



# EDAP Boletim



EDAP Boletim é uma publicação de

Edgard Pereira &amp; Associados

## EDITORIAL

Não há previsão mais fácil de ser feita de que o ano de 2015 será difícil para economia brasileira: inflação alta e baixo crescimento é o que nos trará o ano novo. A EDAP prevê que o IPCA avance 6,01% em 2015 e o PIB cresça apenas 1,1%

Talvez seja mais interessante e útil destacar que 2015 também nos reserva a correção do talvez principal desequilíbrio da economia brasileira nos últimos 10 anos: a valorização cambial. Com a confirmação da retomada da economia americana, a provável elevação da taxa de juros americana, a queda de preços das commodities, a deterioração fiscal doméstica e o crescente déficit no balanço de pagamentos brasileiro, a taxa de câmbio real/dólar só tem um caminho: para cima. Em um cenário sem stress, a EDAP estima a taxa de câmbio ao final de 2015 em R\$ 2,90 por dólar. Haverá, entretanto, grande volatilidade cambial ao longo de todo o ano, na dependência da reação dos mercados à normalização da política monetária americana, aos desdobramentos da crise econômica russa e à intensidade da desaceleração da economia chinesa, entre outros fatores.

2015 será um ano difícil, mas poderá ser um ano de inflexão positiva.



A desvalorização cambial devolverá parte da competitividade perdida pela indústria nacional. Ela fará o papel de vilã do ajuste, reduzindo os salários reais e daí o custo da produção interna medido na moeda internacional. Para as empresas transnacionais representará um incentivo para a realocação *intercompany* da produção, trazendo de volta linhas de produção desativadas na fase de valorização da taxa de câmbio.

A reestruturação da economia brasileira em função do novo patamar da taxa de câmbio não será simples nem rápida. Todo o espectro de preços relativos deve se alterar e com ele a importância relativa da agricultura, da indústria e dos serviços na composição do PIB. O próximo ano será apenas o primeiro ano desse processo. Se for isso o que 2015 nos reserva, será então um feliz ano novo.

Pág. 2

PIB  
Produção Industrial

Pág. 3

IPCA  
Taxa Selic

Pág. 4

Contas Públicas  
Câmbio e Setor Externo

Expediente:

O EDAP Boletim é uma publicação da EDAP – Edgard Pereira e Associados [www.edap.com.br](http://www.edap.com.br)  
Endereço: Rua Haddock Lobo no. 1307, 5o. andar, conjunto 53 - Jardim Paulista - São Paulo - SP - Brasil - CEP 01414-003  
Fone: +55 (11) 3066-0420 Fax: +55 (11) 3062-0438.

Economistas responsáveis: Edgard Antonio Pereira, João Paulo Garcia Leal e Ricardo Avelino.

# PIB

O ano de 2014 foi marcado pela estagnação da atividade econômica. Após registrar queda de 0,2% no primeiro trimestre em relação ao trimestre imediatamente anterior, o PIB contraiu-se 0,6% no segundo trimestre na mesma base de comparação, colocando a economia oficialmente em recessão. Com o modesto crescimento de 0,1% no terceiro trimestre, o PIB acumula alta de 0,2% nos nove primeiros meses de 2014 em relação ao mesmo período de 2013. O crescimento de 0,9% do PIB agropecuário e dos serviços de janeiro a setembro de 2014 mitigou o impacto negativo do PIB industrial, que recuou 1,4% no período.

Sob a ótica da demanda, a formação bruta de capital fixo destacou-se negativamente, declinando 7,4% nos nove primeiros meses de 2014 em relação ao ano anterior. Sua participação no PIB, como resultado, declinou de 19,7% para 18,2%. O consumo das famílias, que vinha sustentando o crescimento do PIB nos anos anteriores, também se desacelerou. Nos nove primeiros meses de 2014 expandiu-se 1,2%, após avançar 3,2% em 2012 e 2,6% em 2013. No último trimestre, a EDAP estima que o PIB se eleve 0,5% na série com ajuste sazonal e que em 2014 cresça 0,2%.

O ano de 2015 deve se caracterizar pela continuidade do fraco crescimento doméstico devido às medidas que provavelmente serão adotadas para perseguir um superávit primário de 1,2% e para tentar trazer a inflação novamente para o centro da meta. Espera-se que o governo faça um ajuste fiscal e que, entre outras medidas, recomponha integralmente a alíquota do IPI para automóveis no início de 2015 e promova a volta da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) sobre a gasolina. O ciclo de aperto monetário, iniciado com a elevação da taxa Selic para 11,25% no final de outubro, também deve prosseguir em 2015. Diante desse cenário desafiador no front doméstico, a EDAP prevê que o PIB se eleve 1,1% neste ano.

	2014		2015				
	4º Tri	Ano	1º Tri	2º Tri	3º Tri	4º Tri	Ano
PIB <sup>1</sup>	0,0	0,2	1,0	1,7	1,3	0,3	1,1
PIB <sup>2</sup>	0,5		0,5	0,2	-0,2	-0,2	

(1) Crescimento em relação ao mesmo período do ano anterior.

(2) Crescimento em relação ao trimestre anterior, ajustado sazonalmente.

## PRODUÇÃO INDUSTRIAL

A produção industrial retraiu-se 2,6% de janeiro a outubro de 2014 em relação ao mesmo período do ano anterior, após avançar 2,1% em 2013. Dentre as categorias de uso, destacam-se negativamente a produção de bens de consumo duráveis e a de bens de capital, que acumulam queda de 9,6% e 8,8%, respectivamente, nos dez primeiros meses de 2014. O principal impacto negativo foi observado em veículos automotores, reboques e carrocerias, que registram queda de 18%. A produção de bens intermediários também variou negativamente nos dez primeiros meses de 2014, embora a queda tenha sido bem menos expressiva, de 2,5%. Apenas a produção de bens semiduráveis e não duráveis avançou na mesma base de comparação, expandindo-se 0,2%. A EDAP prevê que em novembro a produção industrial decline 2,7% e que em dezembro se eleve 8,0% frente aos mesmos meses do ano anterior. No acumulado de 2014, esperamos que a produção industrial recue 2,1%.

Em 2015 projetamos que a produção industrial mostre uma ligeira recuperação, influenciada, em grande parte, pela baixa base de comparação, a despeito da esperada redução de benefícios tributários e do provável aumento de tributos mencionados anteriormente. A retomada da economia norte americana e a queda contínua da taxa de desemprego devem levar a um aumento da taxa de juros nos EUA em 2015. Este fator, aliado aos sucessivos déficits registrados na conta de transações correntes brasileira e à piora do saldo da balança comercial, deve fortalecer a tendência de desvalorização do real observada desde setembro de 2014. Com a manutenção da taxa de câmbio em 2015 em um patamar entre R\$ 2,60 e R\$ 3,00, a tendência é que a crescente perda de competitividade da indústria observada nos últimos anos, ocasionada pela valorização do real entre 2004 e 2014 e por reajustes salariais superiores aos ganhos de produtividade, seja parcialmente revertida. A EDAP prevê um crescimento da produção industrial de 1,1% em 2015.

	2014			2015												
	Nov	Dez	Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
Produção Industrial <sup>1</sup>	-2,7	8,0	-2,1	-1,2	1,8	2,9	4,7	7,8	7,0	2,6	0,5	-2,0	0,6	-3,0	-7,9	1,1
Produção Industrial <sup>2</sup>	2,0	3,6		-4,3	3,2	-3,7	3,5	4,5	-5,0	-0,9	-1,9	-1,3	1,4	-2,2	-0,2	

(1) Crescimento em relação ao mesmo período do ano anterior.

(2) Crescimento em relação ao trimestre anterior, ajustado sazonalmente.

# IPCA

A inflação oficial, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acumula alta de 5,58% de janeiro a novembro de 2014 e, nos últimos 12 meses, de 6,56%, superando pelo quarto mês seguido o teto da meta de 6,50% estipulada pelo governo. O IPCA em 12 meses vem se acelerando desde janeiro, quando atingiu o percentual mínimo de 5,59% observado no ano, a despeito da estagnação da atividade econômica. Os itens que mais pesaram na alta da inflação em 2014 foram carnes e energia elétrica, que variaram positivamente 17,81% e 16,46%, respectivamente. As carnes têm um peso de 2,7% no IPCA e as tarifas de energia elétrica de 2,9%. Cada um deles teve um impacto de 0,44% na inflação de 5,58% registrada de janeiro a novembro. A EDAP prevê uma inflação de 0,87% em dezembro e que o IPCA feche 2014 em 6,50%.

A resiliência da inflação e a preocupação com o impacto sobre o IPCA da desvalorização da taxa de câmbio, que passou de R\$ 2,24 para R\$ 2,44 entre o final de agosto e o final de outubro, levaram o Banco Central a iniciar um novo ciclo de elevação da taxa Selic imediatamente após a eleição. Com a nomeação de Joaquim Levy para o Ministério Fazenda, o governo sinalizou um maior rigor fiscal no combate à inflação, que não ficaria a cargo exclusivamente da política monetária. Entretanto, a liberação de R\$ 30 bilhões do Tesouro para o BNDES no início de dezembro e a promessa de manutenção da política de valorização do salário mínimo colocaram em cheque o comprometimento do governo com um ajuste fiscal mais vigoroso e a sua real disposição para trazer a inflação para o centro da meta de 4,5%. A EDAP prevê que a inflação recue em 2015 e que feche o ano em 6,01%.

	2014		2015												
	Dez	Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
IPCA	0,87	6,50	0,79	0,68	0,57	0,58	0,45	0,22	0,27	0,30	0,41	0,48	0,51	0,59	6,01

# TAXA SELIC

Na reunião de janeiro de 2014 do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom), a taxa Selic foi elevada de 10,00% para 10,50% ao ano, dando continuidade ao ciclo de aperto monetário iniciado em abril do ano anterior. Seguiram-se aumentos de 0,25% nas reuniões de fevereiro e abril do colegiado. Com a aproximação da eleição presidencial e os resultados tímidos do PIB e da produção industrial no primeiro semestre, o Banco Central optou pela manutenção da Selic em 11,00% ao ano nas reuniões de maio, julho e setembro do Copom, apesar das projeções do mercado apontarem para um IPCA próximo do teto da meta de 6,50% em 2014 e 2015. Na primeira reunião do Copom após a reeleição da presidente Dilma, em outubro, a taxa Selic foi elevada para 11,25% ao ano, de modo a garantir, segundo o Copom, a prevalência, a um custo menor, de um cenário mais benigno para a inflação em 2015 e 2016. Diante do cenário adverso resultante da alta do dólar, da previsão de reajustes significativos dos preços administrados em 2015

e da deterioração das contas públicas, o Banco Central decidiu intensificar o aperto monetário na reunião de dezembro, elevando a Selic para 11,75% ao ano.

Na ata da última reunião, o Copom destacou que o esforço adicional de política monetária tende a ser implementado com parcimônia. Além disso, ressaltou que o corte de gastos pelo governo e a diminuição dos subsídios ao BNDES podem permitir alta menor dos juros ao diminuírem a quantidade de dinheiro na economia, indicando que o ciclo de elevações da Selic deve estar chegando ao fim. A EDAP prevê que ocorram novas elevações de 0,50% e 0,25% na taxa Selic nas reuniões de janeiro e março, respectivamente, e que a taxa permaneça em 12,50% ao ano até o final de dezembro de 2015. Esta trajetória da taxa Selic é consistente com o IPCA próximo de 6,0% em 2015 e com a expectativa do Banco Central de que somente em 2016 a inflação iniciará a trajetória de convergência em direção ao centro da meta.

	2015											
	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Selic Meta	12,25		12,50	12,50		12,50	12,50		12,50	12,50	12,50	
Selic Efetiva	12,15	12,15	12,39	12,39	12,39	12,39	12,39	12,39	12,39	12,39	12,39	12,39

# CONTAS PÚBLICAS

De janeiro a novembro de 2014 o setor público consolidado registrou déficit primário de R\$ 19,642 bilhões, ou 0,42% do PIB, ante um superávit de R\$ 80,899 bilhões, equivalente a 1,83% do PIB, no mesmo período de 2013. A meta inicial para o superávit primário em 2014 era de R\$ 99 bilhões, ou 1,9% do PIB, após os abatimentos permitidos pela lei. Diante da impossibilidade de se atingir esta meta faltando apenas dois meses para o término de 2014, o governo foi obrigado a negociar com o Congresso a aprovação do projeto de lei autorizando-o a reduzir a meta sem ser acusado de desrespeitar a Lei de Responsabilidade Fiscal. Nos dez primeiros meses de 2014 as despesas com o pagamento de juros, nos onze primeiros meses de 2014, atingiram R\$ R\$ 264,173 bilhões, superando os R\$ 224,843 bilhões gastos de janeiro

a novembro de 2013. O menor superávit primário e as maiores despesas com juros se refletiram numa deterioração do resultado nominal. De janeiro a novembro de 2014 o déficit nominal atingiu R\$ 283,815 bilhões, ou 6,06% do PIB, ante R\$ 143,944 bilhões nos onze primeiros meses de 2013. Como resultado, a dívida líquida do setor público saltou de 33,57% em dezembro de 2013 para 36,20% em novembro de 2014. A EDAP projeta para 2014 um déficit primário de 0,53% e um déficit nominal de 6,15% do PIB.

A desconfiança dos investidores em face da deterioração contínua das contas públicas, do crescente intervencionismo estatal na economia e da estagnação da atividade econômica convenceu o governo a emitir para o mercado sinais de que adotará uma postura mais ortodo-

xa no segundo mandato. A nova equipe econômica nomeada prometeu um ajuste gradual das contas públicas e se comprometeu a perseguir um superávit primário de 1,2% do PIB em 2015 e de 2% do PIB em 2016 e 2017. Apesar da disposição da nova equipe, a tarefa não será fácil em virtude do baixo crescimento previsto para 2015. Medidas ventiladas na imprensa como a volta da cobrança da CIDE sobre a gasolina, a não renovação de benefícios tributários como a redução da alíquota do IPI para automóveis e a diminuição de repasses de recursos do Tesouro para o BNDES talvez não sejam suficientes para assegurar o cumprimento da meta. Neste cenário, não está descartado um aumento de impostos pelo governo. A EDAP prevê um superávit primário de 1,06% do PIB e um déficit nominal de 4,69% do PIB em 2015.

	2014		2015												
	Dez	Ano	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
Superávit Primário <sup>1</sup>	-2,43	-0,53	3,45	0,63	1,75	3,85	0,87	1,08	0,89	0,97	0,32	1,32	0,21	-2,66	1,06
Superávit Nominal <sup>1</sup>	-8,06	-6,15	-4,80	-4,86	-5,01	-1,57	-5,28	-4,10	-5,01	-4,30	-4,90	-3,80	-4,86	-7,79	-4,69

(1) Como % do PIB.

## CÂMBIO E SETOR EXTERNO

A cotação do dólar registrou ligeira alta de 2,3% em janeiro de 2014, fruto da expectativa de redução da liquidez global devido à diminuição do estímulo econômico do Fed. Entre o final de janeiro e o final de junho, observou-se uma reversão deste movimento, que resultou, em parte, da decisão do Banco Central de dar continuidade ao programa de leilão de swaps cambiais para evitar impactos do câmbio sobre a inflação. A taxa de câmbio declinou gradativamente de R\$ 2,43 para R\$ 2,20 no período. Nos dois meses subsequentes, a taxa de câmbio oscilou entre R\$ 2,21 e R\$ 2,30, acomodando-se em torno da banda informal de R\$ 2,20 a R\$ 2,25 definida pelo Banco Central. O último quadrimestre, em contraposição, caracterizou-se pela valorização do dólar, que passou de R\$ 2,24 no final de agosto para R\$ 2,66 no final de dezembro. Contribuíram para este movimento, no front interno, a deterioração da situação fiscal do governo

(em setembro o déficit nominal atingiu 16,1% do PIB), além da incerteza associada às eleições presidenciais e o consequente temor de continuidade da política econômica do primeiro governo Dilma. Estes fatores se somaram à queda dos preços das commodities no mercado internacional e à expectativa de elevação dos juros nos EUA em 2015 diante dos crescentes sinais de recuperação da economia norte americana.

A perda de competitividade da indústria se exacerbou com a valorização do real nos oito primeiros meses de 2014. Nem mesmo o fortalecimento do dólar no último quadrimestre do ano estancou esta tendência. Por outro lado, a participação dos produtos primários nas exportações também foi afetada adversamente pelo recuo significativo dos preços das commodities em 2014. Entre janeiro e dezembro de 2014 a balança comercial registrou déficit de US\$ 3,930 bilhões, ante um superávit de US\$ 2,399

bilhões um ano antes. Em 2014 as exportações somaram US\$ 225,102 bilhões, queda de 7,0% na comparação com 2013, e as importações totalizaram US\$ 229,030 bilhões, recuo de 4,4% sobre o ano anterior. A piora na balança comercial se refletiu em um pequeno aumento no déficit da conta de transações correntes, que passou de US\$ 72,479 bilhões de janeiro a novembro de 2013 para US\$ 80,030 bilhões nos onze primeiros meses de 2014.

A EDAP espera que o ritmo de crescimento mais forte da economia norte americana e a provável elevação da taxa de juros nos EUA em 2015, aliados à precária situação fiscal doméstica e aos sucessivos déficits na conta de transações correntes, contribuam para que o real continue se desvalorizando. Para o final de 2015 a EDAP estima uma taxa de câmbio de R\$ 2,90 e um déficit de transações correntes de US\$ 92,660 bilhões.