operação cotidiana das empresas e afetam negativamente as decisões de investimento. É preciso reduzir custos do capital e ampliar as fontes de financiamento ao setor privado, dar eficiência e racionalidade à regulação e à burocracia, além de definir marcos regulatórios com clareza e segurança jurídica. Essas são agendas de baixa complexidade e sem custo fiscal, e que devem ser agilizadas.

A reforma tributária precisa entrar na agenda do País. Após os avanços nas reformas trabalhista e da previdência (na expectativa que essa última seja aprovada em 2018), é imperioso colocar a modernização da estrutura tributária brasileira na agenda prioritária. O foco dessa reforma deve ser simplificação e eficiência. O atual sistema é oneroso às empresas e gera grande custo de conformidade e contenciosos, em função de regras complexas e que são alteradas com frequência. Esses custos afetam a competitividade dos produtos brasileiros e geram insegurança jurídica, com impacto negativo no investimento. Além disso, o nosso sistema dificulta a integração das empresas brasileiras às cadeias globais de valor.

### *Redução da produtividade do trabalho compromete competitividade do Brasil*

*Produtividade do trabalho relativa efetiva\*, indústria de transformação (2000-2016)*

*Índice, base: 2000=100*



Fonte: IBGE, INDEC, INEGI, FUNCEX, The Conference Board e CNI.

Elaboração: CNI.

\* O indicador mede a evolução da produtividade do trabalhador da indústria brasileira em relação à produtividade média dos trabalhadores das indústrias dos principais parceiros comerciais do Brasil.

## TEMA ESPECIAL

# Dez anos pós crise financeira global

## Brasil no fim da fila do crescimento: o papel das políticas estruturantes

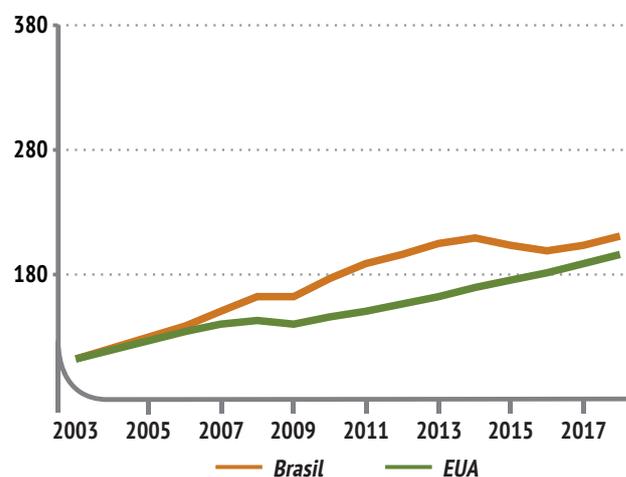
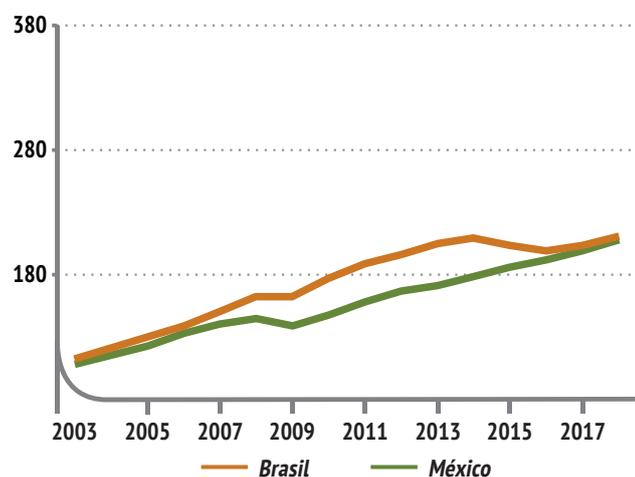
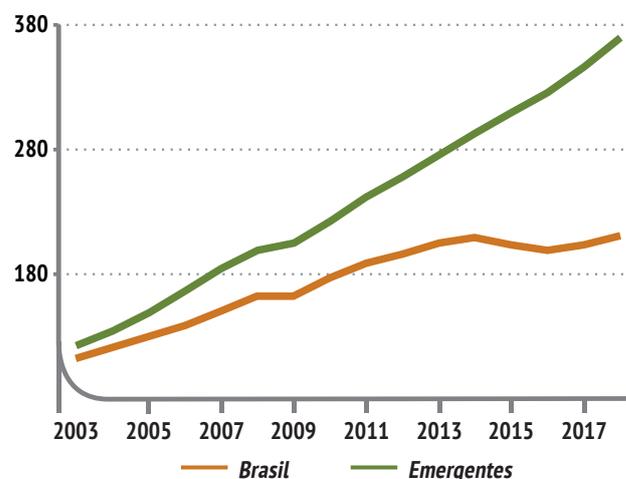
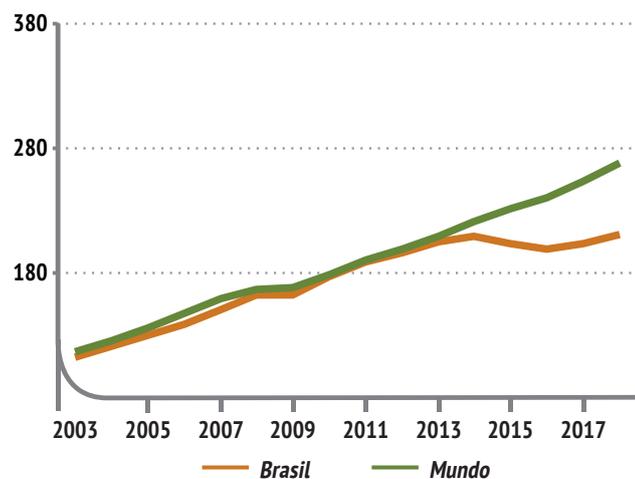
Passada uma década desde a eclosão da crise das hipotecas subprime norte-americanas, iniciada em julho de 2007, o quadro econômico mundial mostra-se muito mais favorável. Os países desenvolvidos voltaram a crescer de forma consistente e os emergentes têm mantido taxas elevadas de crescimento – ainda que em nível inferior ao observado antes de 2007. O Brasil, contudo, oscilou bastante nos anos pós crise, atravessou recessão profunda recentemente e está passando por um novo processo de recuperação.

Entre 2010 e 2016, depois do momento mais agudo da crise, o PIB mundial cresceu 3,8% ao ano (a.a.), em média, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI). No mesmo período, a economia dos países desenvolvidos avançou 1,9% a.a., enquanto, nos países em desenvolvimento, essa taxa foi de 5,4% a.a. Com comportamento mais modesto, o PIB do Brasil cresceu a uma taxa anual média de 1,4%, ritmo abaixo, até mesmo, das economias maduras.

### Brasil não acompanha crescimento da economia mundial

Trajetória do PIB (em dólar internacional e paridade de poder de compra) – comparação do Brasil com países e grupos selecionados

Índice, base: 2000=100



Fonte: FMI.

Nota: Os dados de 2017 são estimativas e de 2018 são projeções, ambos de responsabilidade do FMI.

Elaboração: CNI.

### **BRASIL CRESCEU MENOS QUE A MÉDIA MUNDIAL APÓS A CRISE**

Se nos concentrarmos nos anos mais recentes, inclusive com previsões para 2017 e 2018, o quadro se torna ainda mais adverso para o Brasil. Segundo o FMI, no intervalo de 2014 a 2018, o crescimento médio da economia mundial deve ser de 3,5% a.a., dos países ricos deve ficar em 2% a.a. e dos emergentes em 4,6% a.a.. Já o Brasil, terá variação média negativa, de 0,9% a.a., o que lhe coloca na 183ª colocação no ranking de 192 países estudados pela instituição.

O tamanho do nosso atraso também fica evidente quando comparamos a curva de crescimento do PIB brasileiro com as curvas do México, país que guarda semelhanças com o Brasil e sentiu fortemente a crise, e dos EUA, país de origem da crise. Entre 2010 e 2017, o México deve crescer, em média, 3% a.a., os EUA 2,1% a.a. e o Brasil somente 1,3% a.a..

### **O FALSO POSITIVO**

O fato curioso é que, em 2009 – o “olho do furacão” –, o Brasil apresentou queda de 0,1%, enquanto México e EUA caíram com intensidade bem maior (4,7% e 2,8%, respectivamente). Além disso, chama atenção o crescimento mais forte do Brasil em 2010, logo no início do processo de recuperação da economia mundial: Brasil (7,6%), México (5,1%) e EUA (2,5%).

Os sinais iniciais pareciam indicar um Brasil imune à crise. Enquanto a maioria dos países registrava forte contração do PIB, em 2009, e lenta retomada do crescimento, a partir de 2010, o Brasil se auto-proclamava uma economia alheia aos problemas internacionais.

Essa blindagem, no entanto, foi frágil e momentânea. O Brasil até saiu na frente na busca pela reabilitação econômica, mas lhe faltou combustível para sustentar o ritmo de aceleração.

***O Brasil até saiu na frente na busca pela reabilitação econômica, mas lhe faltou combustível para sustentar o ritmo de aceleração***

### **APOSTA NO CONSUMO NÃO GARANTIU CRESCIMENTO SUSTENTADO**

A explicação para esse fenômeno está associada à estratégia adotada pelo País para estimular a economia naquele momento, bem como sua duração. O Brasil escolheu a rota do consumo, sem estimular o aumento de produtividade e trabalhar com medidas que ampliassem a competitividade.

Para tanto, o governo, à época, expandiu o gasto público e incentivou o crédito às famílias e empresas. Logo após a crise, o resultado colhido saiu como o esperado: o PIB cresceu puxado pelo consumo.

Entretanto, a falta de competitividade da economia fez com que a continuidade do crescimento só fosse possível com mais gasto público e mais estímulos ao crédito, na maior parte subsidiado por bancos públicos. A manutenção dessa estratégia passou a gerar desequilíbrios, com o País reduzindo sua poupança para manter um nível de investimento que sustentasse o crescimento econômico, ainda que “artificial”.

Isso só foi viável graças à apreciação cambial, que levou a grandes déficits nas contas externas. O crescimento do consumo, sem correspondente ampliação da oferta, além de gerar déficit na balança comercial também pressionava os preços. O possível esgotamento desse modelo era percebido pelo consumo abastecido por importações, sem proporcionar aumentos significativos do PIB.

Alguns anos após a crise, já era possível perceber sinais mais agudos de desajuste. A taxa de inflação gravitava acima do teto da meta, os déficits gêmeos (saldo negativo nas contas externas e resultado nominal negativo das contas públicas) cresciam, o investimento era cada vez menor e a indústria não conseguia liderar o crescimento.

No fim de 2014, tornou-se flagrante a inconsistência dessa política, uma vez que o consumo já não era mais suficiente nem para garantir uma taxa razoável de crescimento. O PIB do Brasil apresentou alta de apenas 0,5%, com inflação de 6,4% e juros beirando 12%. A sirene vermelha tocou e o alerta com nossa economia se tornou máximo.

A economia internacional deixou de ser um determinante desse retrocesso. O mundo já havia dado as costas para a crise de 2007-09. O crescimento médio global, em 2014, foi de 3,6%, e dos países emergentes 4,7%. Portugal e Grécia, ícones da crise europeia, já tinham voltado a crescer.

**O Brasil pecou ao focar demasiadamente na demanda e, por outro lado, negligenciar os fatores determinantes da oferta. Em outras palavras, não foi direcionado esforço suficiente para reduzir os custos sistêmicos e melhorar a competitividade**

A partir de 2015, ficou ainda mais claro que os resultados negativos do Brasil eram explicados por dificuldades internas, e não por influência externa. De lá para cá, o mundo seguiu crescendo em ritmo consistente, enquanto o Brasil entrava em recessão e sofria com descontrole das contas públicas, elevada taxa de desemprego e inflação e juros acima de dois dígitos. Nesse contexto, o governo reviu sua estratégia de política econômica e passou a adotar uma postura monetária contractionista, além de iniciar um processo de contenção dos gastos públicos.

Apenas em 2017, é que essa situação começou a se reverter, ainda que gradualmente e com incertezas no horizonte. Mas, diferentemente do que ocorreu no pós crise internacional de 2007-09, agora nossa caminhada é quase solitária.

**COMPETITIVIDADE É A CHAVE DA PROSPERIDADE ECONÔMICA**

O Brasil pecou ao focar demasiadamente na demanda e, por outro lado, negligenciar os fatores determinantes da oferta. Em outras palavras, não foi direcionado esforço suficiente para avançar na redução dos custos sistêmicos e na melhora da condição competitiva. Esse parece ter sido exatamente o ponto que nos fez destoar dos países bem-sucedidos após a crise financeira internacional.

Quando avaliamos os países, economicamente relevantes, com melhor desempenho no período pós crise (entre 2010 e 2017), identificamos perfis variados, mas com algumas características comuns. No grupo daqueles que cresceram a uma taxa anual média de 3% a 6% se encontram México, Coreia do Sul, Chile, Colômbia, Tailândia, Peru e Singapura. Países que, em maior ou menor grau, têm avançado na agenda da competitividade e preservado a estabilidade macroeconômica.

No grupo de países com taxa média de crescimento acima de 6%, estão presentes Malásia, Indonésia, Paraguai, Irlanda, Turquia, Índia e

China. À exceção da Irlanda, todos são considerados em desenvolvimento. Além disso, são países, em geral, com ambiente de negócios em aperfeiçoamento e fundamentos macroeconômicos razoavelmente sólidos.

Os dados da pesquisa *Doing Business*, elaborada pelo Banco Mundial para medir a facilidade de se fazer negócios, corroboram essa análise. Na comparação entre os levantamentos de 2010 e 2018, a Indonésia avançou 50 posições no ranking geral, a Índia 33, o Paraguai 16 e a China 11. Enquanto isso, o Brasil ganhou apenas 4 posições (passando da 129ª para 125ª), em um total de 183 países, em 2010, e 190 países, em 2018.

Vale ressaltar, contudo, que alguns dos países destacados anteriormente regrediram no ranking. O Peru, por exemplo, caiu 2 posições. De todo modo, o Brasil segue mal colocado perante seus concorrentes. Todos os países com bom desempenho no pós crise estão consideravelmente à frente do Brasil no classificação do *Doing Business* – México (49ª), Tailândia (26ª), Chile (55ª) e Colômbia (59ª). Mesmo o Peru, que perdeu colocações, está atualmente 65 posições na frente do Brasil.

**PARTICIPAÇÃO DO COMÉRCIO EXTERIOR BRASILEIRO É BAIXA E PAÍS CARECE DE MAIS INVESTIMENTO**

Ainda merecem menção outras duas características marcantes dos países relacionados nos parágrafos acima: a elevada taxa de investimento e a participação no comércio mundial. Na média de 2010 a 2016, a taxa de investimento, calculada pelo FMI, foi de 28% do PIB, enquanto o grau de abertura, medido pela representatividade da corrente de comércio – soma das exportações e importações – foi de 75% em relação ao PIB, com base nos dados da Organização Mundial do Comércio (OMC) e do FMI.

Esses resultados contrastam com a realidade do Brasil, cuja taxa de investimento média foi de 21% e a corrente de comércio de 19% (em proporção do PIB), com relação ao mesmo período de análise. A falta de investimento e baixa participação no comércio exterior comprometem a competitividade da nossa economia; seja no mercado interno, competindo com o produto importado; seja no mercado externo, competindo com os principais exportadores mundiais.

Por fim, cabem duas ponderações importantes. Primeira: a despeito da trajetória desfavorável do Brasil, é preciso reconhecer os avanços obtidos este ano (desinflação, redução da *Selic*, retomada

moderada do emprego, crescimento do consumo e da indústria, além da recente volta do investimento). Deve-se ainda destacar as reformas realizadas para trazer mais competitividade ao País, sobretudo a trabalhista.

Segunda ponderação: apesar da situação corrente relativamente positiva, a economia mundial requer atenção, no médio e longo prazos, com riscos associados ao baixo investimento privado e ao baixo nível da taxa de juros dos países desenvolvidos. Além disso, é preciso levar em consideração as iminentes alterações de ordem geopolítica e econômica que podem ocorrer nos turbulentos processos decisórios da gestão Trump e dos países europeus, também pressionados por ondas protecionistas.

### REFORMAS NÃO PODEM SER ADIADAS

O futuro econômico do Brasil está associado aos resultados das próximas eleições gerais. Para voltarmos ao trilho do crescimento sólido e sustentável será preciso comprometimento das lideranças políticas no enfrentamento dos problemas estruturais do País, sobretudo no âmbito fiscal, o que demanda, entre outras medidas, a aprovação da reforma da Previdência.

O ímpeto reformista não pode ser interrompido. Precisamos nos aproximar das melhores práticas globais de produção e competição, objetivo que depende fundamentalmente de um sistema tributário mais eficiente. Isso, é claro, sem abandonar a estabilidade macroeconômica.

## BALANÇO 2017

### Fim da recessão

Os resultados observados em 2017 sinalizam uma recuperação moderada da economia brasileira, marcando o fim da recessão que atingiu o País nos últimos anos. O consumo teve papel de destaque nessa recente trajetória de crescimento. Do lado da oferta, a agropecuária foi o setor protagonista; mas a indústria também se destaca por voltar a crescer, depois de três anos seguidos de retração.

Acompanhando o desempenho positivo da atividade econômica, a taxa de desemprego caiu ao longo do ano, embora ainda permaneça em patamar elevado. A questão fiscal segue crítica, mesmo com algum esforço realizado na contenção das despesas não obrigatórias. A pressão exercida pelo contínuo crescimento dos gastos obrigatórios e os constantes abrandamentos das metas de resultado primário inviabilizaram uma melhora significativa no quadro fiscal. No que diz respeito à política monetária, os resultados de 2017 merecem comemoração: a inflação fechará o ano ligeiramente abaixo do piso da meta, com a taxa básica de juros (*Selic*), por consequência, em seu menor nível histórico.

**A VOLTA DO CRESCIMENTO.** O PIB de 2017 apresentará aumento de 1,1% frente a 2016, segundo as estimativas da CNI, a primeira alta desde 2014. A retomada do crescimento está fundamentada no consumo, que deve subir 1,3%. O investimento, por

sua vez, deverá cair pelo quarto ano consecutivo (-2,1%), mesmo com moderado crescimento no segundo semestre. Pelo lado da produção, o principal destaque é a agropecuária, com alta estimada em 11,1%, por conta da safra recorde registrada no ano. Ainda que tímido, o aumento de 0,2% da indústria, de acordo com os cálculos da CNI, encerrará ciclo de quatro anos seguidos de contração ([veja seção Atividade econômica](#)).

**MELHORA DO MERCADO DE TRABALHO.** O mercado de trabalho se recuperou ao longo de 2017. Segundo o CAGED/MTE, houve criação líquida de mais de 300 mil postos de trabalho, no acumulado até outubro. Com isso, a taxa de desemprego, que chegou a 13,7% no primeiro trimestre, deve terminar 2017 com média de 12,8%, nas contas da CNI. Outro resultado positivo foi o crescimento do rendimento médio, em termos reais ([veja seção Emprego e renda](#)).

### FORTE DESINFLAÇÃO E JUROS NO MENOR NÍVEL HISTÓRICO.

A inflação desacelerou fortemente ao longo de 2017. A CNI estima que o IPCA fique em 2,9% no ano, abaixo do piso da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Os fatores que levaram a esse processo de desinflação foram a menor variação dos preços de serviço e, principalmente, a desaceleração dos preços dos alimentos. A forte recessão dos últimos anos contribuiu para conter o ímpeto dos preços.

O melhor comportamento dos preços e a redução das expectativas inflacionárias possibilitaram a intensificação do ciclo de queda dos juros. No acumulado das oito reuniões de 2017, o Banco Central reduziu os juros em 6,75 pontos percentuais, conduzindo a *Selic* de 13,75% para 7% ao ano ([veja seção Inflação, juros e crédito](#)).

**AFROUXAMENTO DA META LEVA AO AUMENTO DAS DESPESAS.** A pressão exercida pelo contínuo crescimento dos gastos obrigatórios e as constantes mudanças nas metas de resultado primário não permitiram uma mudança expressiva do quadro fiscal, apesar de alguma tentativa de contenção de despesas não obrigatórias. Com isso, o ano de 2017 encerrará com déficit primário elevado e aumento das despesas. A novidade desse ano é a retomada do crescimento das receitas, que ocorre em resposta à melhoria da atividade econômica e ao aumento de tributação ([veja seção Política fiscal](#)).

#### **CÂMBIO ESTÁVEL E SUPERÁVIT COMERCIAL RECORDE.**

O processo de ajuste das contas externas se manteve ao longo de 2017. No acumulado em 12 meses até outubro, o déficit em transações correntes recuou para US\$ 9,6 bilhões, o equivalente a 0,48% do PIB. No mesmo período de 2016, o déficit era de US\$ 22,3 bilhões, ou 1,25% do PIB.

A principal razão para a queda do déficit em transações correntes foi o superávit comercial, que apresentou o maior valor da série histórica para o acumulado de janeiro a novembro. O superávit comercial de US\$ 62 bilhões é resultado de um aumento de 18,2% das exportações e de 9,6% das importações, na comparação do acumulado de janeiro a novembro de 2017 com o mesmo período de 2016.

A taxa de câmbio real/dólar, que ficou relativamente estável em boa parte do ano, encerrará 2017 em R\$ 3,25/US\$ ([veja seção Setor externo](#)).

## PERSPECTIVAS 2018

### Incertezas e promessa de um novo ciclo de crescimento

O ano de 2018 deve marcar a consolidação de um novo ciclo para a economia brasileira, mas ainda há muitas dúvidas no horizonte, sobretudo no espectro político e na viabilidade da agenda de reformas.

No curto prazo, ainda há capacidade ociosa capaz de permitir crescimento de atividade sem pressionar a inflação, mesmo com o baixo investimento previsto para o próximo ano. A taxa de inflação deverá permanecer dentro da meta, permitindo manutenção da taxa básica de juros em patamar historicamente baixo.

O mercado de trabalho deve seguir sua trajetória de recuperação, com criação líquida de empregos. A questão fiscal, por sua vez, continuará crítica e fonte de instabilidade e incertezas ao longo do ano. O cenário externo deve permanecer benigno.

**O PASSO SEGUINTE DA RECUPERAÇÃO.** A atividade econômica como um todo deve se intensificar ao longo de 2018, deixando de lado as oscilações e solidificando uma trajetória mais clara de crescimento. Nesse cenário, estimamos um crescimento de 2,6% do PIB para o ano que vem, com participação não só do consumo, mas também do

investimento. Do lado da oferta, o crescimento será mais uniforme do que o observado em 2017, com a contribuição positiva da indústria, agropecuária e serviços.

Deve-se destacar a alta projetada em 3% para o PIB da indústria, taxa acima do crescimento do PIB pela primeira vez desde 2011. A explicação para tal movimento está no ritmo de recuperação da demanda interna.

O setor de serviços também deverá exibir crescimento significativo, de 2,2%. A agropecuária, por sua vez, deve registrar aumento moderado, dada a comparação com o excepcional ano de 2017 ([veja seção Atividade econômica](#)).

**DESEMPREGO EM QUEDA.** O mercado de trabalho tende a acompanhar o desempenho da atividade econômica, por isso a expectativa é que a criação líquida de postos de trabalho avance no próximo ano. Dessa forma, a CNI espera que a taxa média de desemprego em 2018, medida pela PNAD contínua, se reduza em relação a 2017, chegando a 11,8% da força de trabalho. Com a inflação em trajetória favorável, o rendimento médio real do

**Em 2018, o resultado primário do setor público consolidado deve ser negativo em R\$ 153,1 bilhões (2,12% do PIB). Além de estar abaixo da meta para o ano (R\$ 161,3 bilhões), esse resultado representaria uma queda em relação ao déficit projetado para 2017**

trabalhador deve crescer, segundo as projeções da CNI, 1,6% em 2018, enquanto a massa salarial deve aumentar 2,8% ([veja seção Emprego e renda](#)).

**SELIC EM NOVO PISO HISTÓRICO.** Em 2018, a inflação deve permanecer em níveis baixos, em função da ainda alta ociosidade da economia brasileira e da quebra da inércia inflacionária ocorrida em 2017. No entanto, é esperada uma aceleração do IPCA para 4,4%, ligeiramente abaixo do centro da meta de inflação, de 4,5%. Tal comportamento se dará pela recomposição dos preços de alimentos e pelo reajuste dos preços administrados, causado sobretudo pelo aumento esperado nas tarifas de energia elétrica.

A manutenção em níveis baixos da inflação corrente e das expectativas deve permitir uma nova queda da taxa *Selic* na primeira reunião de 2018, a ser realizada em fevereiro, que chegará a 6,75% a.a.. A estimativa da CNI é que esse patamar seja mantido durante todo o ano de 2018.

Para a sustentabilidade, no longo prazo, dessa taxa em nível reduzido, sem impactos na inflação, é necessário assegurar o ajuste fiscal e dar maior celeridade às reformas, sobretudo a da previdência. Caso contrário, o Banco Central se verá forçado a reverter a trajetória de queda observada até aqui ([veja seção Inflação, juros e crédito](#)).

**CUMPRIMENTO DA META FISCAL DEPENDE DA APROVAÇÃO DE MEDIDAS.** As restrições impostas ao crescimento das despesas primárias do Governo Federal pelo Novo Regime Fiscal exigirão a aprovação de proposições legislativas que visam conter despesas obrigatórias, como a reforma da previdência e a postergação do reajuste salarial dos servidores públicos. Caso ocorra frustração de alguma dessas proposições, o governo federal deverá contingenciar gastos não obrigatórios. Mesmo assim, a inércia das despesas obrigatórias levará a novo aumento real das despesas federais em 2018. Nas esferas estadual e municipal, deve

ser mantida a trajetória de elevação das despesas, com a melhora da arrecadação.

Em 2018, o resultado primário do setor público consolidado deve ser negativo em R\$ 153,1 bilhões (2,12% do PIB). Além de estar abaixo da meta para o ano, que é de R\$ 161,3 bilhões, esse resultado representaria uma queda em relação ao déficit projetado para 2017.

Entretanto, o principal fator de melhoria das contas públicas em 2018 deverá ser a redução das despesas com juros nominais. A expressiva queda da taxa *Selic*, ocorrida em 2017, e a relativa estabilidade da taxa de câmbio, esperada para 2018, se refletirão na redução das despesas com juros para 5,5% do PIB.

Dessa maneira, o déficit nominal deve cair para 7,6% do PIB em 2018. Ainda assim, esse patamar não será suficiente para estabilizar a relação Dívida Bruta/PIB, que deve crescer para 76,2% do PIB, em 2018 ([veja seção Política fiscal](#)).

**O SUPERÁVIT COMERCIAL DEVE DIMINUIR AO LONGO DE 2018.** A expectativa é que o ambiente externo favorável se mantenha em 2018. Esperamos, assim, que a taxa de câmbio média fique em torno de R\$ 3,27/US\$, representando uma desvalorização moderada em relação à média registrada em 2017 (R\$ 3,19/US\$).

O superávit comercial deve diminuir ao longo do ano, pois o ritmo de crescimento das importações deve se acelerar em 2018, como resultado da recuperação da demanda doméstica. As exportações também devem crescer, mas em menor intensidade, uma vez que a base está muito elevada e as estimativas são de manutenção do atual ritmo de crescimento global. Projetamos, assim, um saldo comercial de US\$ 54 bilhões no acumulado do próximo ano: crescimento de 5,1% das exportações, que alcançariam US\$ 228 bilhões, e de, 15,2% nas importações, que chegariam a US\$ 174 bilhões.

Esperamos um aumento no déficit em conta corrente para US\$ 27 bilhões, 1,5% do PIB projetado pela CNI em 2018, acompanhando o ritmo maior de crescimento das importações com a recuperação da atividade doméstica. Apesar desse crescimento, as contas externas continuarão ainda em uma situação confortável, uma vez que o déficit estimado continua sendo perfeitamente financiável pelo Investimento Direto no País ([veja seção Setor externo](#)).

## ATIVIDADE ECONÔMICA

# Crescimento da indústria ainda é modesto em 2017

### Queda na indústria da construção limita recuperação do PIB industrial

O Produto Interno Bruto (PIB) registrará crescimento de 1,1% em 2017, após acumular recuo de 6,9% após dois anos seguidos de queda. Diferentemente de situações anteriores, a recuperação da crise recente se dá de forma gradual. Com o passar dos meses, tornava-se cada vez mais claro que a recessão ficava para trás, mas a oscilação de uma série de indicadores econômicos refletia as dificuldades de uma recuperação consolidada, sem uma melhora disseminada entre todos os setores.

No primeiro trimestre de 2017, o PIB cresceu 1,3% frente ao trimestre anterior (dados dessazonalizados). Parte expressiva desse crescimento foi devida ao excepcional resultado da safra agrícola, que influenciou não só os dados da agropecuária, como também da agroindústria. No segundo trimestre, o PIB registrou crescimento de 0,7%, mas restavam dúvidas sobre o real vigor da demanda, que poderia ter tido resultado pontual, em função do impulso ao consumo viabilizado pela liberação de recursos do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).

Apesar do crescimento mais fraco no terceiro trimestre (0,1% frente ao trimestre anterior), a demanda mostrou força: o consumo das famílias avançou 1,2%, mesmo após o fim do período de saques do FGTS. Além disso, a formação bruta de capital fixo aumentou 1,6%, após 15 trimestres sem resultados positivos. Para o quarto trimestre, projetamos um resultado mais positivo, com novo aumento do investimento e do consumo das famílias, e um correspondente crescimento da indústria e serviços.

#### RECUPERAÇÃO DA INDÚSTRIA ESTÁ EM SEU INÍCIO

Em 2017, finalmente a indústria irá interromper uma sequência de três anos de resultados negativos, quando acumulou retração de 10,9%. O crescimento esperado para este ano é de apenas 0,2% na indústria total. Mesmo com essa leve alta, a participação da indústria no PIB continuará em queda, alcançando 21% em 2017, ante 26% em 2012.

Embora a indústria como um todo mostre resultado modesto, em 2017, a indústria de transformação apresenta números mais consistentes. Em outubro,

a produção da indústria da transformação, medida pela pesquisa PIM-PF/IBGE, cresceu 0,5% na série livre de efeitos sazonais. No acumulado do ano, o crescimento alcança 1,5%.

A pesquisa Indicadores Industriais, da CNI, por sua vez, mostra recuperação do faturamento da indústria de transformação. O faturamento exhibe tendência de crescimento desde outubro de 2016, mas essa trajetória tem uma configuração de “serrote”, ou seja, frequentemente interrompida por recuos, ainda que menos intensos que os crescimentos subsequentes.

### Indústria tem um longo caminho até retornar aos níveis anteriores à crise

#### Indicadores de atividade industrial (dessazonalizados)

Varição de outubro de 2017 em relação ao período indicado (máximo antes da crise recente)



#### FATURAMENTO REAL

Queda de 22,1% ante agosto de 2013



#### HORAS TRABALHADAS NA PRODUÇÃO

Queda de 23,5% ante março de 2012



#### PRODUÇÃO

Queda de 19,1% ante junho de 2013



#### EMPREGO

Queda de 17,6% ante fevereiro 2014



#### UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA

Queda de 5,8 pontos percentuais ante junho de 2013

Fonte: Indicadores Industriais/CNI e PIM-PF/IBGE  
Elaboração: CNI

Nesse cenário, o acumulado no ano ainda é 1,3% menor que o registrado em igual período de 2016, embora o faturamento tenha crescido 1,9% no último bimestre e avançado, em outubro, 11,9% frente ao observado no mesmo mês de 2016.

Também de acordo com os dados da CNI, tanto o emprego, quanto as horas trabalhadas, ainda não mostram tendência de alta e encontram-se em patamar inferior ao registrado em 2016 (3,2% e

2,6% abaixo, respectivamente), muito próximos aos piores níveis após o fim da recessão recente.

Enquanto a recuperação da indústria de transformação está em seu início, na indústria da construção ela sequer começou. A Sondagem Indústria da Construção, da CNI, mostra números muito negativos para o setor ao longo do ano. O nível de atividade e o de emprego indicam queda, mas em um ritmo menor do que o observado em 2016.

## Empresários estão mais confiantes

A tendência de recuperação da economia, ainda que lenta, está dando impulso à melhora das expectativas, sobretudo entre os empresários. O Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI/CNI) mostrou clara tendência de melhora no segundo semestre. Em novembro, registrou o terceiro mês consecutivo acima de sua média histórica e o maior valor desde abril de 2013.

A confiança vinha melhorando apenas pelas perspectivas mais favoráveis. Enquanto o índice de Expectativas aumentava bem acima da linha de 50 pontos, o índice de Condições Atuais (que avalia a evolução recente das condições correntes de negócios) mantinha-se abaixo dos 50 pontos, com incrementos modestos. Nos últimos meses, a confiança recebeu novo impulso pela avaliação nas condições de negócios. Em novembro, o índice de Condições Atuais aumentou 1,1 ponto na comparação com outubro, alcançando 51,5 pontos. Isso indica que o empresário percebe melhora das condições correntes de negócios, o que não acontecia desde novembro de 2012. O índice é o maior desde abril de 2011 e está 7,7 pontos acima do registrado em novembro de 2016.

A confiança dos consumidores, por sua vez, não mostra melhora clara como a dos empresários. O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC/CNI-Ibope) vem alternando variações positivas e negativas e, com isso, mantém-se em patamar relativamente baixo. O INEC de novembro de 2017 é 2,1% menor que o registrado em novembro de 2016 e 6,6% inferior à média histórica.

As perspectivas dos consumidores são favoráveis com relação à evolução futura do emprego e da inflação (os índices estão acima de suas respectivas médias históricas, o que revela otimismo), enquanto os índices de avaliação de situação financeira e endividamento seguem baixos, decorrente do ainda alto endividamento e da situação financeira também ainda delicada das famílias. Essa situação vem impedindo a melhora da confiança, apesar das perspectivas mais favoráveis.

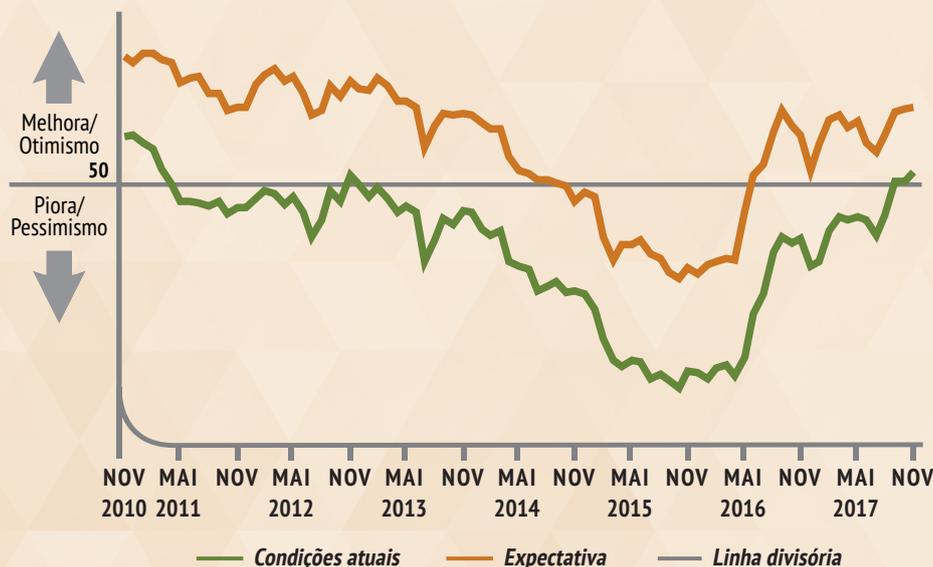
### Empresários percebem melhora nas condições correntes de negócios

Componentes do ICEI  
(Índices de Condições Atuais e de Expectativa)

Índice de difusão (0 a 100 pontos)

Fonte: Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI/CNI)

Nota: Os índices variam de 0 a 100 pontos. Valores acima dos 50 pontos indicam melhora das condições de negócios ou expectativas otimistas



A indústria extrativa é menos influenciada pelas condições domésticas de demanda, pois a dinâmica desse segmento segue o mercado internacional. Em outubro, a produção desse segmento industrial (PIM/PF-IBGE) aumentou 0,3%, acumulando crescimento de 1,4% nos últimos dois meses. No acumulado do ano até outubro, cresce 6,2%.

Destaque-se, ainda, o longo caminho que há pela frente até a indústria retornar aos níveis anteriores à crise iniciada em 2014. Apesar de ter reduzido em 2017, a ociosidade do parque produtivo ainda segue elevada em todos os segmentos industriais. A Utilização da Capacidade Instalada (UCI) da indústria de transformação, em outubro, ficou em 77,7%, 3,7 pontos percentuais abaixo da média dos anos anteriores (Indicadores Industriais/CNI). Da mesma forma, o índice de utilização da capacidade instalada efetiva em relação ao usual (Sondagem Industrial/CNI) da indústria extrativa em outubro ficou em 44,9 pontos, abaixo dos 50 pontos, linha divisória entre atividade abaixo e acima do usual<sup>1</sup>. Da mesma forma, a indústria de construção também vem operando muito abaixo do usual. O índice de nível de atividade efetivo em relação ao usual de outubro ficou em 34,1 pontos<sup>2</sup>.

Os serviços também registrarão crescimento em 2017, após dois anos de queda. Para o fim do ano, projetamos aumento de 0,3%, após recuo acumulado de 5,3% no último biênio. A retomada dos serviços está bastante concentrada no comércio, por sua vez influenciada pelo consumo das famílias. O comércio acumula crescimento de 2%, nos últimos quatro trimestres, enquanto os serviços acumulam alta de 0,2%, na mesma base de comparação.

### CONSUMO ALAVANCA O CRESCIMENTO

Pela ótica da demanda, a maior contribuição para o crescimento da economia em 2017 advém do aumento do consumo das famílias. Projetamos crescimento de 1,3%, o que seria uma contribuição de 0,8 ponto percentual em relação ao 1,1% de crescimento do PIB estimado pela CNI. Mesmo com o crescimento deste ano, o consumo segue em nível inferior ao registrado em 2012, dada a queda de 7,4% acumulada entre 2015 e 2016.

Embora o saque de recursos do FGTS tenha, sem dúvida, exercido um importante papel no aumento do consumo, uma série de outros fatores estruturais

## Estimativa do PIB para 2017

Variação projetada (%)

	COMPONENTES DO PIB	Taxa de variação (%)
Ótica da demanda	Consumo das famílias	1,3
	Consumo do governo	-0,6
	Formação bruta de capital fixo	-2,1
	Exportações	7,8
	(-) Importações	6,1
Ótica da oferta	Agropecuária	11,1
	Indústria	0,2
	Indústria extrativa	5,2
	Indústria de transformação	1,7
	Indústria da construção	-5,0
	Serviços ind. de utilidade pública	1,7
	Serviços	0,3
	<b>PIB</b>	<b>1,1</b>

Elaboração e projeção: CNI

sustentam a continuidade desse processo no segundo semestre. A forte redução da inflação, em especial a queda dos preços dos alimentos, aumenta o poder de compra dos consumidores. Da mesma forma, a queda das taxas de juros e o aumento da disponibilidade de crédito às pessoas físicas também contribuem para o crescimento do consumo. Adicionalmente, há o impacto do aumento do emprego, que aumenta a massa salarial.

O consumo do governo continua em queda, em linha com o ajuste fiscal em curso ([veja seção Política fiscal](#)). A queda em 2017 é menor que a observada em 2016: -0,1% ante -0,6%.

A Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que mede o investimento no país, continuará registrando queda em 2017. Esperamos recuo de 2,1%. Com isso, a FBCF irá totalizar quatro anos de resultados negativos, acumulando contração de impressionantes 27,6%. Ressalte-se que a FBCF mostra recuperação no último semestre do ano.

O investimento estava sendo limitado por uma série de fatores: ociosidade elevada, situação financeira das empresas debilitadas, expectativas em baixa e alto custo do capital. Parte dessas

1 - O índice varia de 0 a 100 pontos e valores abaixo de 50 pontos indicam utilização da capacidade instalada abaixo do usual. Quanto menor o número, maior a distância entre o observado e o usual para o mês.

2 - O índice varia de 0 a 100 pontos e valores abaixo de 50 pontos indicam nível de atividade abaixo do usual. Quanto menor o número, maior a distância entre o observado e o usual para o mês.

amarras estão se afrouxando: a confiança está aumentando, o custo de capital está caindo e as finanças das empresas estão mais equilibradas.

A elevada capacidade ociosa permite que a economia, no curto prazo, cresça com o investimento mais contido. Mas, para que o crescimento da atividade econômica possa se acelerar, sem gerar pressão inflacionária, será necessário retomar o investimento. Para isso, a manutenção da agenda de reformas que proporcionem um ambiente de negócios favorável e uma maior competitividade é de extrema importância.

O ano de 2017 será mais um com contribuição externa positiva para o PIB. Exportações deverão mostrar crescimento de 7,8%. Ao longo de 2017, as exportações foram estimuladas pela baixa demanda doméstica e beneficiadas por um mercado externo mais favorável, com elevados ganhos de preço, sobretudo de produtos básicos. As importações deverão subir 6,1%, começando a mostrar maior crescimento nesse final de ano na esteira da reativação da atividade econômica ([veja seção Setor externo](#)).

## PERSPECTIVAS

### RECUPERAÇÃO DEVE SE INTENSIFICAR

Confirmada nossa expectativa de aumento moderado do PIB no último trimestre de 2017, o carregamento estatístico para 2018 será de 0,5%<sup>3</sup>.

A recuperação da atividade econômica de forma disseminada deve se intensificar ao longo de 2018, na medida em que variáveis que hoje ainda não mostram clara tendência de crescimento passem a fazê-lo ao longo do ano que vem. Com isso, os resultados mensais negativos, ainda frequentes em 2017, deverão se tornar mais raros e os ganhos irão se acumular e gerar resultado positivo mais robusto ao fim de 2018. Nesse cenário, estimamos um crescimento de 2,6% do PIB, com participação não só do consumo, mas também do investimento. Do lado da oferta, o crescimento será mais uniforme do que em 2017, com a contribuição positiva da agropecuária, indústria e serviços.

### CONSUMO E INVESTIMENTO IRÃO CRESCER EM 2018

Os fatores que estimularam o aumento do consumo das famílias em 2017 permanecerão ao longo de 2018: inflação estável, desemprego em queda

e maior disponibilidade de crédito. Esperamos também que, ao longo do ano, a confiança do consumidor se recomponha, dando novo estímulo ao aumento da demanda. Projetamos crescimento de 2,8% do consumo das famílias em 2018. O risco para essa previsão advém do cenário político-eleitoral, que poderá afetar a trajetória das taxas de câmbio e de inflação.

Devido a necessidade de ajuste fiscal, projetamos estabilidade do consumo do governo, mesmo com a atividade econômica em ascensão.

Estimamos aumento de 4,0% do FBCF em 2018, o primeiro após quatro anos. O investimento deverá se beneficiar da confiança em alta, condições financeiras mais favoráveis, sinais mais consistentes de recuperação da demanda e redução gradual da ociosidade. Os indicadores de intenção de investimento da indústria, tanto da transformação e extrativa (Sondagem Industrial/CNI), como da construção (Sondagem Indústria da Construção/CNI), já mostram aumento da propensão ao investimento no final de 2017. A recuperação do investimento está sujeita ao cenário político, que pode exercer forte impacto na confiança dos agentes, que, por sua vez, podem adiar – ou, na pior das hipóteses, cancelar – investimentos.

### Estimativa do PIB para 2018

Varição projetada (%)

	COMPONENTES DO PIB	Taxa de variação (%)
Ótica da demanda	Consumo das famílias	2,8
	Consumo do governo	0,0
	Formação bruta de capital fixo	4,0
	Exportações	5,0
	(-) Importações	7,0
Ótica da oferta	Agropecuária	2,0
	Indústria	3,0
	Indústria extrativa	2,5
	Indústria de transformação	3,5
	Indústria da construção	2,0
	Serviços ind. de utilidade pública	2,6
Serviços	2,2	
	<b>PIB</b>	<b>2,6</b>

Elaboração e projeção: CNI

3 - Caso o PIB trimestral mantenha-se constante até o fim de 2018, a variação anual do PIB esse ano seria de 0,5%.

A contribuição externa para o PIB será negativa em 2018, após três anos de contribuições positivas. A maior atividade econômica estimulará as importações de bens de consumo, insumos e bens de capital, que deverão crescer mais que as exportações em 2018. Projetamos que as importações cresçam 7% e as exportações, 5%.

#### **PIB INDUSTRIAL DEVERÁ CRESCER ACIMA DO PIB PELA PRIMEIRA VEZ EM SETE ANOS**

Projetamos que a indústria irá crescer 3%, acima da taxa de crescimento do PIB pela primeira vez desde 2011. O ritmo de recuperação da demanda sustentará nova expansão das indústrias de transformação e extrativa.

A indústria de construção também deve registrar resultado positivo, o que não acontece desde 2014. Essa projeção leva em consideração a expectativa de ampliação do crédito imobiliário, tendo em vista o cenário macroeconômico mais favorável, o aumento da renda disponível das famílias e os efeitos defasados da queda dos juros.

O setor de serviços também deverá exibir crescimento significativo, de 2,2%. Diferentemente de 2017, o crescimento não se restringirá ao comércio, mas se expandir para transportes e, sobretudo, para serviços prestados às famílias. A agropecuária deve registrar aumento moderado, dada a comparação com o excepcional ano de 2017.

## EMPREGO E RENDA

### Mercado de trabalho reage em 2017

País retoma criação líquida de emprego e ganhos reais de rendimento

O Brasil passou por uma profunda deterioração dos indicadores de emprego e de renda nos últimos dois anos em consequência da crise econômica iniciada em 2014. Segundo dados da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS/MTE), foram perdidos 3,5 milhões de empregos formais na economia em 2015 e 2016, sendo mais da metade (1,9 milhão) na indústria. Esse volume de postos de trabalho destruídos fez as empresas chegarem em 2017 praticamente sem mão de obra ociosa. Por essa razão, este ano, o mercado de trabalho reagiu ao aumento da atividade econômica de forma atípica de outras saídas de recessão<sup>1</sup>, gerando 302 mil empregos no acumulado até outubro.

O crescimento do rendimento médio real também surpreendeu. A reativação da economia, associada ao forte processo de desinflação, permitiu, na média, reajustes salariais acima da inflação. Essa recuperação do poder de compra estimulou o consumo das famílias, componente de demanda que mais tem influenciado o resultado positivo do PIB em 2017 ([veja seção Atividade econômica](#)).

Para 2018, a CNI espera a intensificação do processo de recuperação do mercado de trabalho

brasileiro, especialmente o formal. O crescimento mais robusto da atividade deve motivar mais contratações que em 2017. Com isso, a taxa média de desemprego deve alcançar 11,8% da força de trabalho, 1 ponto percentual menor que o estimado para 2017.

#### **BRASIL RETOMA CRIAÇÃO LÍQUIDA DE EMPREGO**

Em 2017, quase todos os setores da economia reagiram à reativação da atividade, gerando saldos líquidos positivos de emprego. A exceção foi o comércio, que teve destruição líquida de 41,6 mil empregos, no acumulado até outubro, segundo o Cadastro Geral de Empregados (CAGED/MTE). Essa queda é explicada, principalmente, pelo comércio varejista de artigos do vestuário e acessórios, que tem registrado os piores saldos líquidos de emprego do comércio desde 2015.

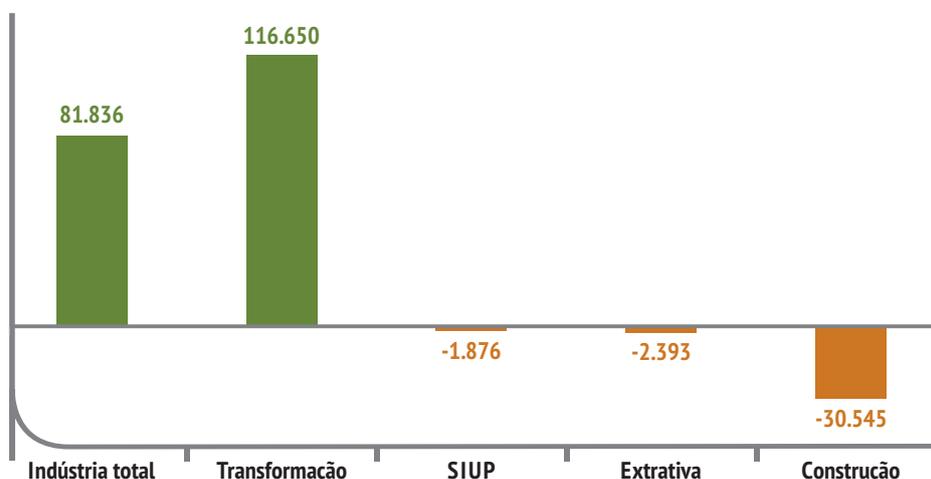
A maior contribuição positiva para o resultado do CAGED no ano veio de serviços, com 138,8 mil vagas criadas no acumulado até outubro. Atividades de atendimento hospitalar – setor historicamente com maior geração de emprego nos serviços – foi quem mais influenciou esse resultado.

1 - O emprego é, tradicionalmente, um dos últimos indicadores a apresentar deterioração em momentos de recessão, assim como a mostrar reação em momentos de recuperação da atividade. Parte da explicação para esse comportamento está no fato de que as empresas adiam ao máximo a decisão de realizar demissões e contratações. Isso ocorre, principalmente, por duas razões: elevado custo para demitir e contratar funcionários e retenção de mão de obra qualificada para o trabalho, o que exige tempo e despesa com treinamento.

## Reativação da atividade econômica viabiliza retomada do emprego na indústria de transformação

Saldo líquido de empregos formais na indústria e seus segmentos

Em número de empregos (no acumulado do ano até outubro)\*



Fonte: CAGED/MTE

\*Inclui declarações fora do prazo

Agropecuária, atividade com o segundo melhor resultado na criação de postos de trabalho, vem mostrando uma boa recuperação até outubro (105,1 mil vagas) e deve fechar o ano com a maior criação líquida de emprego nos últimos cinco anos. As maiores contribuições para esse resultado vieram dos setores Cultivo de laranja e Atividades de apoio à agricultura.

A indústria, por sua vez, registrou geração líquida de 81,8 mil empregos. A indústria de transformação foi o único segmento responsável por esse resultado, com a criação de 116,6 mil vagas. Serviços Industriais de Utilidade Pública (SIUP), indústria extrativa e indústria da construção registraram destruição de emprego no acumulado até outubro, com perda líquida de 1,9 mil, 2,4 mil e 30,5 mil vagas, respectivamente.

### TAXA DE DESEMPREGO EM QUEDA

Em 2017, a trajetória de 28 meses consecutivos de alta da taxa de desemprego foi interrompida. A partir de março, quando atingiu o pico da série histórica (13,7%), iniciada em 2012, a taxa passou a retroceder e alcançou 12,2% da força de trabalho no trimestre encerrado em outubro, segundo os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD Contínua/IBGE). A CNI estima que este indicador continuará recuando até dezembro e deve encerrar o ano com taxa média de 12,8%.

A reativação da atividade econômica foi de grande importância para essa inflexão. Todavia, alguns aspectos do comportamento da taxa de desemprego merecem uma análise mais detalhada.

Primeiro, o aumento do emprego aconteceu, principalmente, em segmentos com predominância do trabalho informal. Entre os 2,6 milhões de pessoas a mais na população ocupada, frente ao trimestre terminado em março, 843 mil são trabalhadores por conta própria, 798 mil são empregados do setor privado sem carteira assinada e 203 mil são trabalhadores domésticos. O setor público, que é formalizado, gerou 651 mil postos de trabalho. O número de empregados no setor privado com carteira de trabalho assinada, por outro lado, reduziu-se em 103 mil postos no período.

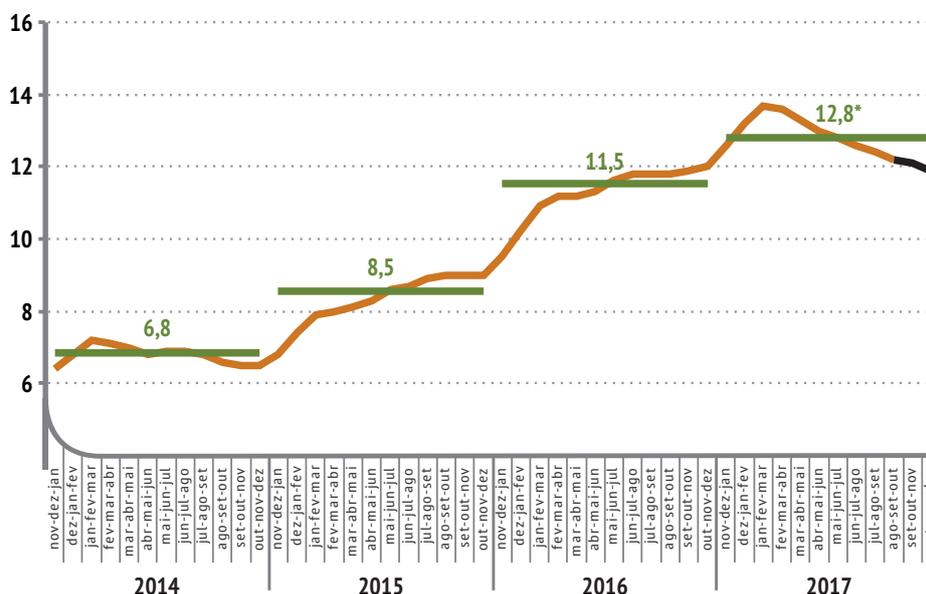
Importante ressaltar que, em geral, o trabalhador informal tem menos benefícios e menor remuneração que o formal. Além disso, parte significativa desses empregados estão em condições de subocupação por insuficiência de horas trabalhadas, isto é, são pessoas que trabalham menos de 40 horas semanais, mas gostariam de trabalhar mais.

Adicionalmente, o longo período de deterioração da ocupação fez com que parte da população desempregada deixasse de procurar vagas de trabalho, aumentando o número de “desalentados” (pessoas que não procuraram por trabalho

## Taxa de desemprego volta a cair em 2017

Taxa de desemprego (média trimestral móvel) e taxa média de desemprego anual

Em proporção da força de trabalho (%)



Fonte: Pnad Contínua Mensal/IBGE

\*Previsão CNI

na semana de referência da pesquisa, mas que gostariam de trabalhar). Parte da explicação para o desalento está na percepção de maior concorrência pela vaga de emprego, em função do crescimento do número de desocupados e de menor oferta de emprego. Ademais, a longa duração da crise econômica tornou insustentável, para parte da população desocupada, o custo da busca pelo emprego, como transporte, alimentação fora do domicílio, documentação, entre outros.

O crescimento do trabalho informal e a substituição de desocupados por desalentados – também conhecidos como força de trabalho potencial – indicam certa fragilidade na melhora do mercado de trabalho e, portanto, apontam para a necessidade da recuperação mais robusta da atividade econômica.

Um destaque em 2017 foi a aprovação da reforma das relações de trabalho. As alterações promovidas pela Reforma Trabalhista são um sinal positivo, na medida em que tornam o mercado de trabalho mais flexível, dinâmico e eficiente, podendo contribuir para o aumento da formalização. Sondagem Especial da CNI, divulgada em dezembro, mostra que a expectativa do empresário industrial é de que a redução da insegurança jurídica, promovida

pela Reforma Trabalhista, impulse os investimentos e o emprego.

### CRESCIMENTO DA MASSA SALARIAL SUSTENTA RECUPERAÇÃO DO CONSUMO DAS FAMÍLIAS

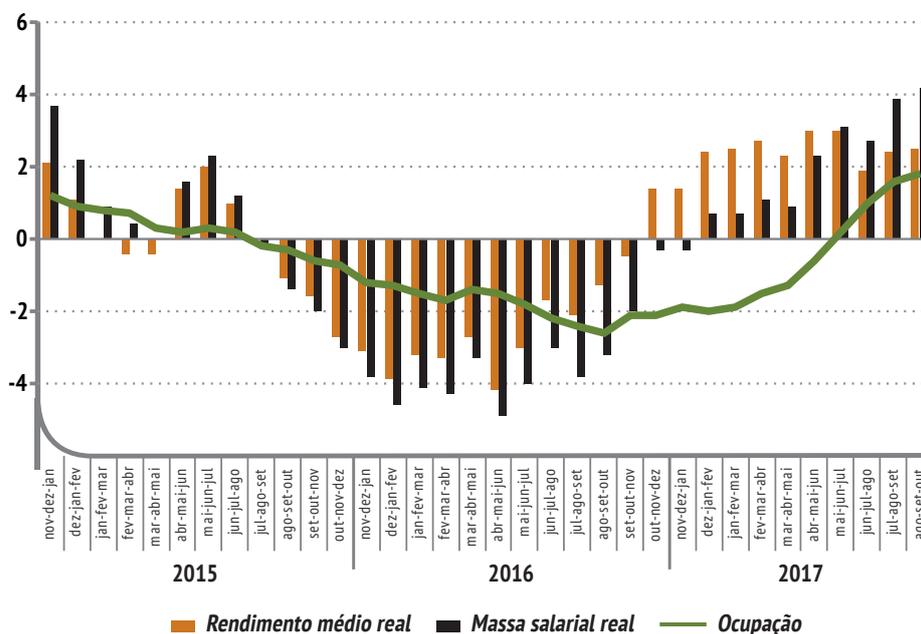
Tal como o emprego, o crescimento do rendimento médio real habitualmente recebido pelo trabalhador surpreendeu em 2017. A forte desinflação ocorrida ao longo do ano e a reativação da atividade econômica permitiram reajustes salariais acima do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). Em outubro, houve ganho real de 1,3% do salário médio sobre a inflação ante perda de 1,1% em igual período de 2016, segundo o “Salariômetro”, medido pela Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE/USP).

O aumento da ocupação, a partir do segundo semestre do ano, permitiu um crescimento mais acentuado da massa salarial real, contribuindo para a recuperação do consumo das famílias. No trimestre móvel terminado em outubro, a massa salarial cresceu 4,2% na comparação com igual trimestre do ano anterior ante queda de 3,2% em 2016, na mesma base de comparação. A CNI estima que a massa salarial real seguirá avançando nesses dois últimos meses do ano e deve encerrar 2017 com crescimento médio de 2,2%.

## Massa salarial recupera crescimento em 2017

Rendimento médio real, massa salarial real e ocupação

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



Fonte: Pnad Contínua Mensal/IBGE

## PERSPECTIVAS

Para 2018, a CNI espera uma recuperação mais vigorosa do mercado de trabalho – em especial o formal –, em função do maior crescimento econômico esperado para o ano. A taxa de desemprego deverá manter sua usual trajetória de aceleração no primeiro trimestre, quando se encerram as contrações temporárias de fim de ano, e voltar a recuar a partir do segundo trimestre de forma mais acentuada que a observada em 2017. Com isso, a taxa média de desemprego deve alcançar 11,8% da força de trabalho em 2018.

Ressalte-se que a sustentabilidade dessa recuperação depende, ainda, do equacionamento de

questões estruturais, como a melhora do ambiente de negócios e a promoção da competitividade da economia brasileira.

O rendimento médio real seguirá avançando, influenciado pela melhora da atividade econômica e continuidade no controle inflacionário. A massa salarial deve apresentar crescimento acima do rendimento real, em função da criação mais intensa de postos de trabalho. Com isso, a CNI estima um crescimento de 1,6% do rendimento médio real e 2,8% da massa salarial real no próximo ano.

## INFLAÇÃO, JUROS E CRÉDITO

# Inflação surpreende positivamente em 2017

### IPCA deve fechar o ano em 2,9%

O processo de desinflação, observado ao longo de 2017, surpreendeu os agentes econômicos por sua intensidade. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que encerrou 2016 em 6,3%, atingiu 2,8%, nos 12 meses encerrados em novembro, e deve terminar 2017 em 2,9%, mantendo-se ligeiramente abaixo do limite inferior da meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

Os efeitos da forte recessão econômica sobre a demanda, a estabilidade do câmbio e o comprometimento da autoridade monetária com o controle inflacionário influenciaram a dinâmica dos preços e a formação das expectativas, o que foi determinante para o processo de desinflação disseminado entre os componentes do IPCA. O índice de difusão do Banco Central do Brasil (BACEN), que mede a proporção de subitens do IPCA com variação positiva no mês, registrou média de janeiro a novembro de 52,1% em 2017 ante 64,1% em 2016.

Cabe ressaltar que a intensidade inesperada da queda do indicador ocorreu, sobretudo, pelo comportamento favorável dos preços de alimentos em razão das safras agrícolas recordes, que aumentaram a oferta de alimentos e, conseqüentemente, pressionaram seus preços para baixo. Os preços do grupo passaram de uma alta de 11,6%, nos 12 meses encerrados em novembro de 2016, para uma queda de 5,3%, no mesmo período de 2017.

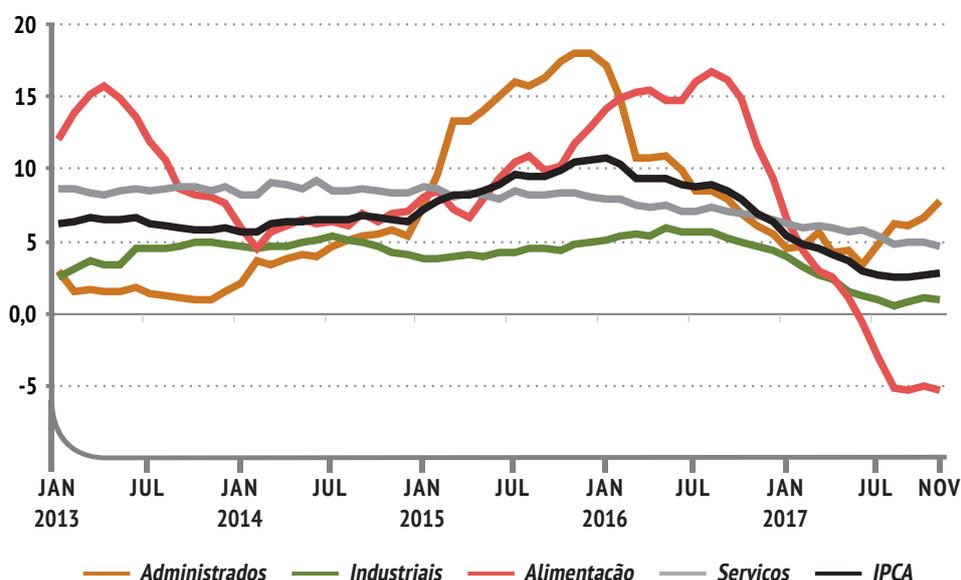
O grupo de serviços, usualmente pressionado pela forte inércia causada pela indexação de seus preços à inflação passada e ao salário mínimo, apresentou desaceleração mais intensa que a usual. Os preços do grupo passaram de uma alta de 6,8%, nos 12 meses encerrados em novembro de 2016, para 4,6% no mesmo período de 2017.

O grupo dos preços administrados foi o que exerceu maior pressão inflacionária este ano. O grupo variou 7,8%, no acumulado dos 12 meses até novembro, taxa acima da observada no índice

### Deflação de alimentos contribui para o controle da inflação

IPCA por grupos

Acumulado em 12 meses (%)



Fonte: IBGE  
Elaboração: CNI

total, de 2,8%. O comportamento ocorreu principalmente pelos fortes ajustes nos preços de energia elétrica, plano de saúde e gasolina, que juntos representaram 66% da variação do grupo.

Para dezembro, estima-se variação mensal do IPCA de 0,39%, levando a inflação para 2,9% no acumulado do ano, a menor taxa anual desde 1998.

### SELIC ATINGE O MÍNIMO HISTÓRICO EM 2017

O comportamento favorável da inflação, que deve encerrar o ano ligeiramente abaixo do limite inferior da meta, aliado às expectativas de inflação ancoradas para os próximos anos, permitiram que a autoridade monetária adotasse uma política expansionista na segunda metade do ano, levando a *Selic* para seu mínimo histórico. No acumulado das oito reuniões de 2017, o Banco Central reduziu os juros em 6,75 pontos percentuais, conduzindo a *Selic* de 13,75% para 7% ao ano.

### PROCESSO DE DESALAVANCAGEM FINANCEIRA SE MANTÉM

O processo de desalavancagem financeira da economia, iniciado em 2016, foi mantido em 2017. O saldo de crédito total seguiu a trajetória de queda, em termos reais, influenciado, principalmente, pela redução do estoque de crédito de pessoas jurídicas. O saldo real de crédito para pessoas físicas apresentou queda menos intensa e já mostra estabilidade na comparação do acumulado em 12 meses até outubro de 2017 com o mesmo período de 2016.

Ao longo de 2017, foi observada a redução dos custos de financiamentos para famílias e empresas, ocorrida em função das sucessivas quedas da taxa *Selic* e da menor taxa de inadimplência das operações de crédito. As taxas de juros dos financiamentos concedidos com recursos livres caíram de 54,2% a.a., em outubro de 2016, para 43,6% a.a., no mesmo mês de 2017. A queda foi mais intensa para as pessoas físicas, que tiveram, no mesmo período, o custo médio de seus financiamentos reduzido de 74,3% a.a. para 59,5% a.a., enquanto o de pessoas jurídicas passou de 30,4% a.a. para 23,3% a.a.. Apesar da queda, as taxas reais de juros para os tomadores permanecem em níveis extremamente elevados.

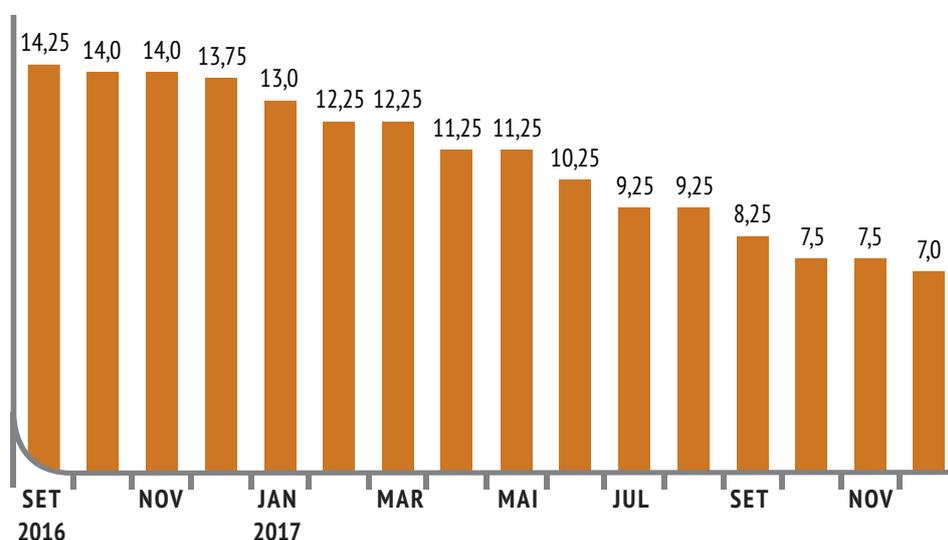
A redução do custo de financiamento, somada ao aumento da renda disponível das famílias, possibilitou o retorno das famílias ao consumo. A queda do endividamento, a melhora do mercado de trabalho e a deflação dos alimentos – componente importante da cesta de consumo das famílias – foram responsáveis pelo aumento da parcela da renda disponível. Tal fato tem influenciado o aumento das concessões de crédito para a pessoa física, que apresenta crescimento real de 4,4% na comparação do acumulado do ano até outubro com o mesmo período de 2016. As concessões para pessoas jurídicas acumulam queda real de 4,7%, na mesma base de comparação.

Para o restante do ano, espera-se continuidade da trajetória de redução do saldo total de crédito e da queda do custo das operações financeiras.

## Selic atinge 7,0% a.a.

Selic - Taxa básica de Juros

Taxa final de período (%a.a.)

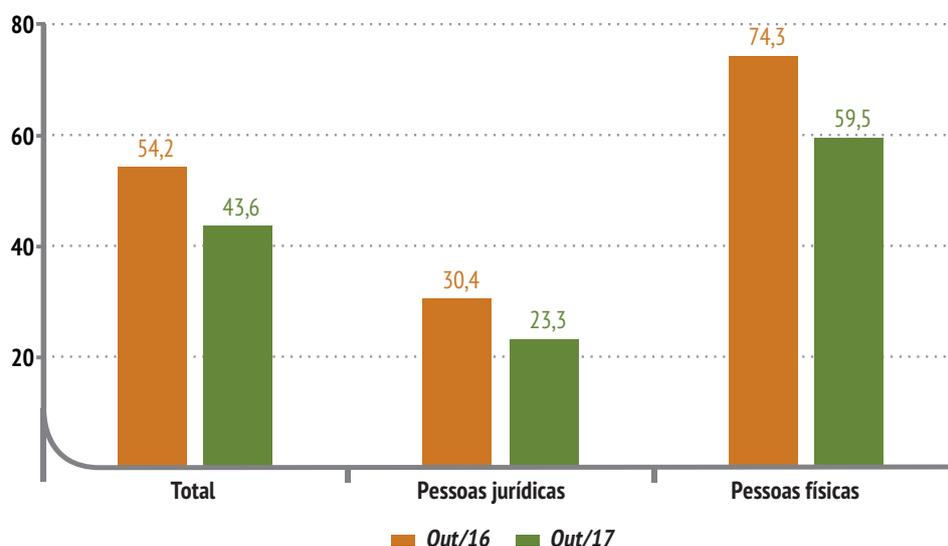


Fonte: Banco Central do Brasil

## Menor custo de crédito para empresas e famílias

Taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres – Total, Pessoas jurídicas e Pessoas físicas

Taxa média (%a.a)



Fonte: Banco Central do Brasil

## PERSPECTIVAS

### SELIC DEVE ATINGIR 6,75% EM 2018

A inflação deve permanecer em níveis baixos em 2018, em função da ainda elevada ociosidade da economia brasileira, da alta taxa de desemprego e da quebra da inércia inflacionária ocorrida em 2017. No entanto, é esperado uma aceleração do IPCA para 4,4%, ligeiramente abaixo da meta de inflação de 4,5%, estipulado pelo CMN. Tal comportamento se dará pela recomposição dos preços de alimentos e pelo reajuste dos preços administrados, causado, sobretudo, pelo esperado aumento das tarifas de energia elétrica. O baixo nível de água nos reservatórios, somado a uma recuperação da atividade econômica, deve aumentar a necessidade de utilização das termoeletricas, pressionando as tarifas de energia para cima.

Um fator de risco inflacionário, não contemplado nessa estimativa da CNI, é uma desvalorização do real mais intensa do que a prevista, em caso de resultado eleitoral não alinhado com a continuidade das reformas e da política econômica adotada atualmente. Nesse cenário, o impacto do aumento do câmbio sobre a inflação seria mais agudo e poderia comprometer o resultado favorável esperado para 2018.

A manutenção da inflação corrente e de suas expectativas em níveis baixos deve permitir nova queda da taxa *Selic* na primeira reunião de 2018, a ser realizada em fevereiro. De acordo com o comunicado da última reunião, ocorrida em dezembro, a *Selic* deve atingir novo mínimo, de 6,75% a.a. A estimativa da CNI é que esse patamar seja mantido durante todo o ano de 2018.

No entanto, para a sustentabilidade, no médio e longo prazos, da taxa em nível reduzido, sem impactos na inflação, é necessário assegurar o ajuste fiscal e dar maior celeridade às reformas, sobretudo a da previdência. Caso contrário, para manter a estabilidade dos preços, o Banco Central se verá forçado a reverter a trajetória de queda observada até aqui.

O nível historicamente baixo da taxa básica de juros e o crescimento da economia previsto para 2018 contribuirão para a retomada gradual das concessões de crédito às pessoas físicas e para uma inflexão, ao longo do ano, nas concessões às pessoas jurídicas.

## POLÍTICA FISCAL

## Afrouxamento da meta fiscal leva ao aumento de despesas

Recuperação das receitas do setor público não se reflete em queda do déficit

O setor público brasileiro encerrará 2017 com déficit primário elevado, praticamente no mesmo nível do ano anterior, e crescimento das despesas. Ou seja, apesar de alguma tentativa de contenção de despesas não obrigatórias, a pressão exercida pelo contínuo crescimento dos gastos obrigatórios e as constantes mudanças nas metas de resultado primário não permitiram mudança significativa do quadro fiscal. O fato novo observado em 2017 foi a retomada do crescimento das receitas, que ocorre em resposta à melhoria da atividade econômica e aos aumentos de tributação promovidos pelo governo federal e pelos governos estaduais.

Esse cenário não deve se alterar significativamente em 2018. As restrições impostas ao crescimento das despesas primárias do governo federal pelo Novo Regime Fiscal exigem a aprovação de proposições legislativas que visam conter despesas

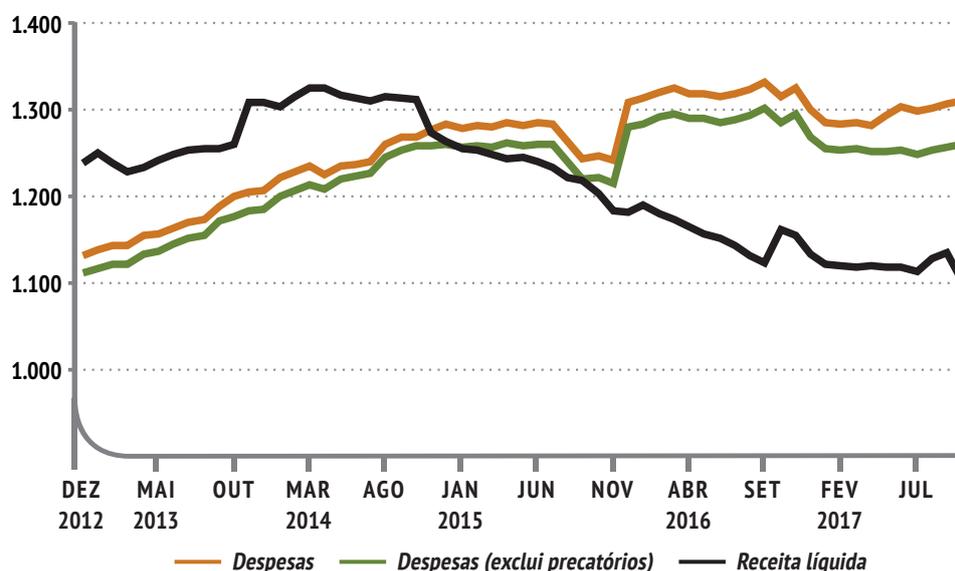
obrigatórias, como a reforma da previdência e a postergação do reajuste salarial dos servidores públicos. Caso alguma dessas proposições não seja aprovada, o governo federal deverá contingenciar gastos não obrigatórios para cumprir a meta de resultado primário e atender o limite para as despesas primárias. Ainda assim, a pressão das despesas obrigatórias levará a novo aumento real das despesas federais. Estados e municípios devem manter a trajetória de elevação das despesas retomada em 2017.

No que diz respeito às receitas, a continuidade da recuperação da atividade econômica e os efeitos de aumento de tributação devem garantir nova expansão, mesmo diante de forte redução nas receitas não recorrentes. Apesar disso, muito provavelmente o déficit primário não deve ser muito inferior ao de 2017 e não será suficiente

***Sem a antecipação de despesas com precatórios, despesas primárias do Governo Federal teriam registrado queda real de 0,8% entre jan/17 e out/17, em relação ao mesmo período de 2016***

*Evolução das despesas primárias e da receita líquida do Governo Federal*

*Acumulado em 12 meses (R\$ bilhões de out/17)*



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional/Ministério da Fazenda  
Elaboração: CNI

para impedir novo aumento do nível de endividamento do setor público.

### **DESPESAS OBRIGATÓRIAS PRESSIONAM CONTAS DO GOVERNO FEDERAL**

As despesas primárias do governo federal apresentaram aumento real de 1,0% (deflator IPCA) no acumulado entre janeiro e outubro de 2017, na comparação com o mesmo período do ano anterior. Porém, descontado o efeito da antecipação do pagamento de precatórios em relação a 2016, as despesas apresentam queda real de 0,8%, na mesma base de comparação. Esse resultado mostra que a queda real de 13,5% nas despesas não obrigatórias, que têm menor peso na composição do orçamento público, superou a pressão exercida pelos gastos obrigatórios, que subiram 2,7% e têm maior peso no orçamento.

Entre as despesas obrigatórias, considerando os resultados livres dos impactos da antecipação do pagamento de precatórios, as maiores pressões pelo aumento dos gastos vieram dos dispêndios com previdência, pessoal e benefícios assistenciais. As despesas com previdência cresceram 5,9% nos primeiros dez meses de 2017, na comparação com mesmo período de 2016. Esse aumento é resultado do reajuste no valor dos benefícios e do aumento do número de beneficiários. Essas também são as explicações para a elevação de 6,0% nos gastos com benefícios assistenciais.

A despesa com pessoal seguiu pressionando as contas públicas. O crescimento real de 7,8% nos gastos com servidores públicos foi resultado dos aumentos salariais concedidos em meados de 2016, com impacto pleno sobre as contas públicas apenas em 2017, e os aumentos concedidos em janeiro de 2017. A decisão de conceder tais reajustes, em plena tentativa de ajuste fiscal, comprometeu a capacidade de cumprimento das metas de resultado primário de 2016 e 2017, que tiveram que ser ampliadas, e precisará ser revista para não comprometer também as contas públicas em 2018.

***Crescimento real de 2,7% nas despesas obrigatórias nos primeiros dez meses de 2017 exige forte redução das despesas não obrigatórias, em especial dos investimentos***

A redução das despesas não obrigatórias se concentrou nos investimentos, que caíram 33,8% entre janeiro e outubro de 2017, em relação a janeiro e outubro de 2016. Já os gastos de custeio, incluindo os subsídios ao Minha Casa Minha Vida, apresentaram queda real de 8,0% na mesma base de comparação.

A receita líquida do Governo Federal apresentou queda real de 3,2% no acumulado entre janeiro e outubro de 2017, na comparação com o mesmo período de 2016. Esse resultado, entretanto, se deve à redução das receitas não recorrentes em relação àquelas auferidas no mesmo período de 2016. Em 2016, a receita líquida com o programa de regularização de recursos mantidos no exterior, conhecido como repatriação, e a receita com concessões superaram amplamente as principais receitas não recorrentes de 2017, como a reabertura da repatriação, os programas de parcelamento de dívidas, as concessões e a restituição de depósitos judiciais.

O maior impacto da não reedição do volume de receitas não recorrentes de 2016 foi sentido nas receitas administradas pela Receita Federal. Nos primeiros dez meses de 2017, na comparação com o mesmo período de 2016, essas receitas tiveram queda real de 3,5%. Não fosse a queda nas receitas não recorrentes, os recolhimentos por parte da Receita Federal já mostrariam crescimento, dados os efeitos positivos sobre a arrecadação da retomada da atividade econômica e dos aumentos de tributação, como o do PIS/Cofins sobre combustíveis.

As receitas previdenciárias já retomaram o crescimento. Entre janeiro e outubro de 2017, em relação aos mesmos meses de 2016, essas receitas apresentaram aumento real de 0,7%. Esse aumento teria sido de 2,1%, não fosse o efeito – meramente contábil para as contas públicas – da redução das compensações do Tesouro Nacional pela desoneração da folha de pagamento de alguns setores econômicos. Essa expansão se deve ao crescimento real da massa salarial e, em menor grau, à receita com os programas de parcelamento de dívidas.

Mesmo as receitas não administradas pela Receita Federal, nas quais o volume de concessões ainda é inferior ao de 2016, apresentaram aumento real de 4,8% nos primeiros dez meses de 2017, na comparação com o mesmo período de 2016. Esse resultado foi proporcionado pelo crescimento nas receitas com compensações financeiras pela

exploração mineral, dividendos e restituição de depósitos judiciais.

### GOVERNOS REGIONAIS AUMENTAM GASTOS EM RESPOSTA À ELEVAÇÃO DAS RECEITAS

Após dois anos de forte contenção de despesas, estados e municípios voltaram a apresentar aumento de gastos. Entretanto, dado o significativo aumento das receitas, esse comportamento não comprometeu o superávit primário gerado por esses entes públicos.

Com base nos dados disponíveis sobre as receitas de estados e municípios e no comportamento do resultado primário do conjunto desses entes públicos, a CNI estima que as despesas dos governos regionais tenham crescido, em termos reais, 3,4% entre janeiro e setembro de 2017, na comparação com o mesmo período de 2016.

Com relação às receitas, os dados disponíveis apontam aumento real de 4,6% nos nove primeiros meses de 2017, contra o mesmo período de 2016. O recolhimento de ICMS, principal fonte de receita dos governos regionais, apresentou crescimento real de 4,7% nessa mesma base de comparação. A arrecadação foi favorecida pela retomada do crescimento econômico e pelos aumentos de tributação promovidos por diversos governos estaduais.

A melhora da economia, com reflexo sobre o recolhimento de tributos federais compartilhados com estados e municípios, e o aumento nas compensações financeiras pela exploração mineral fizeram com que as transferências recebidas da União tivessem aumento real de 7,9% nos nove primeiros meses de 2017, contra o mesmo período de 2016. Vale lembrar, no entanto, que esse crescimento se reduzirá nos últimos meses do ano, pela não repetição das transferências decorrentes da repatriação.

### DÉFICIT PRIMÁRIO SE MANTÉM EM NÍVEL ELEVADO

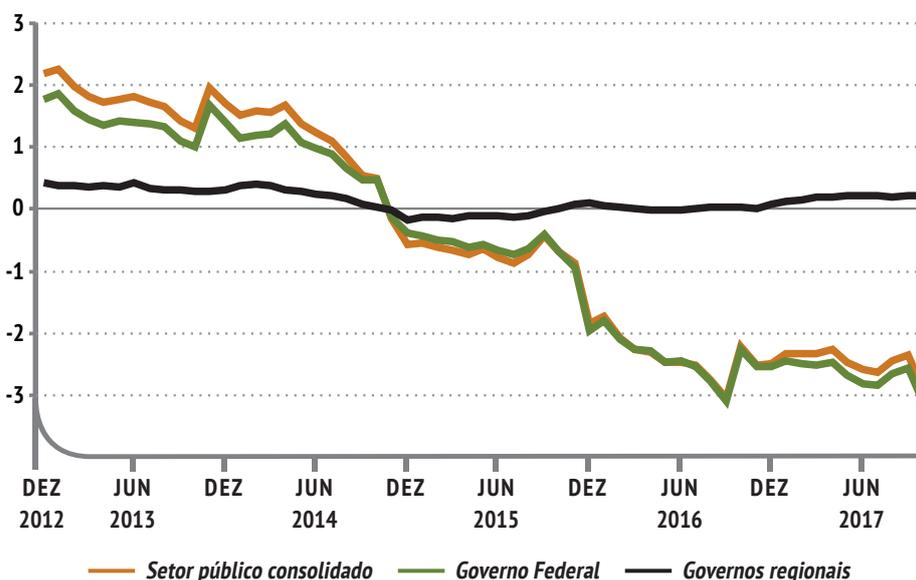
Nos últimos 12 meses encerrados em outubro, o setor público apresentou déficit primário de R\$ 187,2 bilhões (2,88% do PIB). Em dezembro de 2016, o déficit foi equivalente a 2,49% do PIB. Porém, a antecipação de pagamentos de precatórios por parte do Governo Federal explica quase que totalmente a elevação do déficit primário do setor público consolidado em 2017. Descontados os efeitos da antecipação, o déficit primário nos últimos 12 meses encerrados em outubro teria sido de 164,6 bilhões (2,53% do PIB).

Apesar da redução de 0,12 ponto percentual do PIB nas despesas com juros nominais, explicada pela forte redução da taxa *Selic*, o aumento do déficit primário fez com que o déficit nominal acumulado

## Déficit primário do setor público acumulado em 12 meses cresceu 0,39 ponto percentual do PIB entre dez/16 e out/17

Resultado primário do setor público consolidado e por níveis de governo

(% do PIB)

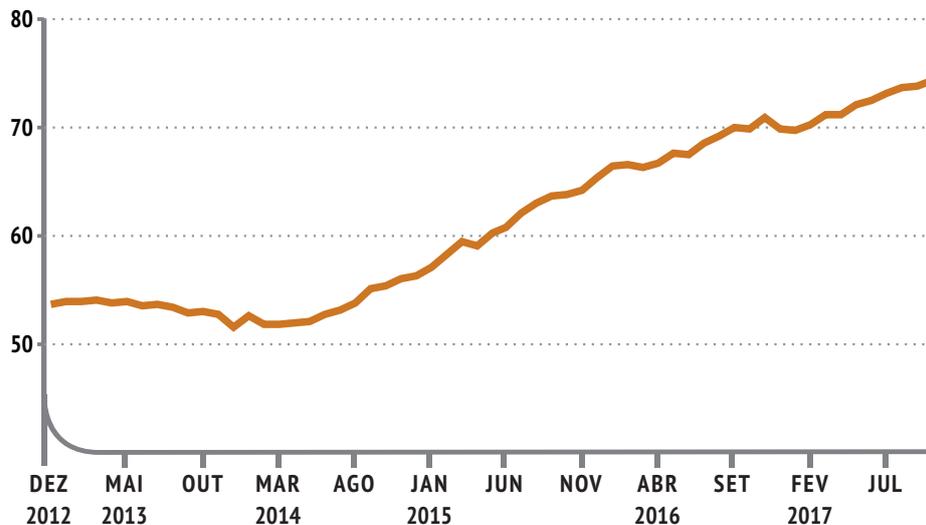


Fonte: Banco Central do Brasil  
Elaboração: CNI

## Relação Dívida Bruta/PIB cresceu 4,5 pontos percentuais entre dez/16 e out/17

Trajatória da Dívida Bruta do Setor Público em relação ao PIB

(% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil

em 12 meses subisse de 8,98%, em dezembro de 2016, para 9,25% do PIB, em outubro de 2017. A elevação do déficit nominal, e o baixo crescimento do PIB nominal, levou a relação Dívida Bruta/PIB de 69,9%, em dezembro de 2016, para 74,0%, em outubro de 2017.

### RESULTADO PRIMÁRIO DEVE MELHORAR ATÉ O FIM DE 2017

O déficit primário do Governo Federal acumulado em 12 meses até outubro deve recuar nos últimos dois meses de 2017. Embora a expectativa seja de aceleração no ritmo de crescimento das despesas nesse período, a reversão da queda da receita líquida deve mais que compensar o comportamento das despesas. Por outro lado, o superávit primário dos governos regionais deve reduzir-se até o fim de 2017. Ainda assim, o resultado líquido será a redução do déficit primário do setor público nos últimos dois meses do ano.

Pelo lado dos gastos federais, o aumento real deve saltar dos atuais 1,0%, registrados no acumulado de janeiro a outubro, para 1,7%, no acumulado até dezembro de 2017. As despesas não obrigatórias serão as principais responsáveis pela aceleração no ritmo de crescimento. A ampliação da meta de déficit primário proporcionou o descontingenciamento de mais de R\$ 20 bilhões, o que deve reduzir sensivelmente a retração registrada até o momento nas despesas não obrigatórias.

Por sua vez, a receita líquida do Governo Federal deve reverter a queda real de 3,2% registrada até

outubro e encerrar o ano com expansão de 2,4%. O principal fator para essa reversão deve ser o recebimento por concessões de áreas de exploração de petróleo, de hidrelétricas e aeroportos. Assim, as receitas não administradas pela Receita Federal devem terminar o ano com aumento real de 25,6%. Além disso, as receitas administradas pela Receita Federal devem continuar sendo beneficiadas pela retomada da atividade econômica e por recursos recebidos no âmbito dos parcelamentos de dívidas. A expectativa é que reduzam a queda observada até outubro, de 3,5%, para retração de 1,9% até o fim do ano.

Nesse cenário, a CNI estima que o Governo Federal e suas estatais deve encerrar o ano com déficit primário de R\$ 158,3 bilhões (2,37% do PIB estimado pela CNI). Apesar de elevado, esse resultado está dentro do limite de R\$ 162 bilhões, estabelecido como meta fiscal de 2017.

No caso dos governos regionais e suas estatais, deve ocorrer uma redução do ritmo de expansão das receitas, devido à não repetição do volume de recursos transferidos pela União em 2016, em função da repatriação. Como o comportamento das despesas não deve se alterar significativamente, o superávit primário desses entes deve recuar um pouco e encerrar 2017 em cerca de R\$ 7,0 bilhões (0,1% do PIB estimado pela CNI).

Com isso, o setor público consolidado deve registrar déficit primário de R\$ 151,3 bilhões (2,27% do PIB estimado pela CNI) em 2017. Apesar de estar

## ***CNI estima déficit primário do Governo Federal e suas estatais de R\$ 156,1 bilhões (2,16% do PIB estimado pela CNI) em 2018, dentro da meta estipulada que é de R\$ 162,5 bilhões***

abaixo da meta de R\$ 163,1 bilhões estipulada para 2017, esse resultado será pouco menor do que o déficit de R\$ 155,8 bilhões registrado em 2016.

A ligeira melhora no resultado primário e a queda de 0,5 ponto percentual do PIB projetada para as despesas com juros nominais até o fim de 2017 devem levar à retração do déficit nominal em 2017, na comparação com 2016. O déficit nominal deve cair de 8,98%, em 2016, para 8,4% do PIB, em 2017. Mesmo em queda, esse nível ainda não é suficiente para, pelo menos, estabilizar a relação Dívida Bruta/PIB, que deve subir de 69,9%, em dezembro de 2016, para 74,0%, em dezembro de 2017.

## **PERSPECTIVAS**

### **CUMPRIMENTO DAS METAS FISCAIS DE 2018 REQUER APROVAÇÃO DE MEDIDAS OU CONTENÇÃO DE GASTOS NÃO OBRIGATÓRIOS**

Em 2018, o cumprimento da meta de déficit primário e do limite para as despesas primárias do governo federal vai depender da aprovação pelo Congresso de medidas para contenção de gastos obrigatórios e aumento das receitas. Sem a aprovação das medidas propostas, o governo federal deverá contingenciar despesas não obrigatórias.

Pelo lado das despesas, nosso cenário considera as aprovações da emenda aglutinativa da reforma da previdência até fevereiro de 2018 e da postergação do novo reajuste dos servidores públicos. Assim, a CNI estima crescimento real de 1,4% para as despesas federais em 2018.

A principal razão para o aumento das despesas federais em 2018 será o crescimento dos gastos com previdência. As despesas previdenciárias deverão elevar-se em 2,8% devido aos efeitos da elevação do valor dos benefícios, impactados pelo aumento do salário mínimo, e do crescimento quantitativo de beneficiários. Por sua vez, caso seja postergado o reajuste salarial dos servidores públicos, as despesas com pessoal deverão crescer apenas 0,2% em 2018.

Caso as medidas de contenção de despesas sejam aprovadas, o governo federal não precisará promover contingenciamento expressivo nas despesas não obrigatórias. Assim, as despesas com custeio e capital devem ter ligeira retração, de 0,1%. Por um lado, haveria aumento nas despesas com abono salarial, seguro desemprego e benefícios assistenciais, impactados pelo aumento do salário mínimo e pelo maior número de beneficiários. Por outro lado, haveria redução nas despesas não obrigatórias, que recuariam dos R\$ 122 bilhões, projetados para 2017, para R\$ 112,6 bilhões, propostos no orçamento para 2018.

A CNI projeta crescimento real de 2,3% da receita líquida do governo federal em 2018, na comparação com 2017. Entre os componentes da receita líquida, o maior crescimento deve ser observado nas receitas administradas pela Receita Federal, que devem expandir-se 4,1% em 2018, na comparação com 2017. O recolhimento de tributos será favorecido pelo crescimento real de 2,6% do PIB e pelos aumentos de tributação que vigorarão plenamente apenas em 2018, como do PIS/Cofins sobre combustíveis e do Imposto de Renda sobre fundos de investimentos fechados (proposta ainda dependente de aprovação legislativa).

As receitas previdenciárias também devem crescer 4,1% em 2018, na comparação com 2017. Além da aceleração do ritmo de crescimento da massa salarial, essas receitas devem ser ampliadas no caso de aprovação do projeto de lei que reintroduz a contribuição previdenciária sobre a folha de pagamentos em diversos setores econômicos.

Com essas projeções de receitas e despesas, a CNI estima déficit primário do Governo Federal e suas estatais de R\$ 156,1 bilhões (2,16% do PIB estimado pela CNI) em 2018, dentro da meta estipulada que é de R\$ 162,5 bilhões.

Caso as medidas de contenção de despesas e aumento de tributação não sejam aprovadas, o governo federal deverá contingenciar R\$ 18 bilhões nas despesas não obrigatórias previstas no orçamento. Trata-se de um valor desafiador, pois levaria o montante disponível para R\$ 94,6 bilhões, abaixo, em termos nominais, do valor previsto para 2017. Não haveria, no entanto, outra alternativa, pois estimamos que as despesas previstas para 2018, já considerando a aprovação das medidas, estão apenas R\$ 2,6 bilhões abaixo do teto dos gastos.

Para estados e municípios, a projeção é de novo superávit primário em 2018, porém em montante inferior ao observado em 2017. A intensificação da recuperação da atividade econômica em 2018 beneficiará a arrecadação de ICMS e dos tributos federais compartilhados com estados e municípios. Além disso, as transferências serão favorecidas por novo aumento das compensações por exploração de recursos minerais. Porém, as despesas também deverão continuar em elevação devido ao espaço aberto pelo aumento das receitas, ao calendário eleitoral e ao acordo de renegociação da dívida com o estado do Rio de Janeiro. Dessa forma, a CNI estima superávit primário de R\$ 3,0 bilhões para estados, municípios e suas estatais em 2018.

Nesses cenários para governo federal e governos estaduais, o resultado primário do setor público consolidado em 2018 deve ser negativo em R\$ 153,1 bilhões (2,12% do PIB estimado pela CNI).

Além de estar abaixo da meta para 2018, que é de R\$ 161,3 bilhões, esse resultado representaria uma queda em relação ao déficit de 2,27% do PIB estimado para 2017.

No entanto, o principal fator de melhoria das contas públicas em 2018 deverá ser a redução das despesas com juros nominais. A expressiva queda da taxa *Selic* em 2017 e a relativa estabilidade da taxa de câmbio esperada para 2018 se refletirão na redução para 5,5% do PIB das despesas com juros. Com isso, o déficit nominal deve cair para 7,6% do PIB. Entretanto, esse patamar ainda não será suficiente para estabilizar a relação Dívida Bruta/PIB, que deve crescer novamente e alcançar 76,2% do PIB em 2018.

Portanto, o equacionamento do desequilíbrio das contas públicas ainda será um trabalho inacabado no final de 2018.

## SETOR EXTERNO

# Superávit comercial recorde assegura redução do déficit em transações correntes

### Câmbio se estabiliza com cenário externo favorável

O ano de 2017 foi marcado pela manutenção da trajetória de queda do déficit em transações correntes, indicando menor vulnerabilidade das contas externas brasileiras. No acumulado em 12 meses encerrados em outubro, o déficit em transações correntes alcançou US\$ 9,6 bilhões, contra US\$ 22,3 bilhões, no mesmo período de 2016. Desde dezembro de 2014 – quando foi registrado o pior resultado da série, com saldo negativo de US\$ 104,2 bilhões –, o déficit em transações correntes acumulado em 12 meses se reduziu em 78,5%.

A balança comercial contribuiu positivamente para esse ajuste de duas formas diferentes. Em 2015 e 2016, a contribuição foi devido à recessão econômica enfrentada pelo País, com a forte queda das importações mais do que compensando a queda das exportações. Em 2017, a contribuição teve nova composição. As exportações aumentaram significativamente, influenciadas pelo ótimo resultado das *commodities*, enquanto que as importações cresceram, refletindo o fim da recessão e recuperação da

atividade econômica, ainda que de forma lenta e gradual.

Com a recuperação progressiva da demanda doméstica, esperamos um aumento do déficit no fim ano. Ainda assim, o déficit em transações correntes seguirá em patamar confortável, fechando 2017 em apenas US\$ 11 bilhões, 0,5% do PIB projetado pela CNI. O saldo comercial esperado pela CNI, por sua vez, é de US\$ 66 bilhões, com crescimento das exportações de 17,1%, para US\$ 217 bilhões, e das importações de 9,8%, para US\$ 151 bilhões), em relação ao ano anterior.

#### TAXA DE CÂMBIO ESTÁVEL EM 2017

Ao longo de 2017, a taxa de câmbio apresentou estabilidade, variando entre R\$ 3,10/ US\$ e R\$ 3,30/ US\$, em termos da média mensal. Esse comportamento é baseado, principalmente, nas condições internacionais favoráveis aos países emergentes, com liquidez abundante de recursos e no crescimento consistente da economia mundial.

## Câmbio gravita abaixo de R\$ 3,30/US\$ desde maio

Taxa diária de câmbio (Fechamento Ptax\*)

Em R\$/US\$



Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: CNI

\* Fechamento Ptax é a média aritmética das taxas de compra e das taxas de venda dos boletins do dia.

O ambiente de estabilidade é positivo para o planejamento das empresas, permitindo estimativas mais precisas em relação ao faturamento e/ou custos, por exemplo. Além disso, uma taxa de câmbio mais estável facilita as decisões de investimento e de produção das empresas.

A taxa de câmbio média do mês de novembro ficou em R\$ 3,26/US\$, um aumento de 2,1% em relação à média do mês anterior. Na comparação com a média de dezembro de 2016, o real acumula valorização de 2,8%.

Esse cenário não deve mudar até o fim do ano. Projetamos que a taxa média de câmbio de dezembro fique em torno de R\$ 3,25/US\$, uma desvalorização de 3,0% na comparação com a média de dezembro de 2016. A CNI estima a taxa de câmbio média para 2017 em R\$ 3,19/US\$, ante R\$ 3,48/US\$ em 2016.

### SUPERÁVIT COMERCIAL RECORDE

A balança comercial tem registrado saldos positivos recordes ao longo do ano. No acumulado até novembro, o superávit é de US\$ 62,0 bilhões, valor 43,2% maior que o registrado em igual período de 2016, US\$ 43,3 bilhões. Esse resultado ocorre com crescimento tanto das exportações como das importações, diferentemente do que ocorreu em 2015 e 2016, quando o saldo comercial positivo foi explicado, principalmente, pela forte queda das

importações, mais do que compensando o resultado negativo das exportações. No acumulado do ano até novembro, as exportações registraram o valor de US\$ 200,2 bilhões, crescimento de 18,2%, em termos de média diária, em relação ao mesmo período de 2016, enquanto as importações cresceram 9,6%, atingindo o valor de US\$ 126,0 bilhões, contra o mesmo período do ano anterior.

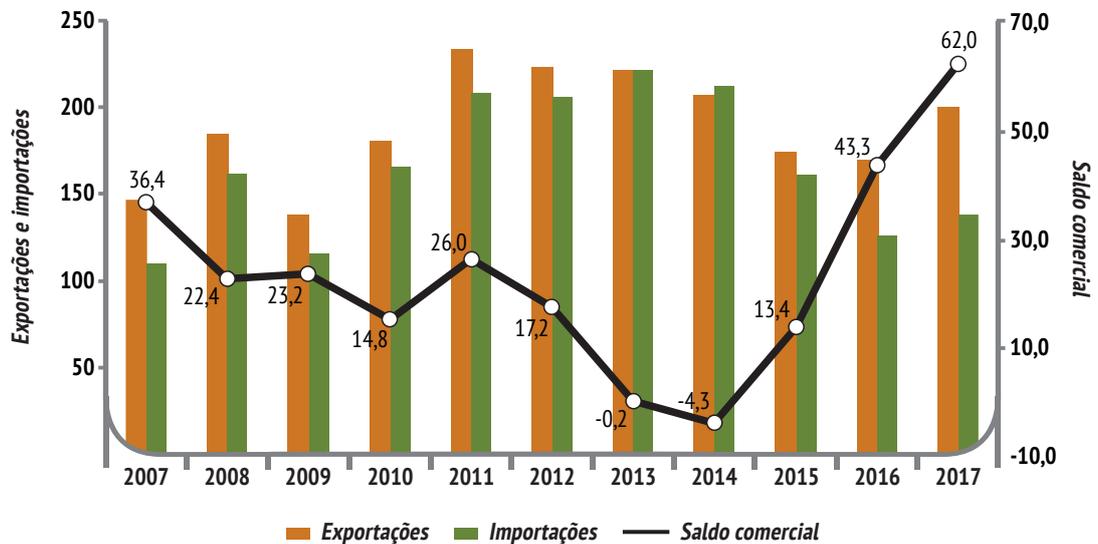
Na classificação das exportações por fator agregado, todos os produtos cresceram, pela média diária, no acumulado do ano até novembro, contra igual período do ano passado: básicos (28,0%), semimanufaturados (13,8%) e manufaturados (9,0%). Nos produtos básicos, petróleo bruto e minério de ferro destacam-se, com crescimento de 64,6% e 53,4%, respectivamente, na mesma base de comparação. Entre os produtos manufaturados, podemos ressaltar o crescimento expressivo de óleos combustíveis (75,4%), máquinas para terraplanagem (60,0%), tratores (54,2%) e automóveis de passageiros (46,8%).

As importações, no que diz respeito à classificação por grandes categorias econômicas, cresceram, pela média diária, no acumulado do ano até novembro, contra igual período do ano passado, em combustíveis e lubrificantes (41,2%), bens intermediários (10,7%) e bens de consumo (7,5%), enquanto caíram as compras de bens de capital (13,5%).

## Crescimento das exportações supera a alta das importações em 2017

Exportações, importações e saldo comercial acumulados no ano até novembro

Em bilhões (US\$)



Fonte: SECEX/MDIC  
Elaboração: CNI.

Na avaliação dos índices medidos pela FUNCEX, as importações crescem tanto por conta dos preços como do volume, 4,2% e 4,8%, respectivamente, na comparação do acumulado do ano até outubro contra o mesmo período do ano anterior. Os bens intermediários apresentaram alta de 2,6% nos preços e 8,5% no volume, refletindo um melhor desempenho da economia. Os bens de capital registram queda de 1,1%, nos preços, e de 14,6% no volume importado, na mesma base de comparação.

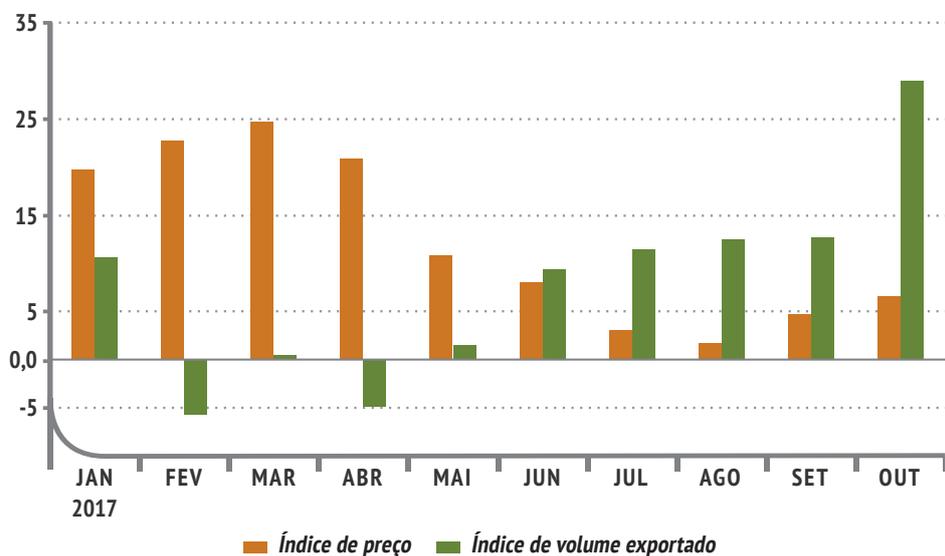
Entretanto, é importante destacar que o volume das importações de bens de capital aumentou em outubro, pelo terceiro mês consecutivo, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, o que pode indicar o início de uma recuperação gradual do investimento.

O crescimento das exportações em 2017 é explicado tanto pelo preço como pelo volume. Os preços aumentaram 11,7% e o volume 7,2%, no acumulado

## Volume exportado mostra recuperação

Índices de preço (em US\$) e volume das exportações

Varição frente ao mesmo mês de 2016 (%)



Fonte: Funcex

do ano até outubro contra igual período do ano anterior. O comportamento desses índices não é homogêneo ao longo do ano. Na comparação com 2016, as exportações cresceram fundamentalmente por conta dos preços no início do ano, em todas as grandes categorias econômicas, com destaque para os produtos básicos. Enquanto que o volume exportado cresceu consistentemente a partir de junho de 2017.

A CNI estima que, em 2017, as exportações somem US\$ 217 bilhões, um aumento de 17,1%, na comparação com 2016. As importações, por sua vez, devem totalizar US\$ 151 bilhões, um crescimento de 9,8% na mesma base de comparação. O saldo comercial esperado, portanto, é de US\$ 66 bilhões, um aumento de 38,4% em relação a 2016.

### RESULTADO SÓLIDO NAS CONTAS EXTERNAS

Em 2017, a trajetória de redução do déficit em transações correntes continuou, ainda que em menor intensidade. No acumulado em 12 meses até outubro de 2017, o déficit em transações correntes alcançou US\$ 9,6 bilhões, o equivalente a 0,48% do PIB. Esse déficit era de US\$ 22,3 bilhões, ou 1,25% do PIB, no mesmo período de 2016. Desde dezembro de 2014 – quando foi registrado o pior resultado da série, saldo negativo de US\$ 104,2 bilhões –, o déficit se reduziu em 90,7%.

A redução do déficit é explicada, principalmente, pelo superávit comercial, já que as outras contas apresentaram variações negativas na comparação

do acumulado do ano até outubro, contra igual período de 2016: serviços (US\$ 2,3 bilhões), renda primária (US\$ 3,1 bilhões) e renda secundária (US\$ 0,5 bilhão).

Na balança de serviços, o déficit aumentou ao longo de 2017, registrando US\$ 27,0 bilhões, no acumulado de janeiro a outubro, contra US\$ 24,7 bilhões em igual período do ano anterior. Com destaque para o déficit de viagens internacionais que aumentou US\$ 4,2 bilhões, na mesma base de comparação, impulsionado por uma taxa de câmbio, em média, mais valorizada do que em 2016, além do aumento da renda real, com o processo de desaceleração da taxa de inflação brasileira.

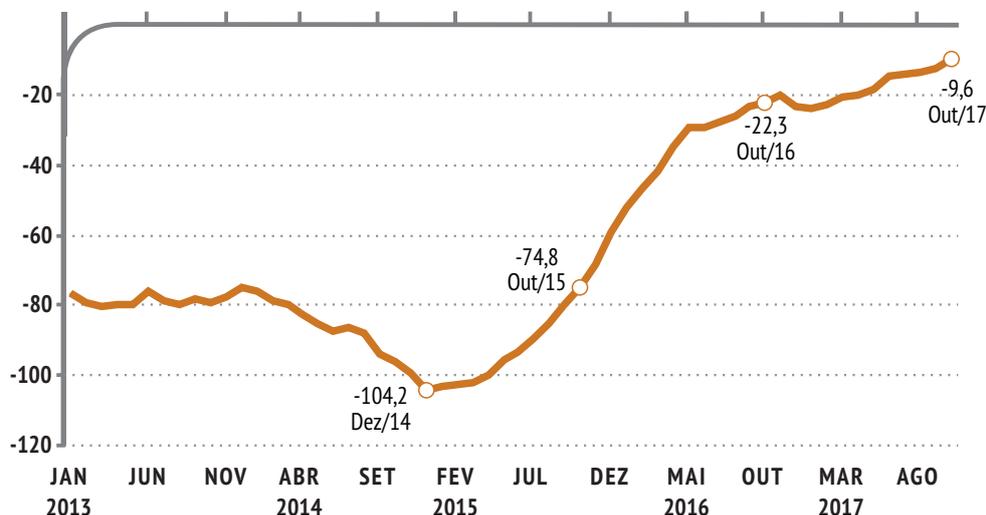
Na renda primária, o aumento do déficit ocorre em virtude tanto do pagamento de juros como das remessas de lucros e dividendos que cresceram US\$ 1,1 bilhão e US\$ 2,0 bilhões, respectivamente, no acumulado de 2017 até outubro contra o mesmo período do ano anterior.

No acumulado em 12 meses até outubro de 2017, o Investimento Direto no País (IDP) foi de US\$ 83,3 bilhões, o equivalente a 4,14% do PIB. Esse montante é mais que o suficiente para cobrir o déficit em transações correntes de US\$ 9,6 bilhões, ou 0,48% do PIB em 12 meses encerrados em outubro. No mesmo período do ano passado, o valor era de US\$ 74,5 bilhões, o que representava 4,16% do PIB.

## Redução do déficit em transações correntes

Saldo em transações correntes acumulado do ano até outubro

Em bilhões de US\$



Fonte: Banco Central do Brasil

Para os últimos dois meses do ano, projetamos saldos menores, com aumento do ritmo de crescimento das importações devido à recuperação da demanda doméstica. Assim, o déficit em transações correntes deve alcançar US\$ 11 bilhões em 2017, 0,5% do PIB projetado pela CNI.

## PERSPECTIVAS

### O SUPERÁVIT COMERCIAL DEVE DIMINUIR AO LONGO DE 2018

A expectativa é que o ambiente externo favorável se mantenha em 2018. Esperamos que a taxa de câmbio média, fique em torno de R\$ 3,27/US\$, uma desvalorização moderada em relação à média registrada em 2017, R\$ 3,19/US\$. É importante ressaltar que o câmbio deve apresentar maior instabilidade ao longo do próximo ano devido ao conjunto de incertezas em relação ao andamento das reformas do País, das eleições presidenciais e do aperto monetário nos EUA.

No cenário interno, as perspectivas são de manutenção da recuperação cíclica da economia. Entretanto, as incertezas poderiam se originar da não continuidade da agenda de reformas e do comprometimento com o ajuste fiscal. Essas incertezas podem ser potencializadas, no médio prazo, pelas eleições presidenciais, o que pode se refletir no aumento do risco país e exercer pressão para a desvalorização do real.

No cenário externo, o diferencial de juros entre o Brasil e os países desenvolvidos deve continuar diminuindo ao longo do próximo ano, podendo

atuar no sentido de enfraquecimento do real. Nos EUA, o ritmo gradual de elevação das taxas de juros deve ser mantido em 2018. Mesmo que seja aprovada a reforma tributária do governo de Donald Trump, os possíveis efeitos fiscais e inflacionários só devem ocorrer a partir de outubro de 2018, quando começa o novo ano fiscal americano.

O superávit comercial deve diminuir ao longo do próximo ano, pois o ritmo de crescimento das importações deve se acelerar em 2018, como resultado de recuperação da demanda doméstica. Enquanto que as exportações também devem crescer, mas em menor intensidade, uma vez que a base está muito elevada e as estimativas são de manutenção do atual ritmo de crescimento global. Nesse cenário, projetamos um saldo comercial de US\$ 54 bilhões no acumulado do próximo ano, combinação de um crescimento de 5,1% das exportações, que alcançariam US\$ 228 bilhões, e de 15,2% nas importações, que chegariam a US\$ 174 bilhões.

Em relação ao déficit externo, projetamos um aumento para US\$ 27 bilhões, 1,2% do PIB projetado pela CNI em 2018, acompanhando o ritmo maior de crescimento das importações, com a recuperação da atividade doméstica. As contas externas continuarão ainda em uma situação confortável, pois o déficit estimado continua sendo perfeitamente financiável pelo IDP (esperamos que fique em torno de US\$ 80 bilhões). Além disso, a maior absorção de poupança externa, com o crescimento do déficit em conta corrente, contribuirá para financiar o aumento esperado na taxa de investimento da economia.



## PERSPECTIVAS DA ECONOMIA BRASILEIRA

	2015	2016	2017 (previsão)	2018 (projeção)
<b>ATIVIDADE ECONÔMICA</b>				
<b>PIB</b> (variação anual)	-3,5%	-3,5%	1,1%	<b>2,6%</b>
<b>PIB industrial</b> (variação anual)	-5,8%	-4,0%	0,2%	<b>3,0%</b>
<b>Consumo das famílias</b> (variação anual)	-3,2%	-4,3%	1,3%	<b>2,8%</b>
<b>Formação bruta de capital fixo</b> (variação anual)	-13,9%	-10,3%	-2,1%	<b>4,0%</b>
<b>Taxa de Desemprego</b> (média anual - % da PEA)	8,5%	11,5%	12,8%	<b>11,8%</b>
<b>INFLAÇÃO</b>				
<b>Inflação</b> (IPCA - variação anual)	10,7%	6,3%	2,9%	<b>4,4%</b>
<b>TAXA DE JUROS</b>				
<b>Taxa nominal de juros</b> (taxa média do ano)	13,47%	14,18%	10,20%	<b>6,75%</b>
(fim do ano)	14,25%	13,75%	7,00%	<b>6,75%</b>
<b>Taxa real de juros</b> (taxa média anual e defl: IPCA)	4,1%	5,0%	6,5%	<b>2,9%</b>
<b>CONTAS PÚBLICAS</b>				
<b>Resultado primário</b> (% do PIB)	-1,9%	-2,5%	-2,3%	<b>-2,1%</b>
<b>Resultado nominal</b> (% do PIB)	-10,2%	-9,0%	-8,4%	<b>-7,6%</b>
<b>Dívida pública bruta</b> (% do PIB)	65,5%	69,9%	74,0%	<b>76,2%</b>
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>				
<b>Taxa nominal de câmbio - R\$/US\$</b> (média de dezembro)	3,87	3,35	3,25	<b>3,30</b>
(média do ano)	3,34	3,48	3,19	<b>3,27</b>
<b>SETOR EXTERNO</b>				
<b>Exportações</b> (US\$ bilhões)	191,1	185,2	217,0	<b>228,0</b>
<b>Importações</b> (US\$ bilhões)	171,5	137,5	151,0	<b>174,0</b>
<b>Saldo comercial</b> (US\$ bilhões)	19,7	47,7	66,0	<b>54,0</b>
<b>Saldo em conta corrente</b> (US\$ bilhões)	-59,4	-23,5	-11,0	<b>-27,0</b>