



ECONOMIA BRASILEIRA

Edição Especial do Informe Conjuntural

CNI

Confederação Nacional da Indústria
CNI. A FORÇA DO BRASIL. INDÚSTRIA

Duplo desafio para crescer mais

O BRASIL TEM UM DUPLO DESAFIO EM 2015: restaurar os fundamentos macroeconômicos e elevar a competitividade. Não há escolha entre esses dois objetivos. Ambos são cruciais para a retomada do crescimento sustentado e devem ser viabilizados para implementação simultânea.

A interação das agendas de curto e médio prazos é fundamental para o sucesso do programa. A restauração dos fundamentos econômicos restabelece a credibilidade, afasta incertezas e amplia os horizontes dos agentes.

O ajuste econômico aumentará o grau de previsibilidade na economia se adequadamente combinado com uma estratégia de crescimento com foco na competitividade e redução de custos. É fundamental definir uma agenda microeconômica que produza impactos significativos sobre custos das empresas e a melhoria do ambiente de negócios. A confiança dos investidores será recomposta, promovendo as condições para o retorno do ciclo virtuoso do investimento, da produção, do emprego e do consumo.

O BALANÇO DE 2014 É FRUSTRANTE PARA O SETOR INDUSTRIAL

A economia se manteve estagnada e o PIB cresceu apenas 0,3%, enquanto a indústria mostrou queda de 1,5%. O investimento recuou 6,7%.

Na raiz da perda de dinamismo, além das dificuldades da economia internacional, encontram-se a perda de competitividade, a deterioração dos fundamentos domésticos e as incertezas sobre a estratégia para enfrentar essas dificuldades. O menor ritmo de crescimento da economia se manifesta com clareza na desaceleração do consumo das famílias.

AS PERSPECTIVAS PARA 2015 SÃO MODERADAS

Face ao quadro de ajustes, não se pode esperar um crescimento da economia maior que 1,0%. As contribuições da indústria, com aumento de 1,0%, e das exportações, alta de 2,5%, devem sustentar esse resultado.

Os riscos são predominantemente domésticos, ainda que o cenário externo mereça atenção. Na hipótese de um ajuste interno bem sucedido, com a convergência da inflação e o controle das contas fiscais, a economia poderá mostrar sinais de recuperação na segunda metade do ano. A presença de resistências e dificuldades na implementação do ajuste postergará a recuperação da confiança doméstica e internacional na economia brasileira. O resultado será a continuidade de um quadro de estagnação por um período mais prolongado.

SEÇÕES

A agenda do ajuste econômico e do crescimento 02

BALANÇO 2014

Dificuldades da economia não se resumem ao baixo crescimento 03

PERSPECTIVAS 2015

Travessia será difícil, mas com perspectivas de melhora 05

ATIVIDADE ECONÔMICA

Retração da indústria limita crescimento da economia em 2014 07

EMPREGO E RENDA

Fraco desempenho da economia é refletido no emprego da indústria 11

INFLAÇÃO, JUROS E CRÉDITO

Inflação pressionada por alimentos e realinhamento de preços relativos 14

POLÍTICA FISCAL

Forte expansão fiscal deteriora contas públicas 18

SETOR EXTERNO

País terá déficit comercial após mais de uma década 23

A agenda do ajuste econômico e do crescimento

O ajuste necessário para restaurar os fundamentos macroeconômicos exige ações imediatas em três dimensões. É indispensável recompor o equilíbrio fiscal, com a geração de superávits fiscais consistentes e o controle da dinâmica da dívida pública. É preciso quebrar as expectativas inflacionárias e buscar o atingimento da meta de inflação, sem a utilização de mecanismos de represamento de preços. É necessário reequilibrar as contas externas, com a redução do déficit em conta corrente e a recuperação da competitividade dos produtos brasileiros.

A agenda do crescimento tem um horizonte mais amplo e pode ser agrupada em dois blocos. De um lado, desenvolver ações e políticas voltadas à recomposição da capacidade de investimento. De outro, retomar a agenda da competitividade e das mudanças estruturais na economia com foco na eficiência e produtividade.

A elevação da taxa de investimento da economia é condição indispensável à expansão da

oferta e do crescimento sustentado. A queda recente da poupança doméstica está na raiz da baixa taxa de investimento do país. O aumento, ainda que gradual, da poupança doméstica – tanto pública como privada – é crucial para assegurar o aumento da taxa de investimento sem pressionar as contas externas, em um ambiente internacional de custo de capital crescente. A agenda inclui a promoção de mecanismos de estímulo à poupança privada e o aumento da capacidade de investimento do setor público, com o controle do crescimento dos gastos correntes.

A estratégia de crescimento deve se apoiar no investimento privado como motor da economia. A atenção com a agenda microeconômica é crucial para a melhoria do ambiente de negócios e para a expansão dos projetos privados de investimento. A economia do alto crescimento exige a construção de um ambiente institucional que combine Estado eficiente, credibilidade da política econômica, regulação de qualidade e segurança jurídica. A adaptação e modernização das instituições e a segurança e previsibilidade das regras é o resultado dessa combinação que gera um ambiente propício ao investimento e à produção.

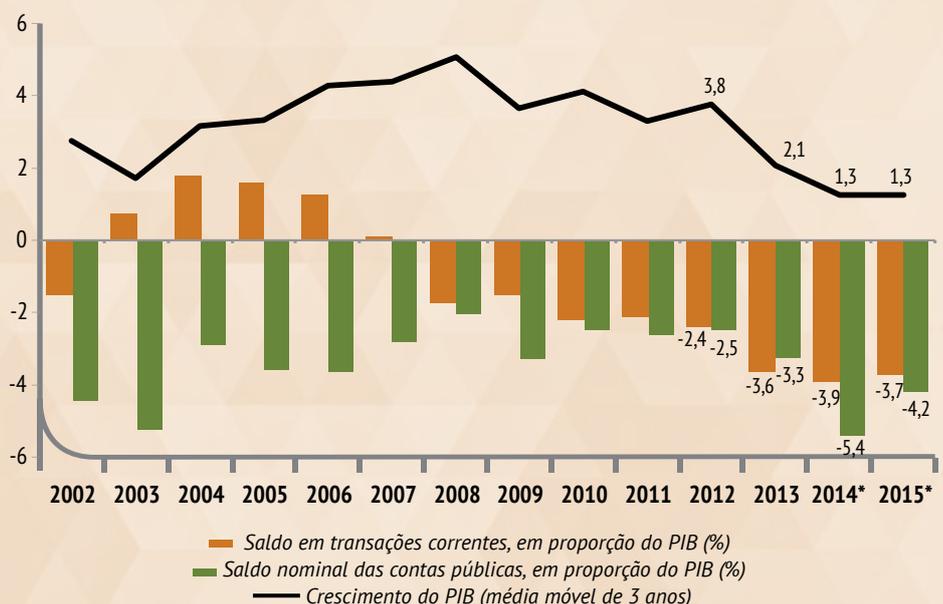
A indústria deve estar no centro dessa estratégia. O comprometimento com avanços na agenda da competitividade deve ser prioridade, adequando os custos de produção ao crescimento da produtividade. Essa agenda inclui a retomada das reformas estruturantes na esfera tributária, com simplificação e redução de burocracia, na construção de mecanismos de financiamento de longo prazo, na modernização das relações de trabalho e na redução do custo do investimento.

A compatibilização das duas agendas deve gerar um ambiente de sinergia. O reequilíbrio macroeconômico sedimenta a confiança, enquanto a agenda da competitividade reforça as perspectivas de lucratividade dos projetos. Ambos são essenciais para a retomada do investimento, a chave do crescimento sustentado.

Déficits comprometeram avanços da economia

Saldo em transações correntes, saldo nominal das contas públicas e crescimento do PIB

Em proporção do PIB e taxa de variação (%)



BALANÇO 2014

Dificuldades da economia não se resumem ao baixo crescimento

Os resultados do ano já são suficientes para avaliar o desempenho econômico de 2014 como negativo. A atividade mostrou muita fragilidade, tanto do lado demanda como da oferta, especialmente no investimento e na indústria. Em resposta à fraca atividade, houve significativa desaceleração na criação de novos postos de trabalho, embora a taxa de desemprego tenha permanecido baixa.

O retrato econômico de 2014 ainda é composto por inflação pressionada e no teto da meta, deterioração das contas públicas, balança comercial negativa e aumento do déficit em transações correntes. Tal avaliação revela que os problemas da economia brasileira vão além do baixo crescimento expresso pelo PIB, indicando a necessidade de ajustes na política macroeconômica e a urgência na execução da agenda pró competitividade.

● RETRAÇÃO DO INVESTIMENTO E DA INDÚSTRIA

O fraco desempenho da atividade econômica em 2014 está refletido, principalmente, nas quedas da indústria e do investimento: estimadas pela CNI em 1,5% e 6,7%, respectivamente. Outros dois resultados que também chamam atenção são as desacelerações dos serviços e do consumo das famílias. Os serviços devem avançar 0,9% em 2014, ante crescimento de 2,2% em 2013, enquanto o aumento do consumo deve ceder de 2,6%, em 2013, para 1,4%, em 2014.

Ao agregar essas estatísticas, o PIB de 2014 deve apresentar um crescimento muito modesto frente a 2013, de apenas 0,3%.

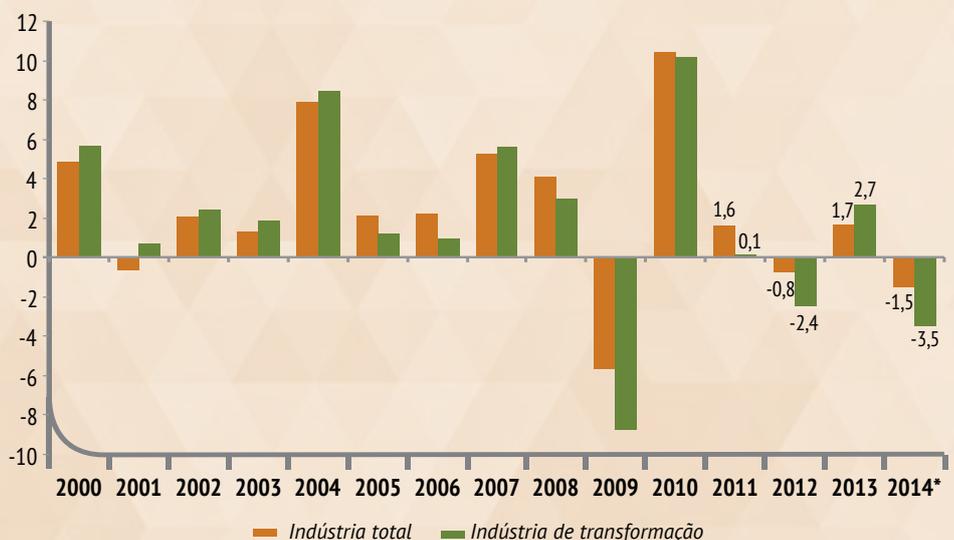
Dentre as principais justificativas para essa quase estagnação destacam-se: as condições menos favoráveis do mercado de trabalho, o maior comprometimento da renda das famílias, a taxa de inflação persistentemente elevada, as condições adversas de acesso ao crédito, os efeitos da alta dos juros e a baixa confiança dos empresários. [\(Ver seção Atividade econômica\)](#)

Embora as condições no mercado de trabalho estejam menos favoráveis – com forte desaceleração no número de vagas criadas –, a taxa de desemprego permaneceu em patamar baixo até setembro e deve fechar o ano em 4,8% (PME/IBGE), a taxa mais baixa de toda a série histórica, iniciada em 2003. [\(Ver seção Emprego e renda\)](#)

Indústria não consegue manter uma sequência de crescimento

PIB da indústria total e da indústria de transformação

Varição anual (%)



Fonte: IBGE - *Projeção CNI

As principais fontes da pressão inflacionária em 2014 foram a alta nos preços dos alimentos, a inércia dos preços dos serviços, a recomposição parcial de preços administrados e o realinhamento dos preços relativos

● **INFLAÇÃO SEGUE PRESSIONADA**

A taxa de inflação manteve-se em níveis elevados ao longo do ano, ultrapassando em alguns meses o limite superior da meta no acumulado dos últimos 12 meses. Para o ano fechado, a CNI estima que o IPCA fique em 6,4%.

As principais fontes dessa pressão inflacionária em 2014 foram a alta nos preços dos alimentos, a inércia dos preços dos serviços, a recomposição parcial de preços administrados e o realinhamento dos preços relativos – provocado pela depreciação cambial.

Frente a essa situação, a política monetária apresentou comportamentos distintos ao longo do ano. Entre janeiro e abril, foi adotada uma gradual escalada dos juros – que havia sido iniciada em 2013 –, levando a *Selic* a 11,00% em abril. De maio a setembro, houve interrupção do aperto na política monetária, aguardando os seus efeitos defasados sobre a atividade econômica e, consequentemente, sobre a inflação. Como o aperto monetário não foi sufi-

ciente para manter a inflação pelo menos abaixo do limite superior da meta, o Banco Central voltou a subir os juros em outubro e dezembro, reativando e intensificando o ciclo de alta. Assim, a taxa de juros nominal terminará o ano em 11,75%. ([Ver seção Inflação, juros e crédito](#))

● **BALANÇA COMERCIAL TERÁ O PIOR RESULTADO DOS ÚLTIMOS 16 ANOS**

A consolidação de um déficit na balança comercial brasileira é uma marca de 2014. As exportações totalizaram US\$ 207,6 bilhões até novembro, valor 6,2% inferior ao registrado em igual período de 2013. As importações também se reduziram, mas em ritmo menor: 4,3% na mesma comparação.

Sem grandes mudanças previstas para o mês de dezembro, 2014 deve terminar com déficit comercial de US\$ 4,5 bilhões – o primeiro déficit em base anual desde 2000 e o maior desde 1998.

O Investimento Estrangeiro Direto (IED) alcançou US\$ 66 bilhões em 12 meses até outubro de 2014 (2,91% do PIB), mostrando certa estabilidade em relação a 2013.

Avaliamos que o déficit em transações correntes deverá encerrar 2014 em torno de US\$ 86 bilhões, 3,9% do PIB projetado pela CNI para o ano.

Com relação à taxa de câmbio, chama atenção tanto a significativa oscilação dos últimos meses como a forte depreciação sofrida em novembro, que levou o câmbio para o patamar mais elevado desde 2005. A taxa de câmbio média de dezembro será de R\$ 2,55/US\$, com média anual de R\$ 2,35/US\$. ([Ver seção Setor externo](#))

● **POLÍTICA FISCAL FORTEMENTE EXPANSIONISTA**

A política fiscal reforçou, em 2014, o expansionismo que a caracterizou nos últimos anos. Pelo lado das despesas, observou-se a manutenção do ritmo de crescimento registrado em 2013. As receitas, por sua vez, apresentaram redução significativa na taxa de expansão nos governos regionais e devem ter queda real no Governo Federal.

Esse descompasso entre receitas e despesas intensificou a deterioração dos indicadores fiscais em 2014, como o resultado primário do setor público consolidado que deve ser negativo em R\$ 5,5 bilhões (0,1% do PIB). Em termos recorrentes, o déficit primário do setor público consolidado deve ficar em 0,3% do PIB este ano.

Com a deterioração do resultado primário e o aumento das despesas com juros, a CNI avalia que o déficit nominal deve passar de 3,25%, em 2013, para 5,4%, em 2014. O impacto do aumento do déficit nominal deve superar os efeitos do aumento do PIB nominal e do ajuste cambial nas dívidas interna e externa e fazer com que a relação Dívida Líquida/PIB suba de 33,6%, em 2013, para 36,3%, em 2014. ([Ver seção Política Fiscal](#))

PERSPECTIVAS 2015

Travessia será difícil, mas com perspectivas de melhora

As perspectivas de desempenho da economia brasileira para 2015 são bastante modestas, embora melhores que as deste ano. O PIB deverá crescer em torno de 1,0%, taxa similar à do PIB da indústria. A agropecuária irá crescer 2,4% e os serviços seguirão em desaceleração, com alta de apenas 0,7%.

● MELHORA GRADUAL AO LONGO DO ANO

A recuperação da credibilidade da política econômica, em especial no cumprimento da meta fiscal, assim como o realinhamento de preços e da taxa de câmbio, irão restabelecer os sinais de mercado necessários para a melhora da confiança dos agentes produtivos. Com isso, projetamos a retomada gradual da produção da indústria e do investimento na segunda metade do ano.

É importante observar que taxas robustas de crescimento do PIB ocorreram apenas nos períodos em que o investimento e a indústria registraram expansão significativa. Restabelecer as condições para essa conjunção é, portanto, condição indispensável para a obtenção de um novo ciclo de crescimento mais expressivo da economia brasileira (Ver box ao lado sobre PIB potencial).

Todavia, o início do ano deve ser marcado pelo aprofundamento das dificuldades em função do ajuste adotado para reverter a deterioração dos fundamentos macroeconômicos. O novo ciclo de elevação dos juros, já iniciado, e os efeitos da contração fiscal, a ser implementada ao longo do ano, irão conter a demanda das

famílias e o investimento, em especial no primeiro semestre. Na média do ano esperamos crescimento de apenas 0,7% no consumo das famílias e estagnação da Formação Bruta de Capital Fixo. O consumo do governo crescerá 1,2%, taxa também menor que em 2014.

A melhora da demanda externa líquida, com a desvalorização cambial e a recuperação de alguns mercados para os produtos manufaturados, será um contraponto positivo para a retomada do crescimento em 2015. As exportações devem crescer 2,5%, enquanto as importações devem ter retração de 0,3% (ambas no conceito das Contas Nacionais). Assim, a contribuição da demanda externa para o PIB será positiva em 0,4 ponto percentual.

PIB potencial

O Brasil experimentou significativo crescimento do PIB potencial entre 2000 e 2008, com taxa média de 3,2% ao ano. Grande parte desse avanço está associado ao crescimento da População Economicamente Ativa (PEA), à redução na taxa de desemprego e ao forte aumento da taxa de investimento – que passou de 16,8%, em 2000, para 19,1%, em 2008.

A partir de 2009, contudo, a economia sofreu clara redução do seu potencial de expansão, especialmente nos anos mais recentes, quando o PIB potencial caiu para baixo de 3,0% – 2012 (2,5%) e 2013 (2,1%). Em 2014, até o terceiro trimestre, foi estimado em 2,0%.

Para reverter esse quadro, é necessário priorizar a agenda da competitividade, com a ampliação da taxa de investimento e o aumento da produtividade do trabalho.

Potencial de crescimento da economia brasileira é cada vez menor

PIB e PIB potencial

Últimos 4 trimestres contra os 4 trimestres anteriores (%)



Fonte: IBGE - Elaboração: CNI
*Estimado pelo filtro estatístico HP

● RECUPERAÇÃO MODERADA DA INDÚSTRIA COM MUDANÇA DE PREÇOS RELATIVOS

A atividade manufatureira irá mostrar crescimento de 0,8% em 2015, após a forte queda em 2014. A melhora deve se iniciar nos segmentos comercializáveis (“*tradables*”) da indústria de transformação, que sofreram com a perda de competitividade ocasionada pelo câmbio apreciado e pela elevação dos custos domésticos. O realinhamento de preços também deve potencializar os efeitos positivos de medidas já adotadas, como a desoneração da folha de pagamentos.

Nos demais segmentos industriais, prevemos expansão de 2,5% na extrativa mineral, muito em função da maior produção de petróleo, e de 1,7% nos Serviços Industriais de Utilidade Pública. A indústria da construção, por sua vez, deverá mostrar crescimento nulo, com a estagnação do investimento (Ver seção Atividade econômica).

O segundo ano de crescimento reduzido do PIB irá se refletir no mercado de trabalho. Devemos observar a continuidade de perda de postos no segmento industrial e um arrefecimento das contratações nos setores não comercializáveis internacionalmente (“*non-tradables*”), como serviços. Com o provável aumento da População Economicamente Ativa (PEA) em busca de trabalho, a taxa de desemprego (PME/IBGE) deve mostrar pequena alta, para 5,2% (Ver seção [Emprego e renda](#)).

● CORREÇÃO NO RUMO DA POLÍTICA ECONÔMICA

A incompatibilidade nas duas componentes da política macroeconômica será eliminada em 2015. Ambas terão como foco de curto prazo a recuperação dos fundamentos e a estabilidade. A meta de superávit primário de 1,2% deverá ser alcançada, com uma combinação de contenção de gastos (com o contingenciamento do orçamento federal) e a parcial recomposição de receitas, devido ao fim de algumas desonerações tributárias.

O aumento do resultado primário deve fazer com que o déficit nominal caia de 5,4% em 2014 para 4,2% do PIB em 2015, mesmo com o aumento nas despesas com juros. A relação Dívida Líquida/PIB ainda irá mostrar alta, encerrando 2015 em 37,6% do PIB (Ver seção [Política fiscal](#)).

A sinergia com a política fiscal permitirá maior eficiência à política monetária. O ciclo de alta dos juros deverá se completar em março, com a *Selic* alcançando 12,50%, suficiente para iniciar o arrefecimento da inflação no segundo trimestre de 2015, apesar do realinhamento de preços relativos. A desaceleração da demanda por “*non-tradables*” será um fator crucial para a quebra da inércia inflacionária desse grupo de produtos. Ainda assim, a inflação ficará próxima ao limite superior da meta, em 6,2%, menor que em 2014 (Ver seção [Inflação, juros e crédito](#)).

● NOVO PATAMAR DE CÂMBIO DEVE SE CONSOLIDAR

A tendência de desvalorização do real em relação ao dólar deverá se manter em 2015, consolidando um novo patamar para a taxa de câmbio. Avaliamos que a taxa de câmbio alcançará R\$ 2,70/US\$ em dezembro de 2015, com a média do ano em torno de R\$ 2,60/US\$.

A normalização da política monetária norte-americana é o principal componente desse movimento. Adicionalmente, dois outros fatores podem impactar a dinâmica da taxa de câmbio em 2015: o possível fim do programa de *swaps* cambiais do Banco Central

e uma eventual mudança na classificação de risco soberano pelas agências de risco, no caso de insucesso do programa brasileiro de ajuste econômico.

Mesmo com essa melhora, o valor das exportações deve recuar 2%, para US\$ 219,5 bilhões, em função da queda nos preços das *commodities*. As importações deverão cair 7%, ritmo mais forte em 2015, para US\$ 212 bilhões. Com isso, o saldo comercial voltará a ser positivo em 2015, em torno de US\$ 7,5 bilhões.

O déficit em transações correntes será menor em 2015, com a reversão do saldo comercial. O valor de US\$ 78 bilhões representa 3,7% do PIB projetado para 2015 pela CNI (Ver seção [Setor externo](#)).

● OS RISCOS DE UM CENÁRIO MENOS FAVORÁVEL

O cenário internacional merece atenção. É certa uma elevação, ainda que moderada, nas taxas de juros norte-americanas e, conseqüentemente, a valorização do dólar. Todavia, a recuperação da economia dos EUA pode não ser suficiente para dinamizar o comércio mundial, que já sofre com a desaceleração da China e as dificuldades da Europa e Japão. O próprio realinhamento dos preços do petróleo pode gerar limitações adicionais em países emergentes, com impactos nos fluxos de capitais. Todos esses são riscos fora de nosso controle.

Os riscos do lado doméstico podem ser mais graves. Dificuldades na implementação do ajuste econômico, gerando frustrações com as metas ou tolerância excessiva com desequilíbrios macroeconômicos e de preços, podem impedir a melhora da confiança, indispensável para a recuperação gradual da economia e da indústria. Nesse caso, deveremos observar um cenário de estagnação, à semelhança de 2014.

ATIVIDADE ECONÔMICA

Retração da indústria limita crescimento da economia em 2014

Queda do investimento e desaceleração do consumo também são destaques negativos

Revelados os principais indicadores econômicos de, pelo menos, três quartos do ano, já é possível afirmar que o resultado do PIB brasileiro será frustrante em 2014. De acordo com as estimativas da CNI, a economia do país deve avançar apenas 0,3% – taxa muito inferior à média global, estimada pelo FMI em 3,3%.

Do lado da oferta, a indústria é a principal responsável pelo fraco desempenho. Mesmo com a alta do terceiro trimestre, o PIB industrial mostra resultado negativo no acumulado do ano: queda de 1,4% na comparação dos três primeiros trimestres de 2014 com o mesmo período de 2013 (Contas Nacionais/IBGE).

Os resultados da produção física reforçam esse diagnóstico negativo da indústria. Nos dez primeiros meses do ano, o indicador de produção acumula retração de 3,0% (PIM-PF/IBGE).

O panorama é ainda pior quando a avaliação se restringe à indústria de transformação. A queda na produção dessa atividade é de 4,0%, também no acumulado de janeiro a outubro, com destaque para os bens de capital, que caíram 8,8%. Além disso, chama atenção a disseminação dos resultados negativos entre os setores: dos 25 pesquisados, apenas cinco apresentaram crescimento da produção no acumulado até outubro (PIM-PF/IBGE).

O desaquecimento da atividade industrial também é percebido na trajetória dos estoques e da Utilização da Capacidade

A economia brasileira deve avançar apenas 0,3% em 2014, taxa muito inferior à média global, estimada pelo FMI em 3,3%

Instalada (UCI). O indicador de estoque efetivo em relação ao planejado referente às empresas de grande porte subiu para 53,8 pontos em outubro, mantendo-se acima da linha divisória dos 50 pontos, o que indica presença de estoques indesejados na indústria (Sondagem Industrial/CNI).

Queda na produção é disseminada entres os setores da indústria

Produção física industrial por setor e categoria de uso

Média de janeiro a outubro de 2014 frente ao mesmo período do ano passado (%)



Fonte: IBGE

Em resposta ao alto nível de estoques e à desaceleração da demanda, as empresas industriais têm reduzido o uso de suas instalações produtivas. Tal movimento fica evidente ao se comparar a média da UCI em 2014 (entre janeiro e outubro) com as médias de anos anteriores (referentes aos mesmos dez meses). Segunda a pesquisa Indicadores Industriais/CNI, a média atual (81,3%) é a mais baixa dos últimos cinco anos – inclusive 2012 (82,2%), ano em que houve retração do PIB industrial.

Com estoques indesejados, ociosidade do parque fabril e produção em queda, ajustes no quadro de trabalhadores tornaram-se inevitáveis na indústria. Em outubro, foi registrada a oitava queda mensal consecutiva do indicador de emprego na indústria de transformação (Indicadores Industriais/CNI). Se não houver uma reversão significativa dessa trajetória nos últimos dois meses do ano, o número de trabalhadores da indústria cairá em 2014. Esse fato foi observado pela última vez em 2009, ano em que o PIB brasileiro caiu 0,3% e a indústria retraiu-se em 5,6%.

No caso da indústria da construção a situação é ainda mais grave. A Sondagem Indústria da Construção/CNI mostrou forte deterioração de seus indicadores ao longo deste ano, quando todos ficaram abaixo dos 50 pontos, inclusive aqueles que captam as perspectivas para os próximos seis meses. O indicador do nível de atividade, por exemplo, registrou 42,7 pontos em outubro, o que representa manutenção da queda na atividade do setor.

Face aos resultados anteriormente comentados, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI/CNI) encontra-se, há nove meses consecutivos, abaixo da linha divisória dos 50 pontos, o que sugere falta de confiança. O ICEI atingiu em dezembro 45,2 pontos (11,8 p.p. abaixo da média histórica).

Nesse contexto de baixa atividade e falta de confiança, a expectativa é de que o PIB da indústria mostre queda de 1,5% em 2014. A retração é puxada, principalmente, pelas indústrias de

transformação e da construção: queda de 3,2% para a primeira e de 4,7% para a segunda. A indústria extrativa, por sua vez, apresentou resultados positivos nos dez primeiros meses do ano e deve se recuperar da queda registrada em 2013, avançando 6,2% este ano.

A queda da indústria somada à desaceleração do consumo e do comércio deve levar o setor de serviços a uma redução no seu ritmo de crescimento: de 2,2% em 2013 para 0,9% em 2014. As vendas no comércio varejista ampliado (que incluem os veículos automotores e os materiais de construção) retratam bem esse arrefecimento, pois caíram em metade dos meses apurados e acumulam retração de 1,5% até outubro (PMC/IBGE).

Do lado da demanda, o investimento segue como a variável crítica. Após quatro quedas consecutivas, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) voltou a crescer no terceiro trimestre, mas sem força suficiente para impedir que a variável termine

Retomada da confiança é fundamental para a indústria voltar a crescer

Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI)

Em pontos



Fonte: CNI

O ICEI varia de 0 a 100 pontos. Valores acima de 50 indicam empresários confiantes

o ano com resultado negativo (Contas Nacionais/IBGE).

A falta de confiança dos empresários industriais, o enfraquecimento do consumo das famílias e a própria retração da indústria da construção (que responde por mais da metade da FBCF) devem levar a uma queda de 6,7% do investimento em 2014.

Dessa maneira, a taxa de investimento (FBCF em proporção do PIB) deve cair de 18,2% em 2013 para 17,0% em 2014, aquém das taxas apresentadas por diversos países emergentes.

Parte desse baixo investimento está associada à também baixa taxa de poupança doméstica, que chegou a apenas 12,8% no terceiro trimestre deste ano – calculada pela média dos últimos quatro trimestres.

A perda de fôlego do consumo das famílias é característica marcante de 2014. Após a moderada recuperação no segundo trimestre, o consumo voltou a cair no terceiro e não dá sinais de que terá força para mudar o panorama do ano (Contas Nacionais/IBGE). Dessa forma, a expectativa para o comportamento anual é de que o consumo das famílias cresça apenas 1,4% – taxa mais baixa desde 2003 –, marcando o quarto ano consecutivo de desaceleração. Tal acomodação é justificada pelas condições adversas de acesso ao crédito (mais caro e restrito), pela piora nas expectativas sobre o mercado de trabalho e pela inflação elevada.

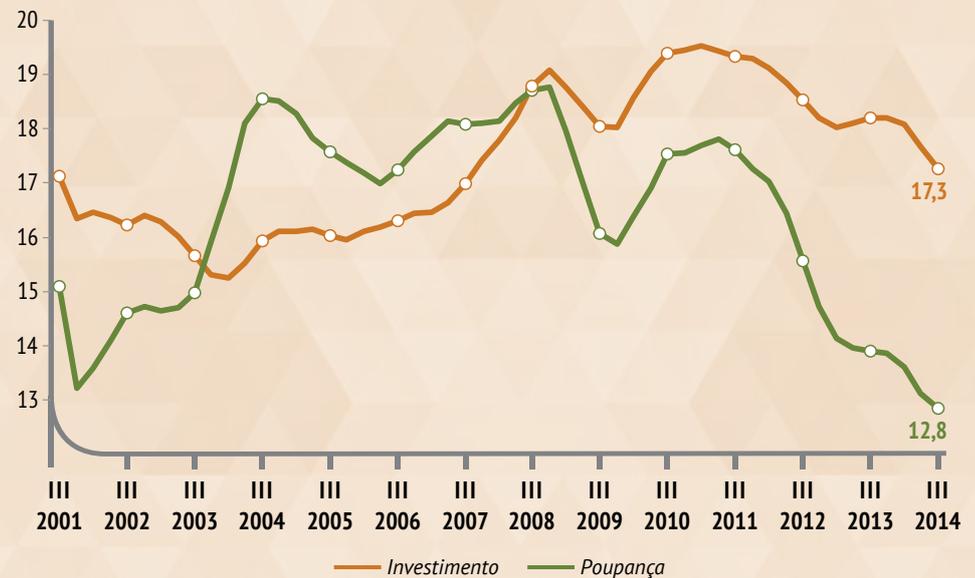
Com relação ao consumo do governo, projetamos leve redução no seu crescimento, cuja taxa deve cair de 2,0%, em 2013, para 1,9%, em 2014.

Dada a desaceleração do consumo das famílias, do investimento e a retração da indústria, estimamos que as importações de bens e serviços cresçam somente 0,2% este ano. Taxa muito

Maior taxa de investimento exige crescimento da poupança

Taxa de investimento e taxa de poupança – médias trimestrais

Formação Bruta de Capital Fixo e Poupança Doméstica Bruta, ambas em proporção do PIB (%); média móvel de quatro trimestres



Fonte: IBGE

A taxa de investimento deve cair de 18,2%, em 2013, para 17,0% em 2014. Aquém das taxas apresentadas por diversos países emergentes

abaixo daquela apurada no ano passado, de 8,3%.

As exportações também apresentarão crescimento menos intenso frente a 2013, quando houve avanço de 2,5%. Com a menor contribuição dos produtos manufaturados, a CNI estima que as exportações de bens e serviços subam 1,8% em 2014. Ressalta-se que sem a contribuição do setor externo, o PIB em 2014 crescerá apenas 0,1%.

Estimativa do PIB para 2014

Varição percentual dos componentes do PIB

COMPONENTES DO PIB		Taxa de crescimento (%)
Ótica da demanda	Consumo das famílias	1,4
	Consumo do governo	1,9
	FBCF	-6,7
	Exportações	1,8
	(-) Importações	0,2
Ótica da oferta	Agropecuária	1,2
	Indústria	-1,5
	Indústria extrativa	6,2
	Ind. de transformação	-3,2
	Construção civil	-4,7
	SIUP	1,7
	Serviços	0,8
PIB pm		0,3

PERSPECTIVAS

● RITMO LENTO DA ECONOMIA DEVE PERSISTIR EM 2015

O cenário para 2015 não está muito distante do visto em 2014. A expectativa é de que a economia brasileira siga com dificuldade de acelerar o ritmo de crescimento, uma vez que a maior parte dos entraves a essa aceleração está fundamentada em questões de difícil solução no curto prazo.

O ajuste econômico, como a extensão e intensificação do ciclo de alta dos juros e a retomada do superávit fiscal, gera complicadores adicionais à atividade econômica no curto prazo. Considerando que esses ajustes sejam conduzidos com sucesso no primeiro semestre, avaliamos que no segundo semestre a confiança dos agentes apresentará melhora e isso será refletido em maior atividade econômica. Com isso, projetamos que o PIB cresça 1,0% no próximo ano, ou seja, acima do estimado para 2014.

Do lado da oferta, a grande diferença entre os dois anos se concentra na indústria, que deverá voltar a crescer em 2015 – ainda que moderadamente. O principal motivo para essa recuperação parcial será o câmbio depreciado, que tornará o ambiente mais favorável tanto às exportações, especialmente de manufaturados, como à competição com os importados.

Contando que a contribuição do setor externo supere as dificuldades impostas pela deterioração da demanda doméstica, a CNI prevê crescimento de 0,8% para a indústria de transformação em 2015.

A indústria extrativa também deve apresentar desempenho positivo no próximo ano, com alta de 2,5%. Esse resultado deriva, principalmente, da expectativa de aumento na produção de petróleo.

Para a indústria da construção a perspectiva é diferente,

e menos positiva. Os indicadores de expectativa do setor não apontam sinais de reversão no atual quadro de desaquecimento (Sondagem Indústria da Construção/CNI). Avaliamos, assim, que o crescimento deve ser nulo na construção em 2015.

Feito o balanço entre esses segmentos, prevemos que o PIB da indústria como um todo cresça 1,0% no próximo ano. Resultado interpretado como positivo, dada a atual conjuntura econômica, mas ainda insuficiente para recolocar a indústria como motor do crescimento da economia nacional.

Em razão da demanda fragilizada e do baixo crescimento da indústria, os serviços devem crescer em 2015 a uma taxa inferior à estimada para 2014: 0,7% e 0,9%, respectivamente.

Já para a agropecuária projetamos crescimento em 2015 (de 2,4%) acima do esperado para 2014 (de 1,2%).

Do lado da demanda, o consumo das famílias deve seguir em desaceleração. Para 2015, a CNI prevê expansão de 0,7%, metade do esperado em 2014. O crescimento reduzido é explicado pela intensificação da política monetária restritiva, pelas condições menos favoráveis do mercado de trabalho, pelo maior comprometimento da renda das famílias, pela taxa de inflação persistentemente elevada, pelas condições adversas de acesso ao crédito e pelo provável aperto fiscal.

O investimento (Formação Bruta de Capital Fixo), bem como a indústria da construção, deve ter crescimento nulo no próximo ano. Com a *Selic* mais alta, a expectativa de demanda – que já vem perdendo força – é reduzida e, além disso, o custo de oportunidade do capital se eleva, tornando os projetos de investimento menos atrativos.

O resultado só não será pior para o investimento em 2015 de-

vido à retomada do crescimento da indústria de transformação. Isso porque ao ganharem mercado via câmbio mais competitivo, parte das empresas industriais deve reativar seus projetos de investimento.

Frente ao atual quadro fiscal do país, a CNI projeta menor crescimento dos gastos do governo para 2015, em 1,2%.

O setor externo deve ter contribuição positiva para o avanço do PIB no próximo ano. Tal resultado é explicado pelo maior ritmo de crescimento das exportações, em 2,5%, e pela ligeira queda das importações, de 0,3%.

O movimento de alta previsto para as exportações é justificado, basicamente, pela maior produção de petróleo e pelo efeito do câmbio, sobretudo nos manufaturados. No sentido oposto, as importações devem cair em resposta à desaceleração do consumo.

Estimativa do PIB para 2015

Variação percentual dos componentes do PIB

COMPONENTES DO PIB		Taxa de crescimento (%)
Ótica da demanda	Consumo das famílias	0,7
	Consumo do governo	1,2
	FBCF	0,0
	Exportações	2,5
	(-) Importações	-0,3
Ótica da oferta	Agropecuária	2,4
	Indústria	1,0
	Indústria extrativa	2,5
	Ind. de transformação	0,8
	Construção civil	0,0
	SIUP	1,7
	Serviços	0,7
PIB pm		1,0

EMPREGO E RENDA

Fraco desempenho da economia é refletido no emprego da indústria

Principalmente a transformação que deve fechar o ano com mais demissões do que contratações

O mercado de trabalho na indústria está desaquecido. Todos os quatro segmentos da indústria apresentaram desaceleração na criação líquida de vagas em 2014. Segundo dados do CAGED/MTE, o saldo acumulado em 12 meses até outubro de 2014, considerando as informações declaradas fora de prazo, mostra a redução de 190.777 postos de trabalho na indústria. Esse resultado representa uma queda de 140% em relação ao número de vagas criadas no acumulado em 12 meses até outubro de 2013.

A indústria de transformação foi a que mais reduziu a criação de vagas: o saldo acumulado em 12 meses até outubro de 2014 mostra redução de 157.213 vagas, enquanto no mesmo período em 2013 esse número foi positivo, mostrando a criação de 259.505 vagas.

O emprego está decrescendo com o resultado negativo da atividade industrial – o PIB da indústria diminuirá em 1,5% no ano de 2014, segundo projeção da CNI. Vale destacar que para a indústria de transformação a previsão é ainda mais negativa: -3,2%.

Segundo a pesquisa Indicadores Industriais/CNI, o emprego na indústria diminuiu 0,3% até outubro de 2014, na comparação com o mesmo período do ano anterior. Dentre os setores de atividade da indústria de transformação, o dinamismo é heterogêneo: o emprego diminuiu em metade dos 22 setores considerados pela pesquisa. O setor Derivados de petróleo e biocombustíveis teve o pior desempenho em termos de geração de empregos e apresentou queda de 5,0% no acumulado de janeiro a outubro de 2014, frente ao mesmo período de 2013. Por outro lado, os setores Farmacêuticos e Alimentos apresentaram as maiores taxas de crescimento na mesma base

de comparação: 3,67% e 3,65%, respectivamente.

● TAXA DE DESEMPREGO CONTINUA BAIXA

Mesmo em ambiente de fraca atividade econômica, a taxa de desemprego se mantém baixa. O mês de outubro apresentou o menor índice de desemprego da série histórica para o mês, ao atingir 4,7% da População Economicamente Ativa (PEA). O índice ainda deve diminuir no final do ano, dado o efeito sazonal da criação de empregos temporários nesse período. Estimamos que as taxas de desemprego para novembro e dezembro fiquem próximas a 4,5%. Dessa forma, a média projetada para o ano de 2014 será a menor da série histórica e deverá encerrar o ano em torno de 4,8%.

O fator de maior influência para a continuidade da baixa

Taxa de desemprego chegará a seu menor nível em 2014

Taxa de desemprego

Em proporção da PEA, %

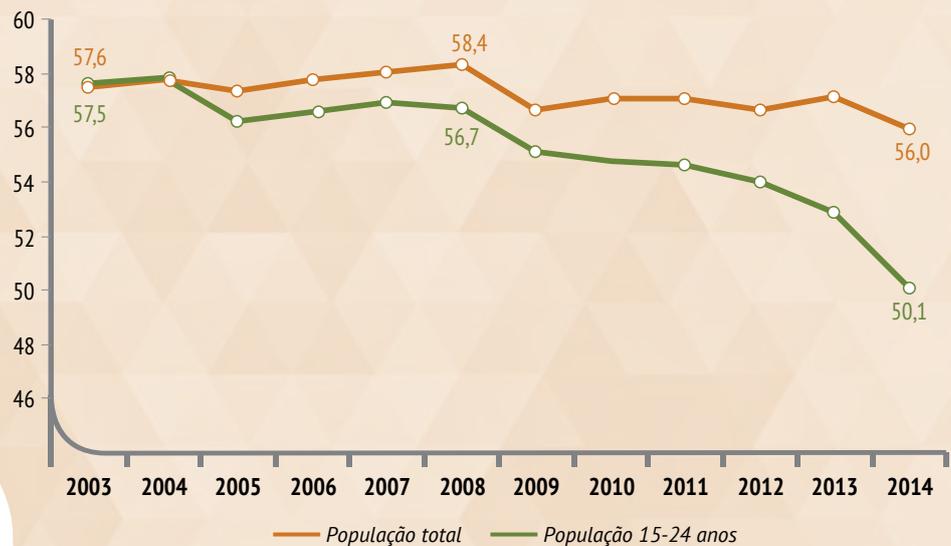


Fonte: IBGE - *Projeção CNI

Redução na taxa de participação é marcante em 2014

Taxa de participação

População Economicamente Ativa (PEA) em proporção da População em Idade Ativa (PIA), % - média até outubro de cada ano



Fonte: IBGE

taxa de desocupação é o comportamento da PEA, que vem atenuando seu ritmo de crescimento desde 2013, mostrando uma redução no ritmo de crescimento de pessoas a procura de emprego. Esse contingente potencial de força de trabalho não faz parte da população desempregada, e nem da PEA, mas afeta mais fortemente o numerador da taxa de desocupação, fazendo com que ela se reduza.

O comportamento da taxa de participação da população brasileira chama atenção em 2014. A taxa de participação da PEA em termos da População em Idade Ativa (PIA) apresentou o menor valor desde 2003 - início da série histórica -, quando comparada às médias de janeiro a outubro de cada ano. Nota-se, entretanto, que a parcela da população que mais influenciou esse resultado está compreendida entre as pessoas de 15 a 24 anos de idade. Isso sugere que a população brasileira está entrando cada vez mais tarde no mercado de trabalho.

Dessa maneira, a taxa de desemprego permanece baixa mesmo em um ambiente de fraco desempenho da atividade econômica, onde a criação de vagas é reduzida e o número

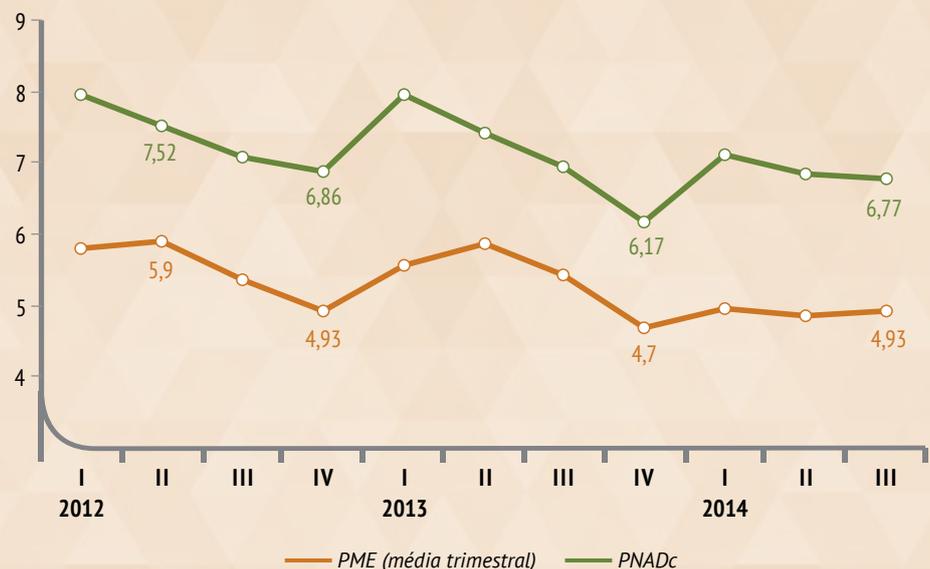
PNAD Contínua

Diferentemente da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), que abrange apenas as seis principais regiões metropolitanas do país, a PNAD Contínua abrange todo o território nacional (inclui, portanto, o interior do país). No terceiro trimestre de 2014, a PNAD Contínua apresentou uma taxa de desemprego de 6,77%, enquanto a apresentada pela PME foi de 4,93%, mostrando uma diferença de aproximadamente 1,8 p.p.. Apesar da magnitude da diferença entre as pesquisas, a tendência apresentada pela PNAD Contínua corrobora a tendência de queda da taxa de desemprego das seis regiões metropolitanas da PME.

PNAD Contínua está em linha com a PME

Taxa de desemprego

Em proporção da PEA (%)



Fonte: IBGE

de demissões vem aumentando. Até outubro de 2014, a criação líquida de empregos foi de 933.533 vagas (CAGED/MTE), o que corresponde a uma queda de 37% na criação de empregos se comparado ao mesmo período de 2013.

● RENDIMENTO MÉDIO REAL DOS TRABALHADORES ACELERA EM 2014

Apesar da retração no ritmo de criação de empregos, o rendimento médio dos trabalhadores nos dez primeiros meses de 2014 foi 2,8% maior do que em 2013. Trata-se de uma reversão no comportamento da taxa média de crescimento interanual dos rendimentos habitualmente recebidos (PME/IBGE), que mostrava desaceleração no ritmo de crescimento desde 2013, quando apresentou um crescimento médio da renda real de 1,8%.

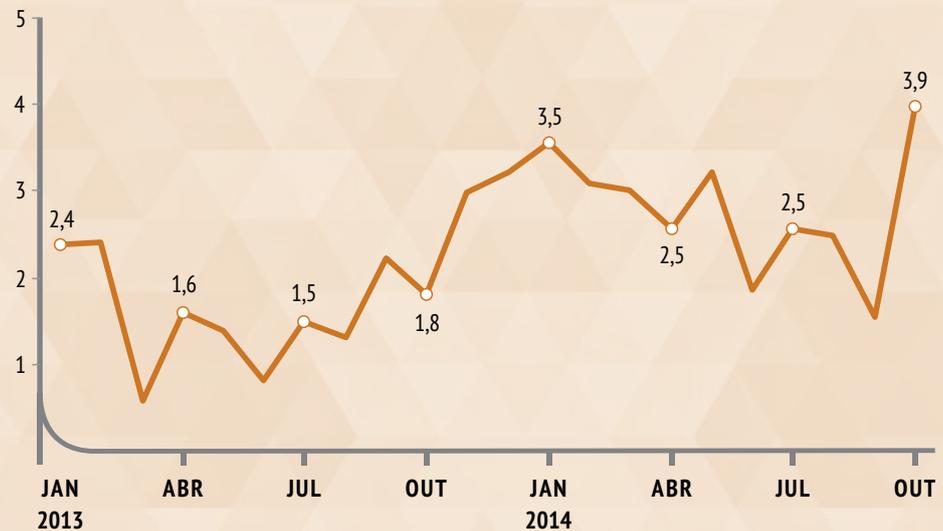
No mês de outubro deste ano, o salário real médio dos ocupados alcançou o valor de R\$ 2.122,10 – o maior valor da série história iniciada em março de 2002. Quando comparado ao mesmo mês do ano anterior, o rendimento mostra uma variação positiva de aproximadamente 4,0%.

O crescimento dos empregos formais pode explicar parte dessa aceleração dos rendimentos frente aos períodos anteriores. A taxa de participação de empregos formais – soma dos empregados com carteira, militares e regime jurídico único – representou, na média até outubro, 63,3% da População Ocupada em 2014, enquanto esse número foi de 62,7%, em 2013. Como esse tipo de ocupação paga acima da média, seu crescimento eleva o nível dos rendimentos. Os empregados com carteira assinada do setor privado receberam, em média, R\$ 1.886,30 em 2014, enquanto os empregados informais tiveram rendimento

Rendimento dos trabalhadores acelera em 2014

Rendimento real médio habitualmente recebido

Variação frente ao mesmo mês do ano anterior (%)



Fonte: IBGE

médio de R\$ 1.477,20. Apesar dos empregos com carteira não representarem a integridade dos empregos formais, esse resultado sugere que o rendimento médio do emprego formal é superior ao emprego informal.

PERSPECTIVAS

● MODERADO AUMENTO DA TAXA DE DESEMPREGO

Para o ano de 2015, a expectativa da CNI é de menor crescimento do rendimento médio. O aumento da diferença entre os salários dos admitidos e dos desligados já pode ser observado. Isto é, durante o ano de 2014 os novos contratados ganharam salários cada vez menores quando comparados aos salários daqueles que foram desligados. A diferença média dos salários entre esses grupos foi, de janeiro a outubro de 2014, praticamente três vezes maior do que a diferença apresentada no mesmo período de 2013, segundo dados do CAGED/MTE.

A persistência da inflação em um patamar elevado e o fato dos novos contratados receberem menores salários podem fazer com que mais membros de uma mesma família precisem trabalhar. Esses fatores devem levar pessoas que estão fora da PEA a procurar por empregos. A fraca atividade econômica esperada para o ano de 2015, embora mais forte do que a de 2014, continuará gerando poucas vagas e complementa o cenário que justifica a expectativa do aumento da taxa de desemprego.

Por esses motivos, projetamos que a taxa média de desocupação em 2015 fique ligeiramente acima a de 2014, em torno de 5,2%.

INFLAÇÃO, JUROS E CRÉDITO

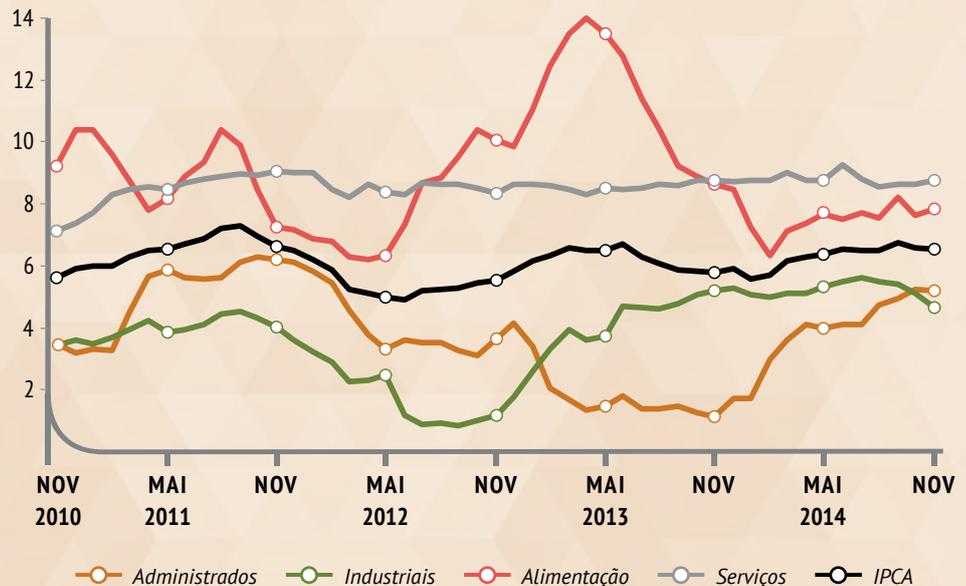
Inflação pressionada por alimentos e realinhamento de preços relativos

Recomposição parcial dos preços administrados também contribuiu para os avanços do IPCA

Preços administrados aceleraram em 2014

IPCA por grupos

Acumulado em 12 meses (%)



Fonte: IBGE - Elaboração: CNI

A inflação vem, desde junho, se mantendo acima de 6,50%, limite superior da banda estipulada pelo sistema de metas de inflação. O IPCA, índice base do sistema, encerrou o mês de novembro com uma variação acumulada, em 12 meses, de 6,56%. Para o último mês do ano estimamos uma variação inferior àquela apresentada em dezembro de 2013, na qual os preços de gasolina e do óleo diesel foram protagonistas.

Diversos fatores contribuíram para o comportamento da inflação ao longo do ano de 2014. O ciclo de alta dos juros, interrompido em abril e retomado em outubro último, limitou em certa medida a atividade econômica e, consequentemen-

te, a subida dos preços. No mesmo sentido, a queda significativa dos preços das *commodities*, como consequência da desaceleração da China, também conteve avanços mais significativos da inflação.

Em contrapartida, a política fiscal expansionista e o ajuste, ainda que parcial, dos preços administrados pressionaram os preços no decorrer do ano. Outro elemento que contribuiu para a alta da inflação em 2014 foi o aumento da taxa de câmbio, que impactou os preços dos bens comercializáveis.

O grande destaque no comportamento da inflação em 2014 foram os preços administrados, que avançaram para 5,22% no acumulado em 12 meses encerrados em novembro, ante 1,12% para o mesmo período de 2013. A razão para tal movimento foi a flexibilização, ainda modesta, da política de represamento dos preços controlados. Para dezembro, a expectativa é de que a variação dos preços administrados atinja 4,76%, no acumulado dos últimos 12 meses.

A inflação de serviços registrou seu ápice em junho, quando o consumo foi impulsionado pela Copa do Mundo e pressionou o grupo para uma taxa acumulada em 12 meses de 9,27%. Desacelerações significativas no preço de serviços não são muito comuns em consequência da inércia característica do grupo, no qual seus preços são diretamente afetados por reajustes indexados à infla-

O grande destaque no comportamento da inflação em 2014 foram os preços administrados, que avançaram para 5,22% no acumulado em 12 meses encerrados em novembro

ção passada e ao salário mínimo. Contudo, nos últimos meses do ano o grupo mostrou certa desaceleração em razão, principalmente, do fraco desempenho da demanda doméstica. Assim, deve encerrar o ano com uma taxa de 8,76%.

Os preços dos alimentos mostraram melhor comportamento este ano quando comparados ao ano anterior. A taxa acumulada em 12 meses até novembro se deslocou de 8,63%, em 2013, para 7,83% em 2014. Neste ano, a pressão altista nos preços em março e abril, causada pela prolongada estiagem e a elevação da temperatura média, foi compensada, em parte, pela deflação nos meses de junho, julho e agosto. Assim, a CNI estima para o fechamento do ano uma taxa de 7,88%.

Os preços dos produtos industriais mostraram uma variação acumulada em 12 meses até novembro de 4,66%, comparados aos 5,18% em 2013. Embora a depreciação cambial tenha pressionado os preços dos produtos industriais, o adiamento da recomposição do IPI de alguns bens duráveis, aliado ao fraco desempenho econômico, possibilitou que esse grupo exercesse menor pressão sobre a inflação. Com isso, a expectativa é de que o grupo encerre dezembro com uma taxa de 4,38%, acumulada em 12 meses.

Uma avaliação feita por outra ótica, na qual os itens comercializáveis e não comercializáveis são desmembrados, sugere que a desvalorização do real, que acumula alta de 67,25% desde seu pico, em meados de 2011, e de 9,55% em 2014, tem exercido pressão nos preços dos produtos comercializáveis. Esses iniciaram o ano com uma variação acumulada, em 12 meses, de 5,64% e atingiram em novembro uma taxa de 6,02%.

O balanço final é de uma inflação que se manteve, nos últimos meses, acima do teto da meta no acumulado em 12 meses, pressionada por choque de oferta de alimentos e ajustes de preços relativos. A previsão da CNI é de que o IPCA acumulado no ano alcance uma taxa de 6,40%, estabelecendo-se ligeiramente abaixo do limite superior da banda estipulada pelo governo.

● RETOMADA DO CICLO DE ALTA DE JUROS

O Banco Central havia interrompido, em abril deste ano, o aperto monetário iniciado em abril de 2013. No total, o ciclo havia acumulado uma alta de 3,75 pontos percentuais na taxa de juros ao atingir 11,00%. A justificativa para a interrupção foi observar o efeito defasado da política monetária nos preços. No entanto, com a persistência da inflação no topo da meta e as expectativas desancoradas, o Bacen retomou, em outubro, a política de aumento de juros.

Considerando a *Selic* em 11,75% e a projeção da CNI de 6,40% para inflação em 2014, a taxa de juros real média do ano será 4,3%, ante 2,0% em 2013.

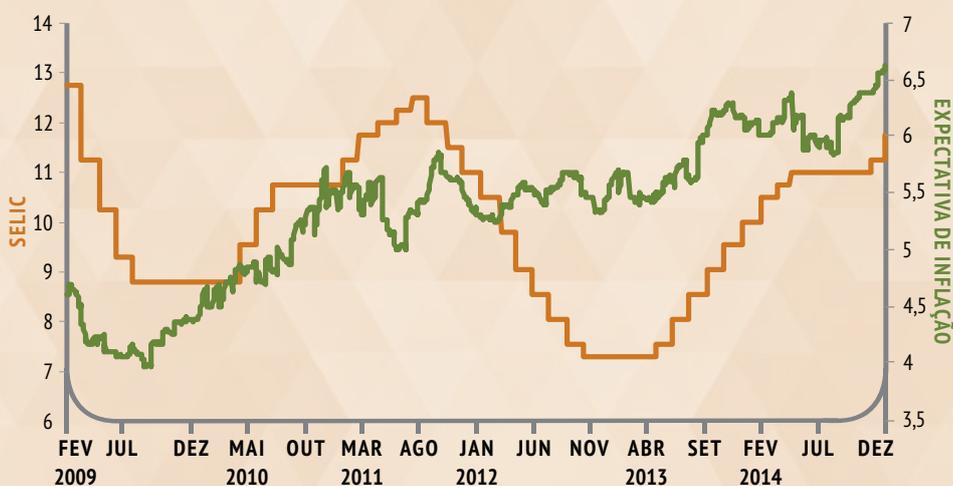
● CONDIÇÕES ADVERSAS DE ACESSO AO CRÉDITO

O aperto na política monetária e a desaceleração na economia conduziram a um cenário pouco favorável ao mercado de crédito em 2014. De acordo com os dados do Banco Central, o saldo de crédito cresceu a taxas cada vez menores ao longo do ano. Na comparação do saldo médio dos últimos 12 meses com o saldo médio dos 12 meses anteriores, o estoque de crédito passou de um crescimento de 15,71%, em janeiro, para 13,03%, em outubro deste ano. Ao fazer a mesma análise para pessoa física, a taxa variou de

Selic sobe em função da expectativa de inflação elevada

Expectativa de inflação (IPCA) e Selic

Expectativa de inflação acumulada para os próximos 12 meses e taxa anual da Selic (% a.a.)



Fonte: FOCUS/Banco Central do Brasil - Elaboração: CNI
Nota: Valores semanais

O que disse o Copom

De acordo com a ata de outubro da reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), “a ocorrência de dois importantes processos de ajustes de preço relativo na economia – realinhamento dos preços domésticos em relação aos internacionais e o realinhamento dos preços administrados em relação aos livres têm impacto direto sobre a inflação e reafirma sua visão de que a política monetária pode e deve conter os efeitos de segunda ordem deles decorrentes.”

Segundo a ata, a desvalorização cambial e os ajustes implementados nos preços administrados, entre outros fatores, fizeram com que os dirigentes do Banco Central optassem pela retomada de rodadas de aumento de juros a partir de outubro. As incertezas sobre a magnitude e persistência desses ajustes superaram os efeitos de uma fraca atividade econômica e de uma queda significativa nos preços das commodities. Com isso, o Bacen optou por intensificar o ciclo de alta de juros na reunião de dezembro e elevou a taxa em 0,50 p.p para 11,75%.

16,49%, em janeiro, para 14,86%, em outubro. Na mesma base de comparação, o saldo de crédito para pessoa jurídica mostrou desaceleração de 15,06% para 11,48%.

Financiamentos com os recursos do BNDES para pessoa jurídica também mostraram trajetória semelhante aos demais. A taxa de crescimento do saldo médio de 12 meses comparada à taxa de crescimento do saldo médio dos 12 meses anteriores cedeu de 16,39% em janeiro passado, para 13,94% em outubro.

No caso das pessoas físicas, o alto nível de endividamento em relação à renda das famílias contribuiu para a desaceleração do crédito ao restringir a tomada de novos empréstimos. Pelo lado do produtor, as incertezas sobre a política econômica e a fraca

demanda doméstica desestimularam a procura por novos financiamentos.

Além disso, as instituições financeiras estão com uma postura mais conservadora e seletiva. Dados da Sondagem Industrial/CNI mostram que as empresas industriais seguem com grande dificuldade de acesso ao crédito.

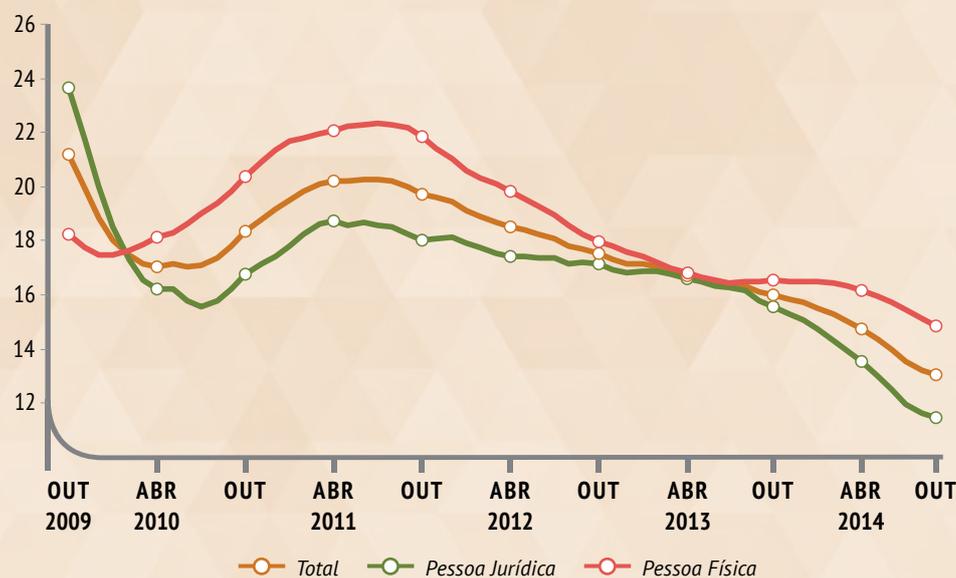
A despeito de certa estabilidade na taxa média de juros para operações de crédito para pessoa física e para pessoa jurídica, o *spread* bancário – diferença na taxa de juros cobrada aos tomadores de crédito e a taxa que o banco paga aos depositantes – registrou aumento no decorrer do ano, refletindo a situação menos favorável para concessão de crédito. Entre janeiro e outubro, os *spreads* nos empréstimos com recursos livres para pessoas físicas subiram de 27,44% para 32,14%. O mesmo ocorreu para pessoas jurídicas, para as quais o *spread* passou de 11,65% para 12,27%.

Para o restante do ano, a CNI projeta continuidade do processo de desaceleração do estoque de crédito, tendo em vista a manutenção do cenário econômico no curto prazo, além da expectativa de aumento da taxa básica de juros.

Crédito continua a desacelerar

Saldo de operações de crédito

Varição do acumulado em 12 meses contra os 12 meses anteriores (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

PERSPECTIVAS

● ARREFECIMENTO DA INFLAÇÃO SERÁ MODESTO EM 2015

A adoção de uma política macroeconômica mais austera e, certamente, mais restritiva do que a conduzida este ano, deve desaquecer ainda mais a demanda em 2015 e, consequentemente, reduzir levemente a pressão sobre os preços livres no segundo semestre do ano.

Do ponto de vista monetário, a expectativa é de continuidade do aperto iniciado em outubro passado e intensificado em dezembro. Contemplando mais um aumento de 0,50 p.p na reunião de janeiro e 0,25 p.p no encontro de março, a taxa básica de juros passará dos atuais 11,75% para 12,50%. Para melhor apreciação dos efeitos defasados da política monetária nos preços e

do desfecho de uma política fiscal mais contracionista, projetamos que o COPOM mantenha a *Selic* neste patamar até o final de 2015.

Por outro lado, a normalização da política monetária norte-americana e as incertezas sobre a economia doméstica irão pressionar, ainda mais, a taxa de câmbio brasileira em 2015. Essa depreciação adicional possivelmente impactará nos preços dos produtos comercializáveis. Outro elemento que deve afetar a inflação em 2015 é a provável reversão de algumas desonerações tributárias, como a recomposição do IPI de automóveis e de móveis.

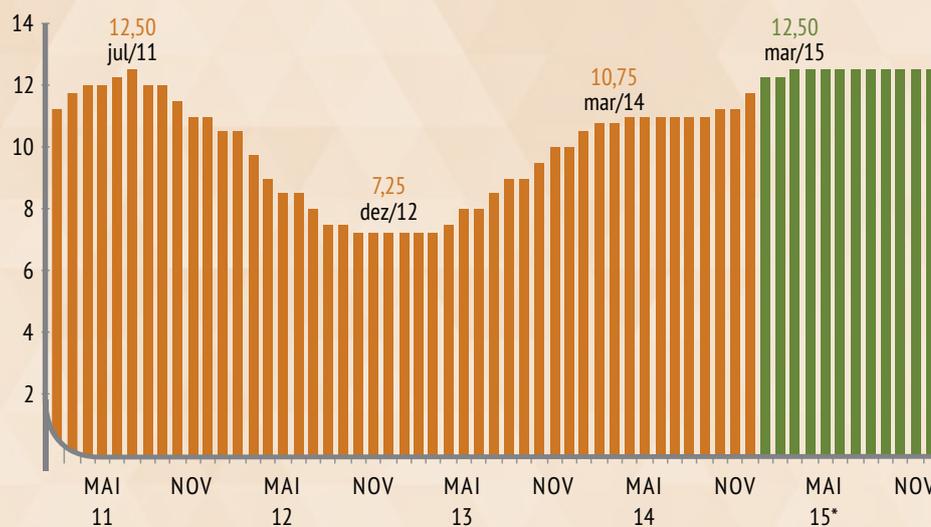
Estimamos, também, um aumento significativo da inflação dos administrados. O recente ajuste nos preços de gasolina, controlados nos últimos anos, é uma das causas do avanço do grupo. Outros fatores tendem a influenciar no aumento dos preços administrados, como maior reajuste das tarifas de transportes, em consequência de seu adiamento nos últimos anos e a aceleração das tarifas de energia elétrica, causada pelo repasse aos consumidores de parte dos custos do acionamento das termoeletricas.

Dadas as previsões citadas anteriormente, o IPCA deve seguir oscilando em patamar elevado em 2015. Porém, deve apresentar leve desaceleração durante o ano em consequência da deterioração da demanda causada pelas políticas restritivas adotadas. Dessa maneira, a CNI projeta uma taxa de inflação de 6,20% para o fechamento de 2015, ante 6,40% em 2014.

Retomada do ciclo de aumento de juros

Taxa Selic Nominal

Percentual ao ano (% a.a.)



Fonte: Banco Central do Brasil - *Projeção CNI

POLÍTICA FISCAL

Forte expansão fiscal deteriora contas públicas

Resultado primário deve ter primeiro déficit desde 1997

A política fiscal reforçou, em 2014, o expansionismo que a caracterizou nos últimos anos. Pelo lado das despesas, observou-se a manutenção do ritmo de crescimento registrado em 2013. Por sua vez, as receitas apresentaram redução significativa na taxa de expansão nos governos regionais e devem ter queda real no Governo Federal.

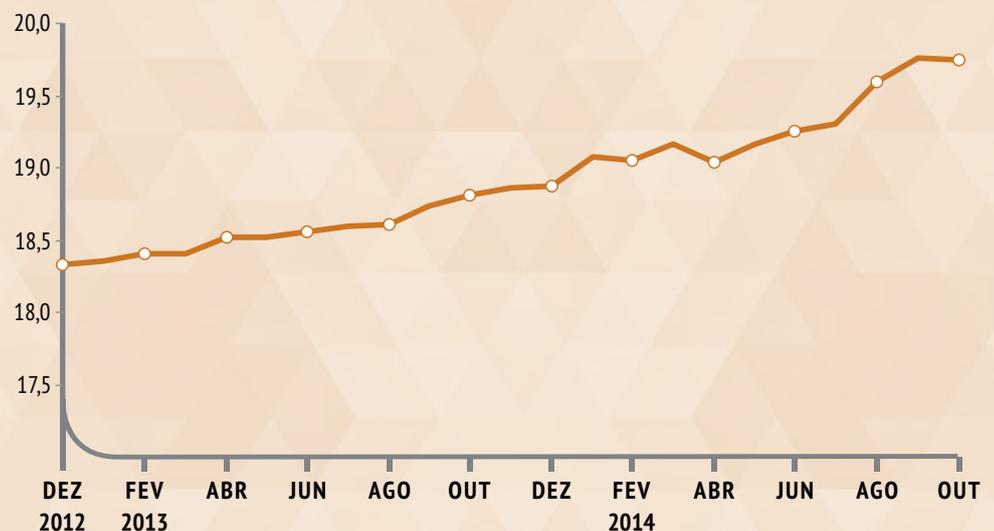
O caráter fortemente expansionista da política fiscal provocou aceleração no processo de deterioração dos indicadores fiscais que ocorre desde 2012. Com relação ao resultado primário, muito provavelmente o Governo Federal deverá apresentar déficit pela primeira vez desde 1997. A alteração tardia promovida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) permitirá que mesmo com resultado deficitário o Governo Federal satisfaça a meta fiscal em 2014. Já o resultado dos estados e municípios deverá ser o pior desde 1998, quando os governos regionais tiveram déficit primário, e ficará muito distante da meta estipulada pelo Governo Federal.

A expectativa é de reversão desse quadro em 2015, principalmente no Governo Federal. Para alcançar a meta de superávit primário estabelecida na proposta de revisão da LDO de 2015 enviada ao Congresso em dezembro, o ritmo de crescimento das despesas deverá ser extremamente reduzido. Por outro lado, as receitas deverão voltar a ter crescimento real, influenciadas pelo fim de algumas desonerações tributárias, pela maior expansão da

Despesas primárias do Governo Federal se aproximam de 20% do PIB

Despesas primárias do Governo Federal

Acumulado em 12 meses (% do PIB)



Fonte: STN/MF e Banco Central do Brasil - Elaboração: CNI

economia e pelo aumento nas receitas não administradas pela Receita Federal (dividendos, concessões, etc.).

● GASTOS FEDERAIS MANTÊM RITMO FORTE DE EXPANSÃO

As despesas primárias do Governo Federal permaneceram com ritmo acelerado de crescimento real em 2014. Após expandirem-se 6,9% em 2013, os gastos federais apresentaram aumento real (deflator IPCA) de 5,9% entre janeiro e outubro de 2014, com relação ao mesmo período do ano anterior.

A utilização da política fiscal para tentar conter a desacelera-

ção da atividade econômica fica evidente quando se observa o crescimento das despesas não obrigatórias. Esse tipo de gasto teve aumento real de 13,4% entre janeiro e outubro de 2014, na comparação com o mesmo período de 2013. O reforço no caráter expansionista da política fiscal torna-se mais claro quando se observa que esse crescimento ocorreu sobre uma base já bastante forte do ano de 2013, quando as despesas não obrigatórias já haviam tido aumento real de 9,6% sobre o ano de 2012.

É importante ressaltar que, embora longe da ideal, a com-

As despesas primárias do Governo Federal permaneceram com ritmo acelerado de crescimento real em 2014. Após expandirem-se 6,9% em 2013, os gastos federais apresentaram aumento real (deflator IPCA) de 5,9% entre janeiro e outubro de 2014, com relação ao mesmo período do ano anterior

posição do crescimento das despesas não obrigatórias em 2014 foi melhor do que em 2013, quando os investimentos do Governo Federal tiveram queda real e todo o aumento se deu em despesas de custeio. Em 2014, os investimentos do Governo Federal (GND-4) expandiram-se 23,2%, em termos reais, nos primeiros dez meses, quando comparados com os mesmos meses do ano anterior. Por sua vez, as despesas de custeio apresentaram aumento real de 11,2%, na mesma base de comparação.

O ritmo de expansão das principais despesas obrigatórias ficou bem abaixo do observado nos gastos não obrigatórios. Grande parte do crescimento moderado das despesas obrigatórias se deve à menor pressão provocada pelo aumento do salário mínimo, cujo reajuste real foi inferior a 1,0% em 2014, contra 2,6% de aumento real concedido em 2013. Com isso, as despesas previdenciárias tiveram crescimento real de 2,3% entre janeiro e outubro de 2014, na comparação com o mesmo período de 2013 – embora, nesse caso, o adiamento do pagamento de precatórios para os últimos meses também tenha contribuído para reduzir a expansão. Entre as despesas afetadas pelo aumento do salário mínimo, merece destaque o expressivo crescimento real de 16,1% nas despesas com abono salarial e seguro desemprego nessa mesma base de comparação.

Outro item relevante das despesas obrigatórias, as despesas com pessoal e encargos, teve aumento real de 1,1% entre janeiro e outubro de 2014, na comparação com janeiro a outubro de 2013. Assim as despesas com pessoal mantiveram-se em torno de 4,2% do PIB, apesar do baixo crescimento da economia.

● **RECEITA LÍQUIDA DO GOVERNO FEDERAL SEM CRESCIMENTO REAL**

A receita líquida do Governo Federal ficou estagnada, em termos reais, na comparação entre janeiro e outubro de 2014 e o mesmo período de 2013. A principal explicação para esse comportamento está na queda real de 0,9% nas receitas com impostos e contribuições. Essa queda é reflexo do baixo nível de atividade econômica sobre o recolhimento de tributos e ocorre a despeito da arrecadação de R\$ 10,4 bilhões proporcionada por programas de parcelamentos de débitos dos contribuintes com o Fisco. Além disso, desonerações tributárias, como a da cesta básica que não afetou todo o ano de 2013, e a decisão judicial de exclusão do ICMS da base de cálculo do PIS/Cofins nas importações influenciaram negativamente o resultado.

Por sua vez, as receitas previdenciárias apresentaram crescimento real de 4,0% entre janeiro e outubro de 2014, na comparação com os mesmos meses de 2013. Esse crescimento foi, em parte, explicado pelo aumento real de 2,2% na massa salarial de empregados formais e informais do setor privado e de trabalhadores por conta própria entre dezembro de 2013 e setembro de 2014, na comparação com dezembro de 2012 e setembro de 2013.

Já as receitas não administradas pela Receita Federal mostraram crescimento real de 2,4% entre janeiro e outubro de 2014 e o mesmo período de 2013. A maior parte desse aumento é resultado do crescimento dos dividendos e das compensações financeiras pela exploração de petróleo recebidos pela União.

● **ESTADOS E MUNICÍPIOS TÊM MENOR EXPANSÃO DAS RECEITAS**

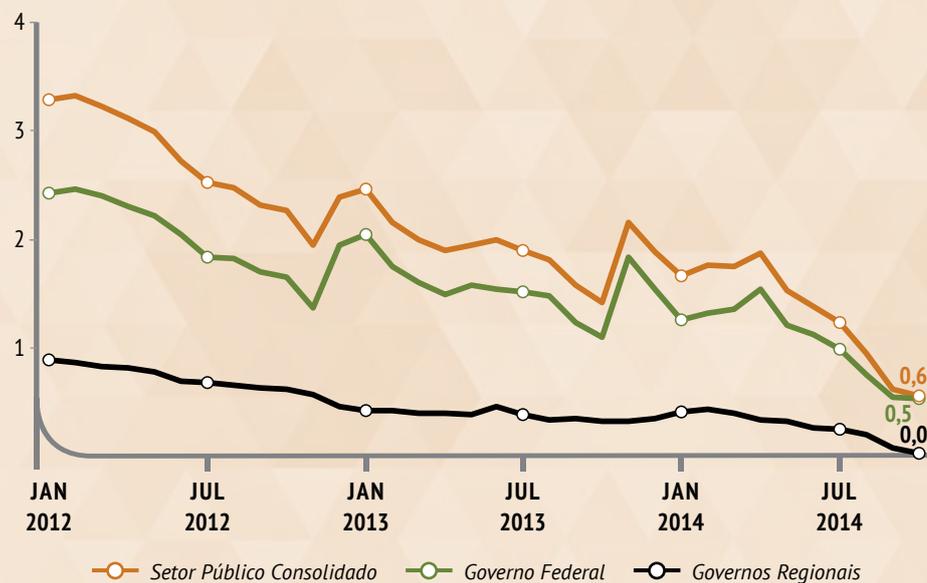
Os governos regionais apresentaram sensível redução no ritmo de crescimento das receitas em 2014. Os dados disponíveis sobre as receitas de estados e municípios indicam aumento real de 1,0% entre janeiro e setembro de 2014, na comparação com o mesmo período de 2013. Em 2013, com relação a 2012, as receitas mostraram expansão real de 3,5%.

O enfraquecimento da atividade econômica, com reflexo sobre a arrecadação do ICMS, foi o principal responsável por essa retração no ritmo de crescimento das receitas. Nos sete primeiros meses de 2014, contra o mesmo período de 2013, o recolhimento de ICMS teve queda real de 1,4%. O impacto sobre a receita total dos governos regionais só não foi maior pelo crescimento real de 4,4% nas transferências recebidas da União e

Superávit primário teve queda de 1,3 ponto percentual do PIB entre dez/13 e out/14

Superávit primário do Setor Público

Acumulado em 12 meses (% do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil

de 4,3% nos demais impostos recolhidos diretamente pelos fiscos estaduais e municipais.

No caso das transferências recebidas da União, dois fatores explicam grande parte do crescimento. O primeiro foi o repasse, apenas em 2014, de cerca de R\$ 2,0 bilhões que deveriam ter sido transferidos em 2013. O segundo foi o aumento nos fundos de participação dos estados (FPE) e dos municípios (FPM) provocado pelo recolhimento de R\$ 20,0 bilhões em parcelamentos de débitos pelo Governo Federal no final de 2013.

Apesar do pequeno aumento nas receitas, a CNI estima que os gastos dos governos regionais cresceram 3,9% entre janeiro e setembro de 2014, com relação ao mesmo período do ano anterior. Mesmo mostrando desaceleração em comparação ao crescimento real de 4,8% observado em 2013, as despesas permaneceram com expan-

são bem superior à das receitas - como já havia ocorrido em 2013.

O aumento das despesas de estados e municípios deveria acompanhar o aumento das receitas devido às restrições da Lei de Responsabilidade Fiscal e dos acordos de refinanciamento das dívidas. Essa disparidade entre as expansões de receitas e despesas de estados e municípios é explicada pela ampliação das garantias da União para que esses entes públicos contratem novas operações de crédito.

● AUMENTO DO DÉFICIT NOMINAL PRESSIONA ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

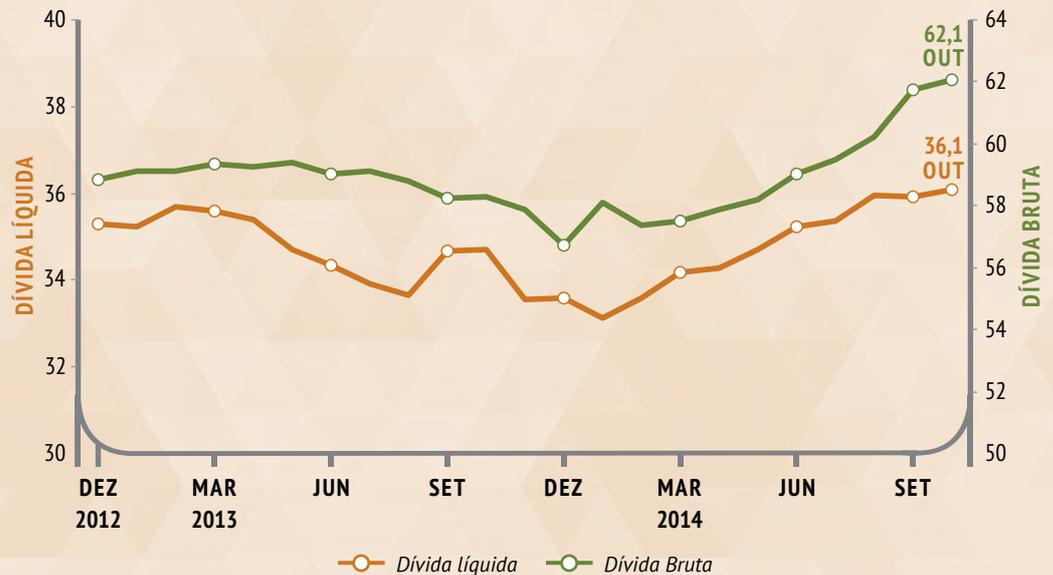
A combinação de expressivo aumento das despesas com fraco desempenho das receitas provocou forte retração no superávit primário em 2014. Nos últimos 12 meses encerrados em outubro, o setor público apresentou superávit primário de R\$ 28,6 bilhões (0,6% do PIB). Se excluídas as receitas não recorrentes, o resultado primário estaria deficitário em R\$ 10,0 bilhões (0,2% do PIB). Em ambos os casos registra-se forte queda em relação a 2013, quando o superávit primário do setor público foi equivalente a 1,9% do PIB e o resultado recorrente foi positivo em 1,2% do PIB.

Com a queda do superávit primário, aliada ao aumento de 0,5 ponto percentual nas despesas com juros, o déficit nominal acumulado em 12 meses saltou de 3,25%, em dezembro de 2013, para 5,0% do PIB, em outubro 2014. Com isso a relação Dívida Líquida/PIB subiu de 33,6%, em dezembro de 2013, para 36,1%, em outubro de 2014. A relação Dívida Bruta/PIB também teve elevação significativa, passando de 56,7%, em dezembro de 2013, para 62,1%, em outubro de 2014.

Dívida Bruta do setor público cresceu 5,4 pontos percentuais do PIB nos primeiros dez meses de 2014

Dívidas Líquida e Bruta do Setor Público

Em relação ao PIB (%)



Fonte: Banco Central do Brasil

● RESULTADOS FISCAIS DEVEM DETERIORAR-SE ATÉ O FIM DE 2014

Os resultados fiscais do Governo Federal devem mostrar piora significativa nos últimos dois meses de 2014, com reflexo nos indicadores do setor público consolidado. Os gastos públicos federais devem ampliar seu ritmo de expansão dos atuais 5,9%, registrados até outubro, para 6,6%, até dezembro.

As despesas previdenciárias devem ser a principal fonte de pressão para essa expansão, principalmente pelo pagamento de sentenças judiciais que normalmente deveriam ter ocorrido no primeiro semestre. Além disso, a previsão para as despesas de custeio e investimentos foi inflada em R\$ 10,0 bilhões pela liberação ocorrida no 5º Relatório de Avaliação de Despesas e Receitas divulgado em novembro. Essa liberação foi possível devido à alteração na LDO de 2014, que permite o abatimento

de todos os investimentos do PAC e das desonerações tributárias para fins de cumprimento da meta fiscal. Esse montante chegou a R\$ 136,0 bilhões até outubro e já supera a meta fiscal de R\$ 116,1 bilhões estabelecida para o Governo Federal.

A receita líquida do Governo Federal deve passar da estabilidade, verificada na comparação de janeiro a outubro de 2014 e o mesmo período de 2013, para queda real de 2,6%, quando forem incluídos os dois últimos meses do ano. Esse movimento deve ocorrer pela continuidade dos impactos da fraca atividade econômica sobre a arrecadação de tributos e pela não reedição dos R\$ 35,4 bilhões em receitas extraordinárias registrada em novembro de 2013.

Com esse cenário para despesas e receitas, e como o 5º Relatório de Avaliação de Despesas e Receitas não prevê mais o uso dos recursos restantes do Fundo Soberano em 2014, a CNI estima que o Governo Federal e suas estatais devem encerrar o ano com déficit primário de R\$ 10,7 bilhões (0,2% do PIB estimado pela CNI). Já o resultado primário recorrente deve ser negativo em 0,4% do PIB em 2014.

Para os governos regionais, a expectativa é que as despesas continuem reduzindo o ritmo de crescimento nos últimos meses do ano, principalmente pelo fim do período eleitoral. Além disso, o ritmo de expansão das receitas deve aumentar com a normalização das transferências do Governo Federal. Vale lembrar que nos últimos meses de 2013 foram adiadas transferências para compensação de desoneração de exportações no valor de R\$ 2,0 bilhões. Assim, o superávit de estados e municípios deve elevar-se ligeiramente até o fim de 2014 e atingir cerca de R\$ 5,0 bilhões (0,1% do PIB), muito abaixo da meta de R\$ 51,3 bilhões.

Com isso, o resultado primário do setor público consolidado deve ser negativo em R\$ 5,5 bilhões (0,1% do PIB). Em termos recorrentes, o déficit primário do setor público consolidado deve ficar em 0,3% do PIB. A deterioração do resultado primário e o aumento das despesas com juros devem elevar o déficit nominal de 3,25%, em 2013, para 5,4%, em 2014. O impacto do aumento do déficit nominal deve superar os efeitos do aumento do PIB nominal e do ajuste cambial nas dívidas interna e externa e fazer com que a relação Dívida Líquida/PIB suba de 33,6%, em 2013, para 36,3%, em 2014.

PERSPECTIVAS

● POLÍTICA FISCAL DEVE SOFRER REVERSÃO EM 2015

A política fiscal deve deixar de ser expansionista em 2015 e a nova meta fiscal prevista na revisão da LDO de 2015 deve ser alcançada, com o Governo Federal promovendo os cortes de despesas necessários para isso. A CNI estima que seria preciso realizar um contingenciamento de R\$ 50 bilhões sobre despesas não obrigatórias previstas no atual Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) de 2015. Embora seja um montante significativo, esse volume é viável, pois a base de despesas contingenciáveis no PLOA está em torno de R\$ 180 bilhões. Com isso, a CNI estima que as despesas de custeio e capital tenham queda real de 5,5% em 2015, contra 2014. Vale ressaltar que nos últimos quatro anos essas despesas tiveram crescimento real de 40,5%.

Por outro lado, as despesas federais serão pressionadas pelos gastos previdenciários e com pessoal. No caso das despesas com pessoal e encargos, os reajustes salariais já acordados e as contratações previstas no PLOA indicam aumento real de 2,6% em 2015, com relação a 2014. Já as despesas com Previdência devem ser pressionadas pelo reajuste real do salário mínimo, superior ao praticado em 2014, e ter crescimento real de 6,4% em 2015, contra o ano anterior.

Nesse cenário, a CNI estima que as despesas totais do Governo Federal devam ter crescimento real de apenas 0,8% em 2015, percentual próximo ao esperado para a expansão do PIB.

Com relação à receita líquida do Governo Federal, a CNI projeta um crescimento real de 7,2% em 2015, na comparação com 2014. Três fatores explicam esse crescimento expressivo na receita líquida. O primeiro é que as receitas com impostos e contribuições devem voltar a crescer e alcançar aumento real de 2,1%. O aumento no ritmo de crescimento econômico, a não prorrogação de algumas desonerações tributárias e os pagamentos mensais de programas de parcelamento de débitos devem garantir esse crescimento.

O segundo fator é a previsão contida no PLOA de expansão real de 24,3% nas receitas não administradas pela Receita Federal. Finalmente, o terceiro fator é o menor crescimento das transferên-

cias da União a estados e municípios, que deve ocorrer apesar do aumento no percentual do Fundo de Participação dos Municípios. O adiamento de transferências de 2013 para 2014 aumentou o volume transferido nesse último ano, o que não deve se repetir em 2015.

Com essas projeções de receitas e despesas, a CNI estima superávit primário do Governo Federal de R\$ 55,3 bilhões (1,0% do PIB) em 2015.

A expectativa para estados e municípios também é de aumento no superávit primário em 2015, quando comparado a 2014. As receitas dos governos regionais devem ser favorecidas pelo impacto do aumento na atividade econômica sobre o recolhimento de ICMS. Já as despesas devem ter expansão mais moderada, por 2015 não se tratar de ano eleitoral. Assim, a CNI estima superávit primário de R\$ 11,0 bilhões (0,21% do PIB) para estados, municípios e suas estatais. Dessa forma, o resultado primário do setor público consolidado em 2015 deve ser de R\$ 66,3 bilhões (1,2% do PIB), em linha com as metas estipuladas pelo Governo Federal na revisão da LDO de 2015.

O aumento do resultado primário deve fazer com que o déficit nominal caia para 4,2% do PIB, apesar do aumento de 0,1 ponto percentual do PIB nas despesas com juros devido ao aumento da taxa *Selic*. Essa melhora nos resultados primário e nominal ainda não será suficiente para estabilizar a relação Dívida Líquida/PIB, que deve encerrar 2015 em 37,6% do PIB.

O resultado primário do setor público consolidado em 2015 deve ser de R\$ 66,3 bilhões (1,2% do PIB), em linha com as metas estipuladas pelo Governo Federal na revisão da LDO de 2015

SETOR EXTERNO

País terá déficit comercial após mais de uma década

Desvalorização do real no segundo semestre não evitou saldo comercial negativo

A consolidação de um déficit na balança comercial brasileira é uma marca de 2014. As exportações totalizaram US\$ 207,6 bilhões até novembro, valor 6,2% inferior ao registrado em igual período de 2013. As importações também se reduziram, mas em ritmo menor: 4,3% na mesma comparação. Como resultado, a balança comercial mostra déficit: US\$ 4,2 bilhões no acumulado do ano. O saldo acumulado em 12 meses em novembro ficou negativo em US\$ 1,6 bilhão. Essa é a primeira vez desde setembro de 2001 que se registra déficit em 12 meses.

As principais razões para o déficit comercial são o menor crescimento dos principais parceiros comerciais (importadores de *commodities*, como a China, e de industrializados, como a Argentina) e o déficit na balança de petróleo e derivados. Esses efeitos suplantaram os fatores que provocaram queda nas importações: menor atividade da indústria brasileira (que reduz as compras de intermediários e aquisições de bens de capital) e desaceleração do consumo das famílias (que impactou sobretudo a importação de bens de consumo duráveis).

Não há expectativa de mudança desse cenário em dezembro, de forma que as exportações deverão alcançar US\$ 224,3 bilhões, uma queda de 7,4% na comparação com 2013. As importações mostrarão queda menor, de 4,5%, totalizando US\$ 228,8 bilhões. Assim, 2014 deve terminar com déficit de US\$ 4,5 bilhões – o primeiro déficit comercial

em base anual desde 2000 e o maior desde 1998.

● DÉFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES DEVERÁ ALCANÇAR 3,9% DO PIB

O déficit em transações correntes alcançou US\$ 84,4 bilhões no acumulado em 12 meses até outubro de 2014, o equivalente a 3,73% do PIB. No mesmo mês de 2013, o déficit em 12 meses era de US\$ 82,0 bilhões, 3,65% do PIB. O déficit cresceu sobretudo pelo resultado do saldo comercial, bem mais negativo em 2014. Aluguel de equipamentos e viagens internacionais também contribuíram para o aumento do déficit.

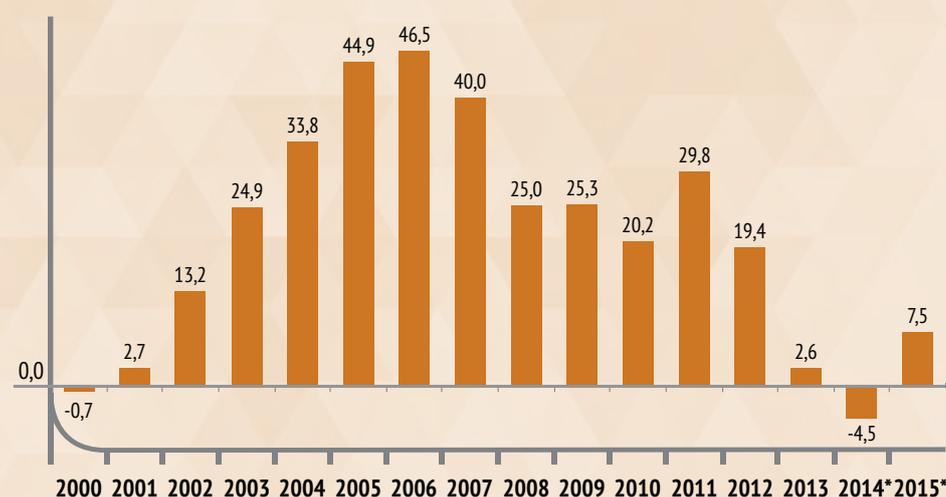
O Investimento Estrangeiro Direto (IED), por sua vez, segue estável. Alcançou US\$ 66 bilhões em 12 meses até outubro de 2014 (2,91% do PIB), mantendo-se em torno de US\$ 65 bilhões nos últimos dois anos, com poucas exceções. Ao fim do ano, deverá manter-se próximo a esse valor.

Para os meses de novembro e dezembro, o déficit em transações correntes em 12 meses deverá voltar a subir, em particular porque deixarão de ser contabilizadas as plataformas de petróleo exportadas no fim do ano de 2013. O saldo comercial em novembro já indica essa tendência (o saldo comercial de novembro de 2013 foi positivo em US\$ 1,7 bilhão, enquanto em 2014 foi registrado déficit de US\$ 2,3 bilhões). Assim, o déficit em transações correntes deverá encerrar 2014 em torno de US\$ 86 bilhões, 3,9% do PIB projetado pela CNI para o ano.

Saldo voltará a ser positivo em 2015 por conta do câmbio

Saldo comercial

Em bilhões de US\$



Fonte: Secex/MDIC - * Projeção CNI

Câmbio chega ao nível mais desvalorizado dos últimos dez anos

Taxa de câmbio mensal

Média da cotação Ptax (R\$/US\$)



Fonte: Banco Central do Brasil

● CÂMBIO NOMINAL ATINGE PATAMAR MAIS DESVALORIZADO DESDE 2005

Desde novembro, a cotação do real frente às outras moedas mostra grande volatilidade, devido, principalmente, à falta de definição sobre o ajuste macroeconômico a ser adotado pelo Brasil no futuro próximo. Além da instabilidade, que está diminuindo, o real também mostra rápida desvalorização comparado a outras moedas de países emergentes.

A cotação do real/dólar, em particular, encontra-se acima de R\$ 2,50/US\$ desde outubro, após oscilar entre R\$ 2,20/US\$ e R\$ 2,30/US\$ nos meses de abril a setembro. A tendência do real ainda é de desvalorização. A moeda americana vem se valorizando por conta do desempenho mais favorável da economia americana, especialmente na comparação com outras economias desenvolvidas. A área do Euro e o Japão registram baixo crescimento, enquanto a China mostra desaceleração.

Parte dessa tendência de queda do real é contida pela política do Banco Central de venda de "swaps cambiais", que aumenta a oferta de proteção contra a desvalorização (*hedge*). O estoque de *swaps* oferecidos supera US\$ 100 bilhões (4,5% do PIB).

Não deverá haver mudança no patamar do câmbio até o fim do ano. Esperamos que a taxa de câmbio média de dezembro seja de cerca de R\$ 2,55/US\$. Com isso, a média anual será de R\$ 2,35/US\$.

PERSPECTIVAS

● CÂMBIO CONTINUARÁ DEPRECIANDO

Ao longo de 2015, a diferença do ritmo de recuperação das economias europeia e japonesa, de um lado, e norte-americana, de outro, deverá gerar movimentos distintos de suas políticas monetárias. Enquanto os EUA deverão adotar uma política monetária mais restritiva, a área do Euro e o Japão deverão afrouxá-la e optar por uma política mais expansionista.

Essa diferença aumentará a tendência de fluxos de capitais de volta aos EUA com redução, sobretudo, aos emergentes de maior vulnerabilidade. Assim, a tendência de valorização do dólar em relação ao real deverá se manter.

Ao mesmo tempo, a economia chinesa deverá desacelerar, com reflexos nos preços de *commodities* e, conseqüentemente, na entrada de dólares no Brasil, reforçando a tendência de desvalorização do real.

Dessa forma, projetamos que a taxa de câmbio manterá tendência de desvalorização, alcançando R\$ 2,70/US\$ em dezembro de 2015. A média do ano ficaria em torno de R\$ 2,60/US\$.

Outros dois fatores podem impactar a dinâmica da taxa de câmbio em 2015: o possível fim do programa de *swaps* cambiais do Banco Central e uma eventual mudança na classificação de risco soberano pelas agências de risco.

Não é certo se haverá prorrogação do programa de intervenção do Banco Central. A preocupação com os impactos inflacionários de uma desvalorização rápida e acentuada, assim como um prolongamento de uma volatilidade maior do câmbio, podem adiar o fim do programa. O fim do programa, com a reversão dos estoques

de *swaps*, não deverá ocorrer de forma abrupta e o efeito sobre o câmbio (desvalorização do real) será gradual.

Já o risco de redução da classificação de risco do Brasil é inversamente proporcional à adoção de austeridade na política fiscal. Caso as medidas fiscais sejam insuficientes, é possível que ocorra rebaixamento da classificação, mas sem perda do grau de investimento. De todo modo, isso somente ocorreria no segundo semestre.

Apenas a ausência de uma estratégia fiscal contracionista, o que não parece provável, poderia acarretar na perda do grau de investimento e, conseqüentemente, grande desvalorização do real.

● SALDO COMERCIAL VOLTARÁ A SER POSITIVO EM 2015

As exportações deverão manter queda em 2015 por conta dos preços de exportação, que deverão continuar recuando (sobretudo *commodities*). Mesmo os preços do minério de ferro, que exibiram queda significativa em 2014, deverão mostrar nova queda em 2015.

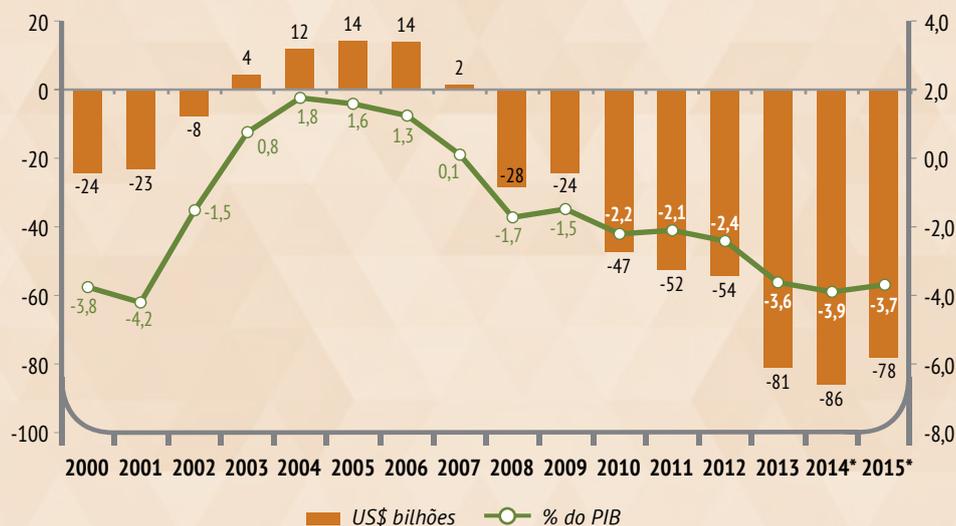
A princípio, o volume exportado deverá ser favorecido e mostrar crescimento por conta da taxa de câmbio mais depreciada e uma situação econômica melhor de países importadores de industrializados brasileiros. Ainda assim, a tendência é que a queda nos preços supere o aumento do volume exportado e, com isso, as exportações recuem 2% em 2015, para US\$ 219,5 bilhões.

As importações irão se reduzir em ritmo mais forte em 2015. A taxa de câmbio estará mais depreciada, especialmente na comparação com o primeiro semestre de 2014. Além disso, as importações de petróleo e derivados deverão diminuir. O ritmo de crescimento da economia,

Déficit em transações deve recuar em 2015 após valor recorde no ano anterior

Resultado em transações correntes

(US\$ bilhões e % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil - * Projeção CNI

ainda que maior que em 2014, permanecerá baixo, não dando muito estímulo ao aumento das compras externas. A queda das importações deve ser de 7%, mais intensa que das exportações, totalizando US\$ 212 bilhões. Com isso, o saldo comercial voltará a ser positivo em 2015, em torno de US\$ 7,5 bilhões.

● DÉFICIT EM TRANSAÇÕES CORRENTES SERÁ MENOR EM 2015

O déficit em transações correntes será menor em 2015. A razão principal é o saldo comercial, que passará de um déficit de US\$ 4,5 bilhões para um saldo positivo de US\$ 7,5 bilhões – uma diferença de US\$ 12 bilhões.

Parte desse aumento será compensado pelo aumento do déficit em serviços. Embora o déficit em viagens internacionais deva mostrar queda (devido ao menor consumo das famílias e à desvalorização cambial), os gastos com transportes e, sobretudo, aluguel de equipamentos (esses último por conta dos investimentos na cadeia produtiva de petróleo) devem seguir tendência de crescimento. O déficit em conta corrente deverá encerrar 2015 em US\$ 78 bilhões. O valor representa 3,7% do PIB projetado pela CNI para 2015.

O IED também deverá mostrar queda. A redução na expectativa de crescimento do Brasil para os próximos anos diminui a atratividade do investimento, enquanto a alta das taxas de juros americanas irá reduzir a liquidez e aumentar o custo de oportunidade em se investir no Brasil. Estimamos que o IED será de US\$ 55 bilhões em 2015.

Assim, a necessidade de financiamento externo, dada pela diferença entre o saldo em transações correntes e o investimento estrangeiro direto, irá aumentar de US\$ 20 bilhões em 2014 para US\$ 23 bilhões em 2015.



PERSPECTIVAS DA ECONOMIA BRASILEIRA

	2012	2013	2014 (projeção)	2015 (projeção)
ATIVIDADE ECONÔMICA				
PIB (variação anual)	1,0%	2,5%	0,3%	1,0%
PIB industrial (variação anual)	-0,8%	1,7%	-1,5%	1,0%
Consumo das famílias (variação anual)	3,2%	2,6%	1,4%	0,7%
Formação bruta de capital fixo (variação anual)	-4,0%	5,2%	-6,7%	0,0%
Taxa de Desemprego (média anual - % da PEA)	5,5%	5,4%	4,8%	5,2%
INFLAÇÃO				
Inflação (IPCA - variação anual)	5,8%	5,9%	6,4%	6,2%
TAXA DE JUROS				
Taxa nominal de juros (taxa média do ano)	8,63%	8,29%	10,93%	12,39%
(fim do ano)	7,25%	10,00%	11,75%	12,50%
Taxa real de juros (taxa média anual e defl: IPCA)	3,1%	2,0%	4,3%	5,8%
CONTAS PÚBLICAS				
Déficit público nominal (% do PIB)	2,47%	3,25%	5,40%	4,20%
Superávit público primário (% do PIB)	2,39%	1,88%	-0,10%	1,20%
Dívida pública líquida (% do PIB)	35,2%	33,6%	36,3%	37,60%
TAXA DE CÂMBIO				
Taxa nominal de câmbio - R\$/US\$ (média de dezembro)	2,08	2,35	2,55	2,70
(média do ano)	1,95	2,15	2,35	2,60
SETOR EXTERNO				
Exportações (US\$ bilhões)	242,6	242,2	224,3	219,5
Importações (US\$ bilhões)	223,2	239,6	228,8	212,0
Saldo comercial (US\$ bilhões)	19,4	2,6	-4,5	7,5
Saldo em conta corrente (US\$ bilhões)	-54,2	-81,4	86,0	78,0