



Fundação  
Dom  
Cabral

• [www.fdc.org.br](http://www.fdc.org.br) •

# NOTA DE CONJUNTURA BRASILEIRA 2016

FUNDAÇÃO DOM CABRAL



DESENVOLVIMENTO DE EXECUTIVOS E EMPRESAS

## NOTA DE CONJUNTURA BRASILEIRA (outubro – dezembro de 2015)

Paulo PAIVA; Gustavo H. GOMES COSTA.

### 1. SÍNTESE CONJUNTURAL

Mesmo sob o curso do processo de ajuste macroeconômico coordenado pelo Ministério da Fazenda e o Banco Central do Brasil, a economia brasileira encerrou o ano de 2015 com resultados adversos que levaram o mercado a rever suas expectativas, de modo a prever que o período de crise se estenderá ao longo de 2016, de modo que, somente para o final de 2017, espera-se que a economia volte a apresentar crescimento do PIB e inflação dentro da meta.

Sob as metas estabelecidas pelo Ajuste Fiscal, os dois primeiros trimestres de 2015 foram marcados por cortes nos gastos orçados pelo governo e por contração monetária, elevando a taxa de juros até 13,75% a.a. e, então, para 14,25% a.a. visando que, ao final do ano, se alcançasse um *superávit* primário de 2,6% do PIB, contendo a inflação no limite superior de tolerância da meta, 6,50% a.a.; entretanto, no terceiro trimestre, as diretrizes do governo passaram a se adequar às expectativas do mercado, visto o mal desempenho da atividade econômica brasileira em 2014 e o aprofundamento da crise durante o primeiro semestre de 2015.

Entretanto, mesmo com o reajuste da Política Fiscal, que procurava reduzir a Necessidade de Financiamento do Setor Público e procurar novas fontes de arrecadação de receita pública, com intuito de que o *superávit* primário consolidado no fim de 2015 atingisse 0,8% do PIB. Além disso, o Banco Central anunciou que a inflação só passará a atingir o cento da meta em 2017, abandonando, assim, a estratégia de controlar a inflação no curto prazo.

Dos principais indicadores da economia brasileira, vale ressaltar que o estágio técnico de estagflação, com queda de 3,8% no PIB, inflação de 10,67% a.a., câmbio desvalorizado em 51% – o que levou a uma taxa de R\$ 3,90 por dólar, taxa de juros nominal (SELIC) a 14,25% a.a., *déficit* primário de – 2,00% PIB e deterioração do poder de compra dos consumidores *vis-à-vis* a elevação da taxa de desemprego (da PNAD C) a 9,0% (no final de novembro). Nesse sentido, a principal decorrência do ponto de vista do consumidor e dos mercados foi a baixa nos índices de confiança do consumidor e dos mercados produtores com relação à situação econômica atual e expectativas de inflação acima da meta (6,87% a.a.) com crescimento negativo do PIB (– 2,95%).

### 2. PRODUÇÃO E DEMANDA AGREGADA

O quarto trimestre de 2015 consolidou retração de 1,4% com relação ao trimestre imediatamente anterior. Na ótica da oferta, a Produção Industrial retraiu 1,4% com relação ao trimestre imediatamente anterior e a Produção de Serviços sofreu queda de 1,4% no mesmo período, ao passo que a Produção Agropecuária apresentou expansão, crescendo

2,9% durante o quarto trimestre de 2015 (com relação ao terceiro trimestre do mesmo ano), conforme a Tabela 1 mostra. Nos resultados da Demanda agregada, pode-se notar que há queda em todas as rubricas, sendo que as mais expressivas são a retração de 5,9% na Importações e o encolhimento da Formação Bruta de Capital Fixo em 4,9%.


| <b>Produto Interno Bruto</b><br>Trimestre ante Trimestre imediatamente anterior<br>Dados dessazonalizados |        |       |        |         |        |
|---|--------|-------|--------|---------|--------|
| Discriminação   | 2014   | 2015  |        |         |        |
|   | IV Tri | I Tri | II Tri | III Tri | IV Tri |
| PIB a preços de mercado   | 0,1    | -0,8  | -2,1   | -1,7    | -1,4   |
| Agropecuária  | 0,8    | 4,7   | -3,6   | -3,0    | 2,9    |
| Indústria   | 0,0    | -1,6  | -3,5   | -1,9    | -1,4   |
| Serviços  | 0,1    | -1,0  | -1,1   | -1,1    | -1,4   |
| Consumo das famílias  | 1,2    | -2,1  | -2,2   | -1,5    | -1,3   |
| Consumo do governo  | -0,6   | -0,7  | 0,4    | 0,3     | -2,9   |
| Formação Bruta de Capital Fixo  | -0,9   | -3,2  | -7,4   | -4,4    | -4,9   |
| Exportação  | -11,5  | 13,6  | 3,1    | -2,4    | -0,4   |
| Importação  | -6,2   | -0,1  | -8,3   | -7,2    | -5,9   |

Tabela 1. Produto Interno Bruto.  
Fonte: Elaboração Própria a partir de dados disponíveis do IBGE e Banco Central do Brasil.

O desempenho do setor agropecuário – crescimento de 2,9% com relação ao trimestre imediatamente anterior – é resultado da expansão das safras de produtos cuja colheita ocorre no quarto trimestre. Isto é, embora as lavouras de trigo, laranja e mandioca tenham apresentado queda na produção relativa em 2015, produtos como a cana-de-açúcar e fumo que cresceram respectivamente 2,4% e 1,2% com relação ao quarto trimestre de 2014, lideraram os bons resultados do último trimestre de 2015.

No quarto trimestre de 2015 a Produção Industrial apresentou sua quarta retração consecutiva (-1,4% com relação ao terceiro trimestre de 2015; -8,0% com relação ao quarto trimestre de 2014). Explica-se esse resultado negativo através da queda de 6,6% na produção da Indústria Extrativa Mineral com relação ao terceiro trimestre de 2015, contraindo a extração mineral em 4,1% com relação ao quarto trimestre de 2014. Além disso, vale ressaltar que apesar de a Indústria de Transformação ter apresentado arrefecimento em seu desempenho negativo com relação ao terceiro trimestre de 2015, (recoo de 2,5%), consolidou 12,0% de contração com relação ao último trimestre de 2014. A produção relativa na Construção Civil acelerou seu processo de contração (1,1% com relação ao terceiro trimestre e 5,2% com relação ao quarto trimestre de 2014), o que leva a concluir que o processo de acomodação desse mercado não está respondendo aos incentivos do governo central, que anunciou expansões em programas que visam investir em infraestrutura.

O último fator que contribuiu para o resultado da produção Industrial aconteceu na produção de Eletricidade e Gás, Água, Esgoto e Limpeza Urbana no quarto trimestre de 2015, o qual expandiu 1,4% com relação ao mesmo período de 2014, mesmo a despeito da contração de 4,3% com relação ao terceiro trimestre de 2015. Essa expansão se deu principalmente porque



o governo reajustou preços administrados, dentre eles, os preços de energia elétrica e de combustíveis à base de petróleo. Nesse sentido, os produtores ficaram propensos a aumentar a produção para atender parte do excesso de demanda nesse mercado.

No setor de Serviços, apenas as Atividades Imobiliárias apresentaram crescimento no quarto trimestre de 2015 com relação ao trimestre imediatamente anterior (0,5%). Os resultados das demais atividades foram de retração – a saber, de 2,6% no Comércio; 2,0% nos serviços de Administração, Saúde e Educação Pública; 1,7% nos serviços de Transporte, Armazenagem e Correio; 1,2% em Outros Serviços; 0,9% em serviços de Informação e, por fim, 0,2% nos serviços de Intermediação Financeira e Seguros. Nesse sentido, ao comparar o quarto trimestre de 2015 ao mesmo trimestre de 2014, observou-se uma contração de 4,4%.

Na ótica da despesa, ao comparar o quarto trimestre de 2015 ao trimestre imediatamente anterior, verificam-se resultados adversos em todos os componentes. O Consumo das famílias apresentou recuo de 1,3%. Esses resultados são advindos da perda de confiança do consumidor sobre a situação atual da economia (com inflação alta, crédito restrito, deterioração dos juros e queda no emprego e renda relativa) e de suas expectativas de perda no poder de compra, isto é, de encarar preços mais altos nos próximos meses. O Consumo do Governo contraiu 2,9% em virtude dos cortes justificados pelo período de ajuste fiscal.

A Formação Bruta de Capital Fixo registrou sua sétima retração consecutiva na base de comparação fechando o quarto trimestre de 2015 com variação de – 4,9% com relação ao trimestre imediatamente anterior. Dos fatores que geraram essa redução, ressaltam-se a queda das importações de bens de capital e a queda na produção industrial na construção civil e na indústria de transformação.

Finalmente, nota-se que, comparando o quarto trimestre de 2015 ao trimestre imediatamente anterior, houve expansão nas exportações (5,7%) e queda nas importações de (1,2%). Esses resultados estão dentro do esperado, uma vez que a trajetória da taxa de câmbio levou à sua depreciação em 51% a.a. ao longo de 2015.

### **3. ÍNDICES DE PREÇOS**

Ao longo de 2015, a trajetória dos índices de preços apresentou crescimento acima do que era esperado ao final de 2014. Dentre as razões dessa expansão, podem-se citar a variação nos preços administrados pelo governo e nos preços de bens não duráveis como fatores que mais contribuíram para o resultado da inflação acumulada em 2015. Já em janeiro de 2016, embora a trajetória de inflação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) tenha apresentado aceleração no acumulado de doze meses, com desempenho fortemente afetado pelos reajustes de preços administrados (que são aqueles preços que o governo define arbitrariamente, tais como energia e combustíveis a base de petróleo).

Nos dois primeiros trimestres de 2015, a trajetória de preços apresentou resultados não esperados, dado seu comportamento em anos anteriores. Isto é, os resultados do processo produtivo interno têm melhores resultados no terceiro e no quarto trimestre e, portanto, as

taxas médias de inflação aumentam porque incorrem mais custos de produção e, portanto, os produtores aumentam os preços.

No Gráfico 1 pode-se observar o comportamento do IPCA, que, mesmo a despeito da meta de inflação definida em 4,5% pelo Banco Central, acumulou 10,67% em 2015 e, em janeiro de 2016 acumulou 1,25% em relação a dezembro de 2015.

#### **Evolução observada do IPCA versus Inflação dos preços administrados – acumulados em 12 meses**

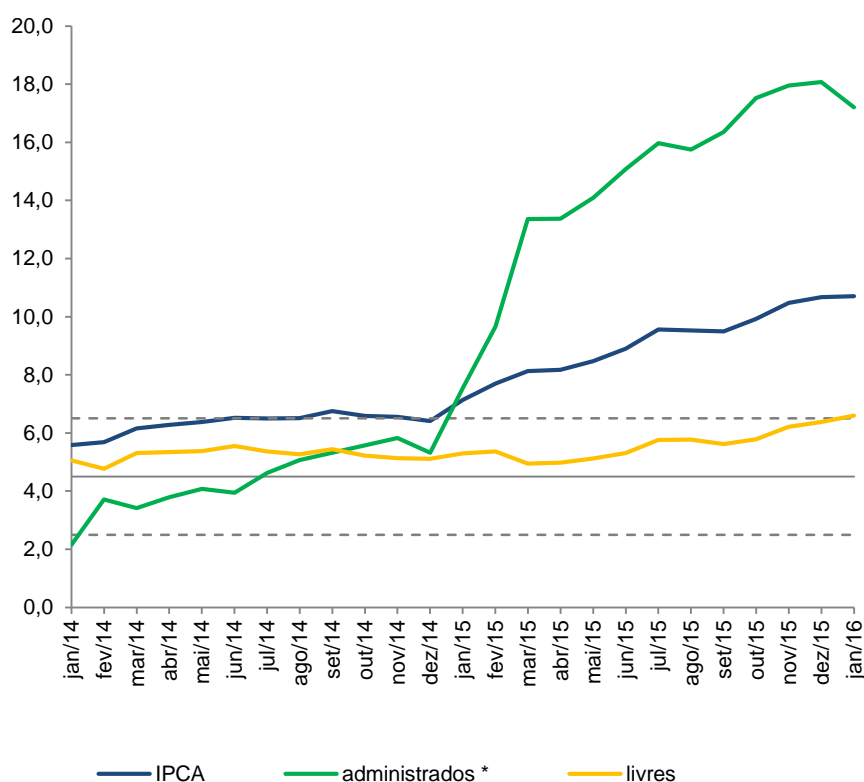


Gráfico 1. Evolução do IPCA versus inflação dos preços administrados – acumulados em 12 meses. Janeiro de 2014 a Janeiro de 2016.


\* Serviços públicos e residenciais, transporte público, combustíveis, plano de saúde, pedágio, licenciamento.

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados disponíveis do Banco Central do Brasil.

Como se pode notar no Gráfico 1, o quarto trimestre de 2015 foi marcado por expansão da inflação em 2,82% com relação ao terceiro trimestre do mesmo ano. Apesar de a expansão das taxas de inflação do último trimestre ser um comportamento esperado, ao comparar a inflação do último trimestre de 2015 ao mesmo período do ano anterior, nota-se que a expansão da inflação do último trimestre de 2015 foi significativamente maior que aquela ocorrida no último trimestre de 2014.

Ainda no Gráfico 1, pode-se observar que o ano de 2015 foi marcado por taxas de inflação acima do centro da meta de 4,5% a.a. estabelecida pelo Banco Central. Desse modo, apesar de a inflação dos preços livres em ter consolidado crescimento de 6,38% em doze meses, o





reajuste acumulado dos preços administrados pelo governo no ano de 2015 (18,07%) impactaram negativamente à cadeia produtiva, uma vez que o governo administra o nível de preços de bens e serviços que fazem parte dos custos de produção da matriz brasileira.

Ao encadear esse argumento aos resultados do setor produtivo em 2015, verifica-se que o reajuste tardio dos preços administrados provocou desincentivo à produção industrial e à produção via serviços, uma vez que são intensivos nos principais fatores do reajuste: os preços de energia elétrica e combustíveis à base de petróleo (o que eleva, ainda, o custo de transportes).

Nesse sentido, consolidou-se uma taxa de 10,67% de inflação em 2015 e, em janeiro de 2016, a expansão da taxa inflação se manteve acelerada: 1,51% a.m. (acumulando 10,71% em doze meses). Vale ressaltar que esses resultados pioram as expectativas dos mercados quanto a credibilidade no governo central levar a inflação para o centro da meta, mesmo no longo prazo. Portanto, a despeito do anúncio do governo de em 2017 a economia volta ao padrão de crescimento e inflação experimentado entre 2001 e 2008, a atual trajetória de preços mostra que a intervenção aplicada pelo governo foi pouco eficiente.

#### **4. TAXA DE JUROS**

Dado que a economia brasileira entrou em um processo inflacionário e recessivo, o Conselho de Política Monetária (COPOM) do Banco Central passou a adotar uma política de contração monetária que consiste em ajustar a Taxa de Juros SELIC num período que se estendeu de abril de 2014 até julho de 2015. A transição da SELIC de 10,75% a.a. para 14,25% a.a. procurava atender as metas de ajuste fiscal do governo com três principais efeitos: fazer a taxa de juros reais ultrapassar a faixa de juros neutros para conter o processo inflacionário em médio prazo, financiar o governo geral com intuito de atender à meta do resultado primário e, por fim, conter as expectativas dos mercados, que previam a economia brasileira em recessão profunda e inflação alta por um longo período.

Conforme se observa no Gráfico 2, a economia brasileira entrou em período efetivo de política de desinflação a partir de abril de 2015, quando a taxa de juros real superou a faixa de juros neutros. Entretanto ponto de vista da manutenção da taxa de inflação – que fechou 2015 acumulando crescimento de 10,67% e, em janeiro de 2016, apresentou elevação de 1,51% a.m. (10,71% acumulado em doze meses) – o Banco Central reajustou suas previsões e passou a trabalhar com a possibilidade de o IPCA atender ao centro da meta de inflação somente no final de 2017.

Também se pode observar no Gráfico 2 que, apesar do último ajuste da SELIC ter elevado a taxa de juros real para 8,15% a.a. em agosto, a partir de setembro até dezembro as expectativas de inflação aumentaram, levando a taxa de juros real a depreciar até fechar 2015 a 6,60% a.a. Esse processo de elevação das expectativas de inflação adveio do crescimento do risco de dominância fiscal e da incerteza dos mercados quanto a credibilidade do governo realizar um ajuste fiscal efetivo para colocar a economia brasileira de volta ao período de crescimento.

### Evolução observada da Taxa de Juros Real

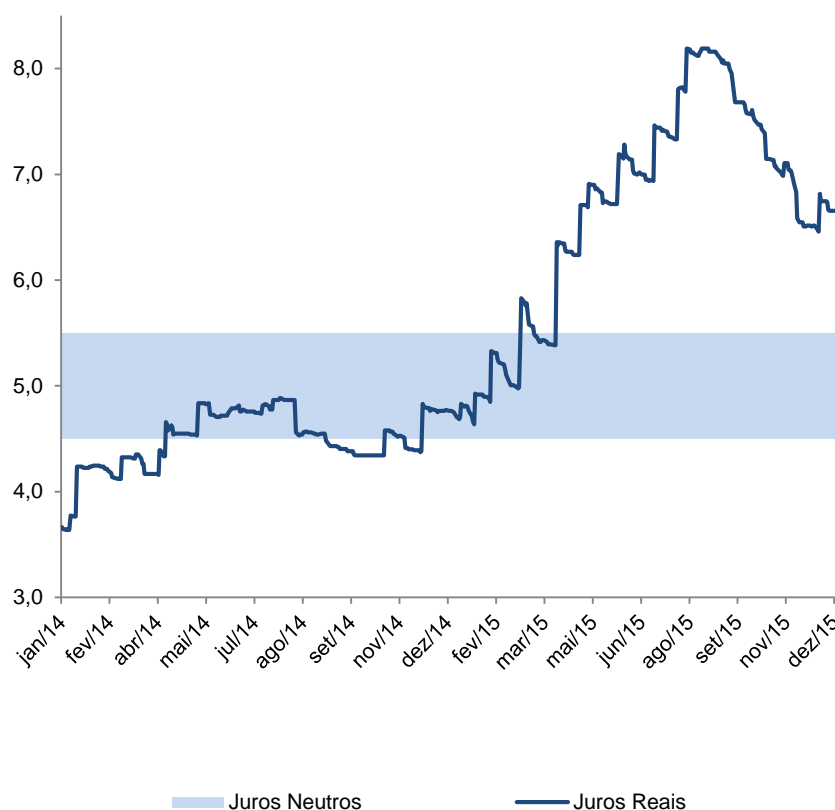


Gráfico 2. Evolução da taxa de Juros Real. Janeiro de 2014 a janeiro de 2016.

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados da Taxa de Juros SELIC e da Expectativa de Inflação em 12 meses disponíveis no Banco Central do Brasil. Faixas de Juro Neutro seguem dados do FMI.

## 5. SETOR EXTERNO E TAXA DE CÂMBIO

A economia global tem apresentado um processo heterogêneo de recuperação, de forma que, ao passo que o crescimento da China se acomodou acima da média da economia mundial, os demais países emergentes apresentaram expansão aquém do resto do mundo. Vale também ressaltar que embora haja contraste entre a volatilidade do crescimento japonês e o crescimento com menor dinamismo dos Estados Unidos da América (USA), Reino Unido (UK) e na Zona do Euro, o cenário internacional é de expansão no crescimento.

Observa-se também que os resultados positivos no mercado de trabalho nos USA e o arrefecimento da trajetória de risco percebido nos mercados financeiros internacionais provocaram ampliação nas expectativas do começo do processo de normalização da taxa de juros real norte-americana, encerrando seu período de franca expansão monetária e contrastando ao processo de acomodação da política monetária que ocorre na Zona do Euro, no Japão e na China.

Apesar de atividade econômica global estar apresentando expansão, nota-se que o Brasil tem apresentado crescimento negativo nos últimos quatro trimestres consecutivos e, anualizou

dois períodos consecutivos de recessão, além disso, a inflação acumulada em 2015 superou a meta em 6,17 p.p. e a meta de superávit primário foi abandonada (pelo menos no curto prazo). Esses resultados, somados à postura de maior intervenção no setor externo da economia brasileira e no aumento da incerteza dos mercados sobre a economia brasileira voltar ao período de expansão levaram a um *overshooting* do câmbio desde outubro de 2014, quando cada dólar estava cotado R\$ 2,23, até setembro de 2015, quando a cotação foi de R\$ 4,19 – máxima histórica desde o ano de 2002 –. Em outubro de 2015 a volatilidade do câmbio reduziu parcialmente e, por conseguinte, a instabilidade do passeio do câmbio se reduziu e fechou o ano de 2015 a R\$ 3,90, conforme o Gráfico 3. No primeiro bimestre de 2016, a taxa de câmbio média ficou em R\$ 4,01 e fechou fevereiro a R\$ 3,99; conforme o Gráfico 3.

### Evolução da taxa de câmbio livre – Dólar Americano

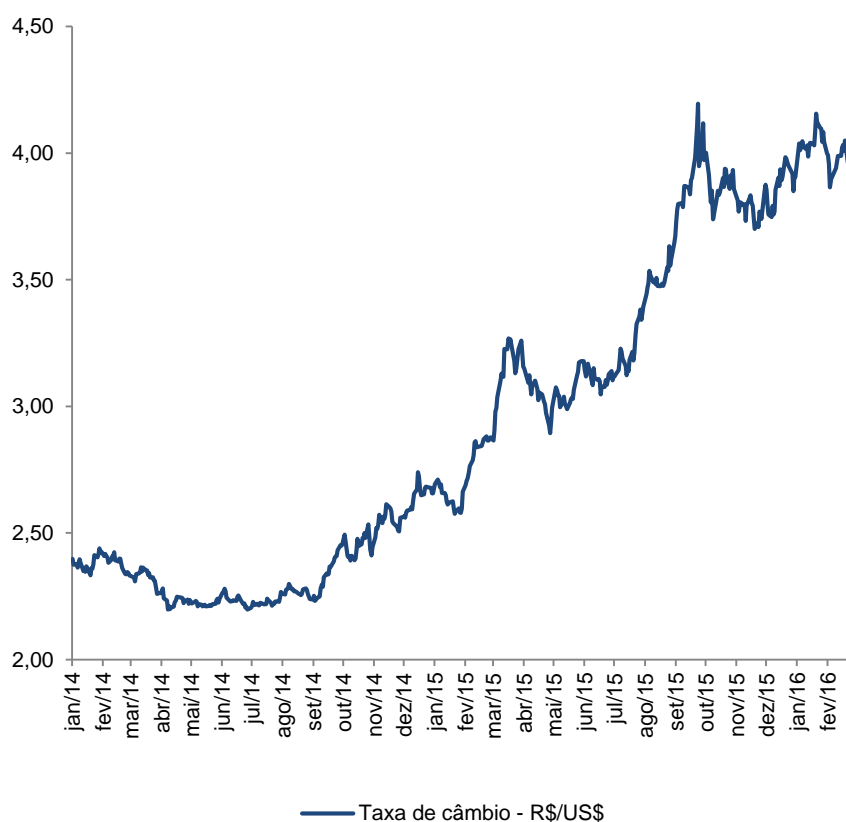


Gráfico 3. Trajetória da taxa de câmbio livre – Dólar Americano (u. m. c. / US\$) e média trimestral do câmbio. Janeiro de 2014 a fevereiro de 2016.

Fonte: Elaboração Própria a partir de dados disponíveis do Banco Central do Brasil.

O movimento cambial ao longo dos três primeiros trimestres de 2015 tornou o preço das *commodities* brasileiras mais competitivo, mesmo a despeito da queda na demanda mundial por esses bens. Desse modo, o saldo em Conta Corrente no Balanço de Pagamentos apresentou *superávit* de US\$ 1.047,54 milhões no último trimestre de 2015 contra o *déficit* de US\$ 1.211,89 milhões trimestre imediatamente anterior. Ademais, vale ressaltar que a Conta Capital apresentou *superávit* de US\$ 164,03 milhões no último trimestre de 2015. Nesse sentido, reduziu-se para US\$ 17.625,36 milhões o *déficit* no Balanço de Pagamentos.



## 6. EMPREGO E RENDA

O Gráfico 4 traz informações sobre a trajetória de desemprego por trimestres móveis no Brasil, desde janeiro de 2014 até o trimestre móvel terminado em novembro de 2015. Como se pode verificar ano de 2015 apresenta crescimento na trajetória de desemprego com relação a 2015. Comparando o trimestre móvel encerrado em novembro de 2015 àquele imediatamente anterior (terminado em agosto de 2015), pode-se notar que a taxa de desocupação cresceu 0,3 p.p., fechando em 9,0%, ao passo que ao comparar a taxa de ocupação do trimestre móvel encerrado em novembro de 2015 ao mesmo trimestre do ano anterior, percebe que houve acréscimo de 2,5 p.p.

**Evolução trimestral da taxa de desemprego no Brasil (PNAD C)**

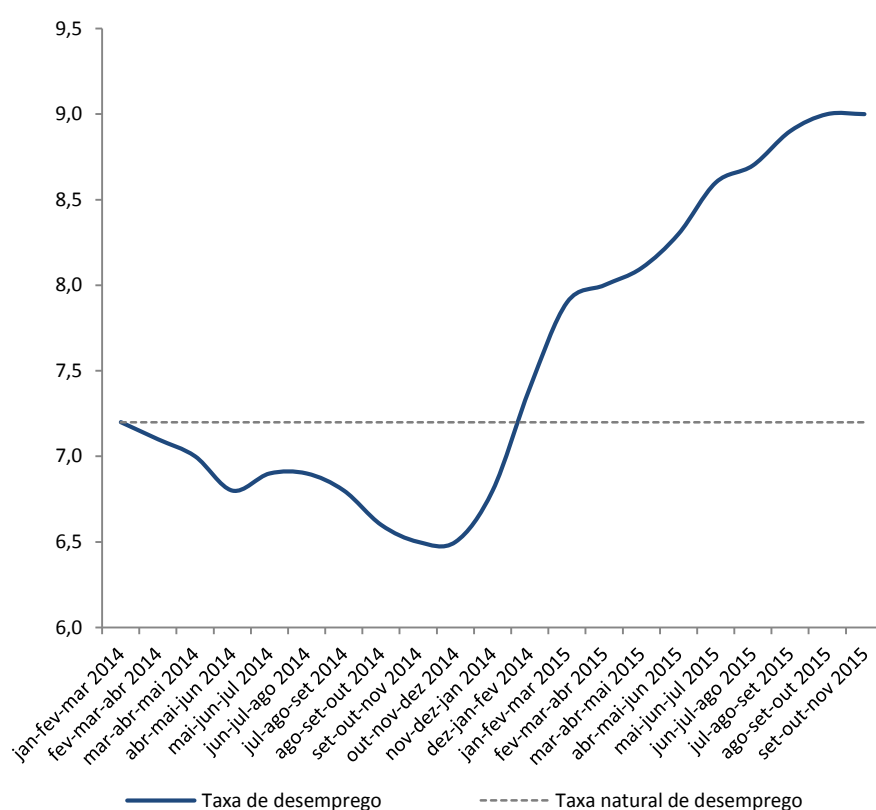


Gráfico 4. Evolução da taxa de Desocupação no Brasil, por trimestres móveis.  
Janeiro de 2014 a novembro de 2015.

Fonte: Elaboração própria com dados da PNAD-Contínua Trimestral disponibilizada pelo IBGE.

Em termos absolutos, os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD C) realizada pelo IBGE mostram que havia cerca de 9,1 milhões de pessoas desocupadas no Brasil, enquanto no trimestre móvel encerrado em agosto se estimavam cerca de 8,8 milhões de desocupados no Brasil. Nesse sentido, mais de 323 mil pessoas foram acrescentadas nesse contingente (3,7% de aumento na taxa de desocupação, portanto).

O contingente de pessoas ocupadas para o trimestre encerrado em novembro de 2015 foi estimado em 92,2 milhões. Apesar de não ter sofrido variação estatisticamente significativa

com relação ao trimestre imediatamente anterior, vale ressaltar que comparando esse contingente àquele estimado no mesmo trimestre do ano de 2014 houve uma redução de 533 mil pessoas ocupadas.

#### **Evolução do rendimento médio habitual da população ocupada**

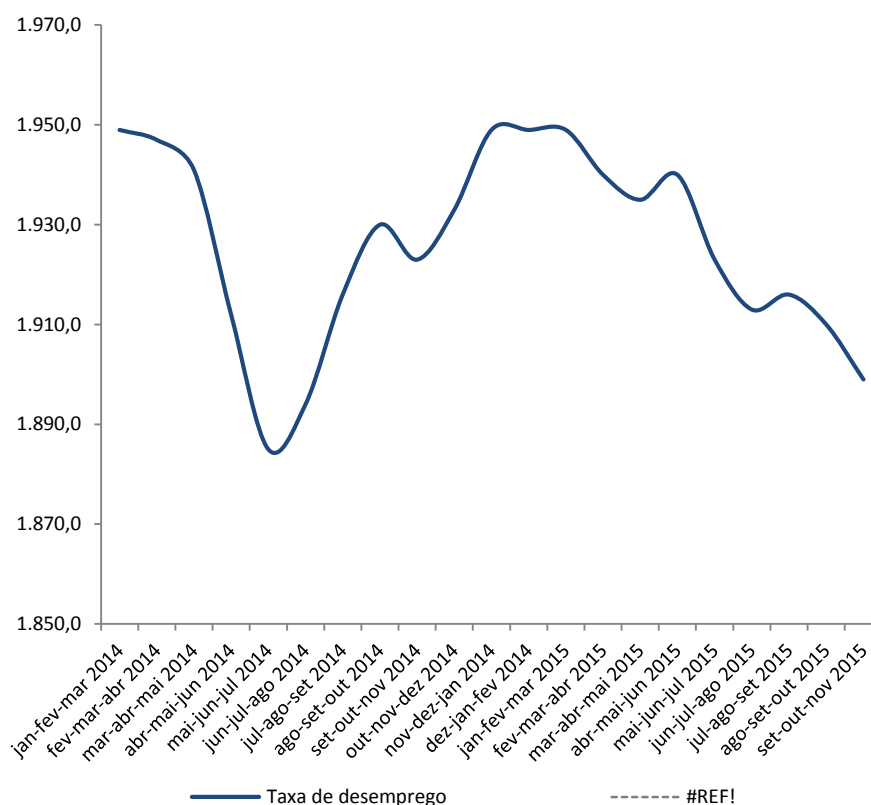


Gráfico 5. Evolução do rendimento médio real habitual recebido em todos os trabalhos pelas pessoas ocupada, por trimestres móveis. Janeiro de 2014 a novembro de 2015.  
Fonte: Elaboração própria com dados da PNAD-Contínua Trimestral disponibilizada pelo IBGE.

Ao passo que a população desocupada cresceu em 3,7% ao comparar o trimestre encerrado em novembro de 2015 àquele encerrado em agosto do mesmo ano, estimou-se em R\$ 169,9 bilhões a massa de rendimento médio real habitualmente recebido em todos os trabalhos pelas pessoas ocupadas, de modo que não houve variação significativa entre o trimestre terminado em novembro de 2015 contra o trimestre imediatamente anterior, como se pode observar no Gráfico 5.

Comparando somente os trimestres móveis de 2015, nota-se uma tendência de deterioração do rendimento médio habitual da população ocupada. No trimestre encerrado em novembro de 2015, estimou-se o rendimento habitual médio da população ocupada em R\$ 1899 mantendo-se estável, estatisticamente, frente aos R\$ 1913 estimados no trimestre imediatamente anterior. Ao comparar o resultado do trimestre móvel que se encerrou em novembro de 2015 ao mesmo período do ano anterior, nota-se que não há diferença significativa. Entretanto, com os reajustes nos contratos, ocorridos em janeiro de 2015, nota-

se que nesse período de três trimestres móveis houve deterioração média de 2,6% na média de salários habituais das pessoas ocupadas.

Nesse sentido, verificou-se que, até o mês de novembro, o ano de 2015 foi marcado por ligeira deterioração no rendimento real dos trabalhadores, o que reflete seu poder de compra, dada a inflação e houve crescimento no número de desempregados, com a taxa de desocupação crescendo 2,5 p.p. em 12 meses.

## **7. CONFIANÇA E EXPECTATIVAS**

### **7.1 ÍNDICES DE CONFIANÇA**

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC), calculado pela Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (IBRE/FGV), apresentou variações em diferentes sentidos no último trimestre de 2015. Ao passo que apresentou recuos de 0,80% em outubro e 2,00% em dezembro, o mês de novembro apresentou recuperação de 1,30%.

Com relação ao trimestre imediatamente anterior e, ao passo que em doze meses houve contração de 24,49% nesse indicador, as expectativas de inflação dos consumidores aumentou em 48,65% no mesmo período de doze meses encerrado em dezembro de 2015 (aumento consolidado de 10,00% com relação ao trimestre imediatamente anterior). Exposto abaixo, o Gráfico 6 exibe as trajetórias do ICC e das expectativas de inflação dos consumidores, conforme o IBRE/FGV.

O ICC ano de 2015 apresentou os patamares mais baixos desde o início de sua série histórica, de acordo com o IBRE/FGV. Entretanto, conforme se pode observar no Gráfico 6, ao passo que 2014 foi um ano de perdas relativas no ICC, o ano de 2015 foi um ano de acomodação desse índice, com variações mais brandas. Já do ponto de vista das Expectativas de Inflação se nota que 2014 teve seus trimestres marcados por expectativas estáveis do consumidor quanto a inflação e o ano de 2015 teve aumento de 2,5 p.p. nos três primeiros trimestres, resultado das incertezas sobre as medidas de ajuste fiscal anunciadas pelo governo central. Ainda sobre esse indicador, verifica-se que houve estabilidade de agosto a novembro e, em dezembro de 2015, voltou a configurar trajetória ascendente até o presente – o que se pode atribuir ao fim da política de ganhos reais nos salários mínimos que o governo federal assumiu desde 2001.

Uma vez que comerciantes e prestadores de serviços interagem diretamente com os consumidores, tais produtores costumam se adaptar mais rapidamente a choques econômicos sob essa ótica. Nesse sentido o Índice de Confiança do Comércio (ICOM) e o Índice de Confiança dos Serviços (ICS), ambos feitos através de sondagens do IBRE/FGV, procuram estimar as expectativas da produção quanto a situação da economia, dado o consumo relativo.

### **Evolução Dessazonalizada dos Índices de Confiança do Consumidor e de suas expectativas de inflação para 2015**

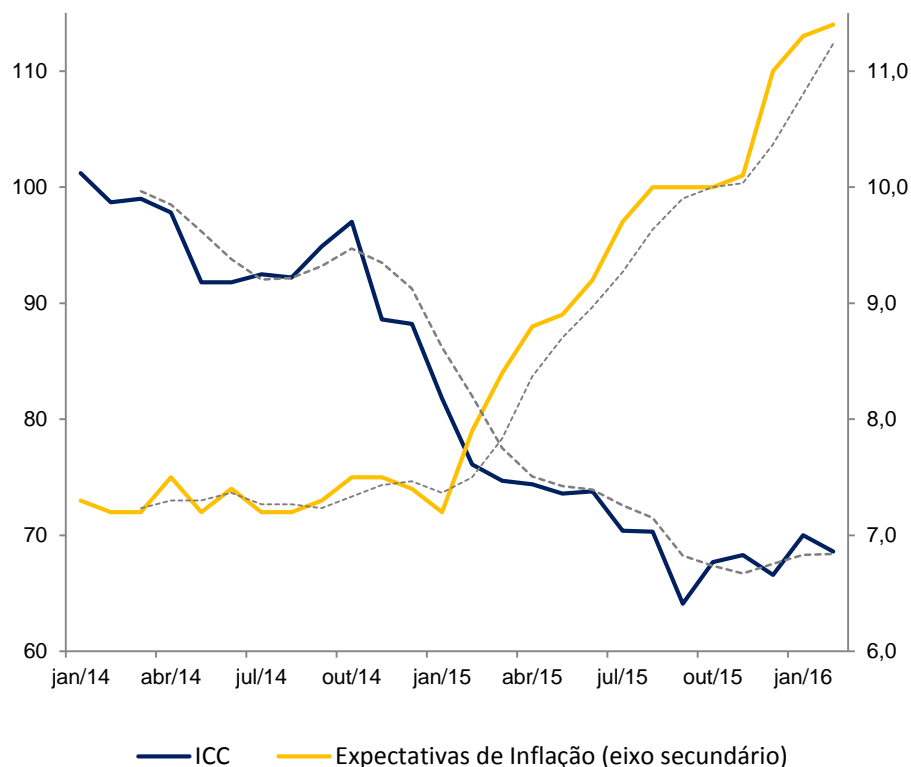


Gráfico 6. Evolução Dessazonalizada do Índice de Confiança do Consumidor e das Expectativas do Consumidor para Inflação acumulada anual com médias móveis trimestrais. Janeiro de 2014 a fevereiro de 2016.

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados das Sondagens das Expectativas do Consumidor elaboradas pelo IBRE-FGV.

De acordo com o IBRE/FGV esses índices apresentaram seus piores resultados desde o início da série histórica, entretanto, observa-se que o ano de 2015 foi marcado por períodos de retração e acomodação com reajustes. No Gráfico 7, observa-se que o primeiro trimestre, fase onde o governo radicou as primeiras reformas propostas no plano de ajuste fiscal, foi marcado pela queda na confiança dos comerciantes e prestadores de serviços piorou, principalmente dado o efeito dos reajustes de preços administrados. Vale ressaltar que, especificamente, os preços de energia elétrica afetaram os comerciantes diretamente, enquanto o aumento nos preços de combustíveis derivados de petróleo afeta mais fortemente aos prestadores de serviços.

No segundo trimestre de 2015 houve um período de acomodação e reajustes do ICOM e do ICS por causa dos anúncios das novas metas fiscais mais factíveis. Entretanto no terceiro e quarto trimestre, a trajetória do ICOM mostrou que, principalmente pela baixa demanda por bens nos períodos de festa, os comerciantes passaram a ter uma pior percepção sobre a situação atual da economia, ao passo que no final do último trimestre, verificou-se uma leve retomada do ICS. Das medidas que incentivaram a retomada do crescimento da confiança dos comerciantes e produtores de serviços, o anúncio do reajuste no salário-

mínimo, aqueceu o mercado consumidor, que recuperou parte das perdas em seu poder de compra.

### Evolução Dessazonalizada dos Índices de Confiança dos Produtores

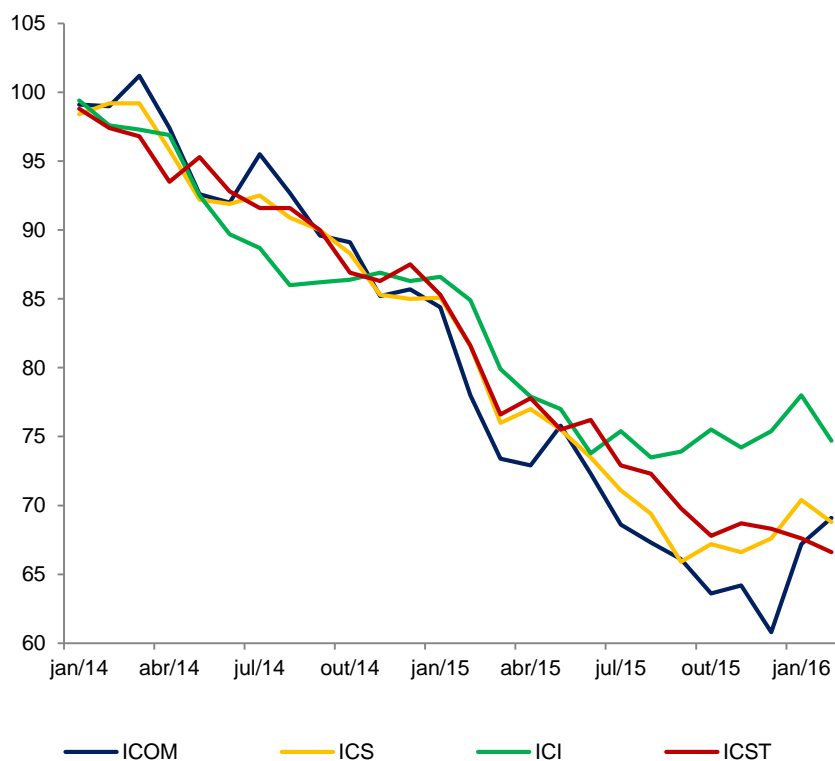


Gráfico 7. Evolução Dessazonalizada do Índice de Confiança do Comércio e do Índice de Confiança dos Serviços, janeiro de 2014 a fevereiro de 2016.

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados das Sondagens das Expectativas do Comércio e das Sondagens das Expectativas dos Serviços elaboradas pelo IBRE-FGV.

Ainda no Gráfico 7, percebe-se a trajetória do Índice de Confiança da Indústria (ICI) que, a despeito dos demais índices de confiança, teve uma queda menos acentuada ao longo dos dois primeiros trimestres de 2015 e passou a apresentar retomada no terceiro e quarto trimestres do mesmo ano. Esse resultado está atrelado às condições favoráveis à exportação, dada a desvalorização de 51% na taxa de câmbio. Observa-se também que a trajetória do Índice de Confiança da Construção Civil (ICST) não apresenta retomadas significativas ao longo de 2015, caracterizando-se, portanto, sua trajetória descendente. Dados os resultados da retração na produção industrial na construção civil, pode-se notar que, embora o planejador central tenha procurado anunciar programas de incentivo à infraestrutura, tais políticas não foram suficientes para o setor retomar sua produção, a confiança sobre a situação atual ou suas expectativas de longo prazo, componentes do ICST.

## 7.2 EXPECTATIVAS

Os Relatórios Focus são publicações semanais elaboradas pelo Banco Central do Brasil com intuito de verificar as expectativas do mercado sobre a atividade econômica no ano presente e um ano a frente. Ao longo de 2015, percebe-se que as expectativas dos mercados com relação ao PIB e à Inflação são congruentes ao pessimismo apresentado nos Índices de Confiança apresentados na sessão anterior. Deste modo, ressalta-se que, embora o governo central esteja articulando o curso do processo de ajuste macroeconômico, os mercados foram pouco confiantes às previsões iniciais do governo – a saber, inflação no centro da meta (4,50% a.a.) e superávit primário de 2,6% do PIB.

### **Evolução das expectativas de mercado para o crescimento do PIB – 2015 e 2016**

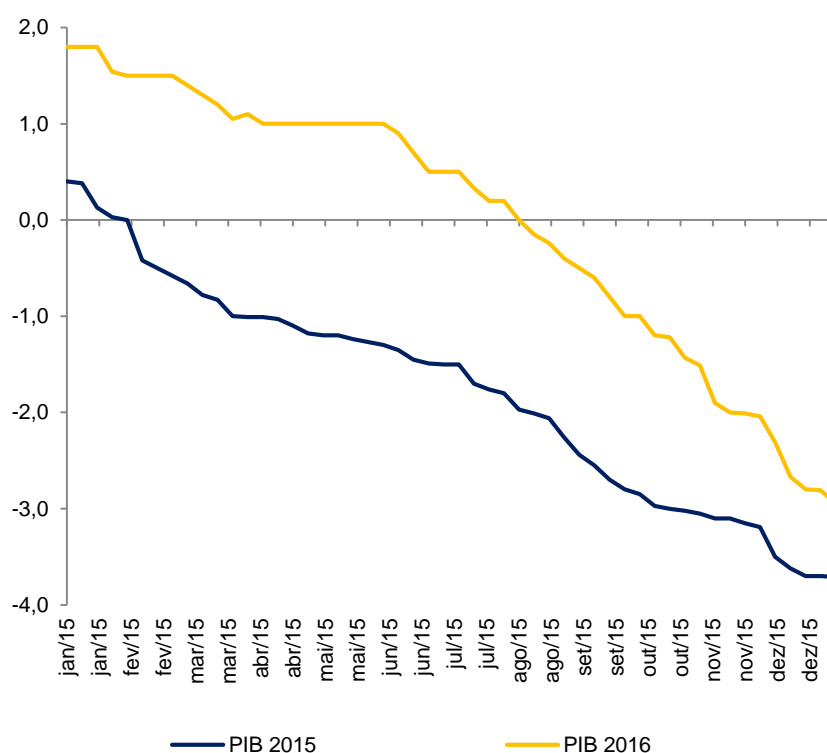


Gráfico 8. Evolução das previsões de mercado para o crescimento do PIB para o final de 2015 e 2016.  
Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados das Sondagens das Expectativas de mercado dispostas nos Relatórios Focus, do Banco Central do Brasil.

O Gráfico 8 mostra a mediana evolução das previsões de mercado para o crescimento do PIB nos anos de 2015 e 2016, conforme o Relatório Focus. Nota-se que, nos dois primeiros trimestres, os mercados foram pessimistas quanto ao crescimento do PIB a curto prazo (PIB 2015) e só ajustaram suas expectativas de longo prazo (PIB 2016) nos períodos de anúncios dos pacotes do plano de ajuste macroeconômico. Entretanto, com o fim do processo de ajustes da taxa de juros SELIC e com a persistência nos ajustes dos preços monitorados, os dois últimos trimestres de 2015 foram marcados pela expansão do pessimismo no longo prazo. No Relatório Focus da última semana de 2015, as expectativas de crescimento do PIB de 2015 variaram 4,11 p.p. de crescimento de 0,40% a.a. a -3,71% com relação a 2014, resultado próximo aos -3,8% registrados nas Contas Nacionais elaboradas pelo IBGE.



Do ponto de vista da Inflação, as medianas das expectativas de mercado ficaram superiores à margem superior da meta de inflação durante todo ano de 2015, sendo que a variação de 4,13 p.p. variando, portanto, de 6,59% a.a. para uma inflação esperada do IPCA 10,72% a.a., registrados na última semana de 2015. Vale ressaltar que esse resultado se aproximou do resultado oficial calculado pelo IBGE no final de 2015 de inflação do IPCA acumulada em 10,67% a.a.

#### Evolução das expectativas de mercado para a trajetória da Inflação (IPCA) – 2015 e 2016

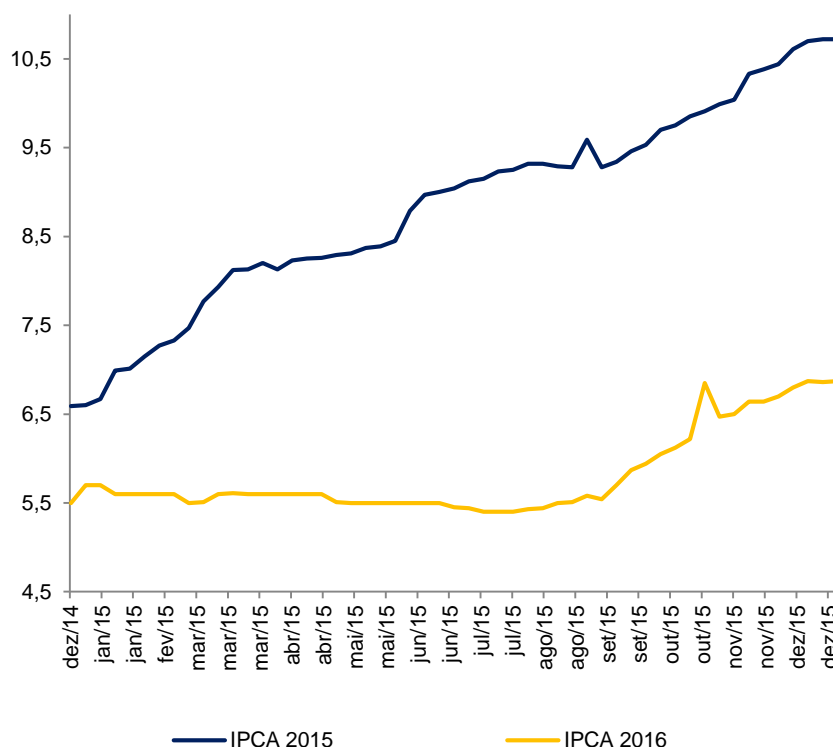


Gráfico 4. Evolução das previsões de mercado para a trajetória da Inflação (IPCA) para o final de 2015 e 2016.

Fonte: Elaboração Própria a partir dos dados das Sondagens das Expectativas de mercado dispostas nos Relatórios Focus, do Banco Central do Brasil.

O Gráfico 9 mostra que, assim como no caso das expectativas de crescimento do PIB, os mercados foram mais conservadores com relação à manutenção da inflação de longo prazo, como se pode observar na curva IPCA 2016, enquanto esperam que os choques na economia aconteçam no curto prazo. Verifica-se também que nos dois primeiros trimestres de 2015 os mercados estavam confiantes que o processo de ajuste macroeconômico em curso fosse suficiente para controlar a taxa de inflação no longo prazo, entretanto com o anúncio do fim do período de ajustes na taxa de juros SELIC, o mercado passou a rever a inflação a longo prazo.

FUNDAÇÃO DOM CABRAL



DESENVOLVIMENTO DE EXECUTIVOS E EMPRESAS

**Campus Aloysio Faria**

Av. Princesa Diana, 760  
Alphaville Lagoa dos Ingleses  
34000-000 - Nova Lima (MG) - Brasil

**Campus Belo Horizonte**

Rua Bernardo Guimarães, 3.071  
Santo Agostinho  
30140-083 - Belo Horizonte (MG) - Brasil

**Campus São Paulo**

Av. Dr. Cardoso de Melo, 1.184 - 15º andar  
Vila Olímpia  
04548-004 - São Paulo (SP) - Brasil

**Campus Rio de Janeiro**

Av. Afrânio de Melo Franco, 290  
2º andar - Leblon  
22430-060 - Rio de Janeiro (RJ) - Brasil

atendimento@fdc.org.br  
0800-941-9200

• [www.fdc.org.br](http://www.fdc.org.br) •

