



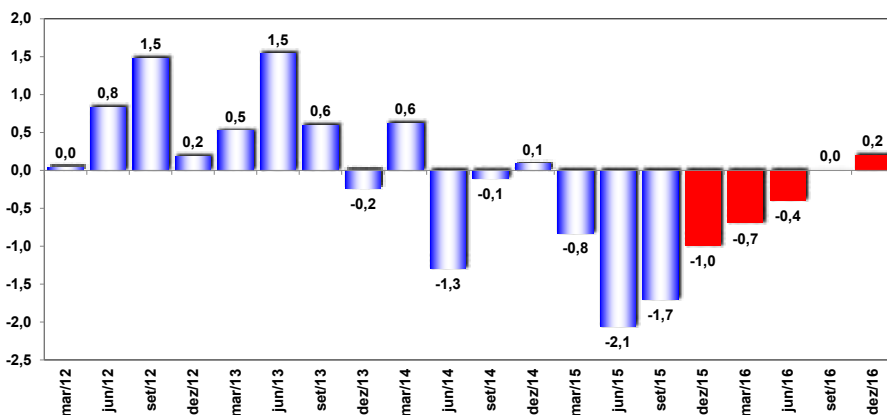
PIB deve cair 1,0% no quarto trimestre e 3,6% em 2015

Igor Velecico

O IBGE divulgou há alguns dias o resultado do PIB do terceiro trimestre de 2015, que registrou queda de 1,7% na margem e de 4,5% na comparação interanual. O resultado ficou dentro das expectativas de mercado, que apontavam queda na margem de 0,9% a 2,0%, segundo coleta da *Agência Estado*, e razoavelmente em linha com nossa estimativa, de retração de 1,6%. Apesar do resultado em linha, houve revisão do nível do PIB do primeiro semestre do ano, o que levará a uma queda mais intensa do PIB em 2015.

Por conta disso, atualizamos nossa projeção para uma retração de 3,6%.

Com a incorporação dos resultados e com os dados disponíveis até hoje, o PIB do último trimestre deve continuar mostrando retração – esperamos algo próximo a 1%. Nosso cenário prevê, inclusive, recuos consecutivos do PIB na margem até meados de 2016, momento em que entendemos que a recuperação da atividade começará a ganhar corpo.

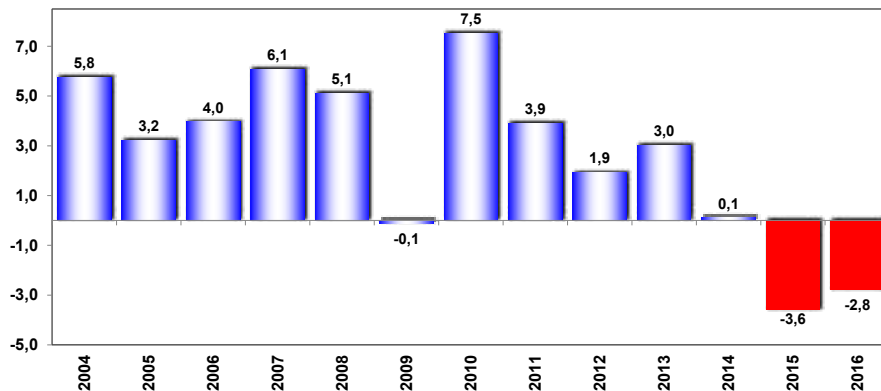


PIB – variação na margem em termos dessazonalizados

Fonte: IBGE
Elaboração e Projeção: BRADESCO

O resultado do quarto trimestre, se concretizado, deve gerar um carregamento estatístico negativo de cerca de 2%, o que nos parece o teto de resultado

para 2016. De fato, atualizamos nossa projeção para o ano de 2016 para uma nova contração de 2,8%, compatível com a trajetória acima descrita.



Variação anual do PIB

Fonte: IBGE
Elaboração e Projeção: BRADESCO

Voltando aos dados do PIB do terceiro trimestre, praticamente todas as aberturas apresentaram quedas na margem: consumo (-1,5%), investimentos (-4,0%), exportações (-1,8%), importações (-6,9%), agropecuária (-2,4%), indústria (-1,3%), serviços (-1,0%). A exceção foi o consumo do governo, que na margem ficou praticamente estável (+0,3%).

Conforme temos alertado, a retração da absorção doméstica continua a se aprofundar. Em 2015, consumo das famílias, do governo e investimentos devem mostrar quedas de 3,8%, 14,5% e 1,0%, respectivamente. Juntos, representam uma redução de 5,5% da absorção em 2015, frente à queda de 3,6% do PIB.

Demanda	2013	2014	2015	2016
PIB	3,0%	0,1%	-3,6%	-2,8%
Consumo	3,6%	0,9%	-3,8%	-3,0%
Investimento	5,9%	-4,4%	-14,5%	-10,0%
Governo	1,5%	1,3%	-1,0%	-1,0%
Exportações	2,4%	-1,1%	6,0%	3,0%
Importações	7,2%	-1,0%	-14,0%	-9,0%

Projeções para o PIB – ótica da demanda (variação anual)

Fonte: IBGE
Elaboração: BRADESCO

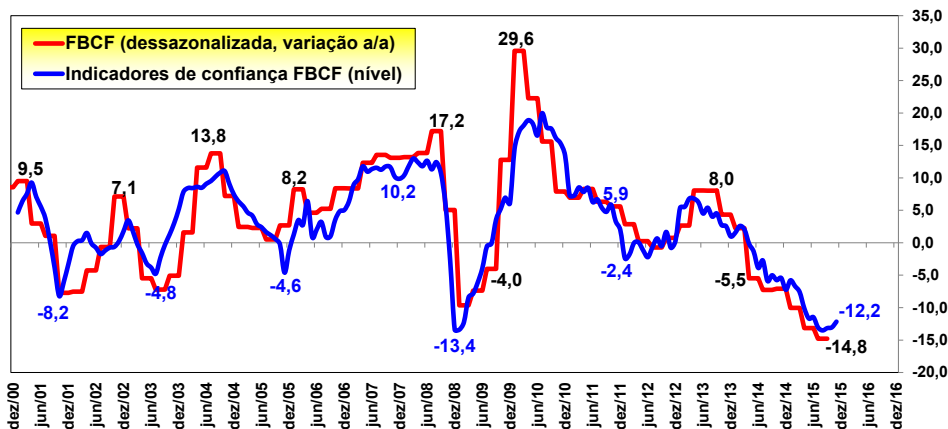
Resultados do PIB do 3º trimestre de 2015

Fonte: IBGE
Elaboração: BRADESCO

	Acumulado em 4 trimestres até o 3º trim/15	3º trim15 / 3º trim14	3º trim15 / 2º trim15
PIB a preços de mercado	-2,5%	-4,5%	-1,7%
Ótica da Oferta			
Valor adicionado a preços básicos	-2,2%	-3,8%	-1,2%
Agropecuária	2,1%	-2,0%	-2,4%
Indústria	-4,7%	-6,7%	-1,3%
Serviços	-1,6%	-2,9%	-1,0%
Impostos	-4,6%	-8,3%	N/D
Ótica da Demanda			
Consumo das famílias	-1,8%	-4,5%	-1,5%
Consumo do governo	-0,4%	-0,4%	0,3%
Formação bruta de capital fixo	-11,2%	-15,0%	-4,0%
Exportações	0,1%	1,1%	-1,8%
Importações	-10,4%	-20,0%	-6,9%

Em nossas últimas publicações, temos sempre ressaltado a razoável acurácia dos indicadores de confiança para explicar o desempenho do PIB e, mais especificamente, dos investimentos (FBCF). Como tanto os dados do PIB quanto os de confiança da FGV sofreram atualizações recentes, realizamos a reestimação do exercício, levando em conta os últimos dados disponíveis.

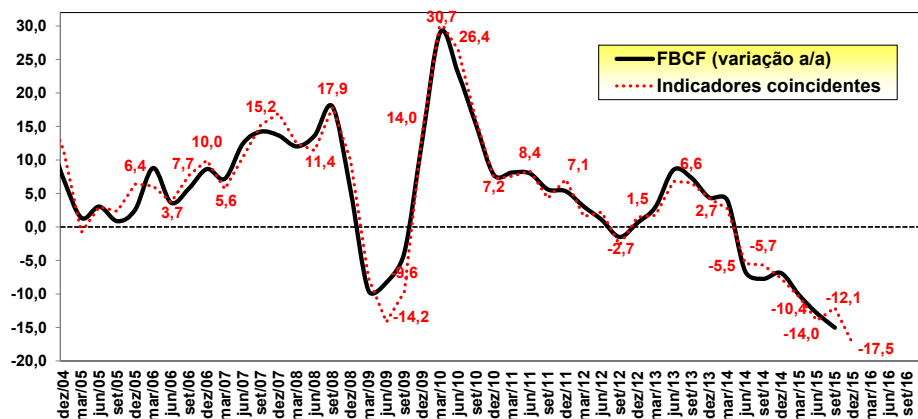
O resultado indica que, mantido o nível de confiança atual da sondagem, o quarto trimestre deve apresentar uma queda interanual de 12% da FBCF – compatível com uma alta na margem de cerca de 1%. Entretanto, os últimos dados da PIM (Pesquisa Industrial Mensal, do IBGE), que costumam ser mais precisos do que a sondagem, sugerem queda interanual de 17%, compatível um recuo de 4% na margem.



Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) – variação efetiva e sugerida pelos indicadores de confiança (soft-data)

Fonte: IBGE
Elaboração: BRADESCO

Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) – variação efetiva e sugerida pelos indicadores coincidentes (hard-data)



Fonte: IBGE
Elaboração: BRADESCO

A importância de discutir a evolução dos investimentos é simples: os investimentos são o componente mais pró-cíclico da economia. Possíveis reversões de ciclo passam necessariamente pela mudança da dinâmica das inversões. Em períodos recessivos (e especialmente neste, com forte compressão de margens, incerteza fiscal e aumento do custo financeiro), há um aumento natural das empresas por caixa, retendo investimentos até que haja normalização das condições da demanda e/ou resolução das incertezas que afetam a previsibilidade da economia.

Nesse sentido, três desfechos são possíveis neste quarto trimestre: (i) a FBCF seguirá o indicado pela PIM (queda de 4% na margem e de 17% em relação ao ano passado) ; (ii) a FBCF seguirá o indicado pela sondagem (alta de 1% na margem e queda de 12% em relação ao ano passado); e (iii) algo no meio do caminho entre (i) e (ii). Entendemos que o mais provável, dado o cenário atual, é o caso (i) ou (iii). Neste caso, devemos esperar estabilidade ou novas quedas na margem da sondagem da FGV, especialmente nos itens ligados aos investimentos.

Pensando em 2016, temos insistido¹ que no atual estado da economia (incerteza acima do normal sobre o patamar de inflação dos próximos anos e dúvida sobre o ritmo de recuperação de superávits primários), a resposta da economia a estímulos fiscais e monetários pode seguir, em equilíbrio geral, trajetória diferente daquela sugerida pelo equilíbrio parcial. Dessa forma, quanto mais rápido forem superados os problemas fiscais e mais rapidamente houver convergência da inflação à meta, mais rapidamente veremos o retorno da confiança e do crescimento. Em direção oposta, quanto menor a disposição a superar o problema fiscal e quanto menor o compromisso no combate à inflação, o ambiente de baixa previsibilidade seguirá prevalecendo no processo decisório das empresas e das famílias.

Nossa estimativa de retração de 2,8% do PIB em 2016 pressupõe que os desafios fiscais e monetários serão ao menos minimamente endereçados: no caso fiscal, trabalhamos com aumentos gradativos do superávit primário em direção aos 2%, ainda que esse patamar ainda não seja suficiente para estabilizar a razão dívida/PIB; no caso da política monetária, o compromisso com a desinflação da economia em 2016, respeitando o limite superior (de 6,5%) do regime de metas, e com compromisso firme de cumprimento do centro da meta (de 4,5%) em 2017. Desvios (para pior) dessas metas, em nossa visão, se traduzirão apenas em uma recessão mais intensa e mais prolongada.

Por fim, é sempre importante lembrar que ajustes desinflacionários ocorrerem em duas frentes: preço (P) e quantidade (Q). Como exemplo, imaginemos uma economia que crescia, em termos nominais, a um ritmo de 8% (3% via Q e 5% via P, isto é, P+Q=8), e que precisa desacelerar para metade disso, crescimento de 4% em termos nominais (P+Q=4). Se P é rígido e não se altera, todo o ajuste precisa ser feito via Q: o resultado é uma queda de 1% de Q (PIB) e crescimento de 5% de P (5+(-1)=4). Por outro lado, se as políticas adotadas visam diminuir as rigidezes nominais, conseguindo trazer o crescimento de P para baixo, o ajuste em Q pode ser bem mais suave; um ajuste que traga P para 3% permite que haja crescimento de Q (+1%), e não recessão, como no caso anterior (3+1=4).

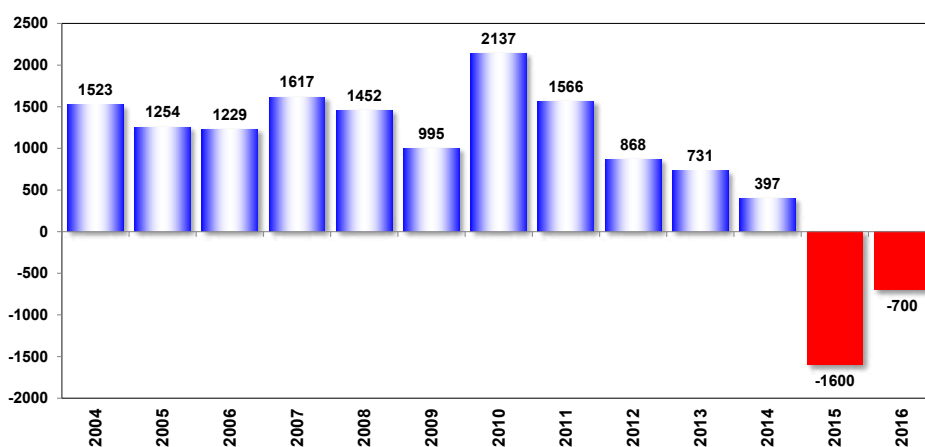
Um dos impactos de elevada rigidez se faz mostrar no mercado de trabalho. O Brasil possui uma população economicamente ativa (PEA) de cerca de 100 milhões de pessoas, e que apresenta crescimento de cerca de 1% ao ano, isto é, a cada ano é necessário gerar cerca de um milhão de empregos apenas para absorver os entrantes do mercado de trabalho. Desses 100 milhões, cerca de 60 situa-se em empregos formais, cuja legislação tende a favorecer a indexação dos salários à inflação passada, dificultando o ajuste

¹ Ver Nosso Conjuntura Econômica do dia 13/nov/2015, “Perspectivas para o PIB de curto prazo”.



nominal da economia. O resultado de ajustar P+Q sem a contribuição de P faz com que o ajuste em Q seja muito mais intenso. Os dados do Caged (e da PNAD

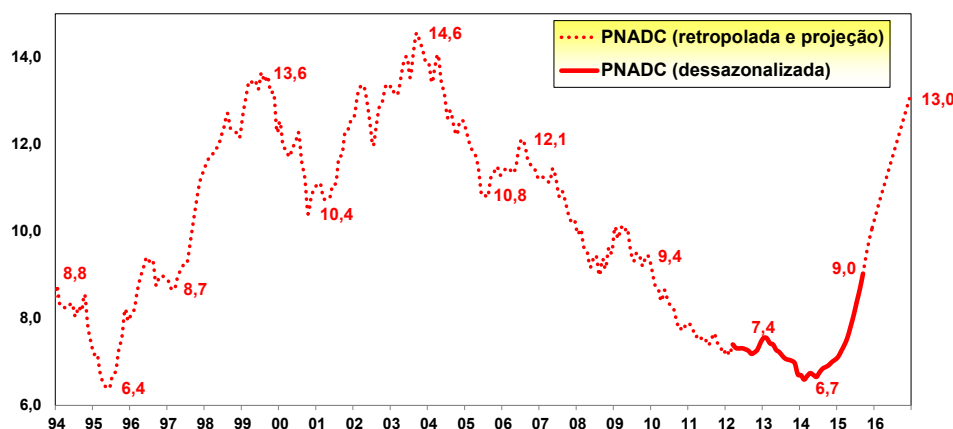
contínua) mostram isso: a fortíssima destruição de empregos está balanceando, de certo modo, a elevada inércia dos reajustes salariais à inflação passada.



CAGED - Geração líquida de empregos formais, em milhares

Fonte: MTE
Elaboração e projeção: BRADESCO

Taxa de desemprego PNAD contínua – retropolada com os dados da PME e Dieese e projeção para o final de 2016



Fonte: IBGE
Elaboração: BRADESCO

Equipe Técnica

Octavio de Barros - Diretor de Pesquisas e Estudos Econômicos
Marcelo Cirne de Toledo - Superintendente executivo

Economia Internacional: Fabiana D'Atri / Felipe Wajskop França / Daniela Cunha de Lima / Thomas Henrique Schreurs Pires

Economia Doméstica: Igor Velecico / Andréa Bastos Damico / Ellen Regina Steter / Myriã Tatiany Neves Bast / Ariana Stephanie Zerbinatti

Análise Setorial: Regina Helena Couto Silva / Priscila Pacheco Trigo / Leandro de Oliveira Almeida

Pesquisa Proprietária: Fernando Freitas / Leandro Câmara Negrão / Ana Maria Bonomi Baruffi

Estagiários: Davi Sacomani Beganskas / Henrique Neves Plens / Mizaél Silva Alves / Gabriel Marcondes dos Santos / Wesley Paixão Bachiega / Carlos Henrique Gomes de Brito / Gustavo Assis Monteiro

O DEPEC – BRADESCO não se responsabiliza por quaisquer atos/decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por suas publicações e projeções. Todos os dados ou opiniões dos informativos aqui presentes são rigorosamente apurados e elaborados por profissionais plenamente qualificados, mas não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, ressaltamos que todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados ou análises desta publicação são assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo o BRADESCO de todas as ações decorrentes do uso deste material. Lembramos ainda que o acesso a essas informações implica a total aceitação deste termo de responsabilidade e uso. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização do Banco BRADESCO ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e do Banco BRADESCO).