

Desafio é encontrar um novo padrão de financiamento

O cenário para a economia brasileira mudou radicalmente com a eclosão da crise mundial. Originada na maior economia do mundo, a crise se propagou de forma intensa e contaminou as economias de todos os países. O resultado é a redução no crescimento mundial, que afeta o ciclo de expansão da economia brasileira.

A crise foi gerada pelo descompasso entre os ritmos de crescimento dos ativos financeiros e da economia real. Não obstante, a forte alavancagem financeira e alta liquidez externa permitiram um longo ciclo de crescimento da economia mundial, do qual o Brasil se beneficiou. A despeito da crescente contribuição da demanda doméstica para o crescimento, é um equívoco minimizar a importância da alavanca externa para o ciclo recente da economia brasileira.

O Brasil tem dois desafios. Primeiro, é necessário restabelecer as condições de crédito, minimizar a volatilidade dos mercados financeiros e evitar maior retração da atividade. Em outros termos, amortecer os efeitos sobre o consumo das famílias e o investimento.

Segundo, depois de superada a fase crítica da crise global, o principal desafio

será desenvolver um novo padrão de financiamento do crescimento em uma economia mundial com menor liquidez e maior aversão ao risco. A sustentação de taxas elevadas de crescimento irá exigir o aumento na taxa de investimento e, conseqüentemente, a ampliação da poupança doméstica.

O papel do Estado será crítico nessa nova fase. As indispensáveis ações emergenciais de enfrentamento da crise devem ser complementadas por ações de longo prazo de modo a construir um ambiente econômico de melhor qualidade. É essencial um papel mais ativo do Estado no provimento da infra-estrutura, com a priorização dos investimentos públicos. Destaque-se também a importância dos mecanismos regulatórios capazes de atrair o investimento privado.

Mas é necessário afastar o risco fiscal. É preciso manter o foco no equilíbrio de longo prazo das contas públicas, que deve ser preservado com o controle dos gastos correntes para possibilitar a redução da carga tributária. Essa é uma condição essencial para a elevação da taxa de investimento e para a retomada do ciclo virtuoso de crescimento.

ECONOMIA BRASILEIRA EM 2008

atividade econômica

8

Crise global causa retração da atividade no fim do ano

emprego e salário

12

Mercado de trabalho aquecido, mas ritmo de crescimento deve ser moderado

inflação, juros e crédito

15

Deflação mundial e menor crescimento reduzem pressões sobre a inflação doméstica

política fiscal

19

Contenção de gastos proporciona superação da meta fiscal

setor externo

23

Aumenta a necessidade de recursos em um mundo com menor liquidez e maior aversão ao risco

PERSPECTIVAS 2009

4

Mudança no cenário econômico mundial impõe restrições ao ciclo de crescimento da economia brasileira

balanço 2008

Crescimento econômico se mantém elevado apesar dos impactos da crise econômica mundial

O crescimento do PIB brasileiro em 2008 deverá alcançar 5,7%, a despeito do agravamento da crise econômica nos países desenvolvidos. A economia brasileira não ficou imune às mudanças no cenário mundial. Com alguma defasagem, os efeitos da crise global começaram a ser sentidos no último trimestre do ano. Dessa forma, a atividade econômica apresentou dois períodos bastante distintos em 2008. Durante os três primeiros trimestres do ano registrou-se um expressivo ritmo de crescimento da economia, que acumulou expansão de

6,4% com relação ao mesmo período de 2007. Por outro lado, no quarto trimestre a economia foi fortemente impactada pela restrição de crédito e pela queda na demanda externa provocada pela crise mundial. Com isso, a atividade econômica deverá apresentar um recuo de 1,5% em relação ao terceiro trimestre, ajustado aos efeitos sazonais do período.

O fato de ter demorado a sentir os efeitos da crise econômica mundial fará com que a economia brasileira cresça acima da economia mundial, cuja expansão em

2008 deverá ser de 3,7%. Essa diferença deve ser atribuída à manutenção de um significativo ritmo de expansão da demanda interna. O consumo das famílias, o principal fator de impulsão da demanda doméstica, deve registrar expansão superior a 6,0% no ano. Além disso, merece ser ressaltado o expressivo crescimento dos investimentos, com a Formação Bruta de Capital Fixo devendo expandir-se em 14,4% frente a 2007.

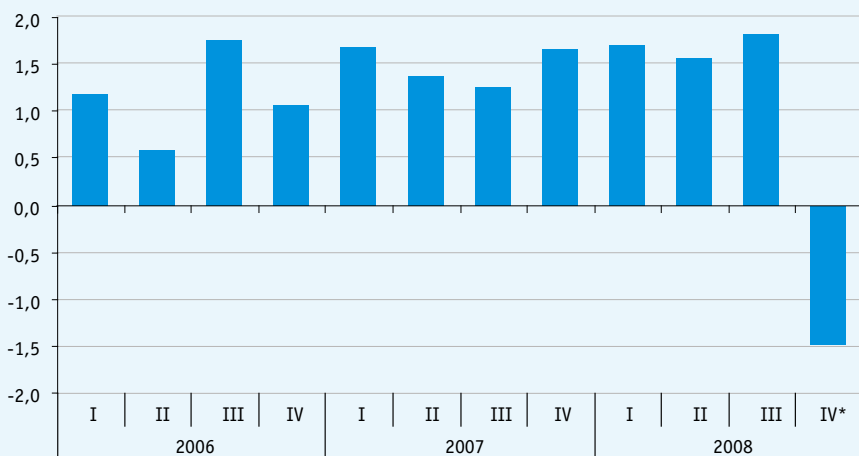
A demanda externa, por sua vez, mostrou-se bastante enfraquecida. A queda no volume de exportações pode ser explicada pela forte apreciação da taxa de câmbio observada até o terceiro trimestre de 2008. Essa apreciação em boa parte do ano, juntamente com o elevado ritmo de crescimento econômico interno, fez com que o volume de importações crescesse fortemente. A contribuição do setor externo para o crescimento do PIB foi novamente negativa em -0,2 ponto percentual.

Outra característica marcante do crescimento econômico em 2008 é sua relativa homogeneidade entre os grandes setores da economia. A indústria, assim como em 2007, será o setor com maior expansão e deve apresentar um aumento de produção de 6,0% em relação ao ano anterior. Também dentro do setor industrial observa-se que o crescimento da

Evolução do Produto Interno Bruto

Varição dessazonalizada (%) entre o trimestre e o trimestre anterior

Com alguma defasagem, os efeitos da crise global começaram a ser sentidos



* Projeção CNI

Fonte: Contas Nacionais/IBGE

produção ocorreu de forma generalizada. Entretanto, merece destaque o aumento de 9,1% na produção da construção civil.

O forte aumento da demanda interna, que levou a esse crescimento expressivo e generalizado da atividade econômica, pode ser explicado, basicamente, por dois fatores: expansão da massa salarial e do volume de crédito.

O bom momento observado no mercado de trabalho nos últimos dois anos intensificou-se em 2008. A indústria exerceu papel fundamental na geração de empregos, tendo sido criadas 533 mil novas vagas na indústria de transformação e outras 301 mil na construção civil. O crescimento da massa salarial também foi favorecido pelo aumento no rendimento real médio, que cresceu 3,3% entre janeiro e outubro de 2008, se comparados ao mesmo período de 2007. Dessa forma, os aumentos do número de pessoas empregadas e do rendimento médio proporcionaram uma expansão real de 8,5% na massa salarial em 2008.

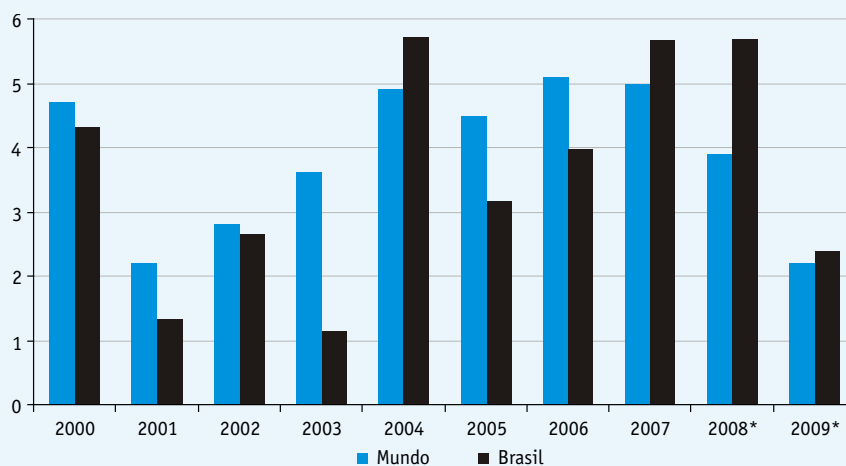
Da mesma forma que no mercado de trabalho, a concessão de crédito manteve em 2008 a trajetória de crescimento já observada em 2007. O alongamento dos prazos e a redução das taxas de juros aos tomadores finais nos primeiros meses do ano garantiram uma expansão de 26,8% no volume de crédito no acumulado de 2008 até outubro.

Embora tenha exercido papel relevante na expansão da demanda interna em 2008, o aumento da massa salarial e o volume de crédito foram negativamente impactados pela aceleração da inflação

Evolução do Produto Interno Bruto: Mundo e Brasil

Varição anual (%)

Pelo segundo ano consecutivo, o crescimento do PIB brasileiro é superior à expansão do PIB mundial



* Projeção CNI

Fonte: Contas Nacionais/IBGE (PIB do Brasil) e World Economic Outlook/FMI (PIB mundial)

no primeiro semestre. No caso da massa salarial, o aumento da inflação reduziu o ganho real dos rendimentos. Já com relação ao crédito, o efeito foi sentido em função do aumento da taxa de juro básica promovido pelo Banco Central a partir do segundo trimestre.

O IPCA, que encerrou 2007 em 4,5%, chegou a registrar elevação de 6,4% em 12 meses findos em julho. Com isso, o Banco Central iniciou em abril um processo de aperto da política monetária que levou a taxa de juros básica ao patamar de 13,75%, no qual irá encerrar 2008. Como reflexo desse movimento da política monetária e, principalmente, pelo efeito da queda de preços das *commodities*, a inflação desacelerou no segundo semestre e o IPCA deve encerrar o ano com alta de 6,2% – dentro do limite superior da meta de inflação.

Finalmente, o bom momento experimentado pela atividade econômica nos primeiros nove meses de 2008 se refletiu positivamente nas contas públicas. O ritmo de crescimento da arrecadação do setor público superou amplamente o crescimento da economia em função, principalmente, do aumento dos lucros das empresas e da expansão da massa salarial. Dessa forma, e contando com um esforço do Governo Federal no sentido de não transformar em despesas todo o aumento da arrecadação, o setor público deverá registrar um superávit primário equivalente a 4,25% do PIB. Como também haverá redução das despesas com juros em relação ao PIB, e tendo em vista o efeito redutor do endividamento líquido exercido pela desvalorização cambial do segundo semestre, o setor público deverá registrar uma significativa redução do seu endividamento líquido em relação ao PIB.

P E R S P E C T I V A S 2009

Crise econômica mundial deve provocar forte redução no crescimento econômico

O PIB deve apresentar crescimento real de 2,4% em 2009. A retração no ritmo da atividade econômica será provocada por uma série de fatores que afetarão negativamente os componentes da demanda interna e externa:

- **Consumo interno:** o ritmo de crescimento do consumo das famílias deve cair sensivelmente devido às condições menos favoráveis no mercado de crédito e, em um segundo momento, pelo efeito que a deterioração do mercado de trabalho exercerá sobre a massa salarial. Por isso, o consumo das famílias deve registrar expansão de 3,0% em 2009, um nível de crescimento próximo da metade daquele observado em 2008.
- **Investimentos:** será o componente da demanda interna que sofrerá a maior desaceleração no ritmo de crescimento. O arrefecimento se dará devido à expectativa de redução das demandas interna e externa em um contexto de estoques já elevados. Nesse cenário, inclui-se a maturação dos investimentos ainda

em curso em 2008, o encarecimento e menor disponibilidade de financiamento e à desvalorização do real. Dessa forma, os investimentos devem crescer apenas 3,0% em 2009, comparativamente a uma expansão de 14,4% em 2008.

- **Demanda externa:** a recessão nas maiores economias deverá ter forte impacto sobre o comércio mundial, que deverá crescer 2,1% em 2009, contra uma expansão de 4,6% em 2008. Dessa forma, as exportações brasileiras deverão cair em 2009 e contribuir negativamente para o crescimento do PIB. Esse efeito será amenizado pelo recuo nas importações provocado pela redução do ritmo da atividade econômica interna.

Inflação próxima da meta e juros caindo a partir de janeiro

A inflação, medida pelo IPCA, deve ficar em 4,8% em 2009. Haverá, portanto, uma convergência da taxa para próximo

do centro da meta proposta para o ano, que é de 4,5%. Por um lado, a retração na demanda interna e a queda dos preços internacionais das *commodities* agem no sentido de reduzir a pressão por elevação dos preços. Por outro lado, a forte desvalorização da taxa de câmbio nos últimos meses exerce pressão direta por alta de preços nas importações e indireta sobre produtos e serviços produzidos internamente, exercida via aumento de custos na cadeia produtiva. Entretanto, o efeito da desvalorização cambial sobre a inflação será amenizado pela queda no preço das *commodities* e pela menor possibilidade de transferência aos preços devido à retração no ritmo de crescimento da atividade.

O comportamento da inflação em 2009 abre espaço para que o Banco Central inicie, já a partir de janeiro, um processo de afrouxamento da política monetária. A expectativa é de um corte de 0,5 ponto percentual nas duas primeiras reuniões do ano, seguidos de reduções menos intensas nas demais reuniões de 2009. Com isso, a CNI projeta uma taxa Selic de 11,25% em dezembro de 2009, acumulando uma média de 12,2% no ano.



Superávit comercial deve reduzir-se novamente

As exportações, em dólares, deverão cair 20% em 2008 e atingir US\$ 170 bilhões. Três fatores impactarão negativamente as vendas externas. O primeiro deles é a redução do crescimento do comércio mundial devido à crise econômica global. O segundo será o impacto da queda dos preços internacionais das *commodities*, pois as exportações brasileiras possuem grande participação desses bens. Finalmente, deve ocorrer também uma escalada do protecionismo impulsionada pela desaceleração econômica global.

As importações devem registrar queda na casa de 13%, e terminar 2008 em US\$ 155 bilhões. Contribuirão decisivamente para a queda das importações a desaceleração do ritmo de crescimento da demanda interna e o aumento dos preços relativos dos produtos importados em função da desvalorização da taxa de câmbio.

Dadas as projeções de exportações e importações, o saldo da balança comercial deve cair novamente, passando de US\$ 25 bilhões, em 2008, para US\$ 15 bilhões, em 2009. Apesar da redução do saldo comercial, a desvalorização da taxa de câmbio irá impedir maior deterioração do saldo em conta corrente, pois a remessa de lucros ao exterior e as viagens internacionais perderão força. O déficit em conta corrente deve situar-se em US\$ 35 bilhões, contra US\$ 29 bilhões em 2008,

mantendo-se praticamente inalterado como proporção do PIB.

Receita menor e possibilidade de uso anticíclico tornam incertos os resultados fiscais

Os impactos da desaceleração da economia sobre a arrecadação do setor público e a possibilidade do Governo Federal praticar uma política fiscal mais expansionista do que a prevista no projeto do orçamento trazem grandes incertezas aos resultados fiscais de 2009.

A proposição de redução de despesas do projeto do orçamento feita pelo Poder Executivo ao Congresso – apenas R\$ 8 bilhões – e as recentes medidas de desoneração tributária indicam que o governo deve praticar uma política fiscal fortemente expansionista em 2009, como forma de atenuar os efeitos da crise sobre a atividade econômica. Dessa forma, deverá utilizar-se do desconto do Projeto Piloto de Investimentos para fins de cumprimento da meta de superávit primário, de 3,35% do PIB em 2009. Com isso, o déficit nominal deve aumentar de 1,5% para 1,9% do PIB e a relação dívida/PIB permanecerá estável em torno de 37,0%.

Cenários alternativos

A evolução da crise mundial e as ações de política tornam possível a materialização de trajetórias de crescimento do PIB de

forma diferente da projetada em nosso cenário base. São duas as possibilidades.

É possível a concretização de um cenário mais favorável, em que as políticas de combate à crise – tanto no Brasil como nos demais países – tenham sucesso na estabilização da economia e no gradual retorno ao crescimento. É expressivo o conjunto de instrumentos e recursos que vêm sendo disponibilizados em escala mundial para reverter o quadro recessivo e recompor a liquidez.

Nesse cenário, a recessão mundial seria menos intensa, com reflexos menores no comércio mundial e nos países emergentes. No Brasil, os efeitos das políticas de combate à crise seriam potencializados pelas medidas domésticas de estímulo ao consumo e recomposição do crédito. O recuo na demanda interna, de consumo e investimento, seria menor que no cenário base e o crescimento do PIB, nesse caso, alcançaria 3,2%.

Por outro lado, não é descartada uma recessão global mais longa e duradoura. Nos países industriais, nessa hipótese, observaríamos a permanência de nível de confiança reduzido, desequilíbrios patrimoniais não equacionados e incapacidade das políticas em estimular a economia. Os efeitos negativos sobre o comércio global e a liquidez mundial manteriam o quadro desfavorável às economias emergentes – com preços de *commodities* deprimidos, queda de exportações e baixa liquidez mundial. Nesse cenário, os esforços da política doméstica de estímulo teriam efeitos limitados e a desaceleração econômica seria mais intensa. O crescimento do PIB, nesse caso, ficaria limitado a 1,8%.

M U D A N Ç A N O C E N Á R I O MUNDIAL

O fim de um ciclo

A economia mundial experimentou, entre 2004 e 2007, um período de crescimento sem precedentes. O crescimento econômico global e o comércio exterior superaram, ano após ano, as expectativas mais otimistas. Neste período, o crescimento médio do PIB mundial, em termos reais, oscilou entre 3,5% e 5%; o comércio mundial de produtos e serviços cresceu, em média, 8% ao ano. O fluxo de investimento estrangeiro direto mundial cresceu mais de 170% na comparação com a década de 90.

Ano de 2008 marca interrupção de ciclo virtuoso de crescimento

O ano de 2008, no entanto, marcou o fim deste período. A crise financeira internacional derrubou as bolsas ao longo do globo, arrastou consigo bancos centenários e se alastrou pela economia real, trazendo queda na atividade e dificuldades para diversos setores econômicos. A zona do Euro amargou uma retração de 0,2% no terceiro trimestre. Essa é a primeira vez que a

região dos 15 países que usam o euro sofre uma recessão desde o nascimento da moeda comum européia. Os EUA já se encontram em recessão; os dados do terceiro trimestre apontaram para uma contração de 0,5% no PIB do país e espera-se nova contração no quarto trimestre. No Japão, a recessão iniciou-se ainda no segundo trimestre de 2008. Não obstante, a despeito da grande mudança de cenário neste fim de ano, o crescimento do PIB mundial esperado para 2008 é de 3,7% (FMI), ainda bastante significativo.

Em 2009, contudo, será impossível repetir este desempenho. A escassez de crédito, combinada com perda generalizada de confiança, está levando os setores industrial, agrícola e de serviços – nos mais diversos países – a interromper investimentos e se preocupar fortemente com contenção de despesas. Dessa forma, cortes de custos e demissões, que estavam concentrados nos setores financeiros, alastram-se pelo restante da economia. Com o aumento das demissões, a redução no consumo irá se intensificar.

O chamado *credit crunch*, decorrente da pressão sobre o setor financeiro,

continuará ao longo de 2009. Com efeito, os bancos comerciais poderão experimentar maiores dificuldades que em 2008, na medida em que se intensificarem as demissões e, como resultado, a inadimplência.

Emergentes não repetirão desempenho em 2009

Em boa parte de 2008 os países emergentes não sentiram na mesma intensidade os efeitos da desaceleração dos países desenvolvidos. Para a maioria desses países, entre eles o Brasil, o crescimento em 2008 foi sustentado pela demanda doméstica em ascensão e elevadas receitas com as vendas de *commodities*. Nesses países, contudo, o rápido crescimento trouxe consigo a inflação e, em boa parte deles, a solução adotada foi o endurecimento da política monetária. Como consequência, as perdas financeiras nas bolsas de valores foram mais acentuadas que nos países avançados.

Em 2009, as forças que sustentaram o crescimento das economias emergen-



tes perderam intensidade. As exportações para os Estados Unidos, Europa e Japão irão se enfraquecer ainda mais, quando as importações naqueles grandes mercados começarem a encolher. Os preços das *commodities* deverão continuar em queda e grandes países exportadores, como o Brasil e muitos dos emergentes, sentirão forte redução em suas receitas de exportação. A China, por exemplo, registrou queda em suas exportações em novembro na comparação com o mesmo mês de 2007; é a primeira vez em sete anos que as exportações chinesas não crescem na comparação com igual período do ano anterior. Para esses países, a demanda doméstica também perderá força. Os alimentos se manterão caros, deixando menos dinheiro para a compra de outros bens de consumo. O grande influxo de moeda estrangeira, que inundou os mercados emergentes, embora ainda elevado, deverá se tornar menos abundante.

É necessário manter a coordenação de políticas

Essa mudança de cenário irá reduzir em dois terços – no mínimo – a taxa de crescimento da economia mundial. Será o pior ano para a economia mundial desde 1982. Isso supondo que os agentes de política econômica das economias desenvolvidas, como os Estados Unidos e União Européia, mantenham-se tão ativos e coordenados quanto em 2008. Há espaço para tal: a inflação mais baixa em 2009 irá

Evolução do Produto Interno Bruto e de volume de comércio

Variação percentual

O cenário mundial em 2009 será muito diferente do observado em 2007

	2007	2008*	2009*
Mundo	5,0	3,7	2,2
Estados Unidos	2,0	1,4	-0,7
Economias desenvolvidas	2,6	1,4	-0,3
União européia	3,1	1,5	-0,2
Economias emergentes e em desenvolvimento	8,0	6,6	5,1
Volume comércio mundial (bens e serviços)	7,2	4,6	2,1

* Projeção

Fonte: FMI

permitir novos cortes nas taxas de juros. Caso contrário, pode-se esperar impactos ainda mais severos sobre a atividade econômica. Estimativas pessimistas apontam para uma recessão mundial prolongada.

Um aspecto, contudo, deve ser ressaltado. Houve a oportunidade de se alcançar um acordo de liberalização de comércio nas rodadas de Doha. Como o acordo não foi obtido, há risco de ações protecionistas por algumas economias – muito embora ações protecionistas sejam a última coisa que a economia global precise.

No caso das economias emergentes, há dúvidas sobre a extensão da capacidade destes de promover políticas anticíclicas e financiamento de seu crescimento. O investimento estrangeiro direto será menor em 2009 – ainda que a redução venha a ser mais intensa entre as grandes

economias. O abrandamento da política monetária, que havia se tornado mais restritiva com os surtos inflacionários provocados pelas altas das *commodities*, tem sido a saída utilizada por muitas economias emergentes. O Brasil é um dos poucos países que, até o momento, não se usou dessa alternativa.

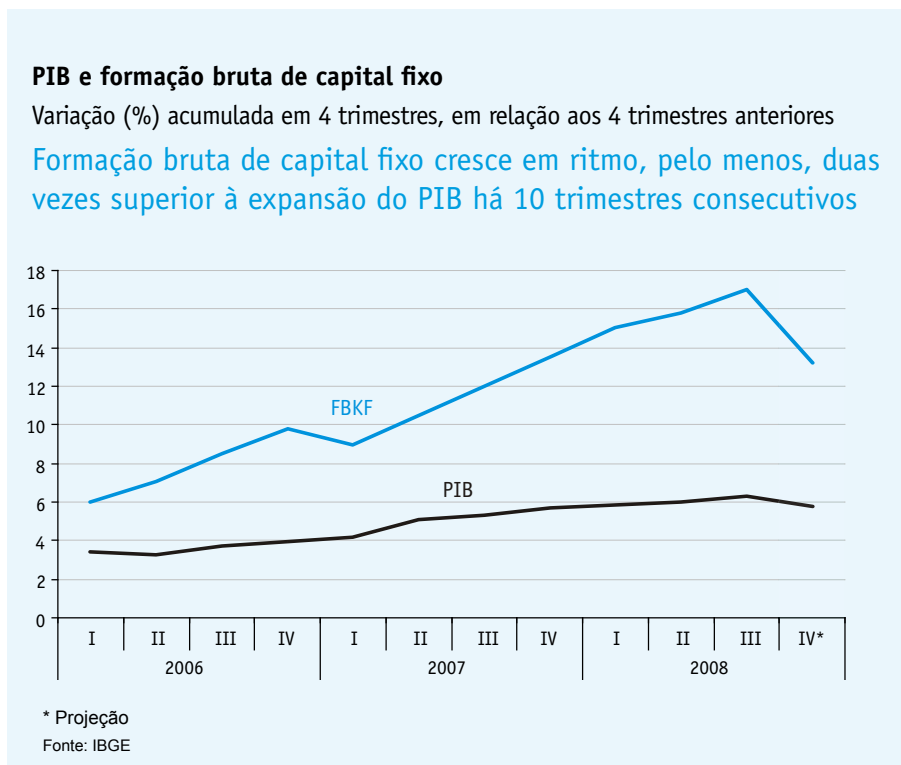
Além disso, muitos países emergentes estão anunciando pacotes de estímulos a suas economias. Ressalte-se, contudo, que – à exceção da China – esses são relativamente pequenos, quando comparados às medidas dos países avançados. Esses países não têm espaço em suas políticas fiscais para dar mais fôlego aos pacotes de estímulo ao crescimento, sem ameaçar o equilíbrio fiscal. O Chile é uma exceção, uma vez que acumulou um superávit fiscal de 8,8% do PIB em 2007, por conta dos ganhos de preço em suas exportações de cobre.

atividade econômica

Interrupção abrupta do crescimento

O ano de 2008 foi marcado por dois períodos com diferentes dinâmicas de crescimento da economia brasileira. No primeiro, formado pelos três primeiros trimestres do ano, destaca-se o crescimento econômico evoluindo de maneira intensa e espraçada. No segundo, composto apenas pelos últimos três meses do ano, há uma inversão repentina do crescimento da economia, reflexo da crise financeira global que se disseminou rapidamente. Não obstante à queda da atividade no final do ano, o forte ritmo de expansão da economia até o terceiro trimestre garantirá um crescimento ainda robusto do PIB em 2008. A CNI estima um crescimento do PIB de 5,7% em 2008, o que representa uma taxa acima da projetada no início do ano.

Na média dos três primeiros trimestres do ano, comparativamente ao mesmo período do ano anterior, o PIB cresceu à taxa de 6,8%. Ressalte-se a aceleração de todos os componentes da demanda interna, nessa comparação intertemporal. A formação bruta de capital fixo (FBKF) cresceu 19,7% – o maior crescimento em 12 anos. Além de intensa, a expansão da FBKF ocorre com regularidade: há 10 trimestres consecutivos que esse indicador cresce em taxas, pelo menos, duas vezes o crescimento do PIB. O consumo das famílias, no entanto,



continuou a ser o maior responsável pelo crescimento econômico, com aumento de 7,3% no terceiro trimestre, frente o mesmo período de 2007.

Do lado da oferta, o crescimento econômico no terceiro trimestre – comparativamente com o mesmo trimestre de 2007 – foi liderado, mais uma vez, pela indústria, cuja expansão foi de 7,1%. O setor de construção civil se destacou pelo maior ritmo de expansão (11,7%) desde o plano real. A produção da indústria de transformação ocorreu

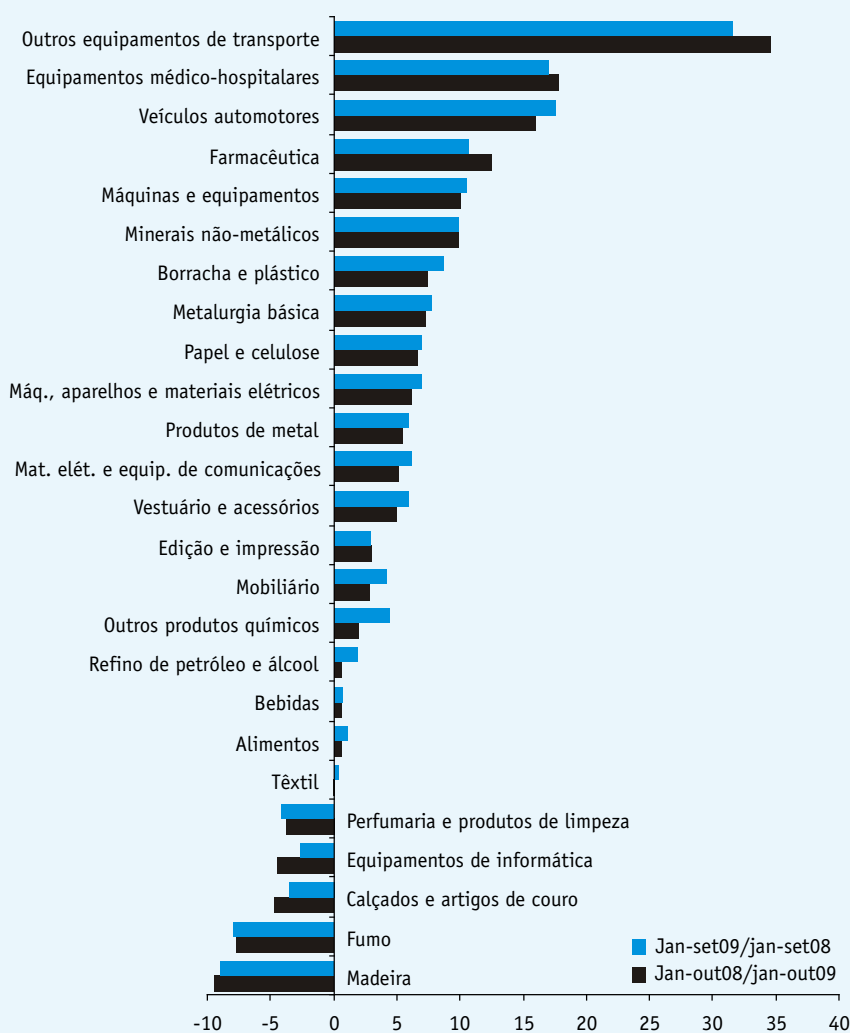
para a maioria dos setores: de janeiro a setembro de 2008, frente ao mesmo período do ano anterior, a produção cresceu para 21 dos 24 setores cobertos pela pesquisa (PIM-PF/IBGE) – sendo que em cinco deles a taxa de expansão foi de dois dígitos.

O maior dinamismo da produção industrial fez com que a utilização da capacidade instalada na indústria (CNI) atingisse 83,4% em setembro, o que representa o maior nível da série histórica do indicador dessazonalizado –

Produção industrial por setor de atividade

Varição (%) acumulada no ano frente o mesmo período do ano anterior

Queda da produção industrial em outubro desacelera crescimento no acumulado do ano em 18 setores da indústria de transformação



Fonte: PIM/IBGE

suficiente para desacelerar o crescimento em 18 dos 24 setores da indústria de transformação, na variação acumulada no ano frente ao mesmo período de 2007.

Quarto trimestre de 2008 marca inflexão do crescimento econômico

A crise internacional se disseminou na economia real via redução instantânea da liquidez de crédito, o que dificultou a obtenção de capital de giro por parte das empresas. Com a expectativa de colapso do crédito, as taxas de juros, que já estavam em trajetória de elevação devido à política monetária restritiva, ampliaram ainda mais esse movimento.

Apesar de ainda não existir dados consolidados sobre a trajetória da demanda interna no quarto trimestre de 2008, existem sinais claros de perda de dinamismo do consumo das famílias e dos investimentos.

Cabe mencionar que a Sondagem Industrial/CNI detectou um aumento de estoques na indústria como um todo no terceiro trimestre de 2008 pela primeira vez em nove trimestres. Considerando apenas as grandes empresas, o acúmulo de estoques ocorreu de forma acima do planejado pelo terceiro trimestre seguido.

Com crédito mais caro e mais escasso, em um cenário de rápida deterioração das expectativas do consumidor – o índice de

iniciado em janeiro de 2003. A pressão sobre a UCI chegou a levantar o debate sobre possíveis restrições de oferta para atender à demanda, que vinha delineando sólido crescimento. No entanto, essa hipótese perdeu sentido com a chegada do quarto trimestre de 2008, quando houve uma abrupta interrupção

do processo de crescimento econômico – em outubro a UCI registrou recuo de 0,5 ponto percentual, para 82,9%, e acredita-se que esse movimento continuará nos próximos meses.

O desaquecimento da indústria na passagem de setembro para outubro foi

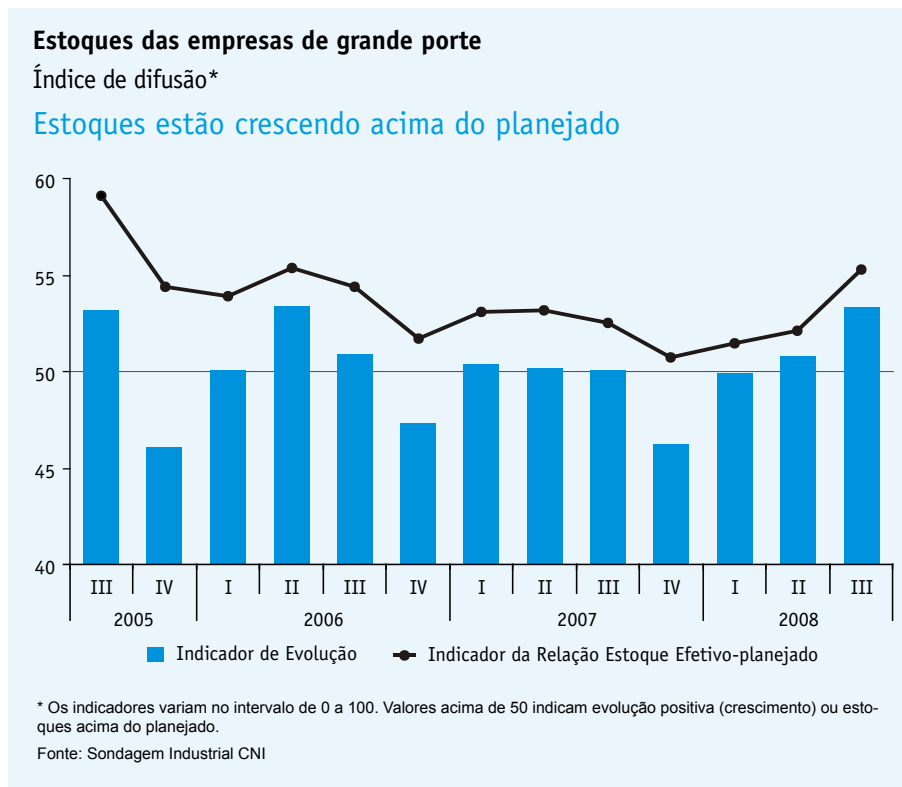
atividade econômica

confiança da FGV registrou o maior recuo em outubro desde o início da apuração da pesquisa, em 2005 – e acúmulo de estoques indesejados, a atividade produtiva foi sensivelmente reduzida.

A produção industrial em outubro, na comparação com o mês anterior, recuou 1,7%, no dado dessazonalizado (PIM-PF/IBGE). Esse movimento foi de tal monta que, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a produção industrial desacelerou de 9,6% em setembro para 0,8% no mês seguinte. O arrefecimento só não foi mais intenso devido ao efeito calendário positivo – o mês de outubro de 2008 contou com um dia a mais de produção do que outubro de 2007.

Outros indicadores de atividade industrial, como faturamento e horas trabalhadas na indústria (Indicadores Industriais/CNI) também registraram sensível movimento de desaceleração na comparação com o mesmo mês do ano anterior. A variação do faturamento reduziu-se de 11,8% em setembro para 6,9% em outubro, enquanto as horas trabalhadas, que cresciam à taxa de 9,6% em setembro, arrefeceram esse movimento para 4,9% no mês seguinte.

Um setor emblemático da indústria, e um dos que mais sentiu o impacto nas vendas é o de Veículos automotores. Esse setor, que registrava expansão da produção de 20,2% em setembro, arrefeceu para 4,1% em outubro (PIM-PF/IBGE), na comparação com mesmo mês do ano anterior. Dados de novembro



comprovam a acentuação da piora nesse quadro, uma vez que a produção de veículos caiu 34,4% em novembro frente a outubro e 28,6% na comparação com o mesmo mês do ano anterior (dados Anfavea). A redução da produção levou às montadoras, inclusive, a anteciparem o período de férias coletivas de seus trabalhadores, o que sinaliza para outro recuo da produção do setor em dezembro.

PIB deverá registrar queda no quarto trimestre

A queda da atividade, de acordo com dados preliminares, aponta para uma redução de 1,5% do PIB no quarto

trimestre do ano, frente ao trimestre imediatamente anterior, de acordo com os dados livres de influências sazonais. Esse recuo, se confirmado, será a variação mais pronunciada, nessa base de comparação, desde o primeiro trimestre de 1998, ano em que a economia teve crescimento nulo.

Recuo expressivo no crescimento: em 2009 economia deverá crescer apenas 2,4%

A queda do PIB no quarto trimestre de 2008 será suficiente para, praticamente, anular o efeito carregamento de 2009

(projeção de apenas 0,2%). Ou seja, o crescimento econômico do ano que vem não terá qualquer impulso estatístico do crescimento de 2008. Devido à relevância dos impactos da crise internacional na economia doméstica, a CNI estima que no primeiro trimestre de 2009 o PIB mantenha a trajetória de queda, registrando redução adicional de 1,1%, frente ao trimestre anterior, no dado dessazonalizado. Esse movimento, se confirmado, caracterizará uma recessão na economia brasileira (em termos técnicos, definida por dois trimestres consecutivos de PIB negativo, na comparação com o período anterior).

A CNI projeta um crescimento de 2,4% do PIB em 2009. Apesar do crescimento ainda ser liderado pelo consumo das famílias, esse componente da demanda interna deverá reduzir-se para a metade da taxa de expansão registrada em

2008, o que significa um avanço de 3,0% em 2009. O consumo do governo, por sua vez deve expandir-se 3,7% no mesmo período.

Entretanto, o destaque da desaceleração da demanda interna em 2009 virá da formação bruta de capital fixo (FBKF). Por ser mais sensível às flutuações da economia, a FBKF deverá crescer apenas 3,0% em 2009, contrastando-se à expansão de 14,4% projetada para 2008. São quatro os fatores para esse comportamento:

- a. **Maturação dos investimentos já em curso:** os investimentos que foram feitos ao longo de 2008 elevarão ainda mais a capacidade produtiva da indústria;
- b. **Menor demanda:** espera-se uma forte desaceleração da demanda

interna e queda da demanda externa em 2009 – no que diz respeito às exportações brasileiras –, o que pressionará ainda mais o nível de estoques, que já se encontram em nível acima do planejado;

- c. **Desvalorização do real:** A perda de valor do real frente ao dólar encarece as importações de máquinas e equipamentos;
- d. **Encarecimento e maior dificuldade de acesso ao crédito:** o aumento das taxas de juros – resultado tanto da política monetária restritiva de 2008 quanto da crise internacional – aumentaram a aversão ao risco e encareceram o custo de financiamento, aumentando o custo de oportunidade de investir na produção.

O volume de exportações de bens e serviços (pela apuração metodológica das Contas Nacionais) deve reduzir-se em 4,3% em 2009. Apesar da desvalorização do real frente ao dólar tornar os produtos brasileiros mais competitivos no mercado internacional – em termos de preço –, a recessão dos países desenvolvidos e a desaceleração das economias emergentes afetarão sensivelmente a venda dos produtos brasileiros para fora do país. No contexto de perda de valor da moeda brasileira e desaceleração da demanda interna, a CNI estima uma retração de 2,1% do volume de importações de bens e serviços em 2009. Dessa forma, a contribuição do setor externo no PIB diminuirá dos projetados -2,2 pontos percentuais em 2008 para -0,2 ponto percentual em 2009.

Estimativa de PIB

Varição percentual e contribuição

O componente da demanda interna que mais reduzirá a taxa de crescimento em 2009 será a Formação Bruta de Capital Fixo

Componentes do PIB		2009	
		Taxa de crescimento (%)	Contribuição (p.p.)
Ótica da demanda	Consumo das famílias	3,0	1,8
	Consumo do governo	3,7	0,7
	FBKF	3,0	0,6
	Exportações	-4,3	-0,5
	(-) Importações	-2,1	-0,3
Ótica da oferta	Agropecuária	1,6	0,1
	Indústria	1,8	0,5
	Serviços	2,8	1,8
	Impostos	2,0	
PIB pm		2,4	

Elaboração: CNI

emprego e salário

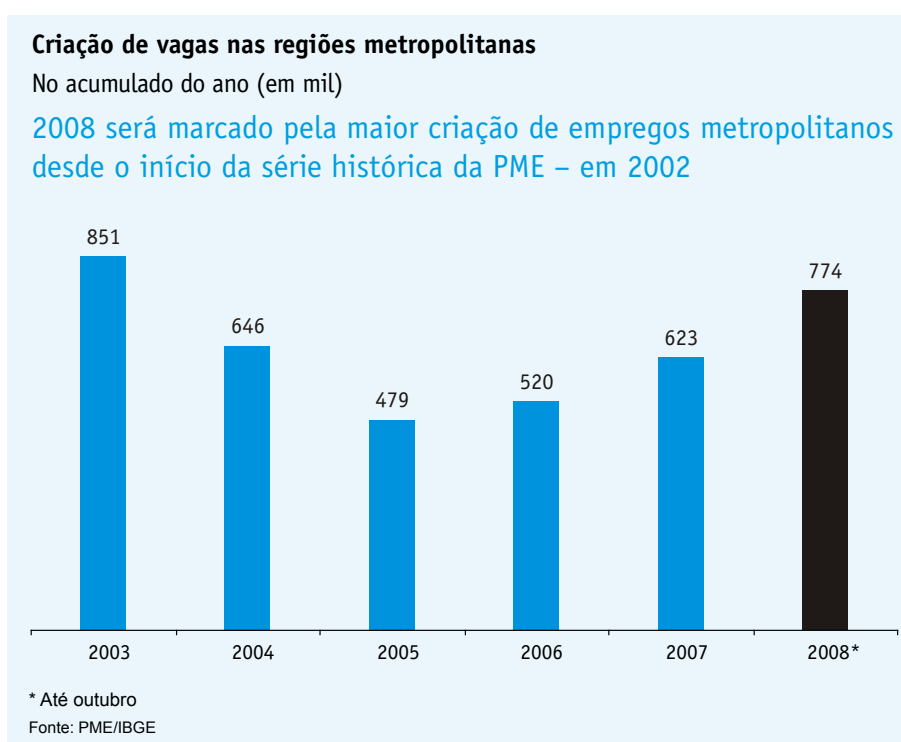
Mercado de trabalho em 2009 não irá repetir o bom desempenho de 2008

O dinamismo do mercado de trabalho dos últimos dois anos se intensificou ainda mais em 2008. De janeiro a outubro deste ano foram criados 774 mil empregos nas seis maiores regiões metropolitanas brasileiras (PME/IBGE). Esse fluxo só não é superior ao registrado em 2003, quando foram criadas 851 mil vagas em todos os 12 meses.

Ressalte-se que ao incluir os resultados dos meses de novembro e dezembro – que ainda não foram divulgados –, são altas as chances de que a criação de empregos em 2008 supere a de 2003. Importante notar que a qualidade dos novos empregos em 2008 é superior a de 2003. Isso porque enquanto em 2003, quase todos os empregos criados foram informais, em 2008 a criação de vagas formais foi predominante.

Emprego formal é destaque em 2008

O aumento na qualidade do emprego em 2008 é indiscutível. Enquanto a ocupação cresceu 4,0% em outubro, frente ao mesmo mês do ano anterior, o contingente de emprego formal – constituído pelos empregados com carteira, estatutários, militares e empregadores –, cresceu 6,6%, na mesma base de



comparação. Paralelamente, a ocupação informal, que é representada por ocupados sem carteira e por conta-própria, cresceu apenas 0,2% no mesmo período. O emprego formal cresce mais do que o informal desde abril de 2007, nessa base de comparação.

Em termos absolutos, foram criados 832 mil empregos formais e fechados 54 mil informais, no acumulado dos dez primeiros meses de 2008. Essa é a maior criação de empregos formais em seis anos - ao considerar os setores públicos e privados.

Ao focar apenas no setor privado, a tendência de formalização da mão-de-obra é ainda mais aparente. São 45 meses contínuos de crescimento do emprego com carteira em ritmo acima do sem carteira – com exceção do mês de agosto de 2008, quando ambos os contingentes cresceram virtualmente à mesma taxa.

A continuidade dessa tendência elevou o grau de formalidade do mercado de trabalho em outubro para 56,6%. Esse indicador, que representa a soma dos empregos com carteira, militares e esta-

tutários pelo total da ocupação, cresceu 1,6 ponto percentual na comparação com outubro de 2007.

O grau de formalidade só não trilhou uma tendência contínua de crescimento em todo ano de 2008 devido ao período eleitoral, quando há maior oferta de trabalho temporário – usualmente informal – para fazer frente às campanhas eleitorais. Após esse período, ou seja, a partir de setembro, o grau de formalidade voltou a crescer e atingiu o maior nível registrado da série desde o início da pesquisa, em março de 2002.

A criação de emprego formal não é um movimento exclusivo das regiões metropolitanas, mas também em todo o território nacional. A criação de empregos com carteira assinada em todo o Brasil no acumulado de janeiro a outubro de 2008 ficou em 2,1 milhões (Caged/MTE), o que caracteriza o maior fluxo líquido de novas oportunidades de trabalho formal para períodos semelhantes em toda a história. Em termos de comparação, no mesmo período do ano passado, foram criados 1,9 milhão de empregos formais.

Crescimento do emprego se dá de forma disseminada na indústria de transformação

A indústria de transformação criou 533 mil vagas de janeiro a outubro de 2008, praticamente igualando a criação de empregos no mesmo período de 2007 (540 mil).

Dos 12 setores da indústria de transformação cobertos pelo Caged, seis registraram maior fluxo de contratação em 2008. O setor de Alimentos e Bebidas se destacou por ser responsável por 34% de toda a criação de vagas na indústria de transformação no período.

Destaque também para a Construção Civil, que criou 301 mil empregos no acumulado do ano até outubro, o que representa o dobro do fluxo líquido registrado no ano anterior (155 mil).

Menor crescimento da PEA favorece recuo da taxa de desemprego

Enquanto a ocupação metropolitana cresceu intensamente em 2008 (média de 3,9% na comparação mês contra o mesmo mês do ano anterior), a População Economicamente Ativa (PEA) – formada pelas pessoas ocupadas ou desocupadas que estão à procura por emprego – não cresceu com a mesma intensidade (média de 2,1% no mesmo período). De fato, a ocupação cresce em ritmo substancialmente acima da expansão da PEA desde junho de 2007. Com isso, o diferencial médio entre o crescimento anual da ocupação e da PEA aumentou de 0,8 ponto percentual em 2007 para 1,8 ponto percentual em 2008.

Esse comportamento levou a uma redução mais rápida da taxa de desemprego ao longo de 2008 do que em anos

anteriores. Em 2008, a taxa de desemprego iniciou a trajetória de queda já no primeiro trimestre do ano, enquanto em 2007 e em 2006 esse indicador só passou a recuar a partir de meados do segundo trimestre. Dessa forma, a taxa de desemprego ficou, em média, 1,6 ponto percentual abaixo do nível dos mesmos meses do ano anterior. A projeção da CNI é de que a taxa de desemprego finalize o ano em 6,9%, registrando média anual de 7,9% – as menores taxas da série histórica da PME.

Massa salarial cresce à taxa de dois dígitos

A aceleração da inflação a partir do segundo semestre do ano reduziu os ganhos do poder de compra dos trabalhadores, resultando no arrefecimento da renda. O rendimento real habitualmente recebido cresceu 3,3% na média do acumulado de 2008 comparativamente ao mesmo período de 2007.

Porém, como o emprego continuou crescendo substancialmente, principalmente no segundo semestre de 2008, a massa salarial real atingiu uma expansão de 10,2% em setembro frente ao mesmo mês do ano anterior. Ressalte-se que o crescimento da massa salarial se mantém à taxa de dois dígitos há três meses consecutivos.

Já no acumulado dos nove primeiros meses de 2008, frente a igual período de 2007, a massa salarial aumentou 8,5%.

emprego e salário

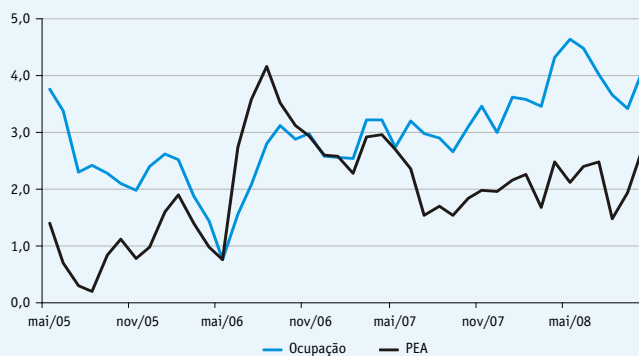
Perspectivas de um mercado de trabalho menos dinâmico

Apesar da crise internacional ainda não ter afetado o mercado de trabalho de forma disseminada – de acordo com os dados até outubro –, é muito provável que haverá perda do dinamismo registrado em 2008. O menor crescimento econômico de 2009 resultará em uma criação menor de empregos no ano. Dessa forma, a CNI estima que o processo de formalização do mercado de trabalho não continuará nos mesmos moldes de 2008. Em outros termos, o grau de formalidade do mercado de trabalho, se continuar crescendo, será em ritmo sensivelmente inferior ao registrado em 2008.

Nesse contexto, a PEA passará a crescer mais intensamente em 2009. Essa hipótese está ligada a maior chance de membros secundários familiares entrarem no mercado de trabalho em busca de uma ocupação para ajudarem a equilibrar os ganhos de renda do domicílio. Com mais pessoas à procura de trabalho, a taxa de desemprego irá subir de forma mais rápida no início de 2009 do que no mesmo período de 2008. Com isso, a taxa média de desemprego em 2009 deverá ficar por volta de 8,2%, o que representa 0,3 ponto percentual acima da média registrada em 2008. Nessa esteira, a desaceleração do crescimento do emprego trará efeito negativo nos ganhos da massa salarial real.

PEA e Ocupação

Varição (%) frente ao mesmo mês do ano anterior

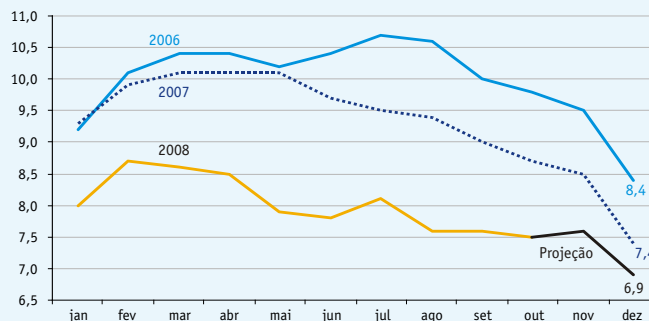


Fonte: PME/IBGE

A PEA cresce em velocidade abaixo da expansão da ocupação desde junho de 2007

Taxa de desemprego metropolitana

Em % da PEA

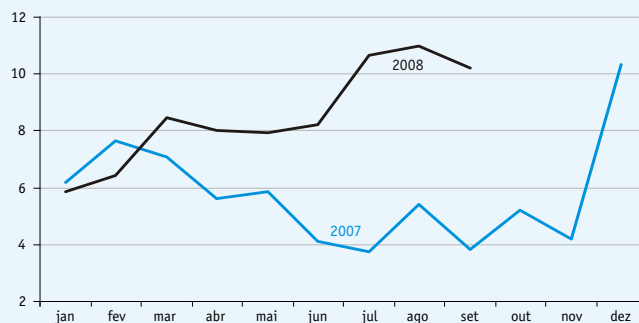


Fonte: PME/IBGE

O processo de redução da taxa de desemprego iniciou antes do registrado em anos anteriores

Massa salarial real

Varição (%) na comparação com o mesmo mês do ano anterior



Fonte: PME/IBGE

Maior ritmo do crescimento do emprego impulsionou a expansão da massa salarial

inflação, juros e crédito

Desaceleração da atividade e cenário externo reduz pressão inflacionária

Os índices gerais de preços (IGP-DI/FGV) registraram aceleração em todo o primeiro semestre de 2008. A inflação no atacado, medida pelo IPA-DI, chegou a atingir 18,9% em julho, no indicador acumulado em 12 meses. Seguindo esse movimento, a inflação ao consumidor (medida pelo IPCA) acelerou o ritmo nos primeiros sete meses do ano, atingindo o pico de 6,4% em julho, praticamente no limite superior da meta de inflação.

Esse fenômeno não ocorreu apenas no Brasil. O contínuo aumento dos preços internacionais de *commodities* nos últimos anos pressionou os índices de inflação no mundo inteiro. De fato o índice que compõe o agregado de *commodities* do FMI registrou crescimento de 40% de janeiro a julho de 2008, quando atingiu o pico histórico da série.

No entanto, o segundo semestre do ano foi marcado por uma reversão desse movimento, quando os preços das *commodities* passaram a registrar queda acentuada devido à redução da demanda global. Nos quatro meses posteriores – de agosto a novembro – o índice do FMI recuou 47,4%. A queda dos preços das *commodities* foi generalizada, com destaques para energia e insumos industriais, mais

Preços internacionais de *commodities*

Variação anual (%)

Evolução dos preços internacionais das *commodities* em 2008 contrasta com a trajetória de anos anteriores

	2004	2005	2006	2007	2008*
Total	18,4	29,3	14,3	29,4	-26,4
Energia (Petróleo, Gás e Carvão)	30,2	41,1	7,1	44,0	-29,9
Petróleo	30,5	44,5	8,0	46,6	-39,6
Alimentação e bebidas	1,2	5,2	15,0	25,6	-14,8
Insumos industriais	9,9	21,1	37,5	-5,7	-24,6
Matérias-Primas Agrícolas	-3,6	6,7	12,9	-0,3	-16,8
Minerais Metálicos	23,3	32,3	53,0	-8,2	-28,6

* Variação de novembro de 2008 frente a dezembro de 2007
Fonte: FMI

especificamente, minerais metálicos. Esse comportamento fez o preço médio das *commodities* registrar queda de 26,4% no acumulado do ano até novembro.

A mudança de cenário fez o IGP-DI registrar desaceleração, de modo a passar de um crescimento de 14,8% em julho para 11,2% em novembro, no indicador acumulado em 12 meses. Ressalte-se, todavia, que a inflação ao consumidor (IPCA) não seguiu a tendência de arrefecimento e manteve-se acima da variação de 6,0% em todo segundo semestre. A CNI estima um IPCA de 6,2% em 2008.

A razão para a maior rigidez da inflação ao consumidor se dá pela pujança da demanda interna – alimentada pela expansão da massa salarial, do volume de crédito e dos programas sociais do governo, como Bolsa Família –, que abriu espaço para repasses da inflação no atacado para o varejo e manteve pressionados os preços dos serviços.

Apesar de ter um peso de 22% no IPCA, o grupo Alimentação chegou a ser responsável por 54,9% de toda a variação dos preços no indicador acumulado em 12 meses findos em junho. A pressão

inflação, juros e crédito

sobre esse grupo também foi se reduzindo, acompanhando de forma menos sensível a tendência de queda dos preços internacionais das *commodities*. Com isso, a participação do grupo alimentação na inflação acumulada em 12 meses até novembro de 2008 recuou para 44,1%.

Menor pressão nos núcleos do IPCA

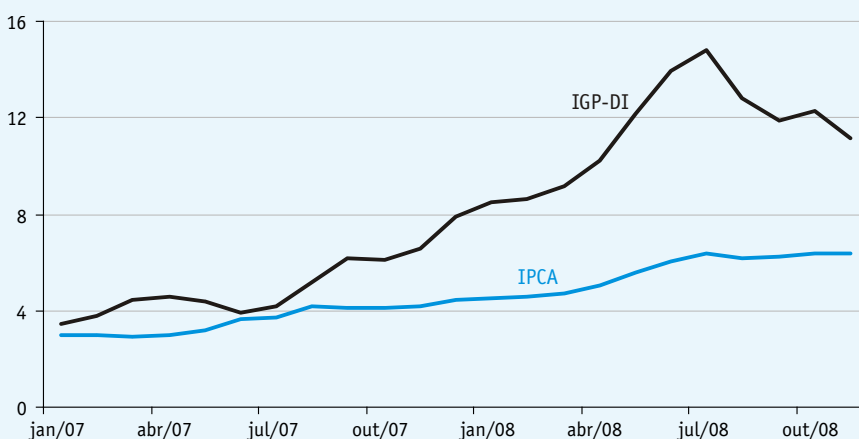
Os núcleos de inflação – que são caracterizados por uma trajetória mais rígida de evolução – registraram em novembro uma interrupção do movimento de alta no indicador acumulado em 12 meses. O núcleo por médias aparadas com suavização estabilizou-se em 4,8% de outubro para novembro e o núcleo por exclusão de alimentos e preços monitorados chegou a recuar ligeiramente nesse período (de 5,1% para 5,0%).

Com as últimas apurações sobre a variação dos preços e a forte desaceleração da economia doméstica e internacional já em curso, os fatores de risco para inflação futura reduziram-se sensivelmente. A depreciação cambial é, atualmente, o único fator potencialmente desestabilizador da inflação no Brasil. Historicamente, a ocorrência de desvalorização do real frente ao dólar traz impactos significativos de pressão inflacionária doméstica. No entanto, a perda de valor do real ocorre concomitantemente à redução dos preços internacionais das *commodities*. Dessa forma, acredita-se que o impacto negativo na inflação será sensivelmente menor do que em ocorrências anteriores.

IGP-DI e IPCA

Acumulado em 12 meses

Desaceleração da inflação no atacado ainda não atingiu a inflação ao consumidor

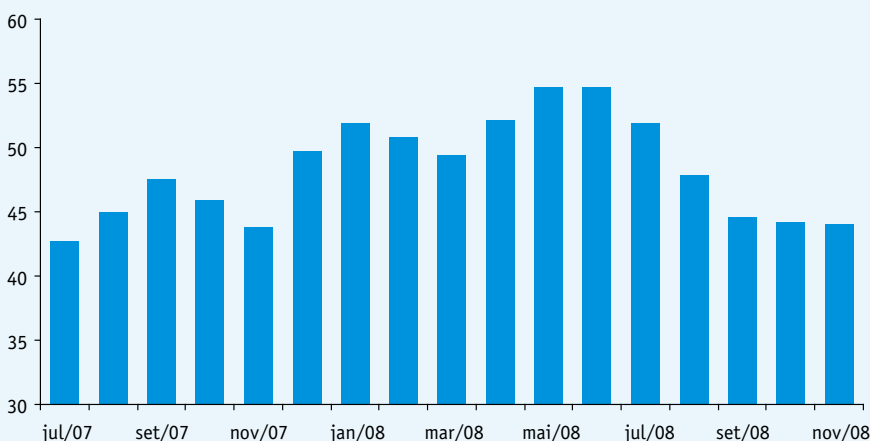


Fonte: IBGE e FGV

Contribuição do grupo Alimentação e Bebidas no IPCA

Em % do IPCA acumulado em 12 meses

Queda dos preços das *commodities* leva contribuição do grupo Alimentação recuar sensivelmente na inflação ao consumidor

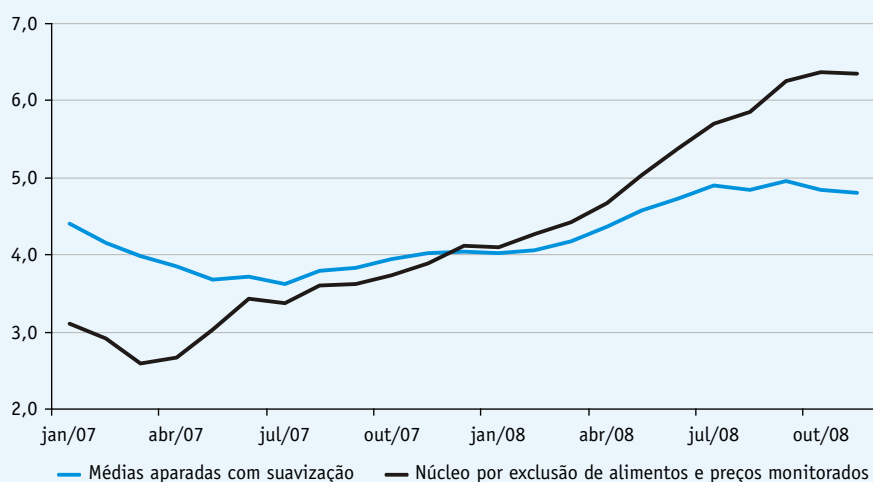


Fonte: IBGE

Núcleos do IPCA

Varição (%) acumulada em 12 meses

Aceleração do crescimento dos núcleos perde força

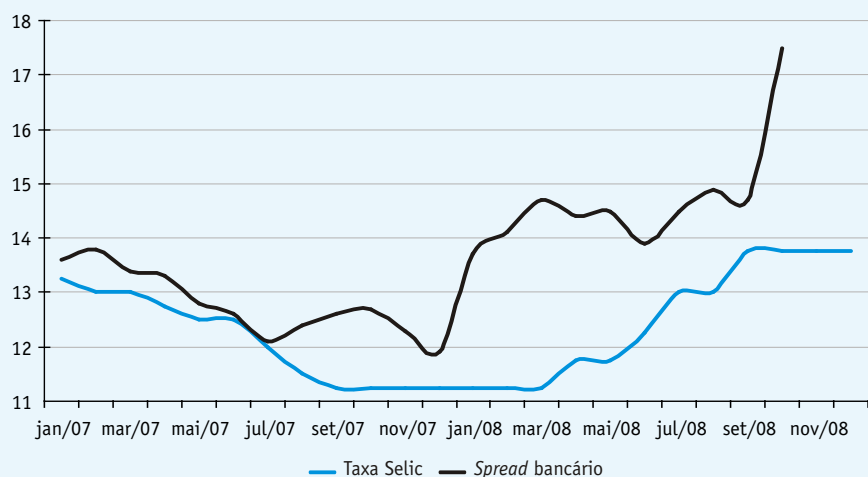


Fonte: IBGE

Evolução da taxa de juros Selic e Spread bancário para pessoa jurídica

Em % ao ano

Spread bancário atinge a segunda maior taxa da série histórica do Banco Central, se descolando da trajetória da Selic



Fonte: Banco Central

A CNI estima que o IPCA ainda mantenha a rigidez em sua trajetória durante o primeiro trimestre de 2009, para só nos meses posteriores apresentar desaceleração, de forma a finalizar o ano em 4,8% – ligeiramente acima do centro da meta de inflação, de 4,5% para o ano.

Crise internacional altera postura de política monetária no Brasil

Após o Banco Central elevar a taxa de juros em 2,5 pontos percentuais – de abril a setembro de 2008 (para 13,75% ao ano) –, a crise internacional disseminou-se de maneira rápida e intensa via redução da liquidez de crédito. Devido à maior aversão ao risco, o empocamento de liquidez elevou ainda mais as taxas de juros referenciais para as operações de crédito, de forma a atingirem 42,9% ao ano em outubro (último dado disponível).

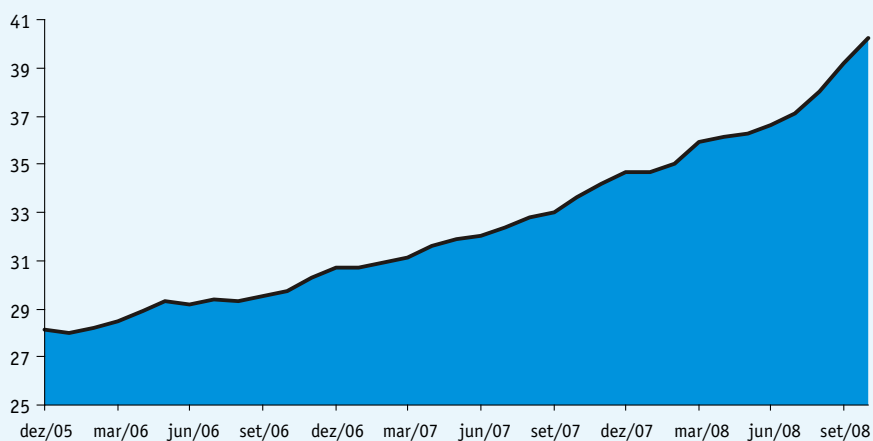
Os *spreads* bancários, definidos pela diferença entre a taxa de captação e de aplicação de capital, mais que reverteram toda a queda registrada em 2007. Os *spreads* médios para pessoa jurídica, que estavam em 13,7% em janeiro de 2008, passaram para 17,5% em outubro. Esse movimento gerou um descolamento entre a taxa Selic e o *spread* para pessoa jurídica. Ressalte-se que em apenas uma ocasião – em outubro de 2002 –, desde o início da série histórica do Banco Central (em

inflação, juros e crédito

Volume de Crédito

Em proporção do PIB

Volume de crédito atinge 40,2% do PIB, o que representa o maior patamar da série histórica do Banco Central



Fonte: Banco Central do Brasil

junho de 2000) o *spread* bancário médio para pessoa jurídica ultrapassou a taxa registrada atualmente.

A despeito da elevação dos juros e dos *spreads*, o volume total de crédito do sistema financeiro cresceu sobremaneira em 2008, passando de 34,7% do PIB em janeiro de 2008 para 40,2% em outubro – essa foi a maior participação do crédito no PIB da história.

Medidas efetivas de afrouxamento monetário

Em meio a esse cenário, a somarem-se as medidas de desoneração tributária

decretadas pelo governo, o Banco Central promoveu, em um esforço inédito, uma série de medidas monetárias de caráter expansionista com objetivo de destravar o crédito. As medidas concentram-se no aumento de liquidez monetária, como reduções dos depósitos compulsórios a prazo e à vista (e posterior alteração na exigência de recolhimento de dinheiro em espécie para títulos públicos) e a criação e ampliação de linhas de créditos para a exportação e para setores onde a falta de liquidez de crédito ficou crítica.

Essas medidas vão na direção certa para conter parte dos impactos já disseminados da crise internacional, ao promover liquidez ao mercado monetário. Ressal-

te-se que para potencializar o impacto das medidas feitas até aqui, será necessário impor a mudança da relação câmbio-juro, que exige um abrandamento da política monetária – vale dizer, taxas de juros menores que às de 2007.

Perspectivas para a taxa Selic

Apesar da gravidade do travamento do crédito e da desaceleração da atividade econômica no quarto trimestre de 2008, a taxa Selic permaneceu em 13,75% ao ano na última reunião do ano do Copom, em dezembro.

A CNI estima que na primeira reunião de política monetária de 2009 – nos dias 20 e 21 de janeiro – o Copom inicie o ciclo de afrouxamento monetário, alinhando a trajetória da Selic com a política monetária vigente. A redução dos juros deverá ser de 0,5 ponto percentual, com repetição dessa dose na reunião seguinte, em março, de forma a deixar a Selic em 12,75% ao ano. A trajetória cadente da taxa de juros continuará ao longo de todas as seis reuniões de política monetária restantes do ano, na forma de reduções de 0,25 ponto percentual em cada reunião. Com isso, a CNI projeta uma taxa Selic de 11,25% em dezembro de 2009, acumulando uma média de 12,2% no ano – o que representa 0,3 ponto percentual abaixo da taxa de juros média registrada em 2008.



política fiscal

Ampliação da meta de superávit primário impede novo aumento das despesas em relação ao PIB

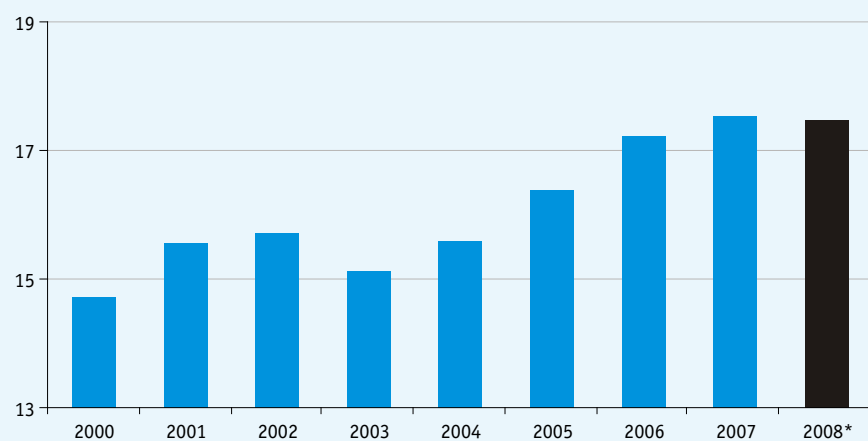
A política fiscal sofreu uma inflexão em 2008. Pela primeira vez nos últimos cinco anos as despesas primárias do Governo Federal não deverão se elevar em relação ao PIB. Dois fatores contribuíram decisivamente para essa inflexão. O primeiro deles foi o bom ritmo de crescimento do PIB, que compensou o aumento nominal das despesas. O segundo foi a decisão de ampliar a meta de superávit primário em 0,5% do PIB, o que fez com que o excepcional ritmo de crescimento da receita não fosse convertido em despesas adicionais.

As despesas primárias do Governo Federal cresceram 5,1%, em termos reais (deflator IPCA), entre janeiro e outubro de 2008, com relação ao mesmo período de 2007. Entretanto, como o ritmo de expansão de tais despesas tem se acelerado nos últimos meses, o crescimento real deve se elevar com os dados de novembro e dezembro. Ainda assim, as despesas primárias do Governo Federal devem encerrar 2008 em 17,5% do PIB, mesmo patamar observado em 2007.

Além da estabilidade do total das despesas primárias em relação ao PIB, outro fato relevante encontra-se na composição do crescimento das despesas. A expansão real dos gastos correntes foi de 3,75% no período entre

Evolução da despesa primária total do Governo Federal
Acumulada no ano (% do PIB)

Despesas primárias não devem apresentar expansão pela primeira vez desde 2003



* Projeção CNI
Fonte: STN/MF

janeiro e outubro de 2008, se comparado ao mesmo período do ano anterior. Por outro lado, os investimentos tiveram crescimento real de 42,5% na mesma base de comparação. Dessa forma, o volume de investimentos acumulado em 12 meses cresceu de 0,75% do PIB, em dezembro de 2007, para 0,9% do PIB, em outubro de 2008.

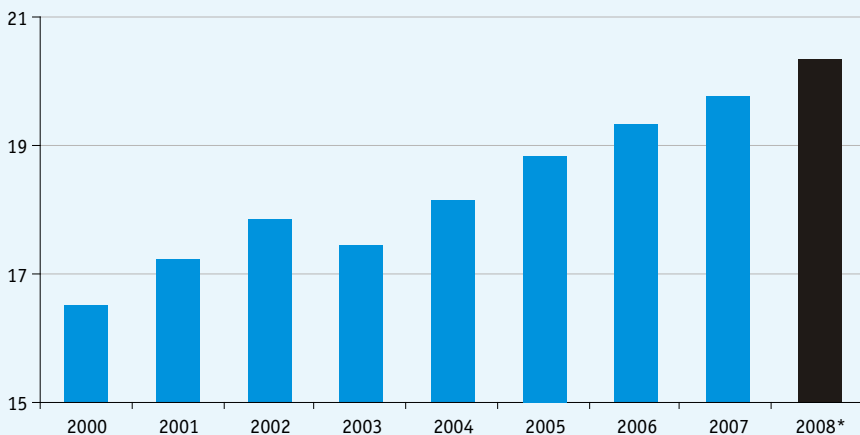
A receita líquida do Governo Federal cresceu 11,4%, em termos reais, entre janeiro e outubro de 2008, com relação ao mesmo período de 2007. Assim como

ocorrido em 2007, o ritmo de expansão da receita supera amplamente o crescimento real do PIB, que nos três primeiros trimestres de 2008 foi de 6,4%. Como as alterações na legislação tributária foram, de modo geral, no sentido de redução da arrecadação (fim da CPMF contra aumento de alíquotas do IOF e da CSLL), o aumento registrado deve ser atribuído, principalmente, à melhoria dos resultados das empresas e à expansão da massa salarial. Dessa forma, apesar dos impactos da desaceleração da economia no último trimestre, a receita líquida deverá atingir

política fiscal

Evolução da receita líquida do Governo Federal

Acumulada no ano (% do PIB)



* Projeção CNI
Fonte: STN/MF

Arrecadação
chega ao quinto
ano consecutivo
de crescimento
superior ao do PIB

20,3% do PIB em 2008, contra 19,8% no final de 2007.

Da mesma forma que o Governo Federal, os governos estaduais e municipais também registraram um ritmo excepcional de crescimento das suas receitas. As principais fontes de receita desses entes da federação tiveram crescimento real de 14,0% entre janeiro e outubro de 2008, com relação ao mesmo período de 2007. Por outro lado, o ritmo de aumento das despesas nos governos regionais superou largamente aquele observado no Governo Federal. Tendo em vista o resultado primário alcançado até outubro, estimamos em 16,3% o crescimento real das despesas entre janeiro e outubro de 2008, com relação ao mesmo período de 2007. Dois fatores podem explicar este comportamento dos governos regionais: as eleições municipais e a pouca propensão desses

governos a realizarem economia adicional de receitas em relação ao estabelecido nos acordos de renegociação das dívidas com o Governo Federal.

**Superávit primário
deverá superar
amplamente a meta
para 2008**

Dado o ritmo de crescimento da arrecadação de todos os níveis de governo e a contenção de despesas adicionais observada no Governo Federal, o setor público deverá superar, com folga, a meta de superávit primário de 3,8% do PIB estabelecida para 2008. A CNI estima que, em conjunto, os governos Federal, estaduais e municipais e suas empresas estatais terminem o ano com um superávit primário equivalente a 4,25% do PIB. Haverá, portanto, um aumento significa-

tivo do superávit primário em relação aos 3,9% do PIB obtidos em 2006.

A maior parte da folga do superávit primário em relação à meta será proporcionada pelo Governo Federal. Para o Governo Federal espera-se um superávit equivalente a 2,85% do PIB, superando a meta de 2,2% do PIB estipulada para o ano e o resultado de 2,3% do PIB obtido em 2007. Com relação aos estados e municípios, o superávit primário esperado é de 1,05% do PIB. Dessa forma, apesar de superarem a meta estabelecida de 0,95% do PIB estabelecida para 2008, os governos regionais devem registrar um resultado primário inferior àquele obtido em 2007, que foi de 1,15% do PIB.

Por sua vez, o superávit primário das empresas estatais federais deve ser de 0,35% do PIB, resultado bem inferior à

meta estabelecida para o ano (0,65% do PIB) e também àquele registrado em 2007 (0,45% do PIB). A principal explicação para o baixo superávit primário das estatais federais está no expressivo aumento dos seus investimentos. Nos dez primeiros meses de 2008, com relação ao mesmo período do ano passado, os investimentos das estatais registraram crescimento real de 17,9%. Embora tais investimentos sejam importantes para as empresas e para o crescimento econômico, eles comprometem a capacidade atual de geração de superávit primário.

Além da ampliação do superávit primário, a redução das despesas com juros é outro fator positivo das variáveis fiscais em 2008. O pagamento de juros no ano deverá corresponder a 5,7% do PIB, contra 6,15% do PIB em 2007. Apesar da média da taxa básica de juros (Selic) ter sido maior este ano do que foi em 2007, dois outros fatores mais do que compensaram o impacto da alta na Selic. O primeiro deles foram as taxas de juros mais baixas incidentes sobre os títulos pré-fixados. O segundo foi o efeito da desvalorização cambial sobre a dívida interna indexada à taxa de câmbio.

A combinação de maior superávit primário e menor despesa com juros levará a uma significativa redução do déficit nominal, que deverá passar de 2,25% do PIB, em 2007, para 1,45% do PIB, em 2008. Em função disso, iremos observar também uma expressiva queda do endividamento público em relação ao PIB, que deverá cair de 42,7%, em 2007, para 36,4%, em 2008. Além da menor

pressão exercida pelo déficit nominal e do efeito redutor decorrente do aumento do PIB, é importante ressaltar o impacto da desvalorização cambial na redução da dívida líquida do setor público. Como os ativos externos do setor público superam amplamente a dívida pública externa, a desvalorização cambial proporcionou um aumento maior dos ativos externos do que aquele verificado na dívida pública externa quando denominados em reais.

Menor ritmo de crescimento das receitas impõe necessidade de corte de despesas programadas para 2009

Para 2009, os efeitos da crise econômica mundial sobre a economia brasileira trazem grandes incertezas para a execução da política fiscal. Por um lado, existem dúvidas com relação ao impacto sobre a atividade econômica e, consequentemente, sobre a arrecadação do setor público. Por outro lado, há a possibilidade de se buscar a implementação de uma política fiscal mais expansionista para tentar reduzir os efeitos sobre a atividade econômica. Este cenário ganhou força com a proposição de redução de despesas do Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) feita pelo Poder Executivo ao Congresso – apenas R\$ 8 bilhões – e as medidas de desoneração tributária – estimadas em R\$ 8,4 bilhões – anunciadas em dezembro.

O PLOA foi elaborado tendo como referência um cenário econômico completamente diferente daquele que se espera para 2009. Dessa forma, o projeto apresenta um expressivo aumento das despesas sustentado por uma ampliação significativa da receita líquida. Como desde a proposição do PLOA as estimativas de receita e despesas para 2008 se ampliaram, a atualização das variações previstas para 2009 apontam um crescimento nominal de despesas de 14,1% e da receita líquida de 10,1%.

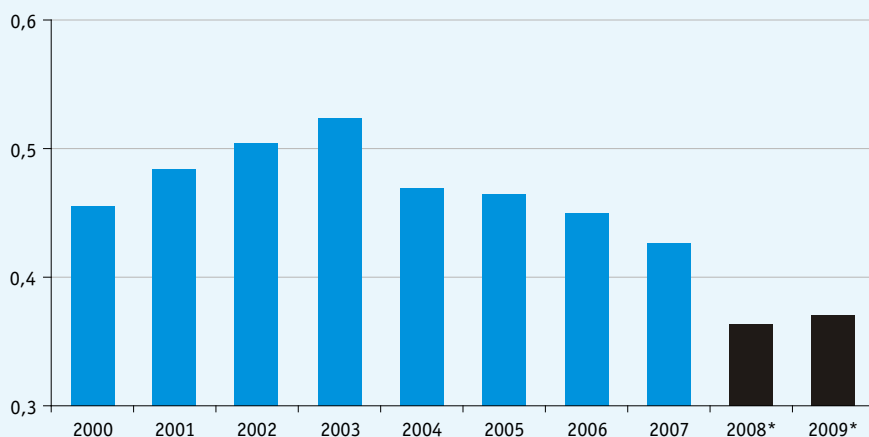
A expectativa da CNI é de que o crescimento nominal da receita líquida do Governo Federal seja de 7,3% no próximo ano. Tal projeção se baseia na estimativa da CNI de crescimento real de 2,4% do PIB em 2009. Sendo assim, adota-se a hipótese de que a receita de impostos e contribuições acompanhe o aumento nominal do PIB (9,6%), excluído o efeito da recente desoneração tributária. O menor crescimento econômico também se refletirá em menor expansão da massa salarial e, dessa forma, na arrecadação previdenciária. Finalmente, admite-se um forte impacto da queda dos preços internacionais das *commodities* sobre royalties e dividendos recebidos pelo Governo Federal. Sendo assim, espera-se que a receita líquida do Governo Federal caia 0,4 p.p. do PIB e atinja o patamar de 19,9% do PIB em 2009.

Tendo em vista um novo cenário para a receita, caso queira buscar o cumprimento da meta de superávit primário de 2,2% do PIB estipulada para 2009, o Governo Federal deverá reduzir as despesas primárias previstas no PLOA.

política fiscal

Trajectoria da Dívida Líquida do Setor Público

Acumulada no ano (% do PIB)



* Projeção CNI

Fonte: Banco Central do Brasil

Redução do déficit nominal, crescimento da economia e ajuste cambial garantem forte redução do endividamento público em 2008

Nesse caso, estimamos em R\$ 35,0 bilhões o montante de despesas a ser cortado do orçamento. Entretanto, caso opte por uma política fiscal mais expansionista e decida utilizar-se do mecanismo do Projeto Piloto de Investimentos (permite uma meta de 1,7% do PIB com a exclusão de R\$ 15,6 bilhões em despesas com investimentos no âmbito do projeto), o corte de despesas seria de R\$ 19,4 bilhões.

Admitimos em nossas projeções que o Governo Federal implementará uma política fiscal fortemente anti-cíclica e realizará cortes no orçamento na mesma proporção da base de despesas contingenciáveis feitos em 2008 (cerca de 30% da base, equivalente a R\$ 22,0 bilhões). Nesse cenário, as despesas primárias do Governo Federal crescerão em 0,6 p.p. do PIB e atingirão 18,1%

do PIB em 2009. Isso ocorrerá por que, mesmo que com o corte no orçamento as despesas discricionárias sejam reduzidas em termos nominais, as despesas obrigatórias terão crescimento nominal de 13,5%. Esse crescimento será determinado pelo forte aumento de despesas com pessoal – em função dos reajustes concedidos em 2008 – pelos impactos do aumento do salário mínimo sobre gastos com previdência, assistência, abono salarial e seguro-desemprego.

Também é incerto o cumprimento da meta de 0,65% por parte das empresas estatais federais. Nos últimos três anos o maior percentual obtido por essas empresas foi inferior a 0,6% do PIB em 2006. Além disso, o PLOA prevê novo aumento significativo (26,7% em termos nominais) dos investimentos das estatais em 2009. Dessa forma, admitimos

que as estatais federais irão produzir um superávit primário ligeiramente abaixo da meta (0,6% do PIB).

No caso dos governos regionais e suas estatais, é factível a obtenção da meta de superávit de 0,95% do PIB. Com isso, o superávit primário do setor público consolidado previsto para 2009 é de R\$ 107,5 bilhões, equivalentes a 3,35% do PIB projetado pela CNI.

Dessa forma, como esperamos uma redução nas despesas com juros para 5,2% do PIB em 2009, o resultado nominal ficaria deficitário em montante equivalente a 1,9% do PIB. Com a elevação do déficit nominal e o menor crescimento esperado para a economia a relação dívida/PIB deverá elevar-se ligeiramente, atingindo 37,0% do PIB no final de 2009.



setor externo e câmbio

Mudança no padrão das contas externas começou em 2008

Taxa de câmbio interrompe trajetória de valorização

Em 2008, até agosto, o grande influxo de moeda estrangeira sustentava a valorização do real, que chegou a atingir R\$ 1,55 / US\$, o menor valor desde junho de 1998 – a valorização alcançava, então, 12% no acumulado no ano. Contudo, o acirramento da crise financeira mundial e suas conseqüências alteraram o cenário. Entre agosto e novembro, o real acumulou desvaloriza-

ção de 42%, atingindo a cotação de R\$ 2,42 / US\$ em novembro.

São dois os principais fatores para esta rápida desvalorização do real. A primeira é estreitamente ligada à crise no setor financeiro, que desencadeou um processo de desalavancagem e de aversão ao risco ao redor do mundo. Em novembro, foi registrada a maior saída de câmbio contratado desde janeiro de 1999: US\$ 7,1 bilhões. Entre janeiro e novembro, o saldo ainda é positivo em US\$ 5,4 bilhões; mas em igual período de 2007, o saldo era positivo em US\$

82 bilhões. A segunda, que explica a expectativa de mudança definitiva do patamar do câmbio, está relacionada à desaceleração mundial, que diminui a demanda pelos bens exportados pelo país e os preços das *commodities*, que representam parcela importante das vendas externas brasileiras.

Mudança no patamar de câmbio em 2009, mesmo com pequena apreciação

Neste fim de 2008, o dólar vem apresentando fortes oscilações. A cotação do dólar, que apresentou pouca variação diária até setembro, passou a oscilar forte – em vários dias de outubro, a variação diária da cotação superou 5%. Ainda que o dólar possa retomar trajetória de desvalorização frente a outras moedas, a cotação do dólar frente ao real seguirá pressionada, em especial no curto prazo, pelo aumento do déficit da balança de pagamentos. Adicionalmente, ao menos no início de 2009, as condições financeiras seguirão precárias e, segundo nossas previsões, o Brasil poderá estar atravessando uma recessão, o que irá afugentar investimentos externos. Dessa forma, a oferta

Índice da taxa de câmbio (R\$/US\$)

Taxa Nominal (PTAX) – média de compra e venda

Cotação do real se tornou volátil



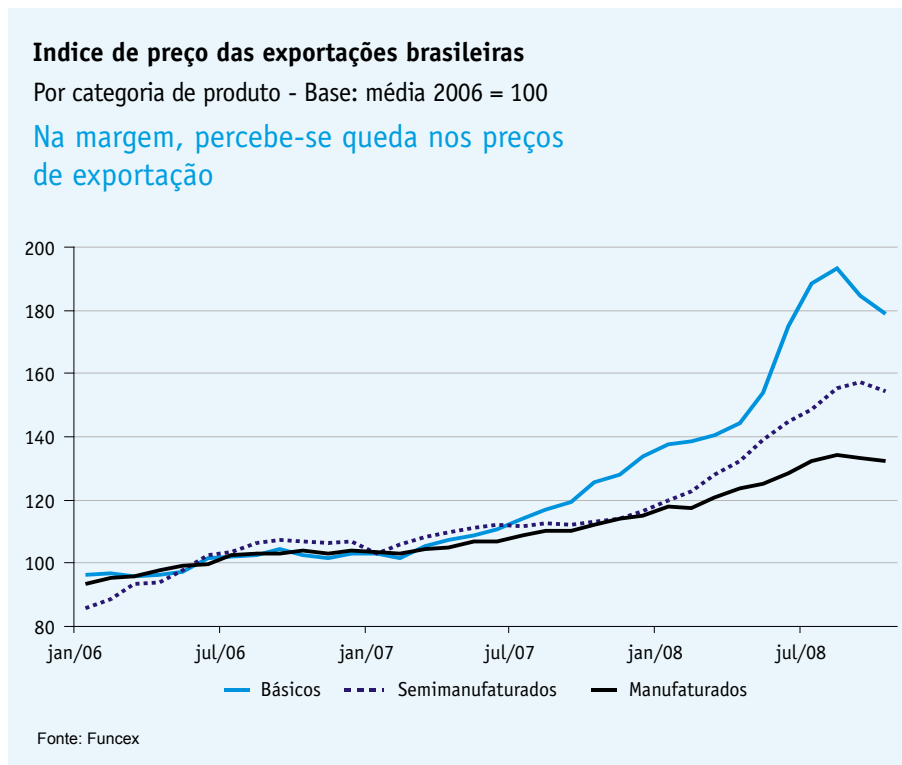
Fonte: Banco Central do Brasil

setor externo e câmbio

de moeda estrangeira seguirá restrita. Nesse cenário, a cotação real / dólar permanecerá no atual patamar (acima de R\$ 2,40 / US\$) nos primeiros meses do ano, podendo inclusive registrar desvalorização adicional. Ao longo do ano, espera-se, a melhoria das condições de financiamento e os impactos da manutenção do real em patamar mais desvalorizados sobre o déficit na balança de pagamentos irão, por fim, exercer algum alívio, permitindo a reversão, ainda que parcial, da desvalorização. Projetamos que o câmbio irá terminar o ano em torno de R\$ 2,25 / US\$, com média anual em torno de R\$ 2,35 / US\$.

Ritmo de expansão das exportações perde força ao fim de 2008

No acumulado do ano em 2008, até novembro, as exportações atingiram US\$ 184 bilhões, valor 25% superior ao registrado em igual período de 2007. Um ritmo de crescimento acentuado foi observado entre os meses de maio e setembro deste ano (entre 30% e 44% na comparação com o mesmo mês de 2007). A partir de outubro, a despeito da rápida desvalorização do real e o decorrente ganho na rentabilidade das exportações, o ritmo de expansão das exportações se reduziu. A rápida queda na demanda internacional, a dificuldade na contratação de crédito



para exportação e a redução de preços impediu a manutenção do forte ritmo de expansão das vendas externas. Esperamos que em 2008 as exportações totalizem US\$ 198 bilhões, um crescimento de 23% na comparação com 2007.

Ressalte-se que em 2008, os ganhos de preço são responsáveis pela totalidade da expansão das exportações. No acumulado até outubro, o *quantum* exportado recuou 2%, enquanto os preços registraram alta de 30%. A elevação nos preços das *commodities*, sobretudo na primeira metade do ano, foram determinantes para os ganhos de preço de exportação. Os preços mantêm-

se muito acima do registrado em igual período do ano anterior, mas na margem, já se percebe queda nos preços de exportação – o que não acontecia desde março de 2007.

A taxa de crescimento nos ganhos de preço dos produtos básicos se destaca: 47% na comparação entre o acumulado até outubro de 2008 e 2007. O *quantum*, por outro lado, manteve-se estável. Já os produtos manufaturados, além de registrar o menor aumento de preços (18%) também registraram o maior recuo nas quantidades embarcadas: 5%. Por fim, os produtos semimanufaturados registraram, no período, crescimento de 28% nos preços e de 1% nas quantidades.

Importações perdem ímpeto ao fim de 2008

No acumulado no ano até novembro, as importações totalizaram US\$ 161 bilhões. O ritmo de crescimento das importações manteve-se forte durante boa parte do ano; no acumulado até setembro, o crescimento na comparação com 2007 superava 53%.

No entanto, a rápida desvalorização do real, aliado a uma forte instabilidade na sua cotação e a queda nos preços internacionais de produtos importantes na pauta de importação promoveram um recuo no ritmo de crescimento das compras externas. Ressalte-se também o acúmulo de estoques nas empresas e a maior dificuldade em se obter financiamento de capital de giro, o que torna oneroso que as empresas mantenham altos estoques de matérias-primas (responsáveis por quase metade das importações brasileiras). Com isso, em novembro, o crescimento do valor importado na comparação com 2007 foi de apenas 9%. Projetamos crescimento semelhante em dezembro; com isso, as importações em 2008 totalizarão US\$ 174 bilhões.

A contribuição para o crescimento do valor das importações é determinada igualmente pelo aumento das quantidades e preços de importação. Levando-se em conta a taxa de crescimento em 12 meses, findos em outubro, o *quantum* registrou alta de 22%, enquanto os preços registraram crescimento de 23%.

Ao longo do ano o aumento do valor importado foi disseminado em todas as categorias de uso, porém mais intenso entre os bens de consumo duráveis (o que é explicado pela expansão do crédito). Todas as categorias de uso, contudo, registraram crescimento menor em novembro.

Ressalte-se que são fortes as evidências de um processo de substituição de matérias-primas domésticas por importadas ao longo do ano de 2008. A importação de matérias-primas e intermediários cresceu 24% (em volume importado) na comparação entre os primeiros dez meses de 2007 e 2008, ritmo muito superior ao ritmo de crescimento da produção industrial. Apesar da maior componente importada no custo dos produtos, a esperada queda nos preços

internacionais de *commodities* e a desaceleração econômica impedirão que a desvalorização do câmbio exerça pressão sobre a inflação.

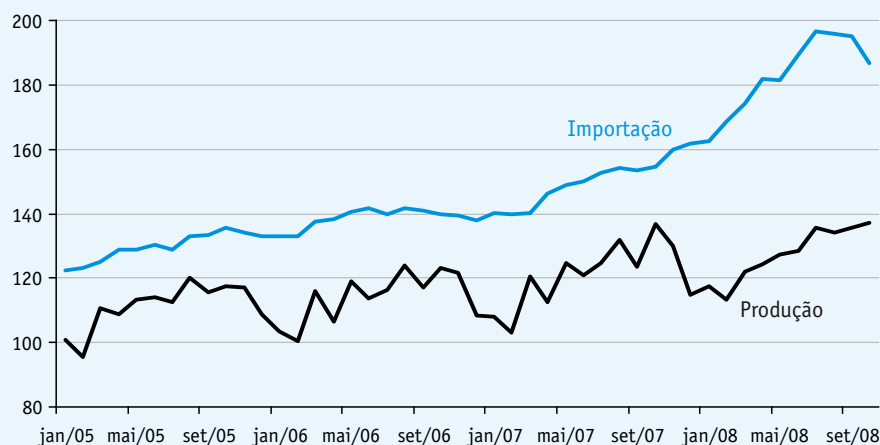
Saldo comercial acumulado em 2008 será menor

O saldo comercial em 12 meses caiu durante todo o ano de 2008, decorrente de uma rápida aceleração do valor importado associada a um crescimento mais lento das exportações. O saldo registrado até novembro acumulou US\$ 22,4 bilhões, valor 38% inferior ao registrado em igual período de 2007. Esperamos que o saldo acumulado em 2008 alcance US\$ 24 bilhões, um recuo de 40% na comparação com 2007.

Importação de produtos intermediários e produção da indústria de transformação

Base: média 2002 = 100

Expansão das importações de matérias-primas supera crescimento da produção doméstica



Fonte: PIM-PF/IBGE e Funcex

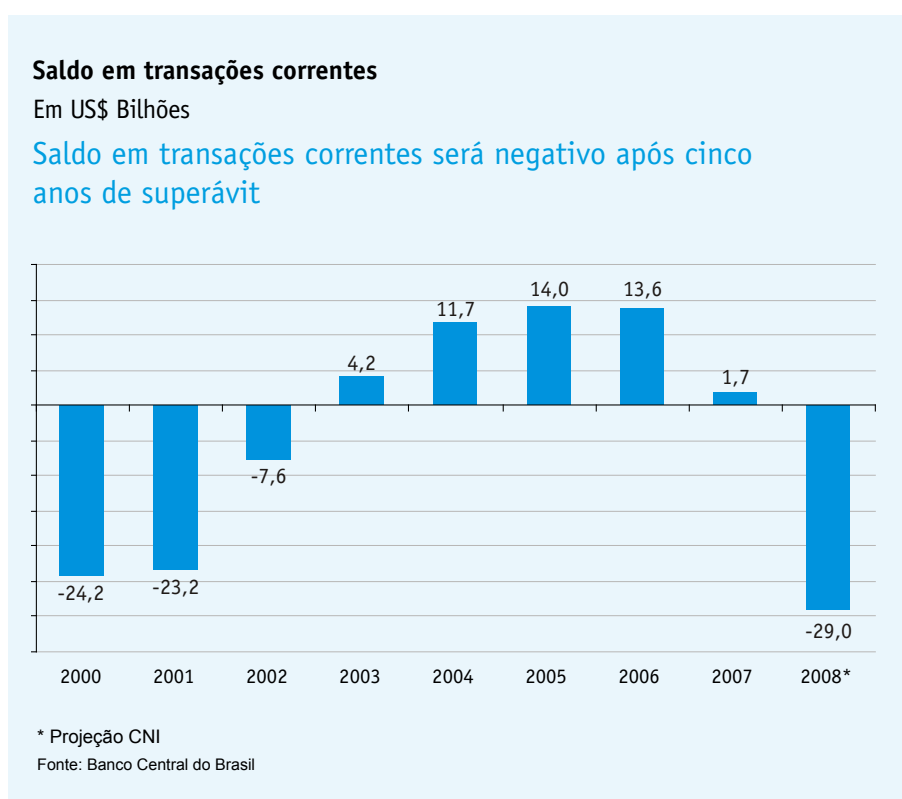
setor externo e câmbio

O déficit de Serviços e Rendas, por sua vez, seguiu em rota ascendente durante todo o ano, em especial por conta do aumento da despesa com viagens internacionais e remessas de lucros e dividendos ao exterior. O déficit acumulado até outubro totalizou quase US\$ 49 bilhões, valor 43% superior ao registrado em igual período de 2007.

O aumento do déficit em Serviços e Rendas aliado ao recuo no superávit comercial exerce forte impacto sobre o saldo em transações correntes. Com isso, esse saldo deverá terminar o ano em déficit de US\$ 29 bilhões, em torno de 1,8% do PIB.

Cenário das contas externas é desfavorável em 2009

Para as exportações, o cenário a partir de 2009 é desfavorável. Em 2009, espera-se que as economias avançadas experimentem forte recuo em suas taxas de crescimento e muitos desses países estarão em recessão. Estima-se que crescimento econômico mundial seja de cerca de 2%. As principais economias mundiais, se tomadas em conjunto, deverão experimentar queda de cerca de 0,5%. O ritmo de expansão de crescimento do comércio mundial como um todo – fator crítico para o desempenho das exportações brasileiras – deverá se desacelerar de forma expressiva em 2009. As estimativas apontam para um aumento de 2,1%,



ante um crescimento previsto de 4,6% em 2008.

Em 2008, o Brasil só aumentou o valor exportado por conta de ganhos de preço. Em um cenário de menor demanda, os preços tendem a cair, especialmente no caso das *commodities*, que vinham exibindo grandes ganhos de preço por conta do forte crescimento das economias emergentes. Estima-se queda de 20% a 30% nos preços das *commodities* em 2009, na comparação com 2008. As exportações brasileiras, com grande participação de *commodities*, são ainda mais sensíveis a este cenário.

O cenário tende a se agravar com o aumento de pressões protecionistas,

fomentadas pela própria desaceleração da economia mundial e pelo fracasso das negociações multilaterais de acordos de comércio. Além disso, o comércio internacional inter-blocos, ou seja, entre blocos econômicos diferentes, deve ser mais afetado que o comércio intra-blocos, ou seja, dentro de um mesmo bloco econômico. Com isso, como expressiva parte do crescimento das exportações brasileiras se deve a exportações para países fora do Mercosul, este é mais um ponto de atenção.

Por conta de todos estes fatores, esperamos um recuo de 20% no valor das exportações no próximo ano. Ao

fim de 2009, portanto, as exportações atingiriam, neste cenário, US\$ 170 bilhões.

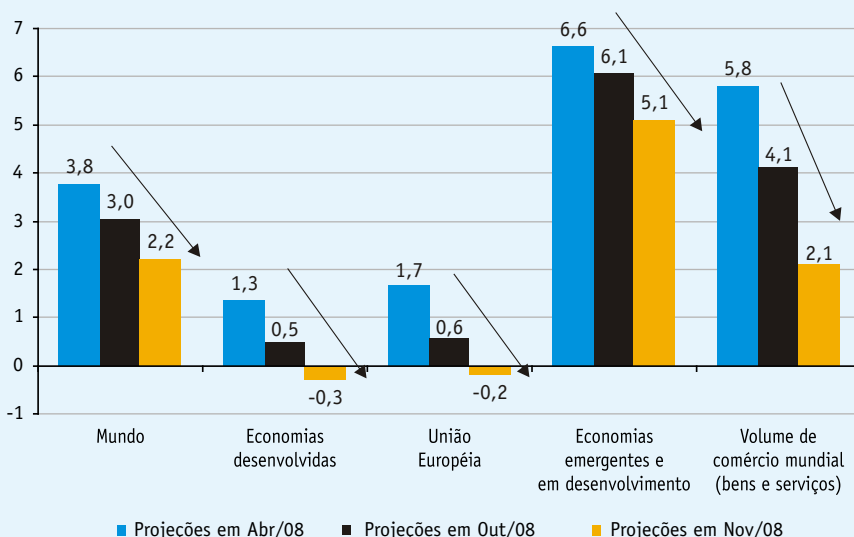
No lado das importações, a expectativa também é de recuo. A importação de bens de capital e de matérias-primas e intermediários, que conjuntamente perfazem quase 70% das compras do país, irão se reduzir com a desaceleração da economia doméstica e a interrupção de investimentos. Já as compras de bens de consumo também irão se reduzir, uma vez que as condições de crédito se tornaram menos favoráveis e o consumo das famílias irá se crescer menos em 2009. Finalmente, há o efeito adicional do câmbio que, desvalorizado, deverá mais que compensar os recuos nos preços. Com isso, esperamos forte arrefecimento nas importações, que deverão totalizar US\$ 155 bilhões em 2009 – um recuo de 13%. Neste cenário, o saldo acumulado seria de US\$ 15 bilhões.

Para o balanço de pagamentos, a manutenção do real em patamar mais desvalorizado frente às outras moedas irá interromper a deterioração do déficit do balanço de pagamentos. Os fluxos de maior intensidade esse ano, como a remessa de lucros ao exterior e as viagens internacionais, de um lado, e o investimento estrangeiro direto, de outro, serão menos intensos. Projetamos para 2009 um crescimento do déficit do balanço de pagamentos esperado para 2008, alcançando US\$ 30 bilhões.

Evolução das estimativas para 2009

Varição percentual

Estimativas para crescimento do PIB e comércio mundiais em 2009 recuaram ao longo de 2008

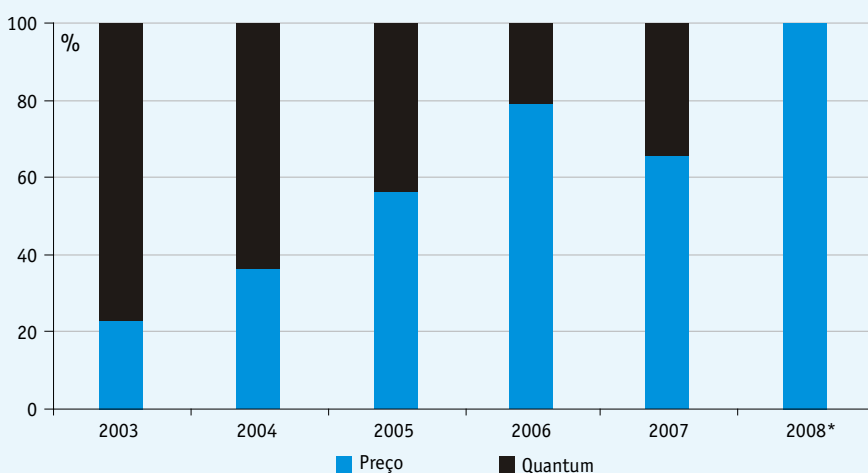


Fonte: FMI

Participação do aumento de quantidades no crescimento das exportações

Percentual sobre total de crescimento no ano

Expansão das exportações é explicada unicamente por aumento dos preços



* Até outubro

Fonte: Funcex

PERSPECTIVAS DA ECONOMIA BRASILEIRA 2008 - 2009

	2006	2007	2008 <i>Estimativa</i>	2009 <i>Projeção</i>
Atividade econômica				
PIB (variação anual)	4,0%	5,7%	5,7%	2,4%
PIB industrial (variação anual)	2,3%	4,7%	6,0%	1,8%
Consumo das famílias (variação anual)	5,2%	6,3%	6,1%	3,0%
Formação bruta de capital fixo (variação anual)	9,8%	13,5%	14,4%	3,0%
Taxa de Desemprego (média anual - % da PEA)	10,0%	9,3%	7,9%	8,2%
Inflação				
Inflação (IPCA - variação anual)	3,1%	4,2%	6,2%	4,8%
Taxa de juros				
Taxa nominal de juros (taxa média do ano)	15,40%	12,13%	12,50%	12,21%
(fim do ano)	13,25%	11,25%	13,75%	11,25%
Taxa real de juros (taxa média anual e defl: IPCA)	10,7%	8,2%	6,5%	6,6%
Contas públicas				
Déficit público nominal (% do PIB)	3,00	2,23	1,45	1,90
Superávit público primário (% do PIB)	3,86	3,91	4,25	3,35
Dívida pública líquida (% do PIB)	44,7	42,7	36,4	37,0
Taxa de câmbio				
Taxa Nominal de Câmbio - R\$/US\$ (média de dezembro)	2,14	1,78	2,40	2,25
(média do ano)	2,18	1,95	1,83	2,35
Setor externo				
Exportações (US\$ bilhões)	137,5	160,6	198,0	170,0
Importações (US\$ bilhões)	91,4	120,6	174,0	155,0
Saldo comercial (US\$ bilhões)	46,1	40,0	24,0	15,0
Saldo em conta corrente (US\$ bilhões)	13,6	1,7	-29,0	-30,0