



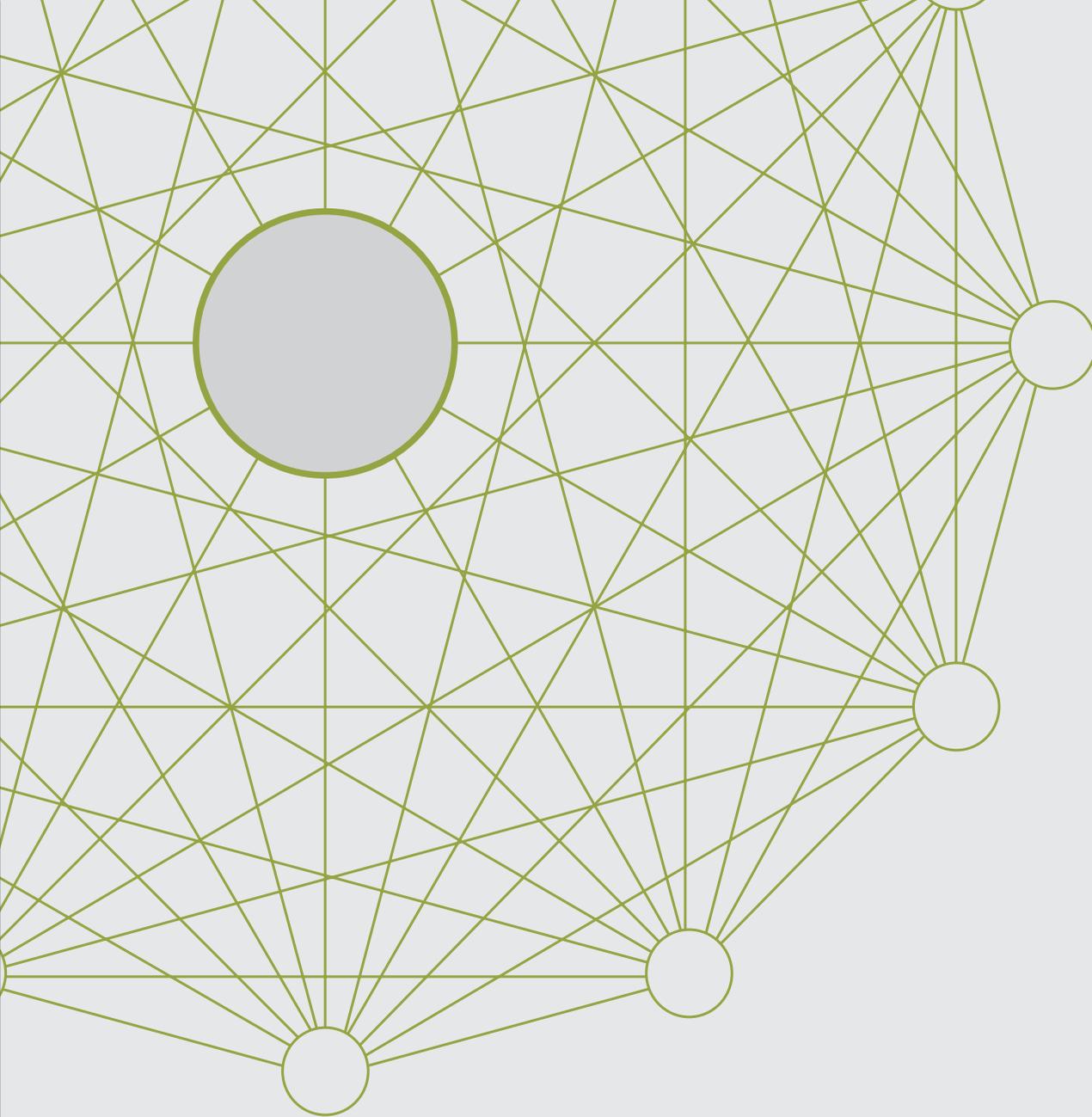
dezembro

2015

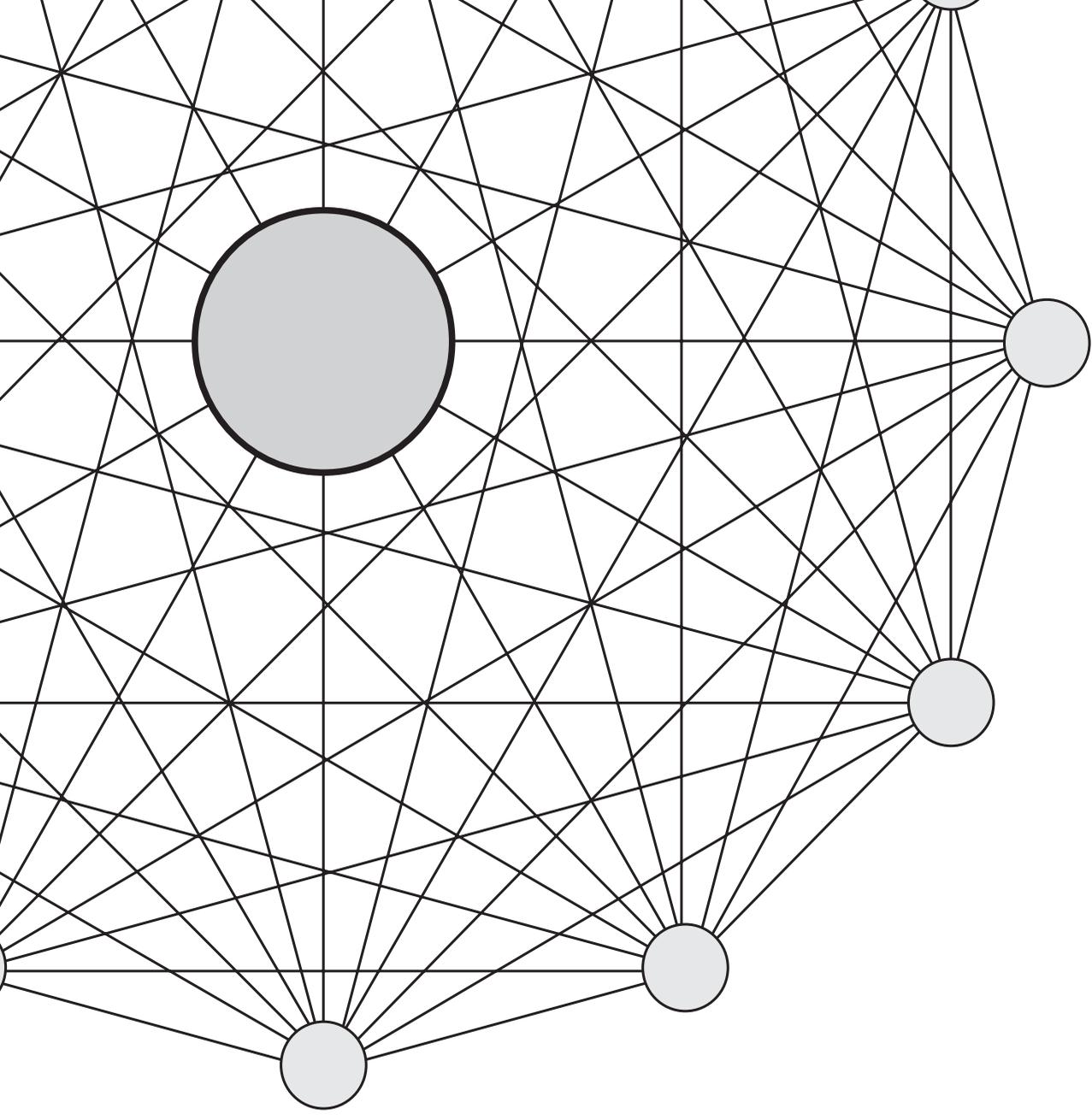
29

**CONJUNTURA**

CARTA DE







**ipea**

dezembro

2015

29

**CONJUNTURA**

CARTA DE

## Governo Federal

**Ministério do Planejamento,  
Orçamento e Gestão**  
Ministro Valdir Moysés Simão

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

### Presidente

Jessé José Freire de Souza

### Diretor de Desenvolvimento Institucional

Alexandre dos Santos Cunha

### Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Roberto Dutra Torres Junior

### Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

### Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Marco Aurélio Costa

### Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

### Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto

José Aparecido Carlos Ribeiro

### Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

José Eduardo Elias Romão

### Chefe de Gabinete

Fabio de Sá e Silva

### Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

Paulo Kliass

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>  
URL: <http://www.ipea.gov.br>

# carta de conjuntura

**Diretoria de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas**

## Gecon – Grupo de Estudos de Conjuntura

### Equipe Técnica

Fernando José da Silva Paiva Ribeiro (coordenador)  
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos  
Leonardo Mello de Carvalho  
Marco Aurélio Alves de Mendonça  
Marcelo José Braga Nonnenberg  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Paulo Mansur Levy

### Colaboradores

Claudio Hamilton Matos dos Santos  
Marco Antonio Freitas de Holanda Cavalcanti

### Equipe de Apoio

Alejandro da Rocha Souto Padrón  
André Cores Bertin  
Beatriz Cordeiro Araújo  
Felipe dos Santos Martins  
José Bruno Ramos Torres Fevereiro  
Luciana Pacheco Trindade Lacerda  
Mariana Leite Moraes da Costa  
Pedro Américo de Almeida Ferreira

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2016

---

Carta de conjuntura / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.  
Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. Grupo de  
Análise e Previsões. – (dez. 2007)- . Rio de Janeiro :  
Ipea. Dimac, 2007-

Trimestral.

Títulos anteriores: Carta de conjuntura INPES, (maio 1988 -  
maio 1990); Carta de conjuntura IPEA, (ago. 1990 - dez. 1998).  
Suspensa de 1999 a nov. de 2007.  
ISSN 1982-8772

1. Economia. 2. Macroeconomia. 3. Previsão Econômica. 4.  
Indicadores Econômicos. 5. Brasil. 6. Periódicos. I. Instituto de  
Pesquisa Econômica Aplicada. Diretoria de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas. Grupo de Análise e Previsões.

CDD 330.05

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira  
responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto  
de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério  
do Planejamento, Orçamento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que  
citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

# SUMÁRIO

SÍNTESE DA CONJUNTURA	5
ATIVIDADE ECONÔMICA	11
MERCADO DE TRABALHO	29
INFLAÇÃO	41
SETOR EXTERNO	49
MOEDA E CRÉDITO	63
FINANÇAS PÚBLICAS	79
ECONOMIA MUNDIAL	93
NOTA TÉCNICA	
<b>CHOQUE MONETÁRIO E TAXA DE SACRIFÍCIO SOB DIFERENTES REGRAS FISCAIS: ESTIMATIVAS A PARTIR DE UM MODELO DSGE PARA O BRASIL</b>	<b>107</b>
MARCO A. F. H. CAVALCANTI	
LUCIANO VEREDA	
REBECA DE B. DOCTORS	
FELIPE C. R. LIMA	



## SÍNTESE DA CONJUNTURA

O quadro geral da economia brasileira, que já mostrava-se bastante difícil nos primeiros meses do ano, sofreu deterioração adicional no terceiro trimestre de 2015 com todos os indicadores de atividade econômica permanecendo em queda e, em alguns casos, em ritmo mais acelerado do que o registrado anteriormente. Nesse período, o encaminhamento dos “três ajustes” fundamentais ao reequilíbrio da economia – setor externo, inflação e contas públicas – tem apresentado resultados heterogêneos. Os avanços mais importantes vêm se dando nas contas externas, com substancial redução do *deficit* em transações correntes. A inflação, por seu turno, mantém-se pressionada, com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) superando a marca de 10% em doze meses, a taxa mais elevada desde 2003, e deterioração das expectativas do mercado para a inflação futura. Por fim, os resultados fiscais ainda não apresentaram melhorias palpáveis, a despeito do rigoroso controle de gastos observado no último ano e da aprovação de várias das propostas de contenção de gastos obrigatórios e aumento das receitas públicas enviadas pelo Executivo ao Congresso Nacional ao longo do ano.

As dificuldades de efetivar esses ajustes já seriam de grande monta mesmo no melhor dos cenários. Os desequilíbrios acumulados durante o longo ciclo de expansão anterior foram bastante significativos, não apenas nas contas públicas, mas também no orçamento das famílias, que passa por inevitável ajuste após anos de contínua expansão do endividamento. Há também diversas restrições de oferta que foram tornando-se cada vez mais evidentes, conforme a economia testava seus limites de crescimento no biênio 2012-2013. Para completar, o país vem sofrendo um forte choque negativo nos termos de troca desde o terceiro trimestre de 2014.

A situação tornou-se mais difícil diante da eclosão de uma crise política de rara gravidade, aumentando a incerteza dos mercados sobre a capacidade de o governo aprovar as medidas necessárias de política econômica.

Esse complexo cenário político-econômico reflete-se diretamente nos diversos indicadores de confiança dos consumidores e dos empresários, que alcançam níveis historicamente baixos e sem sinais concretos de reversão, e ganha concretude no desempenho da atividade econômica, que deverá sofrer, neste ano, a maior retração dos últimos 25 anos.

Com efeito, no terceiro trimestre de 2015 o produto interno bruto (PIB) sofreu queda de 1,7% do PIB em relação ao trimestre anterior, na série dessazonalizada, e de 4,5% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, sendo essa a taxa mais negativa em toda a série histórica do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), iniciada em 1996. Foi a sexta retração seguida do PIB nessa base de comparação, o mais longo período recessivo da história recente do país. Desde que a economia entrou em recessão, no segundo trimestre de 2014, a queda acumulada do PIB já se aproxima de 6,0%, também um recorde dos últimos vinte anos.

Quanto à oferta, a queda do PIB vem refletindo o recuo de todos os seus componentes. A indústria registrou a sétima retração em oito trimestres, com recuo de 1,3% na margem, e a queda de 6,7% ante o terceiro trimestre de 2014 foi a sexta variação negativa seguida. O setor de serviços também manteve o fraco desempenho, sendo a queda de 1,0% na passagem do segundo para o terceiro trimestre a terceira variação negativa nessa base de comparação, e a queda de 2,9% ante o terceiro trimestre de 2014 o recorde negativo na série histórica. Até mesmo a agropecuária vem

perdendo fôlego, voltando a apresentar queda na margem (de 2,4%) na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2015, após recuar 3,5% no trimestre anterior. Com esse resultado, o setor interrompeu uma sequência de quatro altas seguidas no comparativo interanual, ficando 2,0% abaixo do patamar verificado no terceiro trimestre de 2014.

Registre-se, entretanto, que a indústria extrativa mineral é uma exceção positiva do lado da oferta: influenciada pelos aumentos na produção de petróleo e gás natural, assim como na extração de minérios de ferro, registrou alta de 4,2%, o sétimo resultado positivo nessa base de comparação.

Pelo lado da demanda, o desempenho que mais impressiona é o da formação bruta de capital fixo (FBCF), que teve queda de 4,0% na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2015, sendo a nona variação negativa na comparação livre de influências sazonais. Ante o terceiro trimestre de 2014, a queda foi de 15,0%, a sexta consecutiva e a maior da série histórica. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes recuou para 18,1%, ante 20,2% em igual período do ano anterior. Já o consumo das famílias, que ainda crescia até 2014, registrou, no terceiro trimestre de 2015, a terceira retração consecutiva na série livre de influências sazonais (-1,5%), fato que não ocorria desde o início de 1998. Na comparação com o terceiro trimestre de 2014, a queda foi de 4,5%. O único componente da demanda interna a registrar variação positiva na comparação dessazonalizada, o consumo do governo avançou 0,3% ante o trimestre anterior. Entretanto, na comparação com o terceiro trimestre de 2014, este consumo recuou 0,4%.

O gráfico 1 resume o que vem acontecendo com os diversos componentes do PIB no atual quadro recessivo. A FBCF, que é tradicionalmente o item mais volátil e sensível às flutuações da atividade, acumulou queda de 19,3% nos últimos seis trimestres e, em níveis absolutos, já retornou ao mesmo patamar do final de 2009. A queda acumulada das importações de bens e serviços também é da ordem de 19,0%, sendo diretamente influenciada pelo comportamento da própria FBCF (boa parte da qual é composta por bens importados) e também da indústria de transformação, cuja produção recuou 14,0% – além de sofrer o impacto da substancial desvalorização do câmbio. O consumo das famílias acumula queda de 5,3%, situando-se em um ponto intermediário entre a produção de serviços (-3,4%) e a da indústria (-9,5%).

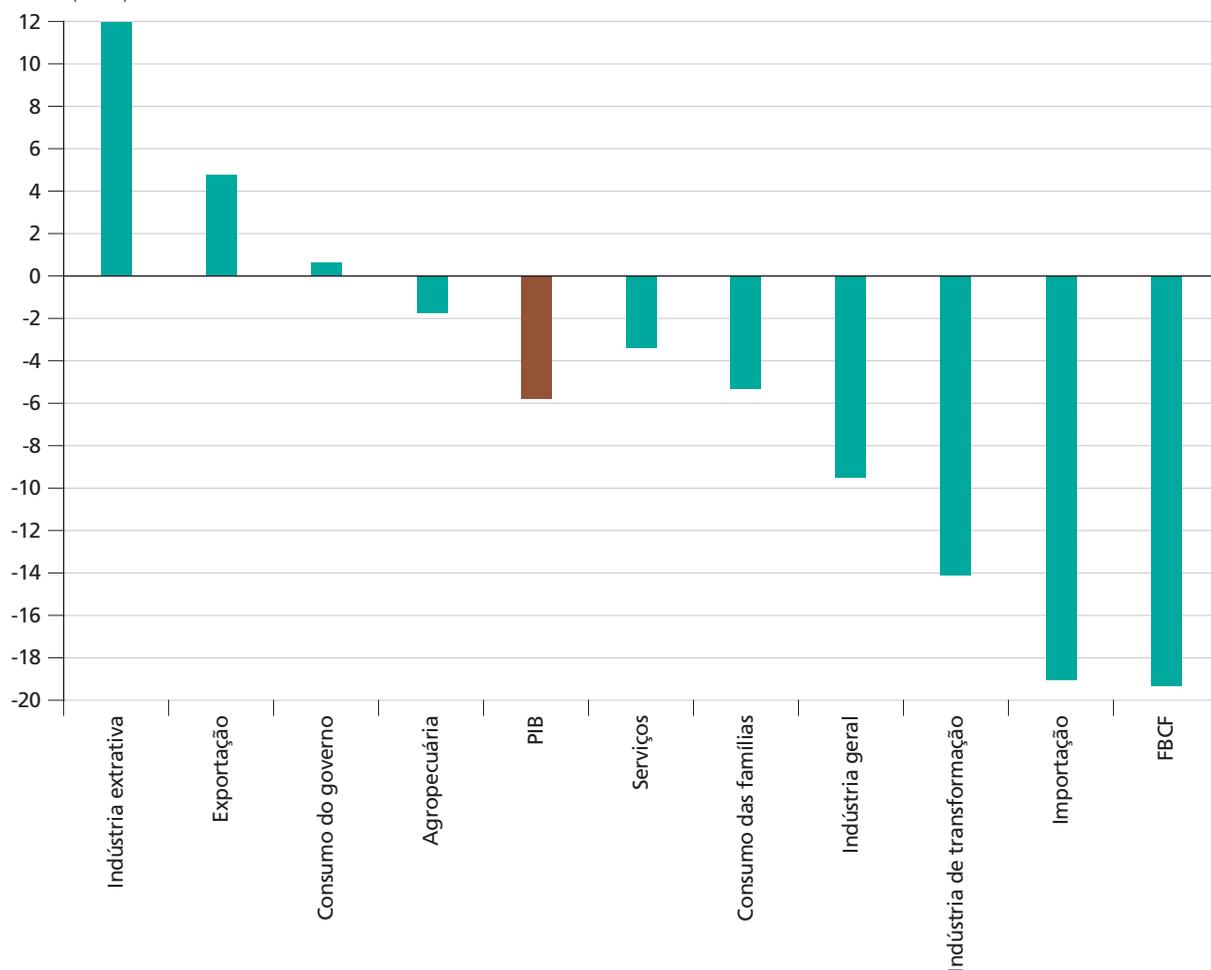
A intensidade da queda dos diversos componentes é fruto dos diferentes *timings* de cada variável. Com efeito, a FBCF e a indústria já mostravam sinais de estagnação em 2012-2013, ao passo que o consumo e os serviços só pararam de crescer do final de 2014 para cá. Por fim, no outro extremo do gráfico situam-se os únicos componentes que vêm registrando crescimento: a indústria extrativa (alta acumulada de 12,0% desde o segundo trimestre de 2014) e as exportações de bens e serviços (+4,8%). Vale lembrar que parte importante da expansão das exportações relaciona-se justamente ao crescimento do *quantum* exportado de petróleo e de minérios, com contribuição positiva também de alguns produtos agropecuários.

O crescimento das exportações líquidas é, de fato, uma das poucas boas notícias no cenário, amortecendo, ainda que parcialmente, a retração da demanda doméstica. No terceiro trimestre de 2015, elas contribuíram com 2,9% da variação interanual, e o gráfico 2 mostra que esta contribuição foi crescente ao longo de 2015. Esse resultado, contudo, só deixa ainda mais evidente a intensidade da queda da demanda doméstica que, no terceiro trimestre, chegou a -7,3% em comparação ao mesmo período de 2014.

## GRÁFICO 1

Componentes do PIB: variação acumulada entre o segundo trimestre de 2014 e o terceiro trimestre de 2015, na série dessazonalizada

(Em %)



Fonte: IBGE.

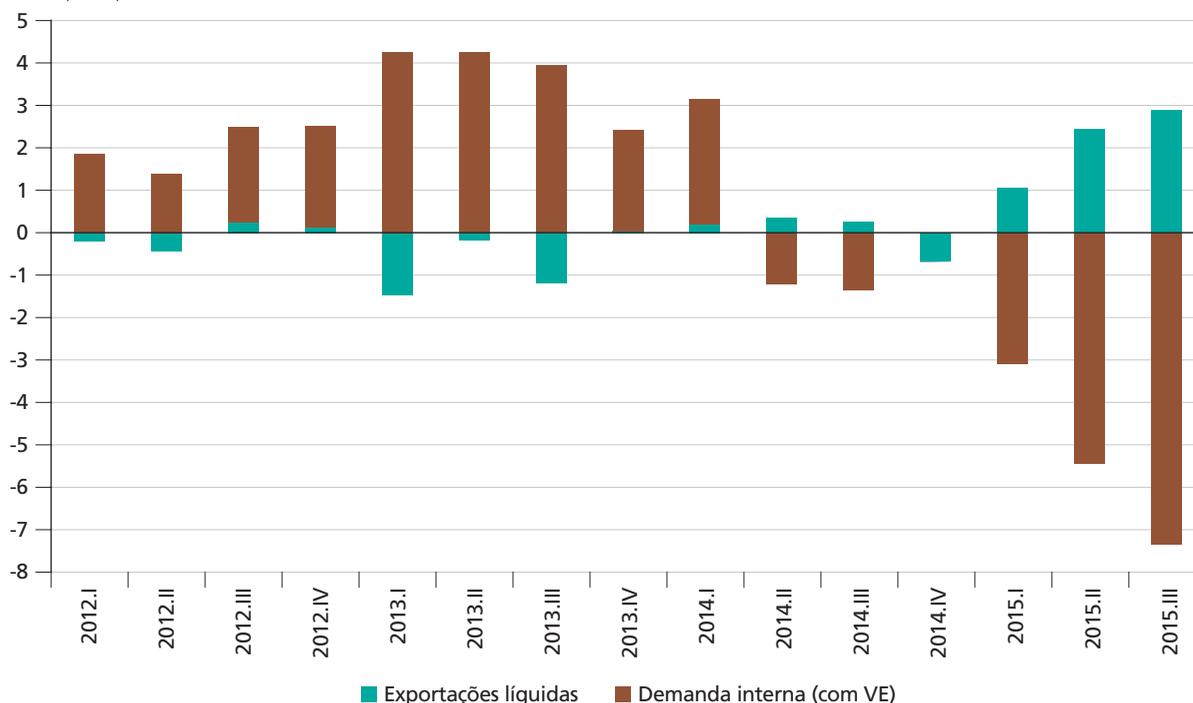
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Seja como for, o fato é que o balanço de pagamentos tem apresentado resultados positivos, com redução de 35,9% do *deficit* em transações correntes no período janeiro-outubro e a manutenção de um volume expressivo de entrada de recursos externos (ainda que bem menores do que nos anos anteriores), o que tem permitido um virtual equilíbrio das contas externas, mantendo afastado o risco de problemas nessa área – aspecto para o qual colabora também o elevado volume de reservas internacionais disponíveis.

É certo que o ajuste das contas externas vem se dando mais em função da forte retração da atividade econômica doméstica, com efeitos diretos sobre as importações de bens e serviços, do que pelo dinamismo das exportações. Além disso, o país atravessa um movimento de forte desvalorização cambial, cujos efeitos imediatos tendem a ser contracionistas para a atividade econômica e pouco significativos em termos de estimular as exportações. Entretanto, é digno de nota que o ajuste vem se dando em um contexto internacional bastante desfavorável, com baixo crescimento do comércio mundial e queda expressiva dos preços das *commodities*.

## GRÁFICO 2

### Demanda interna e exportações líquidas: contribuição para o crescimento interanual do PIB trimestral (Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

O mercado de trabalho vem sendo duramente afetado pelo quadro de desaquecimento econômico, com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados do Ministério do Trabalho e Emprego (Caged/MTE) registrando, de janeiro a outubro, a perda de quase 1,4 milhão de postos de trabalho. A taxa de desocupação medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME/IBGE) atingiu 7,9%, com aumento de 3,2 pontos percentuais (p.p.) em relação ao mesmo mês de 2014, e o desemprego medido pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad/IBGE) Contínua chegou a 8,9%, com alta de 2,1 p.p. na mesma comparação. É interessante notar que a fraqueza do mercado de trabalho ainda não revelou efeitos muito intensos sobre os salários reais, especialmente no caso da Pnad Contínua, que ainda mostra variações positivas em relação a 2014.

Talvez em razão disso o país ainda enfrente uma significativa e persistente inflação dos serviços (8,3% nos doze meses até novembro), uma atividade notoriamente intensiva em mão de obra. Na verdade, esse grupo vem mantendo uma inflação anual na casa de 8,0% a 9,0% há vários anos, que vem mostrando-se resistente à queda mesmo diante da forte retração da demanda doméstica. Assim, ainda que a maior contribuição para a inflação no ano deva-se aos itens administrados e também registre-se um comportamento desfavorável dos preços dos alimentos, a inflação de serviços parece ser o maior desafio para trazer o IPCA de volta a uma trajetória mais compatível com a meta de 4,5% – tornando difícil que esta última seja atingida já em 2016.

O Banco Central do Brasil (BCB) vem mantendo a taxa básica de juros (Selic) estável em 14,25% já há algum tempo, o que garante um juro real *ex ante* razoavelmente elevado. Mas o mercado vem aumentando suas apostas em novas altas da taxa Selic em 2016, com a leitura de que a persistência da inflação de serviços, a desvalorização do câmbio e as incertezas fiscais exercem pressões altistas sobre a inflação maiores do que as pressões baixistas derivadas do fraco nível de atividade.

Por fim, chega-se à questão fiscal, que ocupa lugar central em todo o debate. A despeito de todos os esforços da equipe econômica, o país chegou ao final do ano caminhando para registrar novo *deficit* primário e ainda carecendo de medidas capazes de garantir resultados positivos no médio prazo.

A contínua retração da atividade econômica vem ampliando as dificuldades na área fiscal, uma vez que o desempenho da arrecadação de tributos, em particular, tem se apresentado bastante inferior ao esperado, mesmo após as recentes elevações de alíquotas e bases tributárias. O gráfico 3 mostra que, no acumulado em doze meses até outubro, as receitas federais primárias sofreram queda real de quase 6%, enquanto a redução real das despesas chega a quase 2%.

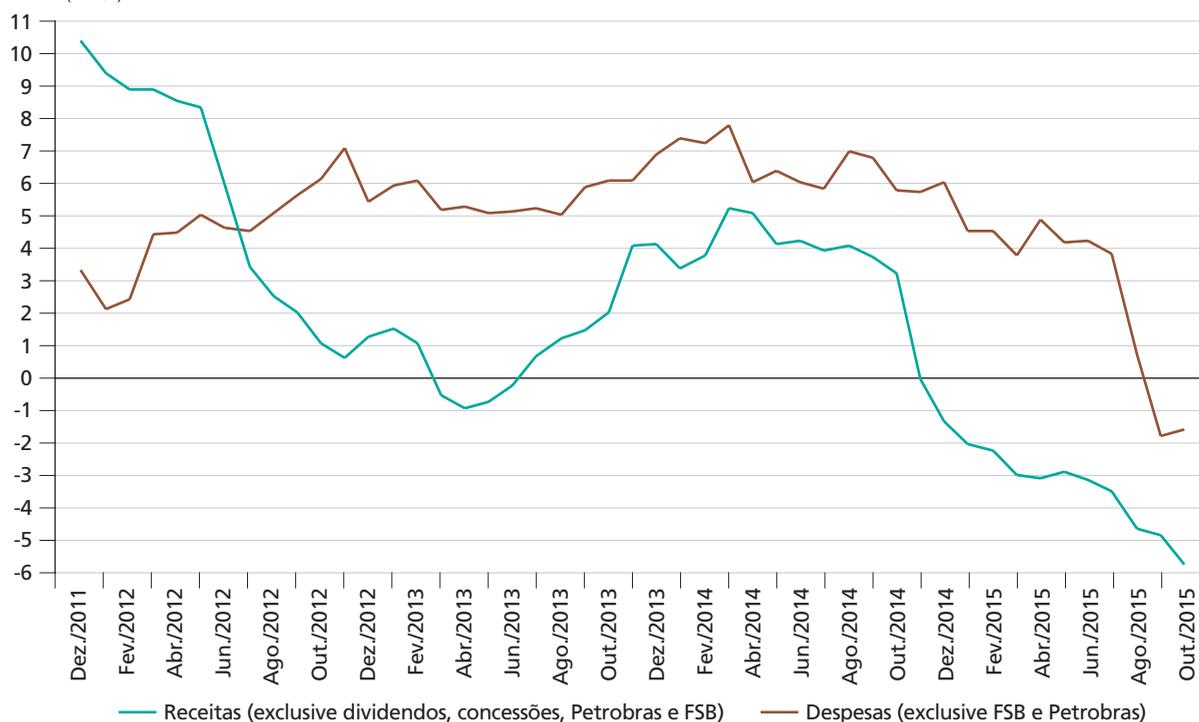
Reduções reais nas despesas primárias federais são raras. Nos últimos vinte anos ocorreram apenas quatro vezes: em 1999, 2003, 2011 e 2015, todos anos de duros ajustes fiscais. Os dados, portanto, não deixam dúvidas quanto à severidade do ajuste em curso – evidenciada, de forma especialmente clara, pela redução nos investimentos federais, da ordem de 40% em termos reais.

Naturalmente, o grau de controle do governo sobre as despesas é maior do que aquele exercido sobre as receitas. A brusca queda destas últimas, aliada a atrasos na aprovação de algumas medidas para contenção de gastos, fizeram com que as metas fiscais estabelecidas ao longo do ano fossem continuamente frustradas, exigindo seguidas reprogramações orçamentárias e contingenciamentos.

GRÁFICO 3

**Crescimento real das receitas e das despesas federais: acumulado em doze meses**

(Em %)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Após intensa negociação junto ao Congresso Nacional, o governo conseguiu, no início do mês de dezembro, aprovar a mudança da meta fiscal prevista na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) 2015, que agora prevê um *deficit* primário que pode chegar a mais de 2% do PIB no caso

de frustrações de receitas – e que inclui também a possibilidade de realizar pagamentos de “passivos e valores devidos” a bancos e fundos públicos da ordem de R\$ 57 bilhões.

Com relação à meta de 2016, o governo trabalhava com um *superavit* de 0,7% do PIB, mas aprovou, no dia 17 de dezembro, uma meta de 0,5% do PIB (na LDO para 2016), sem possibilidade de abatimentos.

Mais importante do que a busca pelo equilíbrio fiscal no curtíssimo prazo – levando-se em consideração os efeitos negativos de contrações fiscais adicionais em um quadro já marcado por forte recessão –, é a consolidação de um regime fiscal equilibrado no médio e longo prazos, que dependerá da implementação de medidas estruturais de contenção de gastos – a exemplo da mudança dos parâmetros de aposentadoria do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) – e que, provavelmente, também exigirá alguma elevação da carga tributária.

Isso conduz à questão da retomada do crescimento econômico. A perspectiva de continuidade do ajuste do mercado de trabalho torna pouco provável que ocorra uma recuperação da atividade no curto prazo com base no consumo. Ainda que esteja havendo alguma sustentação dos rendimentos reais, a própria incerteza com relação à perspectiva de estar empregado e ao poder de compra futuro dos salários já é suficiente para reduzir o ímpeto de consumo das famílias, fato que, ao lado da contração do crédito, ajuda a explicar a queda verificada neste ano.

O cenário dos investimentos é igualmente preocupante. Estes vêm sofrendo o impacto de múltiplos fatores: a própria retração da atividade econômica e o conseqüente aumento da ociosidade, que, no setor industrial, atinge seus maiores níveis em mais de dez anos; o aumento das taxas de juros, inclusive nos recursos emprestados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); os esforços de ajuste fiscal, que têm afetado de maneira intensa os investimentos públicos nas esferas federal, estadual e municipal; a redução dos preços das *commodities*, afetando os investimentos nessas atividades; e os problemas enfrentados pela Petrobras, que tem peso significativo no investimento agregado no Brasil. Esses fatores, ao lado da incerteza política, tornam os empresários naturalmente avessos a riscos, privilegiando atitudes defensivas até que surjam sinais positivos mais concretos.

Por fim, o setor externo já está contribuindo positivamente para o PIB, mas também apresenta perspectivas limitadas de agir como alavanca do crescimento neste momento, dado o baixo ritmo de crescimento do comércio mundial, a queda dos preços das *commodities* e as dificuldades enfrentadas pelos países emergentes em geral, China inclusive, somando-se à lenta recuperação da economia europeia.

Em síntese, a situação geral é delicada e fortemente condicionada pelo quadro político. Sendo assim, a solução dos atuais impasses na cena política é condição necessária para a reversão das expectativas e para recuperação da confiança. Mas não é condição suficiente, pois a retomada do crescimento em bases mais sólidas depende, também, da capacidade de o governo federal apresentar medidas que propiciem um cenário fiscal mais previsível e confortável para os próximos anos e de articular iniciativas que favoreçam a superação de diversos gargalos estruturais da oferta nacional.

# 1 ATIVIDADE ECONÔMICA

## SUMÁRIO

O quadro recessivo que caracteriza a economia brasileira desde meados do segundo trimestre de 2014 apresentou agravamento nos últimos meses, reduzindo as possibilidades de um início de retomada no curto prazo. A deterioração do mercado de trabalho, refletida tanto na redução do contingente empregado, quanto na contínua desaceleração dos rendimentos, segue comprimindo os níveis de confiança das famílias. O comportamento altista da inflação torna esse cenário ainda mais difícil, na medida em que aumenta a insegurança das famílias quanto à evolução do poder de compra dos salários. Em um primeiro momento, esse conjunto de fatores provocou forte queda na demanda por bens de consumo, especialmente os duráveis. Dependente da disponibilidade de financiamento, o consumo destes bens foi ainda mais prejudicado pelo encarecimento do crédito, em grande medida resultado da política monetária contracionista implementada pelo governo a fim de conter a alta dos preços. Como as famílias já apresentavam um elevado grau de comprometimento da renda com dívidas passadas, o quadro prevalecente tende a reduzir sua capacidade de honrar os compromissos.

Se a demanda por bens mantém-se deprimida, os setores produtivos, em particular o industrial, continuam operando com margens de lucro apertadas e níveis de estoques acima do planejado. Além disso, o ciclo recessivo que aflige a economia brasileira tem se caracterizado pela presença de um ambiente de elevada incerteza. Como consequência, os empresários continuam em compasso de espera e as decisões por novos investimentos têm sido adiadas. Além disso, as condições de financiamento seguem piorando. Enquanto o crédito interno encarece, a perda do grau de investimento e o aumento do risco-país dificultam o acesso das empresas ao mercado externo. Esse cenário tem sido corroborado pelo comportamento do indicador de novas concessões de crédito à pessoa jurídica, que segue caindo desde o início de 2014. Como agravante, os indicadores de inadimplência mantêm-se em ascensão, o que aumenta a pressão por novas demissões.

Refletindo esse cenário adverso, a grande maioria dos indicadores de atividade econômica segue apresentando resultados negativos. Segundo os dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o produto interno bruto (PIB) voltou a ter desempenho negativo no terceiro trimestre do ano, recuando 1,7% em relação ao trimestre anterior, na série livre de influências sazonais. Esse resultado significou a quinta retração na margem em seis semestres, período no qual o PIB acumulou uma queda de 5,8%. Com isso, o *carry-over* para 2015 ficou em -3,5%, ou seja, caso permaneça estagnado durante o quarto trimestre, na série com ajuste sazonal, o PIB acumulado em quatro trimestres cairá a essa taxa ao final do ano. Tomando por base os comparativos interanuais, o mau desempenho do PIB mostra-se ainda mais claro. A queda de 4,5% frente ao terceiro trimestre de 2014 foi a mais alta em toda a série histórica do IBGE, iniciada em 1996. Além disso, essa foi a sexta retração seguida do PIB nessa base de comparação, o dobro do verificado na crise de 2008-2009, quando a economia registrou três quedas consecutivas.

A análise dos componentes do PIB quanto à demanda aponta para uma forte contração da absorção doméstica, que apresentou recuo de 3,9% no acumulado em quatro trimestres, de longe o pior resultado da série histórica. Enquanto o consumo das famílias registrou a sua terceira queda consecutiva na margem, recuando 1,5% frente ao período anterior, a formação bruta de capital fixo (FBCF) segue desabando. A queda de 4,0% na margem foi a nona consecutiva, período no qual acumulou uma perda de 21,2%. O destaque positivo quanto à demanda voltou a ser o desempenho das exportações líquidas que, embora reflita muito mais a piora das importações do que o crescimento das exportações, ajudou a suavizar a queda do PIB no período. Quanto à oferta, a indústria registrou a sétima queda em oito trimestres, com recuo de 1,3% na margem, acumulando, no ano, uma perda de 5,6%. Enquanto isso, o setor de serviços também apresentou mau desempenho, com a retração de 1,0%, sendo a terceira variação negativa nessa base de comparação; no ano, esse resultado representou uma retração de 2,1%. Por sua vez, após a queda de 3,5% no segundo trimestre, a agropecuária voltou a decepcionar, recuando 2,4% na margem; com isso, o crescimento acumulado em 2015 caiu de 3,9% para 2,1%.

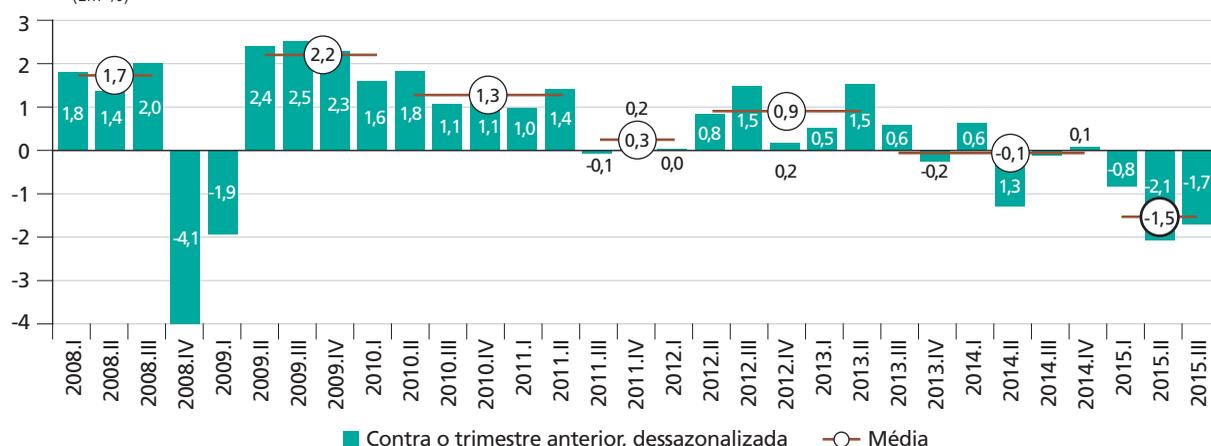
Os indicadores disponíveis para os meses de outubro e novembro continuam apontando para uma trajetória declinante da atividade econômica, embora em um grau menos intenso. O indicador de produção física industrial mensal do IBGE voltou a cair em outubro, recuando 0,7% na mesma base de comparação. A queda na produção, por sua vez, acelerou o processo de ajuste dos níveis de estoques indesejados na indústria nos últimos meses. Em relação ao mês de novembro, outros indicadores já antecipam mais uma retração do nível de atividade industrial, o mesmo acontecendo com o setor de serviços. Quanto à demanda, o cenário não é diferente, apontando para novas quedas tanto no comércio varejista quanto nos investimentos.

## 1.1 PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB)

O PIB retraiu 1,7% na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2015, na série livre de efeitos sazonais. Nessa base de comparação, esse foi o quinto resultado negativo em seis trimestres, período no qual o PIB encolheu 5,8%. Com isso, a taxa média de variação na margem, que permaneceu virtualmente estagnada ao longo de 2014, sofreu acentuada deterioração, caindo para -1,5% (gráfico 1.1). Como consequência, o *carry-over* para 2015 ficou negativo em 3,5%; ou seja, caso apresente crescimento nulo no próximo trimestre, na série com ajuste sazonal, o PIB acumulado em quatro trimestres cairá a essa taxa ao final do ano.

Quanto à oferta, a queda do PIB frente ao período anterior refletiu, pelo segundo trimestre consecutivo, o recuo de todos os seus componentes. Enquanto a indústria registrou a sétima retração em oito trimestres, com recuo de 1,3% na margem, o setor de serviços também manteve o fraco desempenho. A queda de 1,0% foi a terceira variação negativa nessa base de comparação. Por sua vez, após a queda de 3,5% no segundo trimestre, a agropecuária voltou a decepcionar, recuando 2,4% na margem (tabela 1.1). Já quanto à demanda, o recuo observado no terceiro trimestre de 2015 voltou a refletir um mercado doméstico cada vez mais deprimido. Se, por um lado, a FBCF recuou pelo novo período consecutivo, registrando queda de 4,0%, o consumo das famílias voltou a ser o destaque negativo, retraindo 1,5% na comparação dessazonalizada, sendo essa a terceira variação negativa seguida. Com isso, a demanda interna mais uma vez registrou queda superior ao PIB, refletindo a contribuição positiva das exportações líquidas.

GRÁFICO 1.1  
**PIB: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado**  
 (Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

**TABELA 1.1**  
**PIB: taxa real de crescimento dessazonalizado**  
 (Em %)

	2013				2014				2015		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
PIB a preço de mercado (pm)	0,5	1,5	0,6	-0,2	0,6	-1,3	-0,1	0,1	-0,8	-2,1	-1,7
Imposto sobre produtos	-0,8	1,5	0,8	-0,6	0,6	-0,8	-0,6	-0,4	-2,1	-2,7	-2,6
PIB preço básico (pb)	0,3	2,1	0,3	-0,3	0,7	-1,4	0,1	-0,1	-0,6	-1,9	-1,2
Agropecuária	1,7	3,8	-0,7	-0,2	1,9	-1,5	1,1	1,3	3,4	-3,5	-2,4
Indústria	0,4	3,7	0,1	-1,1	1,5	-2,9	-0,2	-0,4	-1,3	-3,7	-1,3
Serviços	0,0	1,5	0,5	0,1	0,1	-0,7	0,2	0,0	-0,9	-1,0	-1,0
Demanda interna com variação de estoques	1,3	1,7	0,5	-1,1	1,4	-1,5	0,1	-0,1	-1,9	-3,3	-2,1
Demanda interna sem variação de estoques	0,4	2,2	0,5	-0,4	0,6	-1,3	-0,1	0,4	-2,1	-2,6	-1,5
Consumo – total	0,1	1,5	0,7	-0,1	0,5	-0,2	0,3	0,6	-1,8	-1,3	-1,0
Famílias	0,5	1,3	0,6	-0,1	1,1	-0,9	0,0	1,4	-2,0	-2,4	-1,5
Governos	-0,7	1,5	0,8	1,0	-0,8	0,6	0,5	-0,8	-0,7	0,7	0,3
FBCF	1,6	4,7	-0,3	-1,7	-0,4	-3,2	-2,2	-1,5	-3,5	-6,6	-4,0
Exportação	-1,0	3,7	-1,6	2,4	-0,8	-0,6	3,9	-13,8	16,1	3,1	-1,8
Importação	4,1	1,3	-1,3	-0,3	0,9	-2,0	3,5	-6,3	-0,5	-8,0	-6,9

Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

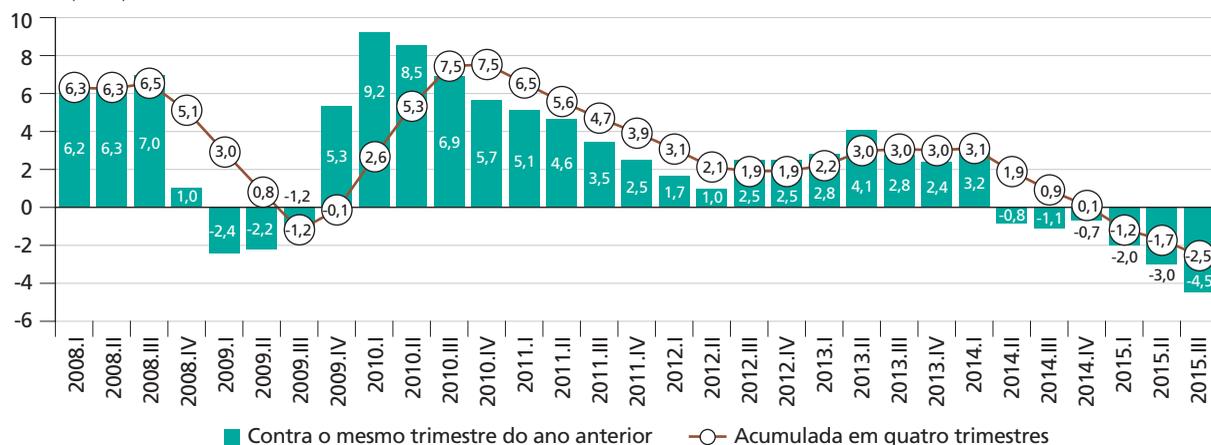
Se, por um lado, as taxas de variação dessazonalizadas mostram uma contínua piora na margem, a comparação tendo por base o mesmo trimestre do ano anterior deixa ainda mais evidente o quadro de deterioração da atividade econômica. A queda de 4,5% frente ao terceiro trimestre de 2014 foi a mais alta em toda a série histórica do IBGE, iniciada em 1996. Além disso, essa foi a sexta retração seguida do PIB nessa base de comparação, cuja sequência já é o dobro daquela observada na crise de 2008-2009, quando a economia registrou três quedas consecutivas (gráfico 1.2). O mesmo pode ser visto na evolução das taxas de variação acumuladas em quatro trimestres, cuja trajetória vem desacelerando desde o segundo trimestre de 2014. A retração de 2,5%, registrada no terceiro trimestre de 2015, foi a terceira consecutiva nessa base de comparação, sendo a maior da série histórica.

Assim como aconteceu na margem, a queda do PIB no comparativo interanual foi generalizada entre os seus componentes. A exceção ficou por conta das exportações de bens e serviços que, embora tenham apresentado acentuada desaceleração em relação ao período anterior, avançaram 1,1% (tabela 1.2). Também nessa base de comparação a demanda interna registrou desempenho inferior ao PIB, resultando em contribuição positiva das exportações líquidas.

## GRÁFICO 1.2

### PIB: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## TABELA 1.2

### PIB: taxa real de crescimento interanual e acumulado no ano

(Em %)

	2014				2015			Variação acumulada no ano	
	I	II	III	IV	I	II	III	2014	2015
PIB a preço de mercado (pm)	3,2	-0,8	-1,1	-0,7	-2,0	-3,0	-4,5	0,1	-3,2
Imposto sobre produtos	3,4	-1,4	-1,7	-0,4	-3,8	-5,9	-8,3	-0,1	-6,0
PIB preço básico (pb)	3,1	-0,7	-1,0	-0,7	-1,7	-2,5	-3,8	0,1	-2,7
Agropecuária	6,2	-0,6	0,3	2,2	5,4	2,2	-2,0	2,1	2,1
Indústria	4,6	-2,7	-2,9	-2,1	-4,4	-5,7	-6,7	-0,9	-5,6
Serviços	2,2	0,0	-0,3	-0,3	-1,4	-1,8	-2,9	0,4	-2,1
Demanda interna com variação de estoques	2,9	-1,2	-1,3	0,0	-3,0	-5,4	-7,3	0,1	-3,9
Demanda interna sem variação de estoques	3,0	-0,7	-1,4	-0,4	-3,1	-4,5	-5,8	0,1	-3,4
Consumo – total	2,7	0,9	0,4	1,2	-1,2	-2,4	-3,5	1,3	-3,0
Famílias	2,9	0,6	0,1	1,7	-1,5	-3,0	-4,5	1,3	-1,5
Governo	2,2	1,6	1,4	-0,5	-0,5	-0,3	-0,4	1,2	-0,4
FBCF	4,0	-6,6	-7,7	-6,9	-10,1	-12,9	-15,0	-4,5	-12,7
Exportação	3,3	-0,2	4,6	-10,7	3,3	7,7	1,1	-1,1	4,0
Importação	1,2	-2,9	2,0	-4,4	-5,0	-11,5	-20,0	-1,0	-12,4

Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## 1.2 DETERMINANTES DA OFERTA

### 1.2.1 Agropecuária

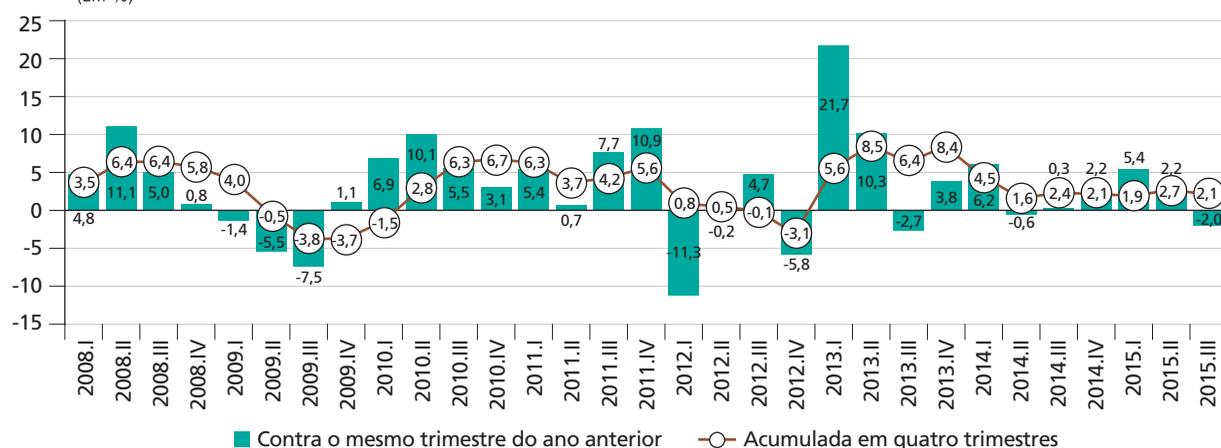
Esse setor vinha sustentando taxas de crescimento significativas, mas seu desempenho também contribuiu negativamente para a atividade econômica no terceiro trimestre. Após recuar 3,5% no

período anterior, a agropecuária voltou a apresentar queda na margem, retraindo 2,4% na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2015, na série dessazonalizada. Com esse resultado, o setor interrompeu uma sequência de quatro altas seguidas no comparativo interanual, ficando 2,0% abaixo do patamar verificado no terceiro trimestre de 2014. Isso subtraiu 0,1 ponto percentual (p.p.) à taxa trimestral do PIB.

De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA/IBGE) divulgado em novembro de 2015, esse resultado pode ser explicado pelo mau desempenho de alguns produtos da lavoura que concentraram suas safras no terceiro trimestre, como café (-6,4%) e cana-de-açúcar (-4,2%). De acordo com a mesma fonte, enquanto a previsão de crescimento da safra para 2015 está em 8,1%, o resultado esperado para 2016 é de uma queda de 0,5%. Com relação à pecuária, à silvicultura e à extração vegetal, as estimativas também apontaram para um fraco desempenho ao longo do terceiro trimestre.

Ainda assim, o setor acumula variação positiva no ano, mesmo que a taxa tenha recuado de 3,9% para 2,1% do segundo para o terceiro trimestre. A piora no desempenho também pode ser vista no acumulado em quatro trimestres, cuja taxa caiu de 2,7% para 2,1% (gráfico 1.3).

**GRÁFICO 1.3**  
**Agropecuária: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres**  
 (Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

### 1.2.2 Indústria

Os resultados do PIB industrial ao longo de 2015 continuam bastante negativos, acentuando o quadro de retração que vem comprometendo o desempenho do setor já há alguns anos. Os números do terceiro trimestre do ano indicaram nova queda do setor na margem, com retração de 1,3% na comparação dessazonalizada. Esse foi o sétimo recuo em oito trimestres, período no qual o setor registrou perda de 9,2%. Com isso, o nível da série com ajuste sazonal recuou para um patamar inferior ao observado no primeiro trimestre de 2010. Com efeito, ao longo de todo esse período a produção da indústria apresentou uma taxa média de crescimento marginal nula. O resultado negativo do terceiro trimestre voltou a ser explicado pelo mau desempenho da atividade da transformação, que recuou 3,1% sobre o período anterior, a oitava variação negativa em nove trimestres.

Em direção oposta, enquanto o setor de extração mineral registrou a sua primeira queda após dez trimestres, o setor de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana avançou 1,1%, suavizando a

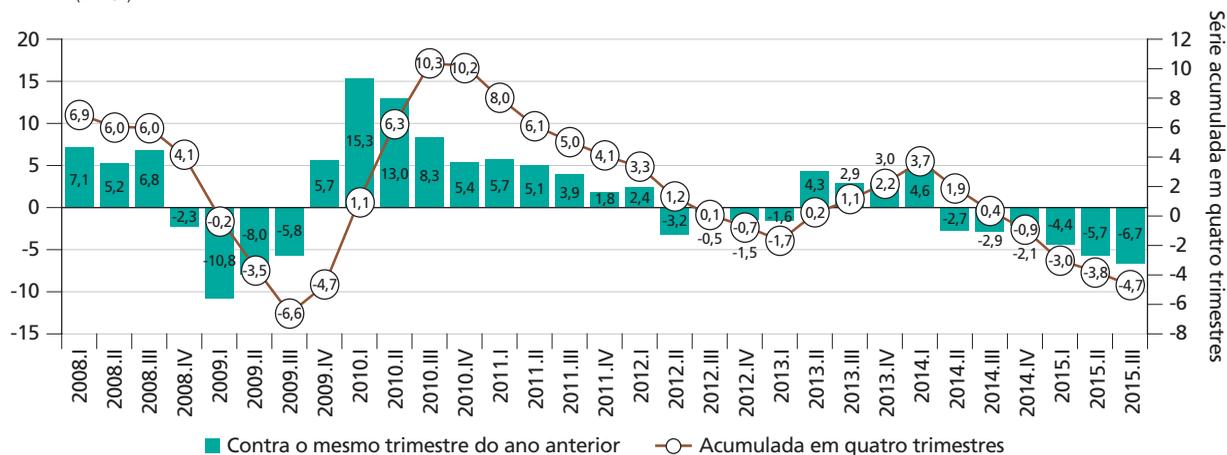
queda no agregado. Entre os demais subsetores, após a forte contração verificada no período anterior, quando registrou queda de 6,5%, a construção civil manteve-se praticamente estável no terceiro trimestre, com pequeno recuo de 0,5%. Com isso, a retração já contratada para 2015 chegou a 5,4%.

A intensidade da crise na indústria fica mais nítida quando analisa-se a evolução das taxas de variação interanuais. A queda de 6,7% ante o terceiro trimestre de 2014 foi a sexta variação negativa seguida, sendo o pior resultado desde o segundo trimestre de 2009. Com isso, a contribuição para o resultado interanual do PIB manteve-se negativa em -1,4 p.p. Com relação aos subsetores, os resultados mostraram-se heterogêneos. Embora tenha desacelerado em relação aos últimos três trimestres, a indústria extrativa mineral manteve o bom desempenho e, influenciada pelos aumentos na extração de petróleo e gás natural, assim como na extração de minérios de ferro, registrou alta de 4,2%, o sétimo resultado positivo nessa base de comparação. Já a indústria de transformação registrou queda acentuada, ficando 11,3% abaixo do patamar verificado há um ano. Olhando para as taxas acumuladas em quatro trimestres, o desempenho do setor industrial fica ainda mais dramático. Desde o último pico verificado no início de 2014, o setor segue perdendo força. O recuo de 4,7% no terceiro trimestre de 2015 foi o quarto consecutivo (gráfico 1.4).

GRÁFICO 1.4

**Indústria: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres**

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Após o fraco desempenho verificado nos primeiros nove meses de 2015, os dados da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) do IBGE apontam para um início de quarto trimestre pouco promissor. A queda de 0,7% registrada pela produção na passagem entre os meses de setembro e outubro, na série ajustada, foi a décima retração em doze meses (tabela 1.3). Já o índice da média móvel trimestral contraiu pelo 12º período consecutivo, registrando recuo de 1,0%. O nível da produção industrial, tendo por base a série com ajuste sazonal, retrocedeu, em outubro, para o mesmo patamar verificado em março de 2009, valor esse já bem próximo do mínimo atingido durante a crise financeira internacional. Com isso, o arrasto estatístico para o quarto trimestre do ano ficou em -2,0%, enquanto a retração contratada para 2015 atingiu -8,0%.

Na comparação com o mesmo período de 2014, a produção industrial apresentou variação negativa pelo 20º mês consecutivo, situando-se em um patamar 11,3% inferior ao observado em outubro de 2014. Com isso, a taxa de crescimento acumulada nos primeiros nove meses ficou em -7,8%, enquanto o resultado em doze meses voltou a deteriorar, reduzindo-se de -6,5% para -7,2%.

**TABELA 1.3**  
**PIM-PF**  
(Variação, em %)

	Contra período anterior dessazonalizado <sup>1</sup>				Contra igual período do ano anterior				Acumulado	
	Ago./2015	Set./2015	Out./2015	Trim. <sup>2</sup>	Ago./2015	Set./2015	Out./2015	Trim.	No ano	Em doze meses
Geral	-1,0	-1,5	-0,7	-3,6	-8,8	-10,9	-11,3	-10,3	-7,8	-7,2
Classes										
Extrativa mineral	0,7	0,7	-2,0	-0,9	3,3	2,1	-1,0	1,5	6,3	6,5
Transformação	-1,2	-1,5	-0,3	-3,6	-10,4	-12,5	-12,5	-11,8	-9,6	-9,0
Categorias de uso										
Capital	-7,5	1,3	-1,9	-10,0	-32,8	-31,2	-32,6	-32,2	-24,4	-22,3
Intermediários	-0,1	-1,4	-0,7	-2,7	-5,4	-7,3	-7,5	-6,7	-4,5	-4,4
Consumo	-0,8	-1,4	-0,6	-2,8	-8,9	-12,1	-12,3	-11,1	-9,5	-8,6
Duráveis	-5,0	-6,1	-5,6	-8,9	-14,3	-27,7	-28,7	-23,9	-17,2	-16,1
Semi e não duráveis	-0,3	0,5	-0,6	-1,7	-7,5	-7,5	-7,3	-7,4	-7,2	-6,4
Insumos da construção civil	-2,4	-2,6	-0,1	-5,1	-15,0	-18,8	-18,2	-17,4	-12,3	-11,5

Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Notas: <sup>1</sup> Sazonalmente ajustado pelo IBGE (método X-12), exceto na construção civil, cuja dessazonalização é realizada pelo Ipea, por meio do método X-11.

<sup>2</sup> Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

Com relação às classes de produção, a indústria de transformação recuou 0,3% em outubro ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. A queda voltou a ser disseminada, verificando-se expansão em apenas oito de um total de 23 atividades,<sup>1</sup> o que levou o índice de difusão<sup>2</sup> para 35% (gráfico 1.5). Entre as atividades com maior peso, destacaram-se negativamente a fabricação de veículos automotores (-3,0%) e a fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis (-2,7%). Entretanto, a fabricação de produtos alimentícios registrou recuperação pontual no mês, com alta de 1,7% na margem. Já a indústria extrativa mineral, após dois avanços sucessivos, recuou 2,0% em outubro, na série livre de efeitos sazonais.

Na comparação com o mesmo mês de 2014, a queda de 12,5% registrada pela indústria de transformação em julho foi a 20ª consecutiva. Entre todos os ramos de atividades, apenas a fabricação de produtos de fumo e a fabricação de bebidas apresentaram variação positiva na comparação interanual, com altas de 10,3% e 0,7% sobre outubro de 2014, respectivamente. Entre os demais, voltaram a se destacar negativamente a fabricação de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (-35,8%) e a fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias (-34,9%). Por sua vez, a produção da indústria extrativa mineral registrou a primeira variação negativa desde dezembro de 2013 (-1,0%).

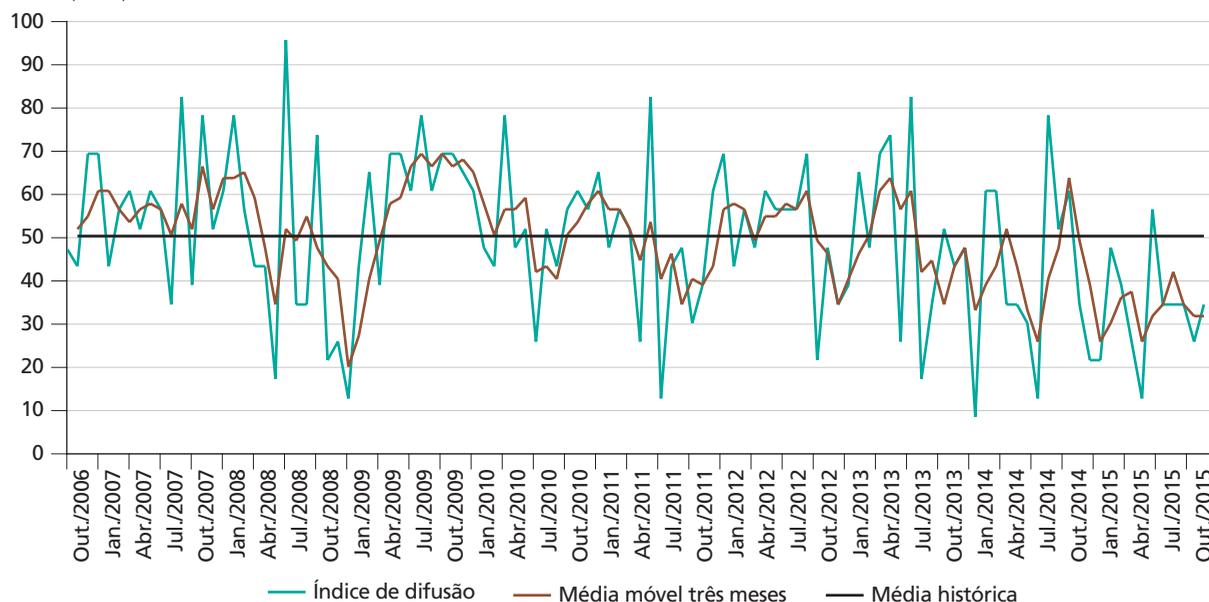
1. As atividades impressão e reprodução de gravações e manutenção, reparação e instalação de máquinas e equipamentos não possuem amostra suficiente para o cálculo das séries ajustadas.

2. O índice de difusão mede a porcentagem das atividades que compõem a indústria de transformação (26), que apresentou aumento na comparação com o período anterior, após ajuste sazonal.

GRÁFICO 1.5

PIM-PF: índice de difusão (out./2006-out./2015)

(Em %)



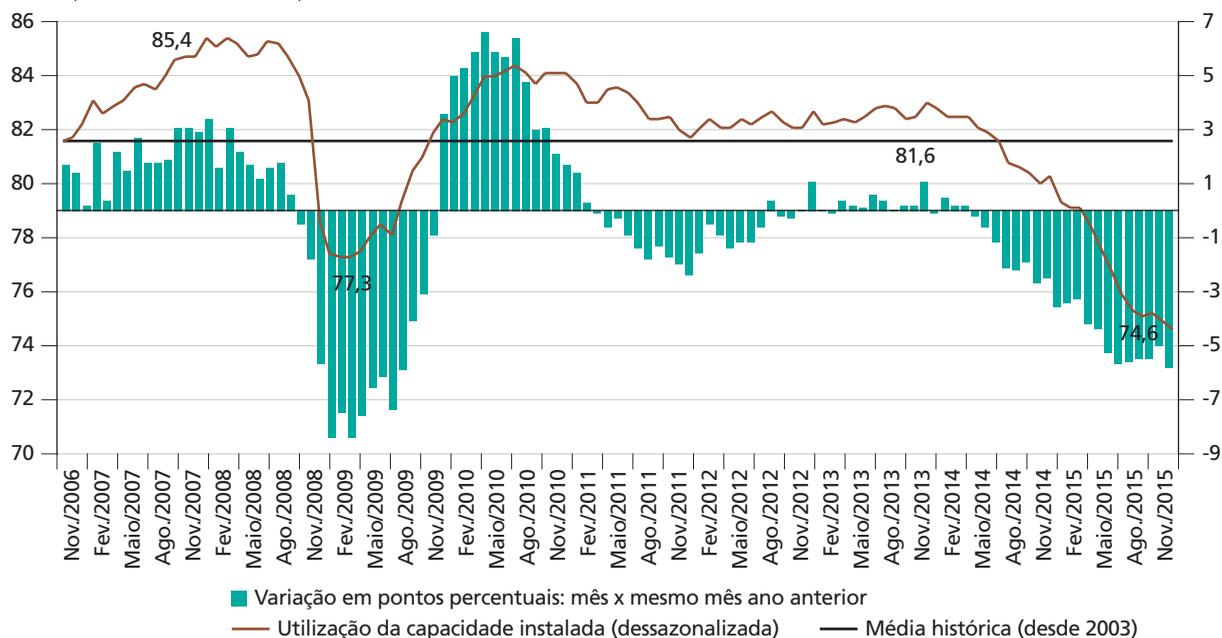
Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Considerando as grandes categorias econômicas, todas apresentaram taxas de variação negativas, tanto na comparação com o período imediatamente anterior quanto na comparação ante o mesmo mês de 2014. Além do elevado grau de disseminação, destacam-se os desempenhos da produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, que já acumulam, em 2015, contrações de 24,4% e 17,2%, respectivamente. Chama atenção também o fraco desempenho da produção de bens intermediários que, apesar de apresentar tendência de queda menos intensa que as demais categorias, acumula queda de 4,5% no ano.

O cenário de contração da indústria continua refletindo-se diretamente no uso dos fatores de produção. De acordo com a pesquisa *Sondagem Industrial*, da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) do setor manufatureiro segue apresentando forte tendência de queda desde maio de 2014. Em novembro de 2015, o indicador atingiu um nível de 74,6%, que representou queda de 0,3 p.p. na comparação com outubro, na série livre de efeitos sazonais. Com esse resultado, o nível de utilização dos fatores atingiu patamar 7,0 p.p. abaixo da média histórica da série (gráfico 1.6). Todas as categorias de uso continuam apresentando ociosidade, sendo que o setor de bens de capital exhibe o pior quadro, operando com uma folga de capacidade de 12,3 p.p. em relação à sua média histórica. Já entre as atividades, o nível de utilização da capacidade do setor de veículos automotores encontra-se 16,1 p.p. abaixo da sua média. Na comparação interanual, o cenário de retração também é acentuado. A queda de 5,8 p.p. sobre o nível de novembro de 2014 foi a 20ª consecutiva registrada pela indústria de transformação.

GRÁFICO 1.6  
**FGV (nov./2006-nov./2015)**  
 (Em índices dessazonalizados)



Fonte: FGV.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Outros indicadores antecedentes da produção industrial também indicam resultado negativo para a indústria em novembro, piorando ainda mais as perspectivas para o quarto trimestre de 2015. Com base no índice de gerentes de compras (em inglês *purchasing managers index* – PMI), que serve de *proxy* para a atividade do setor manufatureiro, o ritmo de contração da produção industrial foi mais intenso em novembro. Na comparação com outubro, o indicador passou de 44,1 para 43,8 pontos, permanecendo abaixo do patamar de 50 pontos, que separa crescimento de contração. Esse foi o pior resultado do indicador em oitenta meses. Por sua vez, a produção de automóveis, de acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), após recuperação pontual em outubro, voltou a registrar recuo em novembro, com queda de 7,0% na série ajustada sazonalmente. Na comparação com novembro de 2014, a produção foi 33,5% menor, acumulando uma queda de 22,3% no ano.

O desempenho cada vez mais fraco da produção começa a refletir-se em uma redução do nível de estoques não planejados na indústria. Após registrar altas consecutivas até o último mês de agosto, o indicador recuou nos três períodos seguintes (gráfico 1.7). Ainda assim, esse processo de ajuste encontra-se em fase inicial, o que pode vir a retardar uma ainda improvável recuperação da produção industrial. Repetindo o cenário em relação ao Nuci, todas as grandes categorias econômicas encontram-se estocadas, com destaque para a produção de bens de consumo duráveis e de bens de capital.

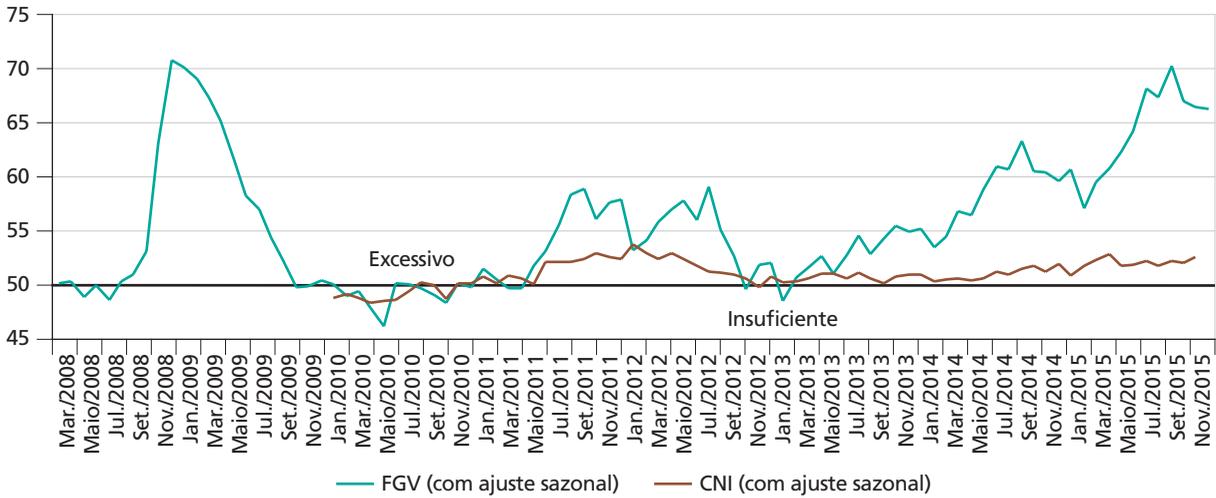
Refletindo essa conjuntura adversa, o comportamento dos níveis de confiança dos empresários continua deprimido. De acordo com a pesquisa *Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação*, da FGV, após registrar alguma melhora no mês de outubro, o índice de confiança da indústria (ICI) voltou a recuar em novembro, registrando queda de 1,8% na série com ajuste sazonal. Enquanto o índice de situação atual (ISA) permaneceu estável, o índice de expectativas (IE) recuou 3,6%. No acumulado do ano, a retração chegou a 19,3%. Com isso, a confiança dos empresários manteve-se

na zona de pessimismo<sup>3</sup> pelo 25º mês consecutivo, sendo mais um indicador a manter-se abaixo do patamar alcançado no pior momento da crise financeira internacional (gráfico 1.8).

### GRÁFICO 1.7

#### Evolução do nível de estoques na indústria de transformação: efetivo versus planejado (mar./2008-nov./2015)

(Em índice dessazonalizado)



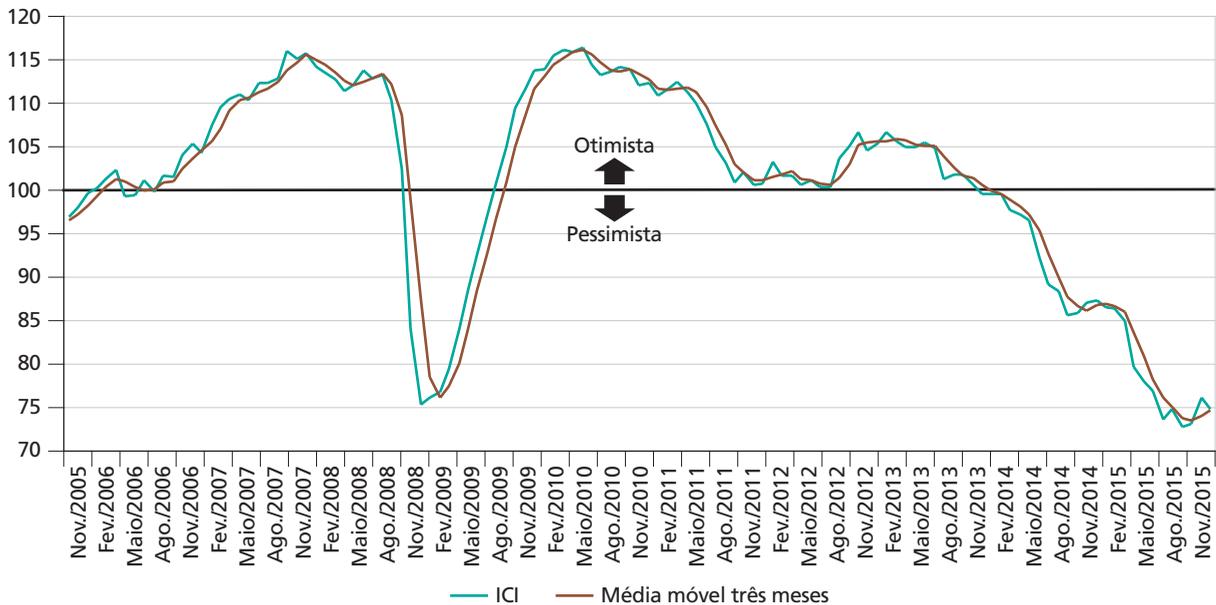
Fonte: FGV.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

### GRÁFICO 1.8

#### ICI (nov./2005-nov./2015)

(Em índice dessazonalizado)



Fonte: FGV.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

3. O índice varia em uma escala que chega a 200 pontos, e os valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

### 1.2.3 Serviços

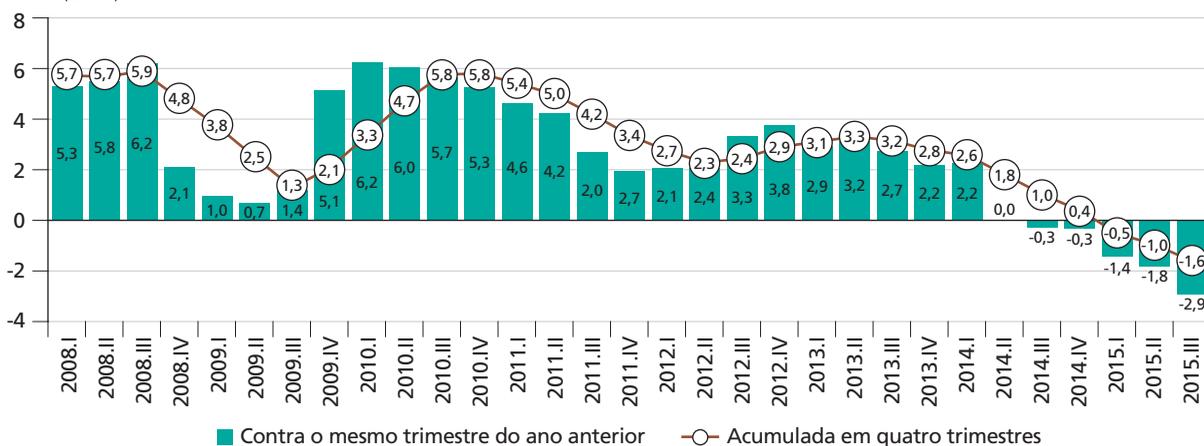
Setor com o maior peso entre os que compõem o PIB quanto à oferta, os serviços também sofreram piora no seu desempenho. Na comparação entre o terceiro trimestre de 2015 e o período imediatamente anterior, na série dessazonalizada, o setor recuou pelo terceiro período consecutivo, registrando queda de 1,0%. Após permanecer praticamente estagnado ao longo de 2014, os serviços sofreram forte deterioração nos três primeiros trimestres de 2015, com a taxa média de crescimento na margem ficando em -1,0%. Mais uma vez, o resultado foi bastante disseminado, com destaque negativo para as atividades de comércio (-2,4%), outros serviços (-1,8%) e transporte, armazenagem e correio (-1,5%).

Na comparação interanual, por sua vez, a queda de 2,9% ante o terceiro trimestre de 2014 voltou a ser recorde negativo na série histórica, repetindo o que já havia acontecido nos dois períodos anteriores, quando apresentou recuos de 1,4% e 1,8%. Com isso, retirou 1,8 p.p. do resultado trimestral do PIB. Assim como no comparativo dessazonalizado, as atividades serviços de comércio, serviços de transporte, armazenagem e correio e outros serviços registraram os piores resultados, com quedas de 9,9%, 7,7% e 3,5%, respectivamente. Já o destaque positivo foi o grupo administração, saúde e educação públicas, com alta de 0,9%. No acumulado em quatro trimestres, a queda acelerou, passando de -1,0% para -1,6% (gráfico 1.9).

GRÁFICO 1.9

**Serviços: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres**

(Em %)



Fonte: IBGE.

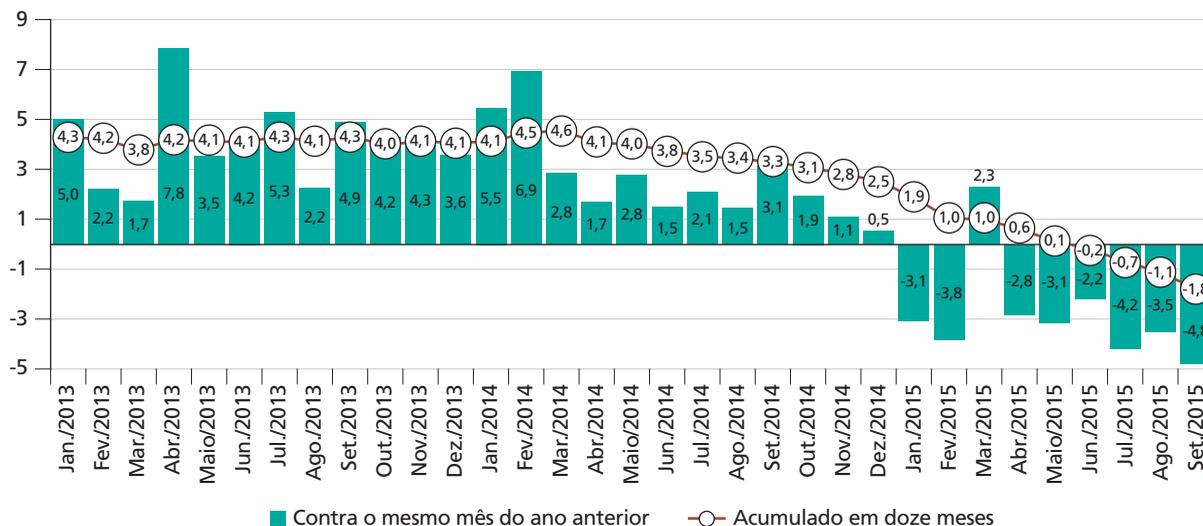
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A piora do cenário de retração observado no PIB de serviços ao longo de 2015 também pode ser verificada na trajetória dos dados de maior frequência, divulgados na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS). Na comparação com o mesmo período do ano anterior, a queda de 4,8%, ante setembro de 2014, foi a oitava em nove meses. No acumulado em doze meses, após iniciar trajetória de desaceleração em março de 2014, a receita de serviços entrou em terreno negativo no final do primeiro semestre de 2015, chegando a uma retração de 1,8% em setembro (gráfico 1.10).

GRÁFICO 1.10

Serviços (PMS): evolução das taxas de crescimento mensal e acumulado em doze meses

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A análise dos indicadores antecedentes também aponta para um fraco desempenho no quarto trimestre. O índice de gerentes de compras (PMI) relacionado ao setor de serviços registrou 45,5 pontos em novembro, permanecendo abaixo da marca de 50 pontos pelo nono mês consecutivo. Esse quadro de pessimismo tem sido corroborado pelo índice de confiança de serviços (ICS), medido pela FGV, que registrou, em novembro, o oitavo recuo em dez meses, com retração de 1,8% na margem. Entre os componentes, enquanto o ISA caiu 4,6%, o indicador que mede a confiança em relação às expectativas futuras subiu 1,3%.

### 1.3 DETERMINANTES DA DEMANDA

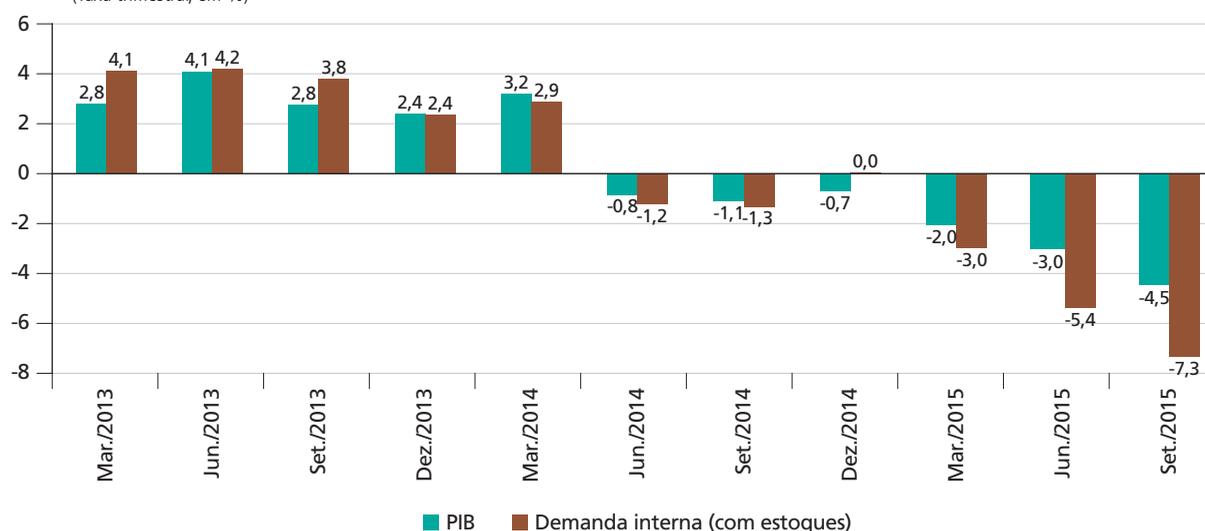
A análise dos indicadores quanto à demanda também revela um quadro recessivo intenso e disseminado. De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, a absorção doméstica, composta pelo consumo total (famílias e governo) e pela FBC (FBCF + variação de estoques), recuou 2,1% na comparação entre o terceiro trimestre e o período imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal.<sup>4</sup> Essa foi a sexta variação negativa em oito trimestres. Assim como aconteceu nos três períodos anteriores, a demanda interna cresceu menos que o PIB, implicando mais uma contribuição positiva das exportações líquidas. A queda de 1,8% verificada nas exportações de bens e serviços foi mais que compensada pelo forte recuo das importações, que encolheram 6,9% na margem.

Na comparação interanual, a queda de 7,3% contra o terceiro trimestre de 2014 foi a quinta retração da demanda interna em seis períodos, sendo a pior da série histórica (gráfico 1.11). Assim como na comparação dessazonalizada, a demanda interna segue apresentando quedas superiores àquelas observadas no PIB, implicando contribuições positivas das exportações líquidas. O resultado do terceiro trimestre de 2015, que adicionou 2,9 p.p. à taxa trimestral do PIB, foi reflexo do aumento de 1,1% das exportações de bens e serviços, enquanto as importações registraram recorde

4. Dessazonalização própria.

histórico negativo, reduzindo-se em 20,0%. Esse efeito também ocorreu no acumulado em quatro trimestres, em que a absorção doméstica encolheu 3,9% contra 2,5% do PIB.

**GRÁFICO 1.11**  
**Taxas de crescimento: PIB versus demanda interna**  
 (Taxa trimestral, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

### 1.3.1 Consumo

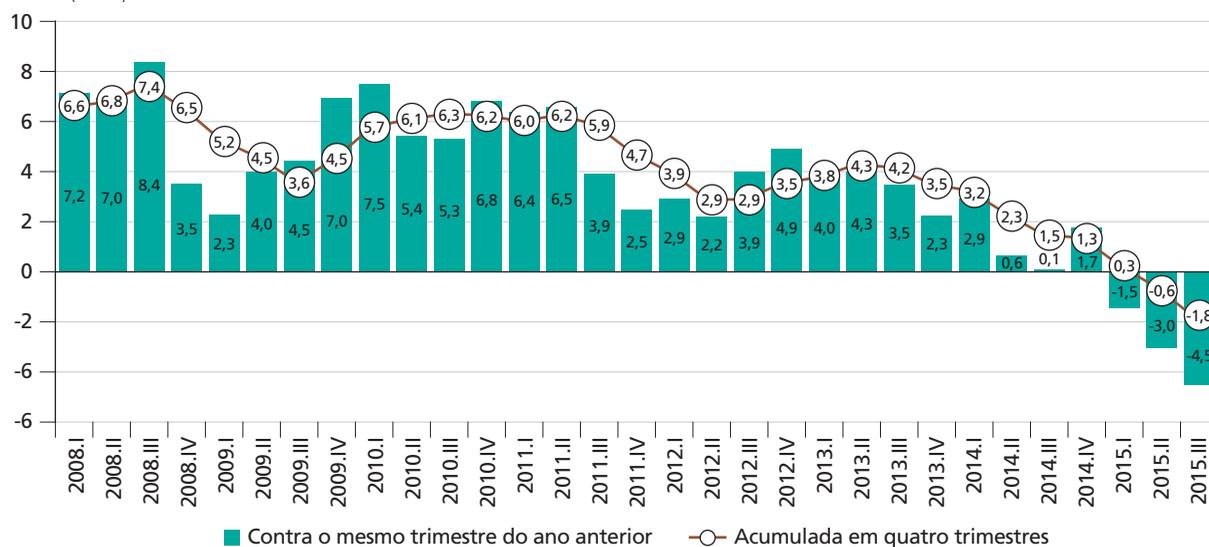
Na comparação entre o terceiro trimestre de 2015 e o período imediatamente anterior, na série livre de influências sazonais, o consumo de bens e serviços pelas famílias registrou a terceira retração consecutiva, fato que não ocorria desde o início de 1998. Após acumular uma perda de 4,4% no primeiro semestre do ano, seu desempenho voltou a deteriorar no período seguinte, recuando 1,5%. Com isso, o carregamento estatístico para 2015 passou para -3,7%.

O resultado do terceiro trimestre também foi ruim tendo por base a comparação com o mesmo período de 2014. Após registrar quedas de 1,5% e 3,0% nos primeiros dois períodos do ano, o consumo das famílias teve retração de 4,5% no terceiro trimestre, pior resultado da série histórica. Com isso, tal consumo contribuiu com 2,8 p.p. para a queda de 4,5% do PIB. Entretanto, ainda na mesma base de comparação, o deflator implícito do consumo das famílias voltou a acelerar, passando de 8,4% para 9,1%, ficando 1,9 p.p. acima do deflator médio do PIB. A taxa de poupança também sofreu forte recuo no ano, passando de 17,2% para 14,9%. O fraco desempenho nos primeiros nove meses do ano também refletiu na queda acumulada de 3,0% sobre o mesmo período do ano anterior. Por sua vez, a taxa acumulada em quatro trimestres caiu pelo segundo período consecutivo, passando de -0,6% para -1,8% (gráfico 1.12).

GRÁFICO 1.12

## Consumo das famílias: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A trajetória declinante do consumo das famílias ao longo do ano também pode ser vista no comportamento das vendas no varejo. De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, as vendas reais no varejo restrito recuaram 0,5% na comparação entre setembro e o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal (tabela 1.4). Com isso, o volume de vendas no segundo trimestre retraiu 3,0%, a quinta variação negativa em seis trimestres. O resultado de setembro deixa um *carry-over* de -0,6% para o quarto trimestre de 2015 e de -4,5% para o ano. Entre os oito setores que compõem o varejo restrito, a queda foi bastante disseminada. Apenas o grupo hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo não recuou, registrando pequena alta de 0,1%.

Em relação ao mesmo mês do ano anterior, o volume de vendas no varejo restrito em setembro registrou queda de 6,2%, a sétima variação negativa em oito meses. O mau resultado foi generalizado, e entre os segmentos que mais contribuíram para esse resultado destacam-se móveis e eletrodomésticos e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, com recuos de 17,9% e 2,2%, respectivamente. Com esse resultado, a variação em doze meses voltou a cair, passando de -1,9% para -2,9%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, o cenário apresenta-se mais dramático. A queda de 1,5% em setembro na comparação dessazonalizada foi a nona em dez meses, provocando uma retração de 2,9% no terceiro trimestre. Com isso, o *carry-over* ficou em -1,8% para o quarto trimestre e em -8,6% para o ano. O pior resultado em relação ao varejo restrito deveu-se ao mau desempenho das vendas de veículos, motos, partes e peças, que recuaram 4,0%, enquanto o setor de materiais de construção caiu 1,5%.

Já na comparação com o mesmo mês de 2014, a queda de 11,5% em junho foi a 18ª variação negativa em dezenove meses. A contribuição do grupo veículos, motos, partes e peças foi a mais negativa. A queda de 21,8% frente a setembro daquele ano foi responsável pela subtração de 6,5 p.p. da taxa interanual do varejo ampliado. Com isso, o terceiro trimestre de 2015 registrou patamar 9,3%

abaixo daquele atingido no mesmo período de 2014. Na variação acumulada em doze meses, a tendência de desaceleração do comércio fica ainda mais evidente. Nessa base de comparação, o varejo ampliado registrou queda pelo 13º período consecutivo, passando de -5,2% para -6,0%.

**TABELA 1.4**  
**Vendas no varejo: evolução das taxas de crescimento**  
(Variação, em %)

	Contra período anterior dessazonalizado				Contra igual período do ano anterior				Acumulado	
	Jul./2015	Ago./2015	Set./2015	Trim. <sup>3</sup>	Jul./2015	Ago./2015	Set./2015	Trim.	No ano	Em doze meses
Comércio varejista restrito <sup>1</sup>	-1,5	-0,9	-0,5	-3,0	-3,9	-6,9	-6,2	-5,7	-3,3	-2,1
Comércio varejista ampliado <sup>2</sup>	0,4	-2,2	-1,5	-2,9	-7,0	-9,6	-11,5	-9,3	-7,4	-6,0
1. Combustíveis e lubrificantes	-0,9	-1,3	-0,7	-2,7	-4,3	-7,1	-8,7	-6,7	-4,4	-2,9
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	-1,6	0,1	0,1	-2,2	-2,7	-4,8	-2,2	-3,2	-2,3	-1,7
2.1. Hipermercados e supermercados	-1,5	-0,3	0,3	-2,3	-2,7	-5,0	-2,1	-3,3	-2,2	-1,6
3. Tecidos, vestuário e calçados	-1,5	-2,4	-1,4	-4,0	-8,1	-13,7	-12,9	-11,5	-7,3	-5,2
4. Móveis e eletrodomésticos	-2,4	-2,1	0,0	-5,4	-12,8	-18,6	-17,9	-16,5	-13,0	-9,6
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	-0,9	0,4	-0,8	-1,1	1,9	1,1	-1,1	0,6	3,6	4,7
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	-1,4	-2,7	-1,6	-5,2	-9,0	-15,5	-14,9	-13,2	-9,7	-9,6
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-5,6	0,7	-1,7	-6,4	-5,2	-7,3	-9,7	-7,5	4,0	4,2
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	-0,7	-0,6	-3,8	-2,0	0,3	-2,8	-7,0	-3,2	1,5	3,4
9. Veículos, motos, partes e peças	6,2	-5,8	-4,0	-3,2	-13,3	-15,6	-21,8	-16,9	-16,1	-14,3
10. Materiais de construção	-2,8	-2,2	-1,5	-3,7	-7,1	-9,2	-12,8	-9,7	-6,4	-4,9

Fonte: PMC/IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Notas: <sup>1</sup> O indicador do comércio varejista (restrito) é composto pelos resultados das atividades numeradas de 1 a 8.

<sup>2</sup> O indicador do comércio varejista ampliado é composto pelos resultados das atividades numeradas de 1 a 10.

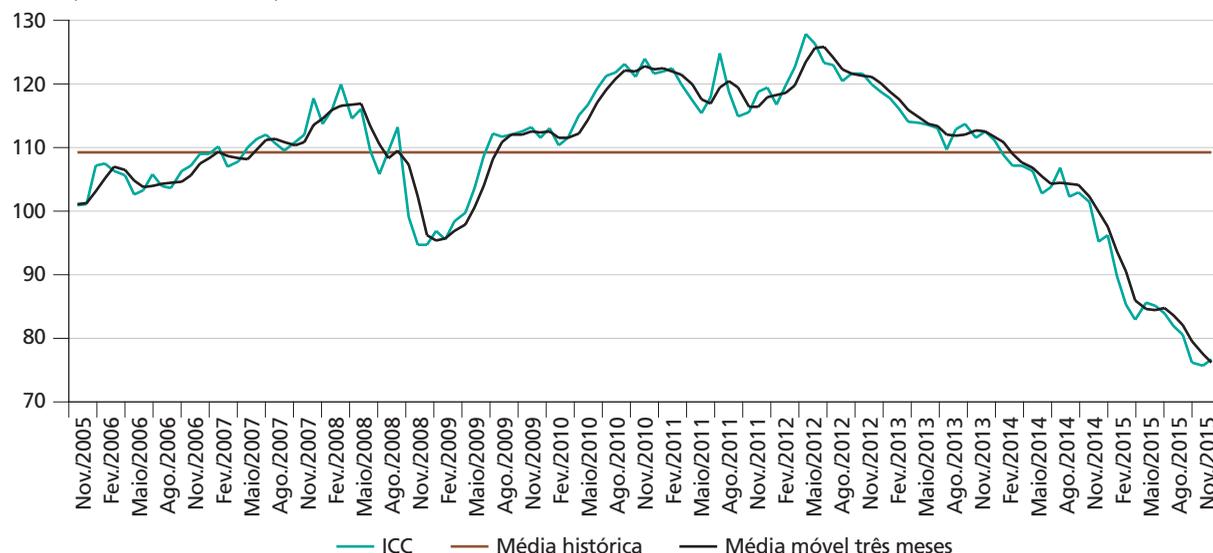
<sup>3</sup> Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

Com base nos resultados já divulgados para alguns indicadores coincidentes, as perspectivas em relação ao desempenho do comércio varejista nos próximos meses continuam pessimistas. O indicador Serasa Experian de atividade do comércio recuou nos meses de outubro e novembro, na série ajustada sazonalmente, registrando quedas de 3,3% e 0,3%, respectivamente. Por sua vez, os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve) também mostraram retração nas vendas do setor automotivo (autos + comerciais leves) no bimestre outubro-novembro, com recuos de 2,6% e 0,2%, respectivamente.

A retração verificada no varejo, assim como na demanda por bens e serviços em geral, reflete níveis de confiança bastante deprimidos por parte das famílias. Embora a pesquisa *Sondagem do Consumidor*, da FGV, tenha mostrado uma melhora pontual no índice de confiança do consumidor (ICC) relativo a novembro (1,3%), o patamar da série ainda encontra-se bem abaixo do nível atingido no ápice da crise financeira internacional (gráfico 1.13). Em termos dos componentes, enquanto o indicador

responsável por medir o otimismo em relação à situação presente ficou virtualmente estagnado, com pequena alta de 0,2%, o índice referente às expectativas em relação aos próximos meses registrou alta de 2,1%.

**GRÁFICO 1.13**  
**ICC: média móvel de três meses (nov./2005-nov./2015)**  
 (Setembro de 2005 = 100)



Fonte: FGV.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Por fim, único componente da demanda interna a registrar variação positiva na comparação dessazonalizada, o consumo do governo avançou 0,3% ante o trimestre anterior. Entretanto, na comparação com o terceiro trimestre de 2014, este consumo recuou 0,4%, tendo contribuído para reduzir a taxa de crescimento interanual do PIB no período em 0,1 p.p. Por sua vez, na comparação acumulada em quatro trimestres, o consumo do governo reduziu seu ritmo de crescimento pelo quinto período consecutivo, exibindo queda de 0,4%, primeira variação negativa desde o segundo trimestre de 2001. Ainda no comparativo interanual, seu deflator implícito sofreu recuo, passando de 9,5% para 9,0%.

### 1.3.2 Formação bruta de capital fixo

Entre os componentes do PIB quanto à demanda, a FBCF voltou a apresentar os piores resultados. A queda de 4,0% na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2015 foi a nona variação negativa na comparação livre de influências sazonais. Além de contabilizar uma perda acumulada de 21,2% nesse período, os investimentos retornaram para um nível similar àquele observado no terceiro trimestre de 2009. Com esse resultado, o carregamento estatístico para 2015 reduziu-se de -4,6% para -12,8%.

Na comparação interanual, a FBCF também foi o grande destaque negativo entre os componentes da absorção doméstica. A queda de 15,0% ante o terceiro trimestre de 2014 foi a sexta consecutiva e a maior da série histórica. Esse resultado retirou 3,0 p.p. da taxa de crescimento trimestral do PIB. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes recuou para 18,1%, contra 20,2% em igual período do ano anterior.

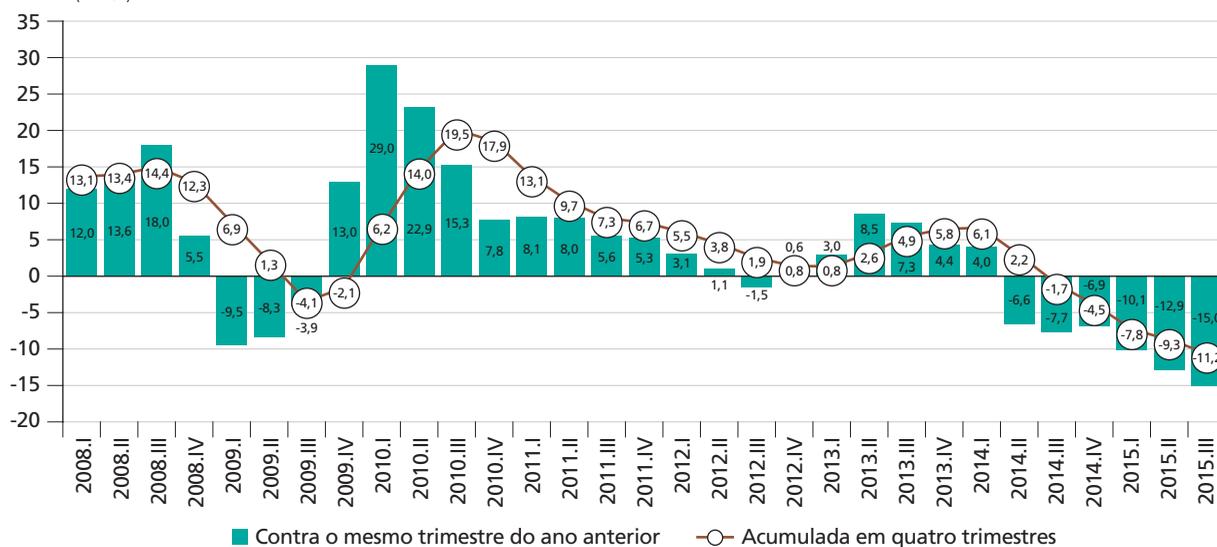
Como a participação da variação de estoques no desempenho do PIB no terceiro trimestre de 2015 foi negativa, subtraindo 1,4 p.p. à sua taxa interanual, a taxa de investimento bruta sofreu

redução maior, passando de 21,4% para 17,8%. Com relação à evolução dos preços relativos, a variação interanual registrada pelo deflator implícito da FBCF (8,9%) voltou a superar o deflator do PIB (7,2%). Nos primeiros nove meses do ano, os investimentos já acumulam queda de 12,7%, enquanto na comparação acumulada em quatro trimestres, a taxa de expansão da FBCF registrou piora pelo sexto período consecutivo, passando de -9,3% para -11,2% (gráfico 1.14). Esse resultado foi reflexo do fraco desempenho tanto do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came) quanto da construção civil. Enquanto a taxa de crescimento anual do Came caiu 16,9%, o setor da construção civil apresentou retração de 8,5%.

GRÁFICO 1.14

**FBCF: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres**

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Em relação às perspectivas para o próximo mês, o indicador Ipea de FBCF aponta para nova queda no mês de outubro, registrando recuo de 0,6% na margem. Esse resultado foi explicado, em grande medida, pelo comportamento da construção civil (-1,8%), enquanto o consumo aparente de máquinas e equipamentos apresentou pequena queda de 0,3%.



## 2 MERCADO DE TRABALHO

### SUMÁRIO

Ao longo de todo o ano de 2015, com o aprofundamento da crise econômica brasileira, o mercado de trabalho intensificou um processo de perda de dinamismo cujos sinais já eram visíveis desde o fim de 2014, com desaceleração concomitante da ocupação e dos rendimentos. Uma análise mais detalhada dos indicadores de emprego e renda revela, entretanto, alguns aspectos importantes. Inicialmente, deve-se destacar que esse ajuste no mercado de trabalho é decorrente, em grande parte, de uma queda da ocupação em ritmo superior ao da retração dos rendimentos reais. Adicionalmente, esse recuo da população ocupada vem acontecendo, sobretudo, no mercado formal da economia, deslocando uma parte considerável de trabalhadores para os segmentos de “conta-própria”, o que vem impedindo um aumento ainda maior do desemprego. Por fim, em que pese a recente aceleração nas taxas de crescimento da população economicamente ativa (PEA) nos últimos meses, esta ainda encontra-se em patamar abaixo do observado no passado, o que alivia as pressões negativas sobre a taxa de desemprego.

Esse movimento de ajuste via ocupação é corroborado pelos dados do Ministério do Trabalho e Emprego (TEM). Segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged/MTE), de janeiro a outubro de 2015 a economia brasileira perdeu quase 1,4 milhão de postos de trabalho, sendo que grande parte desse processo de destruição de empregos não aconteceu pelo aumento no número de demissões, mas sim pela forte queda no contingente de contratações. De fato, nos dez primeiros meses do ano passado, o saldo de contratações caiu 17% quando comparado ao mesmo período de 2014, enquanto as demissões recuaram 8% nessa mesma base de comparação. A análise dos dados do Caged revela, ainda, que essa recessão vem sendo bem mais prejudicial ao emprego do que as anteriores, tendo em vista que o ano de 2015 apresentou os piores resultados desde que a pesquisa começou a ser feita, em 1996, superando os comportamentos ruins apresentados em 1999, 2003 e 2009.

A despeito desse movimento de desaceleração continuada da ocupação, o comportamento dos rendimentos reais vem surpreendendo. Se, no início do processo de ajuste no mercado de trabalho, a expectativa era de forte queda do salário real, com o passar dos meses, foi desenvolvendo-se um cenário com desaceleração mais suave. As explicações mais prováveis para esse movimento de retração de salários abaixo do esperado residem em três pontos principais. O primeiro diz respeito ao aumento da formalização do trabalho ao longo da última década, que tornou os salários mais rígidos. Adicionalmente, a política de reajuste do salário mínimo, que trouxe ganhos reais ao longo dos últimos anos, acaba contaminando as expectativas dos trabalhadores que levam essa taxa como base para as negociações salariais. Há ainda o fato de que, no início da recessão, os empresários tendem a dispensar os trabalhadores menos qualificados e com menores rendimentos, pois estes são mais fáceis de serem recontratados no momento da retomada, fazendo com que a média salarial dos trabalhadores empregados se eleve. De fato, de acordo com o Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (Dieese), as negociações entre patrões e trabalhadores no primeiro semestre de 2015 revelaram que 68,5% dos acordos resultaram em ganhos reais de salário, com destaque para os setores de comércio e serviços (75,6% e 73,6%, respectivamente).

Essa rigidez salarial é bem mais evidente na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad) Contínua do que na Pesquisa Mensal de Emprego (PME), ambas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Enquanto os dados da PME já mostram uma queda dos rendimentos reais (-3,0% no ano, na comparação interanual), as estatísticas da Pnad revelam que, embora desacelerando, os rendimentos ainda apontam variações positivas ao longo do ano. Essa distorção entre as duas pesquisas pode estar relacionada não só às suas abrangências, mas também ao fato de que, fora das regiões metropolitanas, o peso do salário mínimo na composição dos reajustes é muito maior do que nas capitais.

Assim como acontece com os rendimentos, a ocupação também apresenta resultados um pouco distintos nas duas pesquisas, apesar de ambas registrarem uma trajetória de desaceleração. De acordo com a PME, após apresentar ligeira queda em 2014 (-0,1%), a ocupação veio retroagindo ao longo de 2015, de modo que, no acumulado do ano até outubro, revela queda de 1,3%. Já a Pnad Contínua, mesmo apontando uma estabilidade ao longo do ano (0,3%), também apresenta uma piora no seu comportamento quando comparado ao registrado no ano anterior (alta de 1,4%).

Com o prolongamento da recessão, é bastante provável que a taxa de desocupação acelere ainda mais ao longo de 2016, seja por conta do esgotamento desse movimento de alta da população que trabalha por conta própria, gerando um recuo mais intenso da ocupação, seja por uma maior pressão exercida pela PEA. Adicionalmente, esse afrouxamento no mercado de trabalho deve começar a impactar mais fortemente os salários reais, o que em parte prejudica a própria retomada do crescimento, dado que a demanda interna tende a retrair-se ainda mais. Entretanto, deve gerar uma descompressão dos índices de inflação, sobretudo no setor de serviços. Independentemente de um ajuste maior via ocupação ou rendimentos, o certo é que esse movimento de arrefecimento do mercado de trabalho deve perdurar durante todo este ano, de modo que, quanto mais rápido a economia brasileira se recuperar, menos duradouros serão os efeitos sobre o emprego.

## 2.1 TAXA DE DESEMPREGO E NÍVEL DE OCUPAÇÃO

Segundo os dados mais recentes divulgados pela PME, em outubro de 2015 a desocupação registrou taxa de 7,9%, acelerando pelo décimo mês consecutivo. Na comparação interanual, o desemprego em outubro registrou alta de 3,2 pontos percentuais (p.p.) em relação ao mesmo mês de 2014, atingindo o pior desempenho nesse tipo de comparação desde que a pesquisa começou a ser feita, em março de 2002. Com a incorporação desse resultado, a taxa média de desemprego em 2015 está em 6,8%, ou seja, 1,9 p.p. acima do observado no mesmo período de 2014. Essa deterioração da desocupação em 2015 interrompe uma trajetória de desemprego declinante, que marcou o mercado de trabalho nos últimos doze anos. De acordo com o gráfico 2.1, nota-se que, apesar de ter início no segundo trimestre de 2014, a recessão brasileira só começou a impactar mais fortemente o emprego no país a partir do início de 2015, fazendo com que, em termos dessazonalizados, a taxa de desemprego saltasse de 5,1%, em dezembro de 2014, para 8,0% em outubro último.

GRÁFICO 2.1  
Taxa de desocupação dessazonalizada  
(Em %)



Fonte: IBGE.

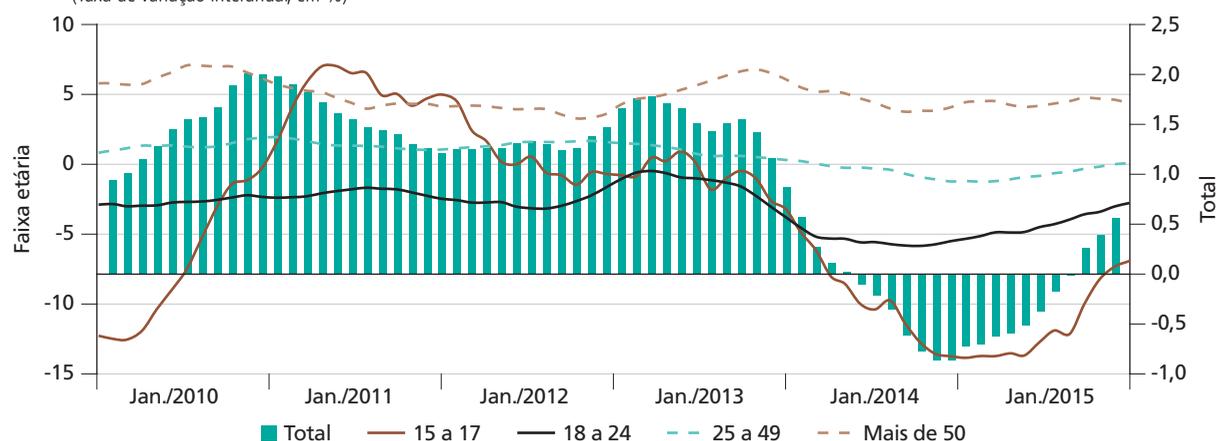
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Esse aumento da taxa de desemprego em 2015, apontado pela PME, é decorrente não só de uma retração da ocupação, mas também da reversão da trajetória de queda da PEA, diferentemente do que ocorreu em 2014. No entanto, o comportamento dessas duas variáveis poderia impactar ainda mais a taxa de desocupação, caso não se verificasse dois movimentos distintos. No caso da ocupação, nota-se que, como grande parte do ajuste vem sendo feito no mercado

formal da economia, os demais segmentos, sobretudo os conta-própria, estão incorporando parte desses trabalhadores dispensados, impedindo, por conseguinte, uma retração ainda mais forte da ocupação como um todo. Ainda de acordo com a PME, entre janeiro e outubro de 2015 a população ocupada recuou 1,3% em relação ao mesmo período do ano anterior, com destaque negativo para o subgrupo dos trabalhadores com carteira assinada, cuja taxa de retração foi de 2,6%. Em contrapartida, o segmento conta-própria apresentou, nos dez primeiros meses de 2015, uma expansão de 2,0%.

No que diz respeito à PEA, nota-se que, após encerrar o ano de 2014 com uma variação negativa de 0,7%, o contingente de pessoas que integra a força de trabalho reverteu a sua trajetória e teve incremento de 0,7% de janeiro a outubro de 2015. Essa variação, no entanto, ainda encontra-se abaixo da taxa média de crescimento dos últimos dez anos (1,2%). Na margem, mesmo ainda apresentando taxas de crescimento negativas, os segmentos de trabalhadores mais jovens são os que mais vêm contribuindo para essa aceleração da PEA (gráfico 2.2). Esse retorno dos jovens à força de trabalho é decorrente da própria deterioração do cenário econômico do país, que conjuga aumento da inflação, desaceleração dos salários e demissão de membros no domicílio, impactando o orçamento familiar.

**GRÁFICO 2.2**  
**PEA: médias móveis de doze meses**  
 (Taxa de variação interanual, em %)



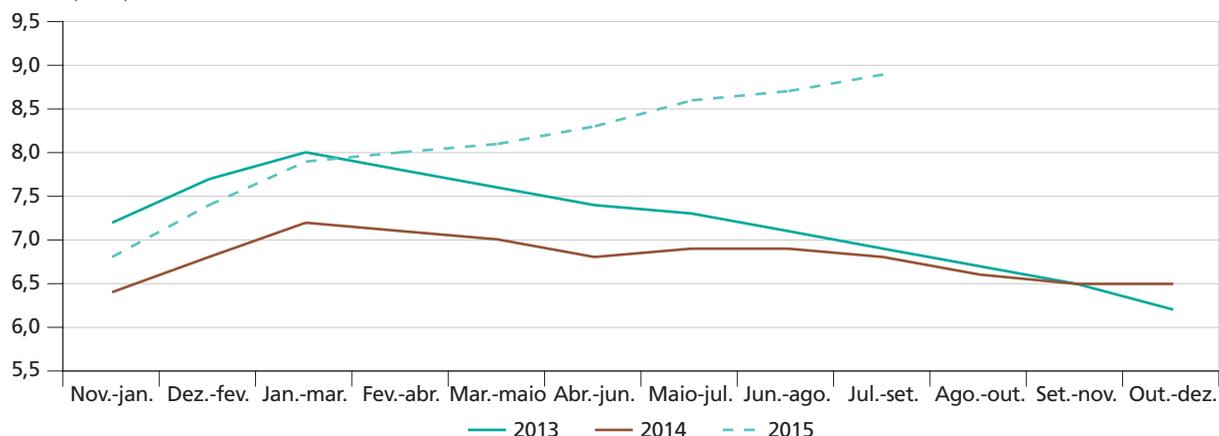
Seguindo a mesma tendência da PME, os dados da Pnad Contínua também revelaram uma forte aceleração da taxa de desocupação ao longo do ano passado, especialmente nos dois últimos trimestres, refletindo o aprofundamento da crise econômica. No último trimestre, encerrado em setembro de 2015, a desocupação medida pela Pnad Contínua foi de 8,9%, acelerando 2,1 p.p. em relação a esse mesmo trimestre do ano anterior, atingindo o pior resultado para esse tipo de comparação desde o início da série, em 2012.

Ainda que a PME e a Pnad Contínua apresentem divergências de nível nas principais variáveis, ambas pesquisas revelam uma tendência similar de deterioração do mercado de trabalho. Ao longo de 2015, enquanto a taxa de desocupação média apontada pela PME foi de 6,8%, a calculada pela Pnad Contínua foi de 8,4%. Apesar de registrar uma taxa inferior, o desemprego vem acelerando mais intensamente na PME do que na Pnad Contínua. Na comparação interanual, o incremento da desocupação em 2015 medido pela PME foi de 1,9 p.p., e o registrado pela Pnad Contínua foi de 1,4 p.p.

### GRÁFICO 2.3

#### Pnad Contínua: taxa de desocupação

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Da mesma forma, apesar de ambas pesquisas apontarem uma desaceleração da população ocupada no ano, há diferenças importantes nas taxas de crescimento estimadas para essa variável. No caso da PME, desde o fim de 2014 já verificava-se uma retração da ocupação na comparação interanual, que veio intensificando-se de tal forma que, ao longo de 2015, a queda acumulada já é de 1,7%. Em contrapartida, a Pnad Contínua ainda apresenta uma ligeira expansão da ocupação no ano (0,3%), apesar de que, na margem (trimestre julho-setembro) já verifique-se uma queda de 0,2% da população ocupada (PO), ante o mesmo período do ano anterior.

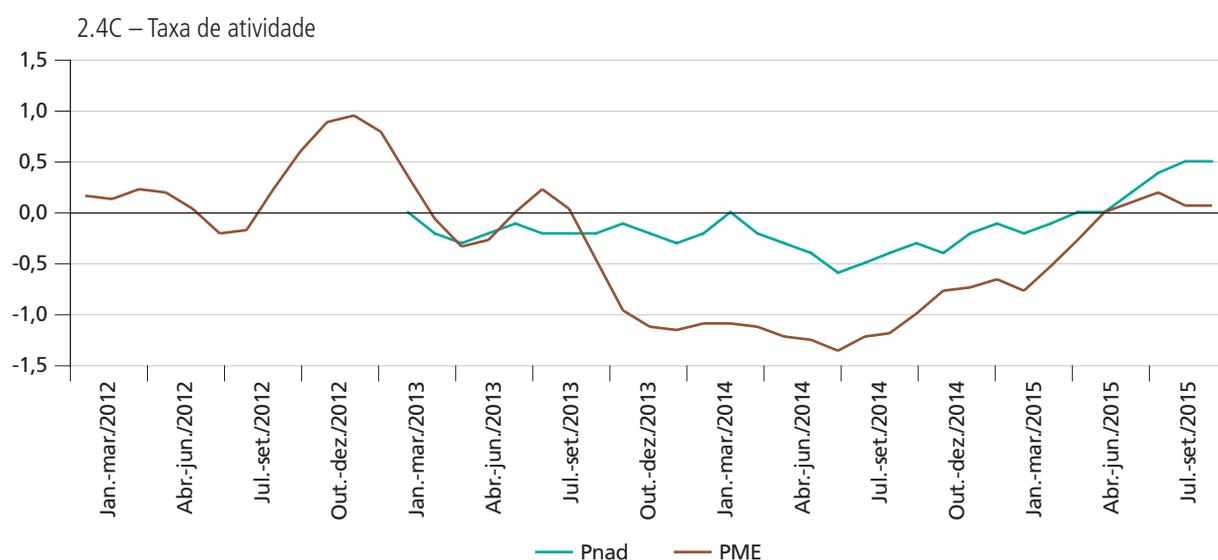
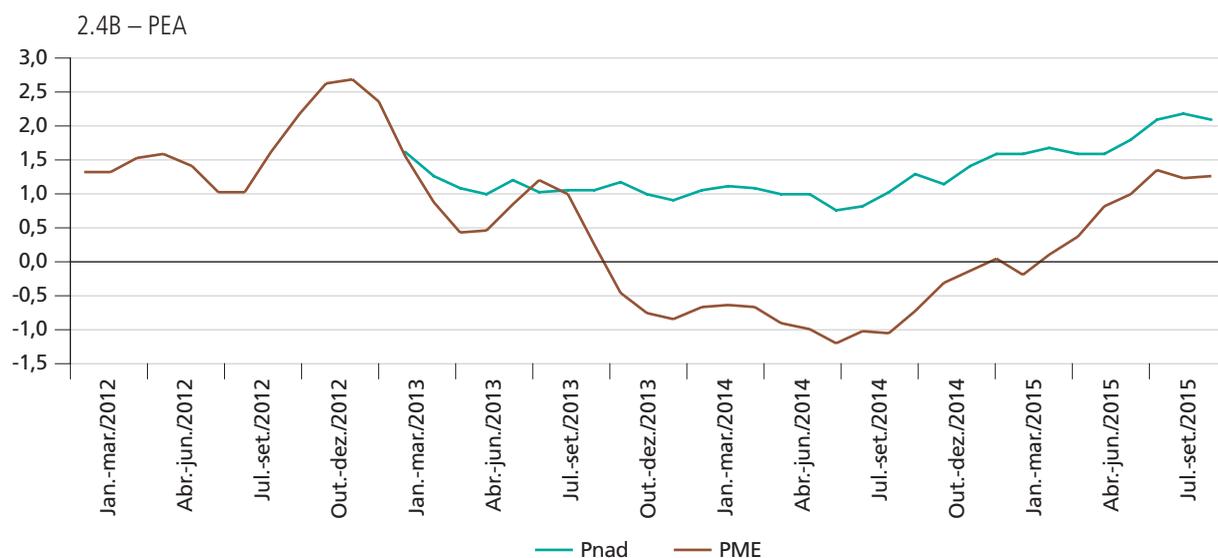
### GRÁFICO 2.4

#### Pnad e PME: indicadores do mercado de trabalho

(Taxa de variação interanual, em % e p.p.)

2.4A – PO





Fonte: IBGE.

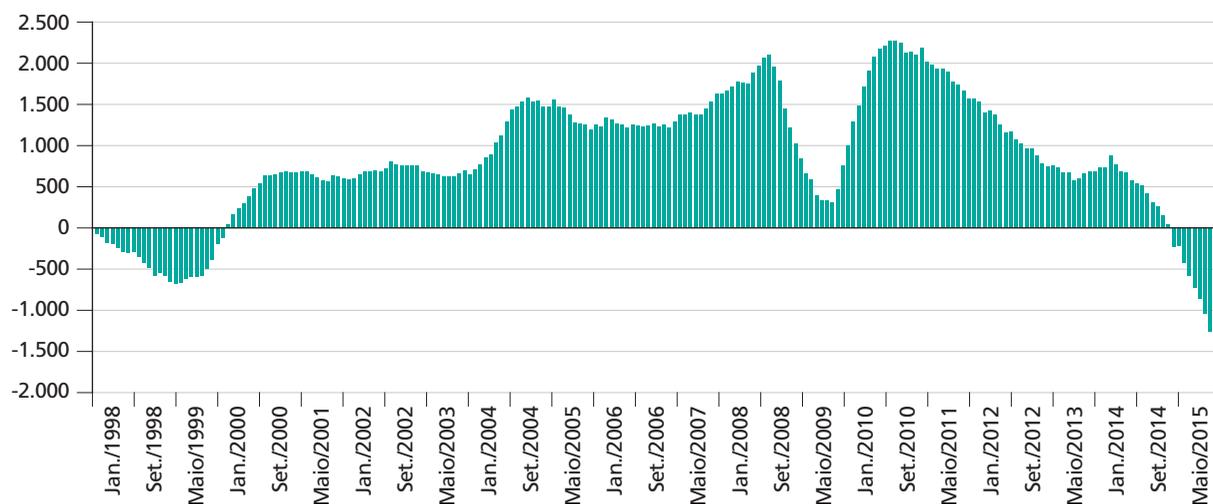
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

No que diz respeito à força de trabalho, nota-se que o crescimento dessa variável vem contribuindo positivamente para o crescimento da taxa de atividade, tanto na PME quanto na Pnad Contínua. Segundo a PME, após registrar variação negativa de 0,3 p.p. e 1,1 p.p. em 2013 e 2014, respectivamente, a taxa de participação em 2015 mantém-se estável. De forma idêntica, a Pnad Contínua revela que a taxa de atividade, em 2015, registra expansão de 0,2 p.p., contrastando com as quedas de 0,2 p.p. e 0,3 p.p. observadas em 2013 e 2014.

Em consonância com a PME e a Pnad Contínua, os dados do Caged reforçam a constatação de que o efeito da retração da economia sobre o mercado de trabalho vem ocorrendo de forma mais intensa no mercado formal. Se, em 2014, a criação líquida de novas vagas com carteira assinada já havia registrado uma forte desaceleração em relação ao ano anterior (152,8 mil contra 730,1 mil), nos primeiros dez primeiros meses de 2015, esse cenário deteriorou-se rapidamente. Nos doze meses até outubro de 2015, a economia brasileira destruiu aproximadamente 1,4 milhão de postos de trabalho com carteira assinada. Apenas nesse mês foram fechadas quase 170 mil vagas, com destaque negativo para os setores da indústria, da construção e dos serviços, com saldos negativos de 48,5 mil, 49,8 mil

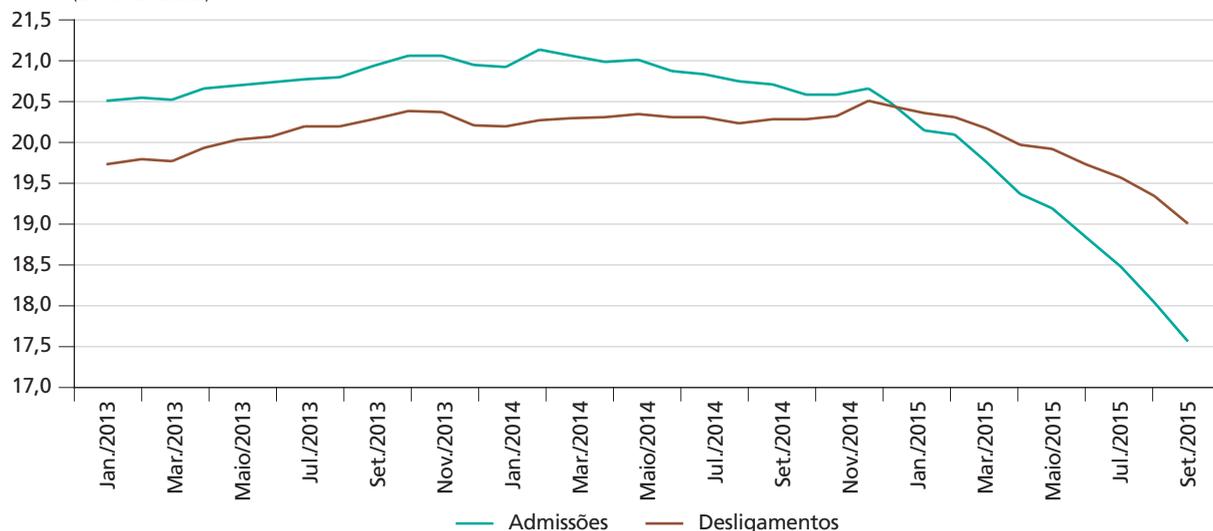
e 46,2 mil, respectivamente. Com efeito, o gráfico 2.5 mostra que o desempenho do emprego formal vem surpreendendo negativamente, mesmo quando comparado a outros períodos de retração do nível de atividade, como em 1999, 2003 e 2009.

**GRÁFICO 2.5**  
**Caged: saldo líquido em doze meses**  
 (Em mil unidades)



Fonte: MTE.  
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 2.6**  
**Caged: saldo de admissões e desligamento – médias móveis de doze meses**  
 (Em mil unidades)



Fonte: MTE.  
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

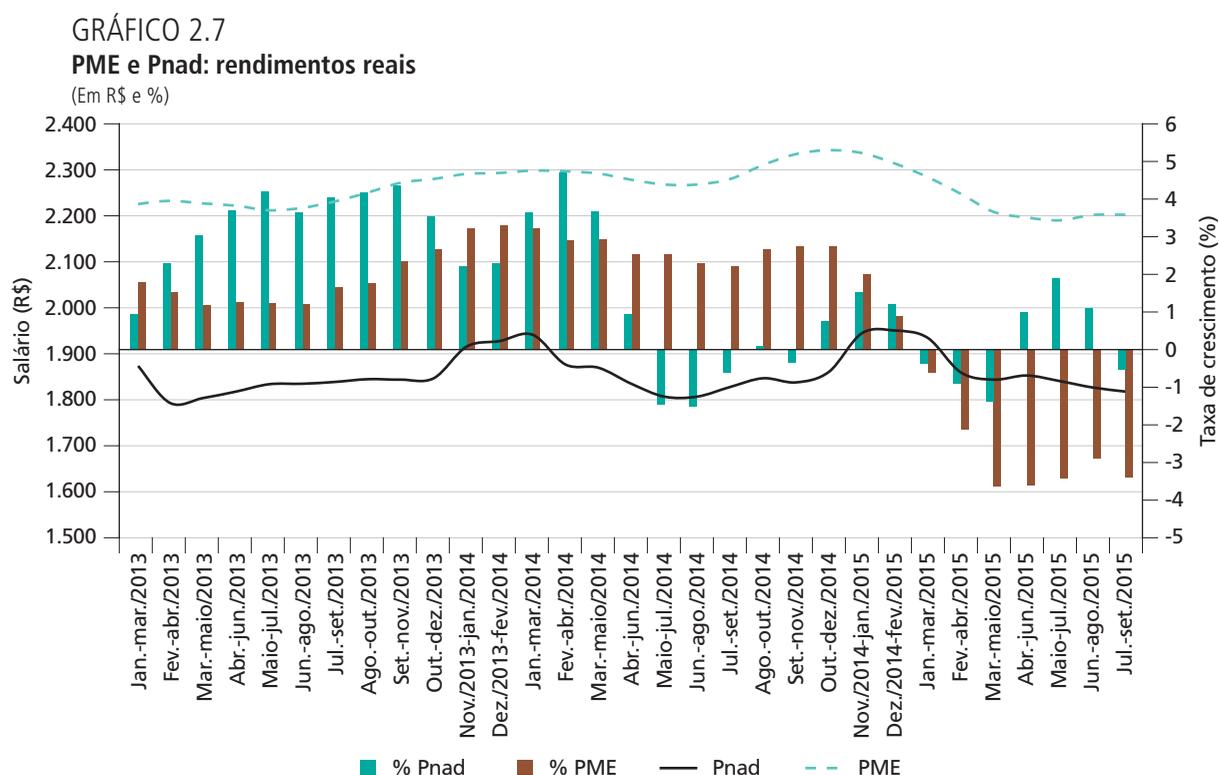
Na análise do Caged nota-se que, a despeito do comportamento ruim observado nos saldos acumulados de admissões e desligamentos, o principal responsável por essa expressiva destruição de vagas de trabalho vem sendo a perda de dinamismo das contratações. No acumulado dos últimos doze meses encerrados em outubro de 2015, foram admitidos aproximadamente 17,5 milhões de

trabalhadores, o que representa uma queda de 15% em relação ao observado em outubro de 2014. Em contrapartida, o saldo de demissões apresenta recuo de 6% na mesma base de comparação. De fato, o gráfico 2.6 mostra que, desde o início do segundo trimestre de 2014, o ritmo de novas contratações veio desacelerando. No entanto, a partir de 2015, com a constatação de que a crise econômica em curso seria mais longa e profunda, esse movimento intensificou-se.

## 2.2 RENDIMENTOS

Embora a deterioração das condições do mercado de trabalho esteja impactando o comportamento dos rendimentos reais, a magnitude dessa desaceleração difere significativamente nos dados retratados pela PME e pela Pnad Contínua. De acordo com a PME, após apresentar expansão de 2,7% em 2014, os salários reais iniciaram um movimento de queda nas suas taxas de variação interanuais, de modo que, no acumulado do ano, esta já aponta retração de 3,0%. Os dados mais recentes mostram quedas ainda mais acentuadas – em outubro de 2015, os rendimentos reais habitualmente recebidos recuaram 7,0%, refletindo as desacelerações no setor privado (-6,2%), no público (-2,9%) e no segmento dos “conta-própria” (-8,8%).

No caso da Pnad Contínua, ainda que se observe uma clara desaceleração na taxa de crescimento dos salários reais, incluindo uma retração na margem, esta permanece em terreno positivo no acumulado do ano, com alta de 0,4%. Essa expansão dos rendimentos reportada pela Pnad Contínua deve-se, sobretudo, ao comportamento dos salários pagos aos trabalhadores com carteira assinada no setor privado, cuja taxa de crescimento no ano é de 1,0%. Em contrapartida, os trabalhadores sem carteira assinada e os denominados conta-própria apresentam quedas de 2,2% e 2,3%, respectivamente, no mesmo período.



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A explicação para o comportamento dos rendimentos reportado pela Pnad Contínua pode ser atribuída, principalmente, ao peso do salário mínimo na composição do salário médio pago aos trabalhadores que compõem a amostra, tendo em vista que a sua regra de reajustes vem garantindo variações reais contínuas.

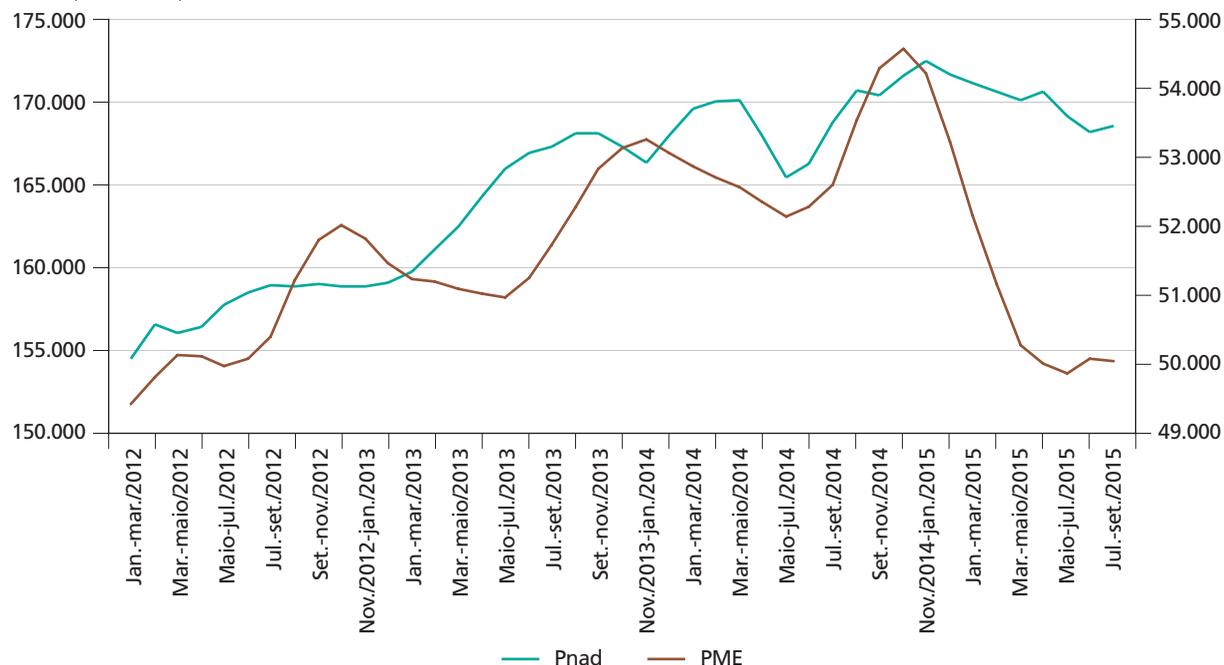
Esse cenário de manutenção da renda real, retratado pela Pnad, é ratificado pelos dados divulgados pelo Dieese. Segundo o órgão, no primeiro semestre de 2015, 68,5% das categorias que negociaram reajustes conseguiram percentuais acima do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) – tabela 2.1. Embora esse percentual seja inferior ao observado no mesmo período de 2014 (93,2%), ele reflete que, mesmo em um contexto de aumento de demissões, os trabalhadores ainda apresentam algum poder de barganha.

**TABELA 2.1**  
**Dieese: distribuição dos reajustes salariais**  
 (Em %)

	Indústria	Comércio	Serviços	Total
Acima do INPC	60,9	75,6	73,6	<b>68,5</b>
Igual ao INPC	18,8	17,8	14,7	<b>16,9</b>
Abaixo do INPC	20,3	6,7	11,6	<b>14,6</b>

Fonte: Dieese.  
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 2.8**  
**PME e Pnad: massa salarial real**  
 (Em R\$ 1.000)



Fonte: IBGE.  
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A consequência dessa desaceleração dos rendimentos atrelada ao recuo da população ocupada é o impacto negativo sobre o comportamento da massa salarial, afetando, por conseguinte, o consumo das famílias. De acordo com o gráfico 2.8, nota-se que, por apresentar quedas mais intensas tanto

da ocupação quanto dos salários, a massa salarial real habitualmente recebida, medida pela PME, vem recuando de forma intensa desde o início de 2015. No último trimestre do ano, encerrado em setembro, na comparação interanual, a queda observada é de 4,9%. Segundo a Pnad Contínua, entretanto, a desaceleração da massa salarial vem ocorrendo de forma mais amena, repercutindo um comportamento melhor da população ocupada e dos salários em relação ao observado pela PME. No trimestre de julho a setembro de 2015, a massa salarial real medida pela Pnad Contínua apresenta relativa estabilidade (-0,1%) em relação ao mesmo trimestre de 2014.

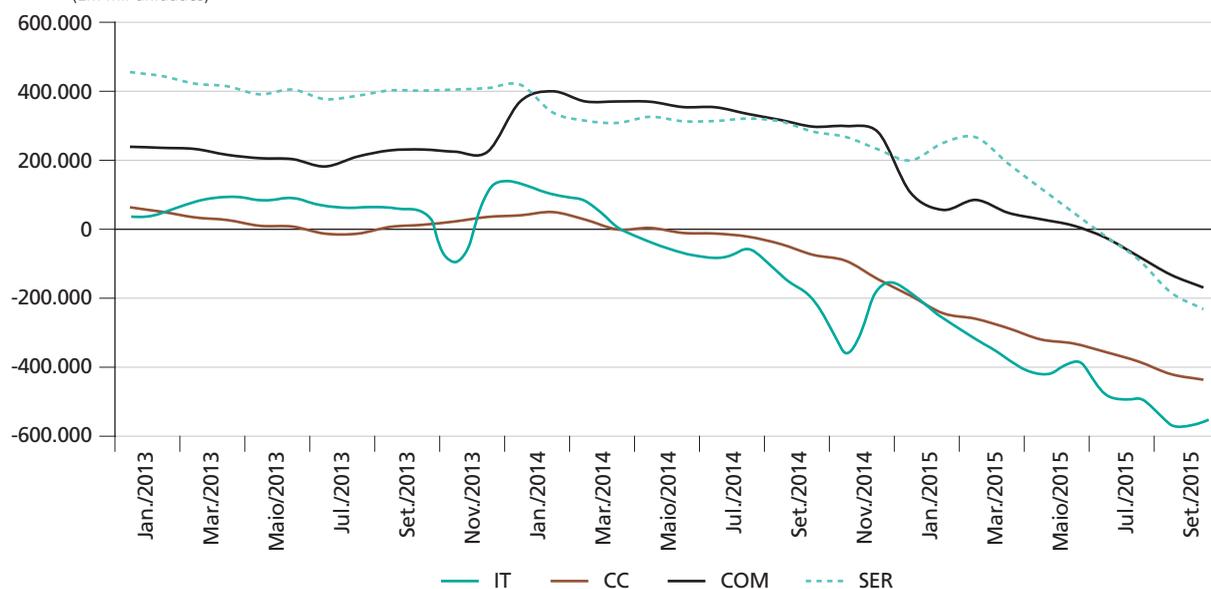
## 2.3 EMPREGO SETORIAL

Os dados setoriais do Caged revelam que o enfraquecimento do nível de atividade que, inicialmente, atingiu mais intensamente a indústria e a construção civil, impactadas pelo recuo da produção industrial e da contração dos investimentos em infraestrutura e residencial, já espalhou-se para os demais setores da economia, em especial os de comércio e serviços, refletindo não só a piora da confiança dos consumidores, mas também a contração do crédito. Os saldos acumulados em doze meses revelam que, desde julho de 2015, todas os oito setores pesquisados pelo Caged apresentam destruição de postos de trabalho.

GRÁFICO 2.9

**Caged: saldos acumulados em doze meses por setores**

(Em mil unidades)



Fonte: MTE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A análise do comportamento dos quatro maiores empregadores – indústria de transformação, construção civil, comércio e serviços – revela que o ritmo de retração de empregos nesses setores vem acentuando-se rapidamente. Em outubro de 2014, apenas a indústria de transformação e a construção civil apresentavam saldos líquidos negativos, uma vez que o comércio e os serviços ainda mostravam algum fôlego, gerando novas vagas (32.771 e 2.433, respectivamente). Em outubro de 2015, entretanto, houve uma piora generalizada: enquanto a indústria e a construção civil aumentaram o seu ritmo de destruição de empregos (-48.444 e -49.830), o comércio e os serviços

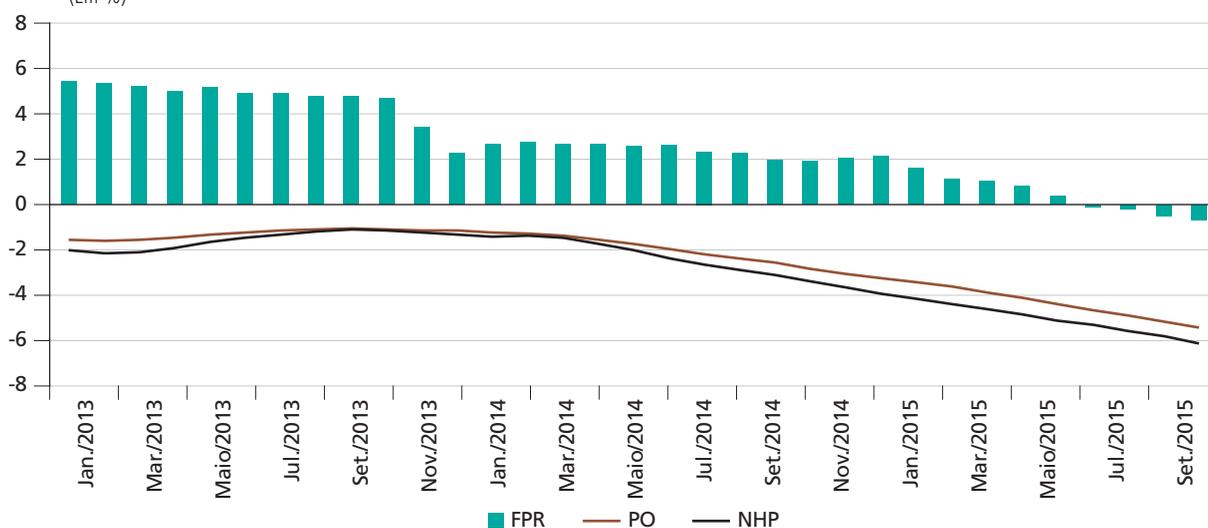
também passaram a demitir em velocidade superior à de contratações, gerando um saldo negativo de 4.261 e 46.256, respectivamente.

Assim como o Caged, a análise dos dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes) do IBGE também revela um quadro de forte retração no setor industrial. Nos últimos doze meses, encerrados em setembro de 2015, a PO na indústria retrogiu 5,4%, atingindo o pior resultado da série nesse tipo de comparação. Se, em um primeiro momento, o ajuste no setor ocorreu principalmente por meio da redução da ocupação e no número de horas trabalhadas, mais recentemente a desaceleração da folha de pagamento real por trabalhador mostra que o ajuste no setor começa a impactar mais fortemente os salários (gráfico 2.10).

GRÁFICO 2.10

Pimes: indicadores de emprego industrial – variação em doze meses

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## 2.4 PRODUTIVIDADE

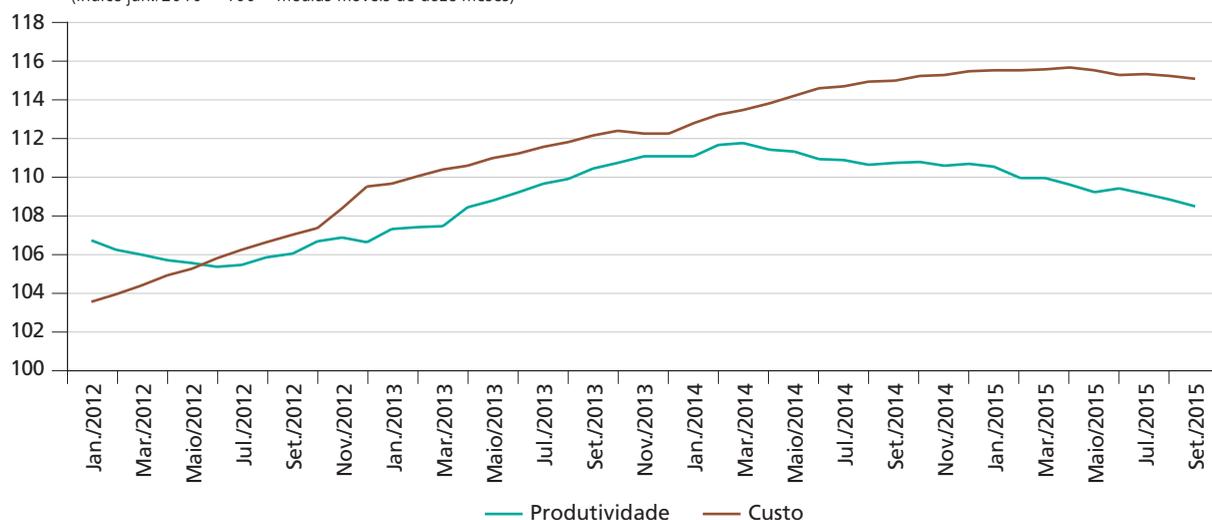
Em que pese o cenário de decompressão dos salários reais, ainda não se identifica uma queda forte o suficiente para possibilitar um recuo no custo do trabalho, que continua expandindo-se acima dos ganhos de produtividade. No caso da indústria de transformação, verifica-se, com base nos dados da Pimes e da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF) que, na margem, o descompasso entre o custo e a produtividade aumenta, ainda que ambos estejam desacelerando, refletindo, em grande parte, a forte retração da produção industrial, que apresenta recuo de quase 10% no acumulado de 2015 até outubro.

Para os demais setores, em que foram utilizados os valores agregados do produto interno bruto (PIB) como *proxy* para a produção, os gráficos revelam que, a exemplo da indústria, todos os setores apresentam ganhos de produtividade em ritmo inferior ao registrado pelos rendimentos reais. Esse descolamento entre a produtividade e os salários pode ser considerado como um dos fatores de pressão sobre os índices de preços ao consumidor.

## GRÁFICO 2.11

### Produtividade e custo da hora trabalhada na indústria de transformação

(Índice jan./2010 = 100 – médias móveis de doze meses)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

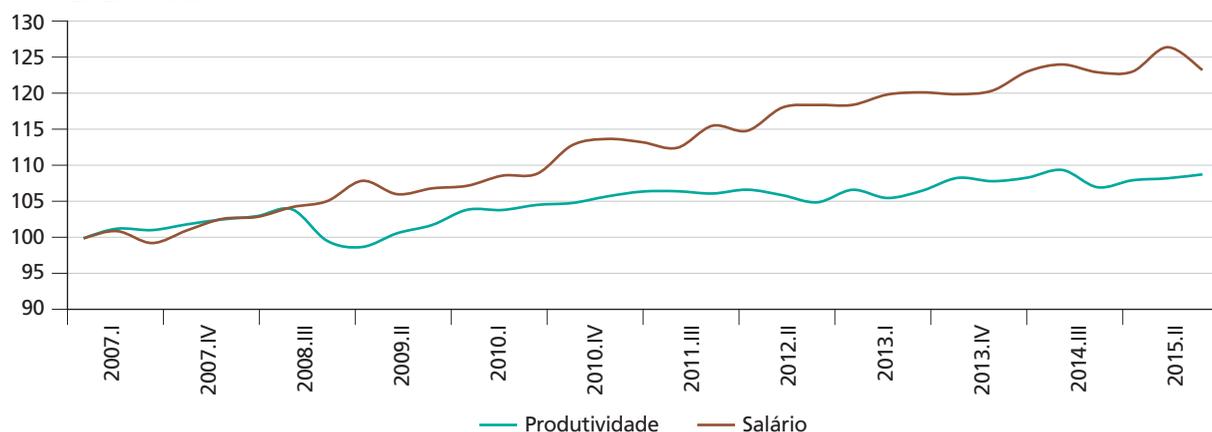
Se, por um lado, é possível que a desaceleração dos rendimentos reais esperada para os próximos meses traga algum alívio para o custo unitário do trabalho, por outro, é fundamental a adoção de políticas medidas que visem ao aumento da produtividade, para que a retomada do crescimento econômico possa vir acompanhada de uma melhora de competitividade.

## GRÁFICO 2.12

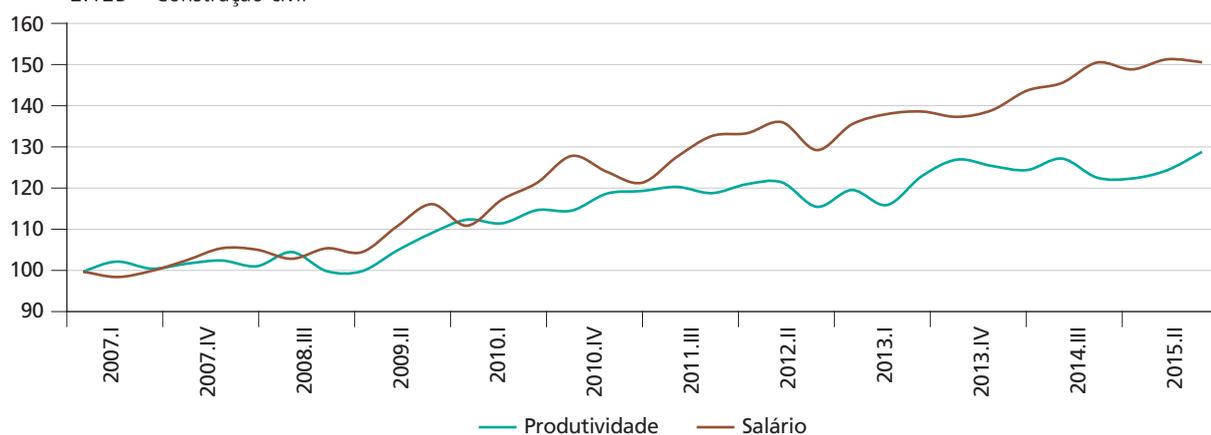
### Produtividade e salário: total e setores

(Índice 2007.I = 100)

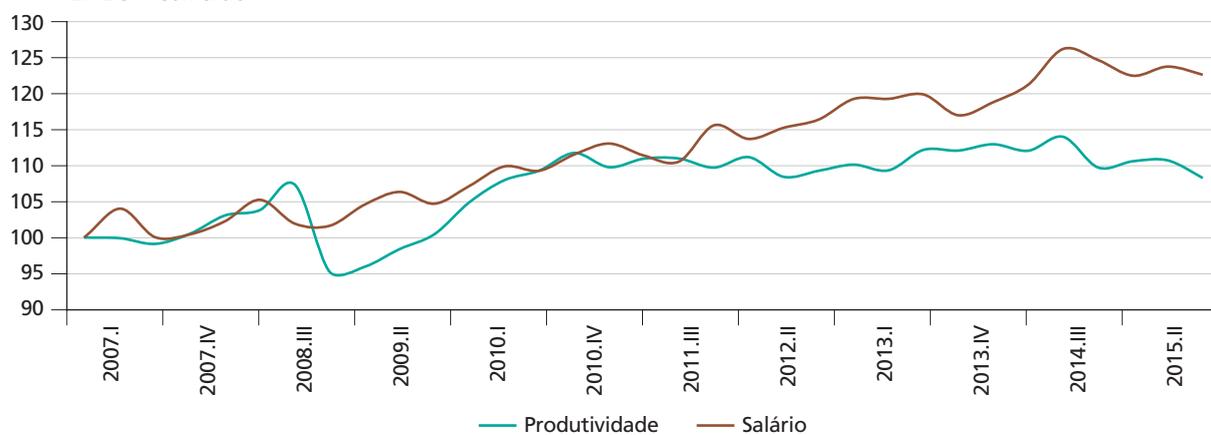
2.12A – Total



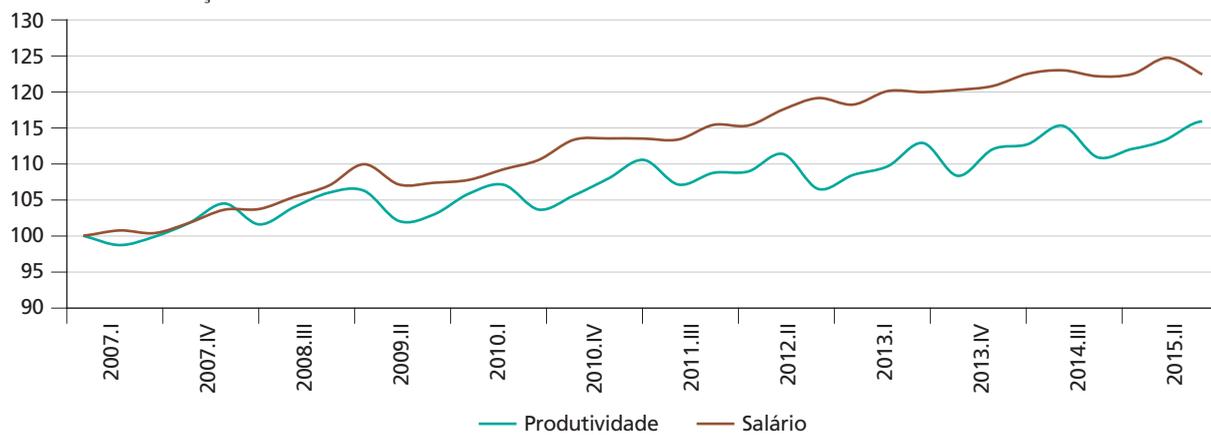
### 2.12B – Construção civil



### 2.12C – Comércio



### 2.12D – Serviços



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## 3 INFLAÇÃO

### SUMÁRIO

A inflação brasileira, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), encerrou outubro de 2015 com uma taxa de variação acumulada em doze meses próxima a 10%, mantendo tendência de aceleração e atingindo o pior resultado desde o final de 2003.

Em que pese o fato de que boa parte dessa elevação de preços é devida ao comportamento dos itens administrados, cujos reajustes represados durante o biênio 2013-2014 contaminaram expressivamente o IPCA atual, há sinais claros de que as pressões inflacionárias não se restringem apenas a esse segmento. Na desagregação do IPCA, verifica-se que, acumulado nos últimos doze meses, até outubro, além da alta de 17,5% dos preços administrados, o comportamento dos alimentos (10,2%) e a alta persistente dos serviços (8,3%) também contribuíram positivamente para a escalada da inflação em 2015.

Esse processo inflacionário mais disseminado é corroborado pela análise tanto do índice de difusão do IPCA quanto pelo comportamento dos núcleos de inflação. Em outubro, na média trimestral, o índice de difusão foi de 0,66, repetindo o mesmo patamar registrado em setembro e, portanto, acima do observado no mesmo período de 2014, quando apontaram valores de 0,60 e 0,58, respectivamente.

De forma similar, os núcleos de inflação calculados com base no IPCA mostram uma inflação em doze meses entre 7,0% e 8,0% desde o segundo trimestre de 2014. Esse comportamento dos núcleos reforça a constatação de que, mesmo sob controle, a inflação brasileira vem consolidando-se em níveis pouco confortáveis, inclusive acima do limite superior da banda de inflação (6,5%).

No caso dos preços administrados, apesar de ser clara a constatação de que o principal foco de pressão dentro desse segmento reside no item “energia elétrica”, com variação de 42,3%, nos últimos doze meses encerrados em outubro, outros importantes preços também apresentam resultados bem desfavoráveis no período. De novembro de 2014 a outubro de 2015, o gás de botijão, os combustíveis, as tarifas de ônibus urbano e as mensalidades dos planos de saúde apontam alta de 22,7%, 17,7%, 14,0% e 11,5%, respectivamente.

No que diz respeito aos alimentos, dois fatores impactaram os preços ao longo de 2015. No início do ano, as condições climáticas influenciaram os preços dos alimentos in natura, em especial os legumes e as hortaliças; e, mais recentemente, a desvalorização cambial vem exercendo um foco de pressão sobre esse segmento, seja encarecendo as importações de itens importantes, como o trigo, seja deslocando parte da produção doméstica para o mercado externo, como no caso das carnes. De uma forma ou de outra, nos últimos doze meses a alimentação no domicílio registra alta de 8,1%, com variação bem próxima à observada no subgrupo “alimentação fora do domicílio” (8,7%), cuja alta reflete não só a elevação dos alimentos propriamente ditos, mas também a resiliência dos preços dos serviços.

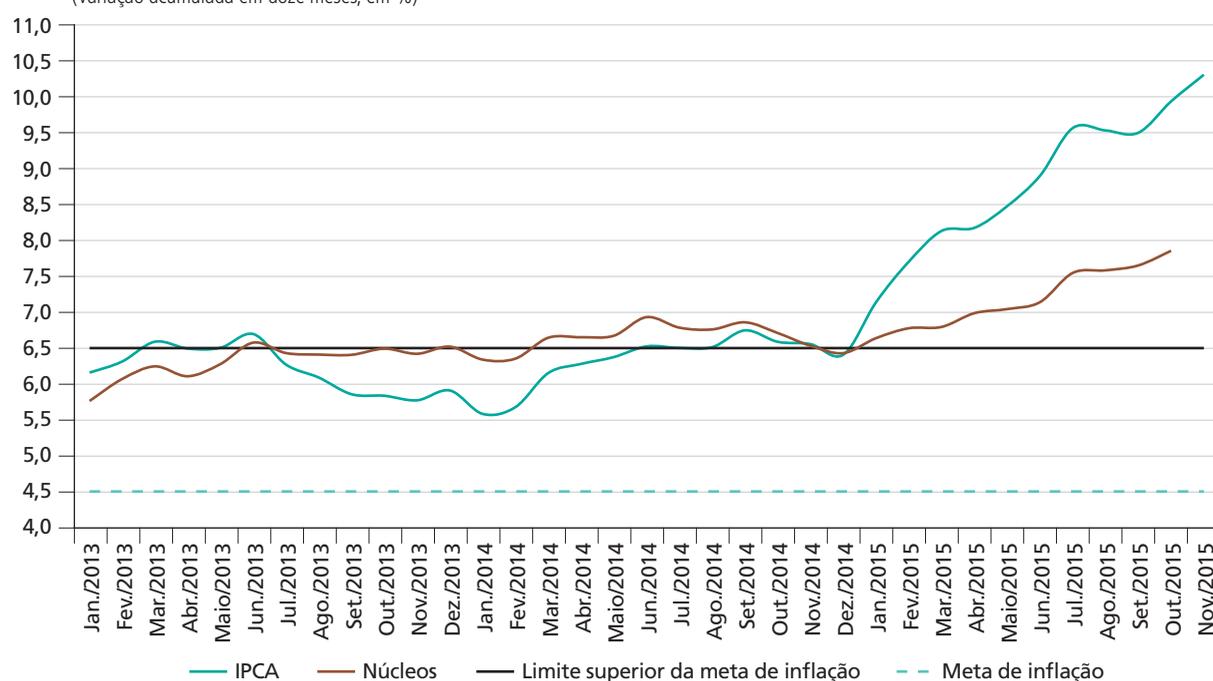
A propósito, mesmo com a economia brasileira enfrentando um processo de forte desaceleração, os efeitos sobre o mercado de trabalho ainda não se mostram fortes o suficiente para aliviar a pressão sobre os preços dos serviços, cuja taxa de variação acumulada em doze meses mostra-se estável, em torno de 8,5%, durante todo o período – na verdade, esse grupo vem mantendo uma inflação anual na casa de 8,0% a 9,0% há vários anos consecutivos. De fato, a inflação de serviços parece ser o maior desafio para trazer o IPCA de volta a uma trajetória mais compatível com a meta de 4,5%, estabelecida pela autoridade monetária.

As perspectivas para a inflação para 2016 pressupõem uma desaceleração dos índices de preços, que, no entanto, pode não ser forte o suficiente para trazer o IPCA para patamares mais próximos ao centro da meta de inflação. O balanço de riscos para a inflação leva em conta, por um lado, a descompressão dos preços administrados e dos alimentos como fatores de alívio. Por outro lado, o não esgotamento dos repasses da desvalorização cambial sobre os bens de consumo duráveis, o reajuste superior a 10% do salário mínimo, dificultando uma queda mais acentuada da inflação de serviços, e a possibilidade de novos aumentos de impostos vêm agindo no sentido contrário, gerando uma piora das expectativas para o próximo ano.

### 3.1 PREÇOS AO CONSUMIDOR

Após registrar variação de 0,66% em outubro de 2015, a inflação medida pelo IPCA-15 voltou a acelerar em novembro daquele ano, registrando taxa de 0,85%. Com esse resultado, no acumulado em doze meses, a inflação medida pelo IPCA-15 apontou alta de 10,30%, atingindo o seu maior nível em doze anos. Seguindo a mesma tendência do índice cheio, as medidas de núcleo da inflação também apresentaram uma forte elevação ao longo de 2015. Após iniciar 2015 com uma variação média acumulada em doze meses próxima a 6,50%, esses indicadores iniciaram uma trajetória ascendente, de modo que, em outubro, a taxa já situava-se em torno de 8,00% (gráfico 3.1).

GRÁFICO 3.1  
IPCA: índice e média dos núcleos  
(Variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Dado referente ao IPCA-15.

Na decomposição do IPCA-15 de novembro (tabela 3.1), verifica-se que as maiores contribuições ao índice vieram dos grupos transportes (0,27%) e alimentos e bebidas (0,26 p.p.) que, juntos, foram responsáveis por mais de 60,00% de toda a variação do índice cheio. A alta nos preços da gasolina e do etanol, de 4,70% e 12,50%, respectivamente, explica boa parte da aceleração do grupo transportes. No caso da alimentação, a alta deu-se de forma mais disseminada entre os subgrupos, com destaque negativo para cereais (2,50%), açúcar e derivados (4,50%), carnes (1,70%) e aves e ovos (2,70%). Ainda que com menor intensidade, o grupo habitação também pressionou o IPCA-15 de novembro (0,12 p.p.), refletindo o aumento no preço do condomínio (1,30%) e os reajustes nas tarifas de energia elétrica (0,95%).

No acumulado em doze meses, a desagregação do IPCA-15 por grupos revela que, dos oito grupos que compõem o índice, apenas três apresentam taxas inferiores ao centro da meta de inflação de 4,5%. Em contrapartida, dos cinco grupos restantes, todos apontam variações bem

acima do limite de tolerância da banda inflacionária (6,5%), indicando que não será fácil a tarefa de trazer de volta a curva do IPCA para uma trajetória mais compatível com os objetivos finais da política monetária.

**TABELA 3.1**  
**IPCA-15: total e grupos**  
(Variação, em %)

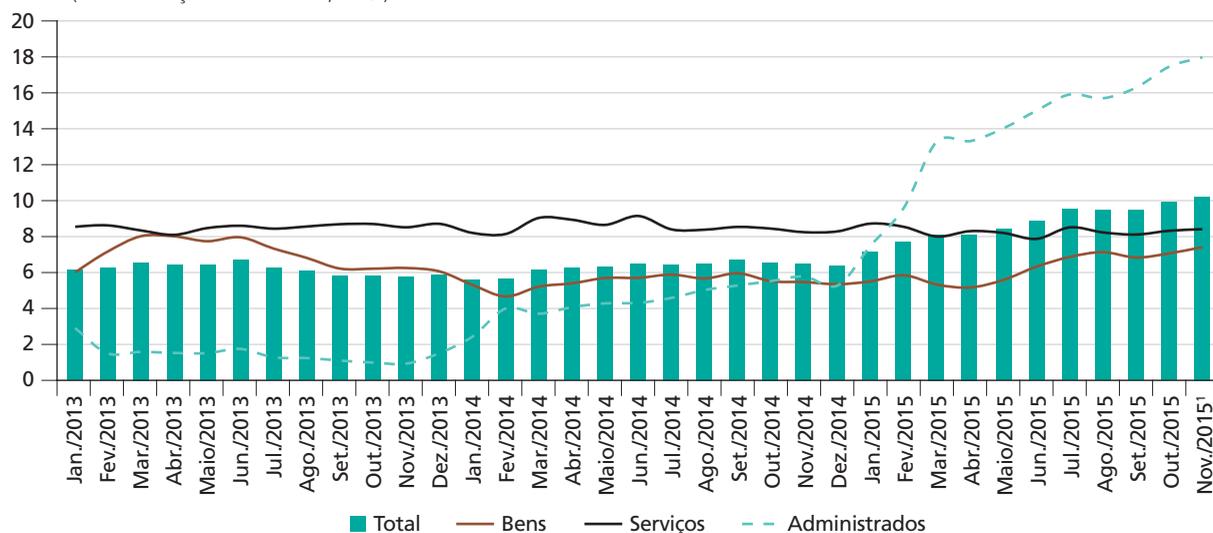
	2014	Set./2015	Out./2015	Nov./2015	Acumulado doze meses
Índice geral	6,46	0,39	0,66	0,85	10,28
Alimentação e bebidas	7,91	-0,06	0,62	1,05	10,97
Habituação	8,76	0,68	1,15	0,74	18,53
Artigos de residência	5,94	0,36	0,12	0,07	4,16
Vestuário	3,40	0,36	0,58	0,72	4,02
Transportes	4,15	0,78	0,8	1,45	10,09
Saúde e cuidados pessoais	6,95	0,5	0,55	0,66	8,96
Despesas pessoais	8,53	0,51	0,56	0,37	9,68
Educação	8,49	0,24	0,17	0,03	9,05
Comunicação	-1,62	0,01	0,08	1,04	1,22

Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A análise do índice por categorias mostra que, de fato, a maior pressão sobre a inflação em 2015 vem dos preços administrados, cuja taxa de variação acumulada em doze meses até novembro, medida pelo IPCA-15, já chega a 18,0%, repercutindo o forte aumento das tarifas da energia elétrica (52,6%), da gasolina (19,0%) e das passagens de ônibus urbano (15,0%), itens de grande peso na pauta do IPCA. No entanto, ainda que em menor escala, os bens livres e os serviços também apresentam um comportamento pouco favorável, com taxas de variação acumuladas em doze meses acima de 7,5% (gráfico 3.2).

**GRÁFICO 3.2**  
**IPCA: total e categorias**  
(Taxa de variação em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

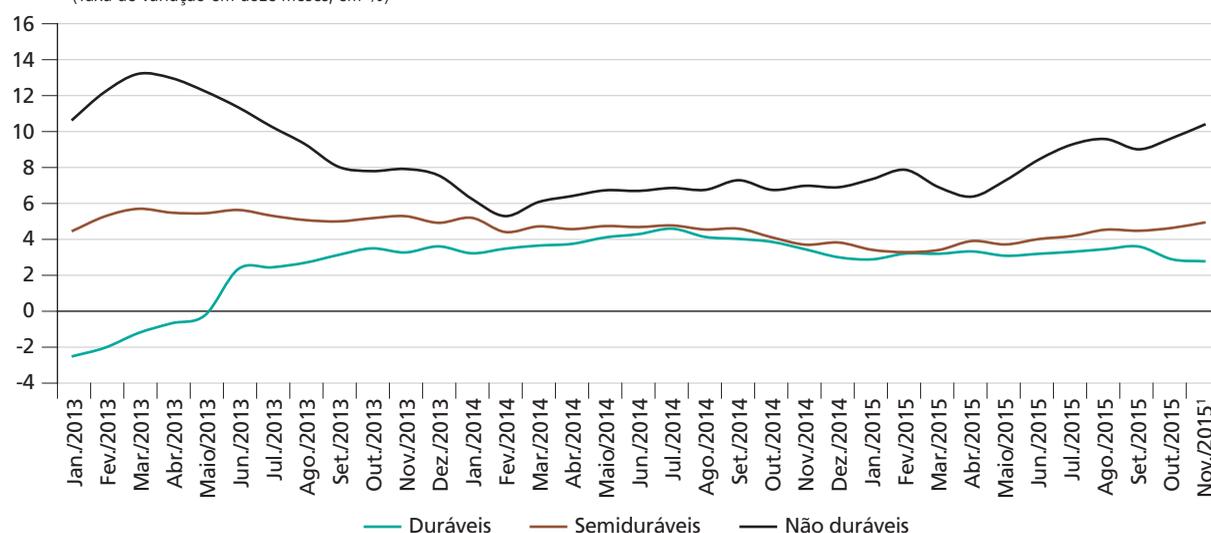
Nota: <sup>1</sup> Dado referente ao IPCA-15.

No caso dos bens livres, verifica-se que a forte depreciação cambial, de quase 40% ao longo de 2015, vem impactando de forma distinta os itens que compõem esse segmento. De acordo com o gráfico 3.3, as taxas de variação acumulada em doze meses dos bens de consumo duráveis e semiduráveis ainda mostram-se bem-comportadas, provavelmente em virtude da desaceleração da demanda doméstica e do crédito, que limitam o repasse do câmbio. Entretanto, no que diz respeito aos bens de consumo não duráveis, a apreciação da taxa de câmbio, especialmente no início do terceiro trimestre de 2015, já parece estar exercendo uma pressão altista importante sobre esses preços, em especial os alimentos. Essa resposta mais imediata dos alimentos às variações cambiais é explicada, sobretudo, pela baixa elasticidade-preço desses produtos, tendo em vista que estes constituem-se em itens de primeira necessidade.

GRÁFICO 3.3

**IPCA: bens livres**

(Taxa de variação em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Dado referente ao IPCA-15.

Finalmente, a trajetória dos serviços também vem contribuindo para manter a inflação em patamar elevado. Ao longo de 2015, mesmo sob uma forte recessão, a taxa de crescimento dos preços dos serviços mantém-se praticamente inalterada, girando em torno de 8,5%. Se há, por um lado, uma pressão de custos sobre o setor, influenciada pelos reajustes do salário mínimo e das tarifas de energia, por outro, ainda parece haver uma demanda que vem permitindo o repasse da alta dos custos. Uma hipótese plausível é que a mudança ocorrida no padrão de consumo dos brasileiros nos últimos anos esteja fazendo com que o ajuste provocado pela queda do poder de compra aconteça primeiro no mercado de bens, em especial nos de consumo duráveis. Desta forma, a demanda no setor de serviços estaria mantendo-se, sobretudo, nos segmentos de alimentação, de saúde e de educação, que, de fato, são mais inelásticos (tabela 3.2).

Esse comportamento resiliente à queda do setor de serviços vem sendo o principal responsável pela demora no realinhamento de preços relativos, necessário para a recondução da curva de inflação para patamar mais próximo do intervalo da meta. Ao contrário do que vem acontecendo com os preços livres e administrados, a disparidade entre o ritmo de crescimento dos preços comercializáveis e não comercializáveis ainda mostra-se significativa, mesmo sob o efeito da desvalorização cambial (gráfico 3.4). Nos últimos doze meses, até outubro, a inflação medida pelo IPCA mostra que, enquanto os preços não comercializáveis acumulam alta de 8,3%, os bens comercializáveis apresentam taxa próxima a 7,0%.

**TABELA 3.2**  
**IPCA: serviços livres desagregados**  
 (Variação acumulada em doze meses, em %)

	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Alimentação	Total
Dez./2014	9,2	6,4	8,0	7,5	8,5	1,5	9,2	<b>8,3</b>
Jan./2015	9,4	9,8	7,9	7,7	8,3	1,7	9,5	<b>8,8</b>
Fev./2015	9,2	8,7	8,6	7,8	8,4	1,7	9,2	<b>8,6</b>
Mar./2015	9,4	2,5	8,6	7,2	8,8	1,6	9,5	<b>8,0</b>
Abr./2015	9,3	4,0	8,4	7,5	8,7	2,0	9,9	<b>8,3</b>
Mai./2015	9,1	3,9	8,8	6,9	8,7	2,2	9,9	<b>8,2</b>
Jun./2015	9,0	4,9	9,1	5,5	8,8	2,4	9,6	<b>7,9</b>
Jul./2015	8,6	11,2	9,1	6,1	8,8	2,6	9,8	<b>8,6</b>
Ago./2015	8,3	5,7	9,1	8,0	9,3	2,8	10,1	<b>8,3</b>
Set./2015	8,1	6,2	9,3	7,9	9,3	1,9	10,2	<b>8,2</b>
Out./2015	8,0	6,1	9,4	8,3	9,3	2,2	10,8	<b>8,4</b>

Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Em tese, essa baixa reação dos preços comercializáveis poderia refletir um aumento da produtividade do setor, cujos efeitos estivessem sobrepondo-se aos obtidos pela depreciação cambial. No entanto, não é isso que se observa, tendo em vista que a produtividade da indústria de transformação vem mantendo-se estagnada.<sup>1</sup> Adicionalmente, como também não há uma queda considerável no custo de mão de obra, o arrefecimento da demanda pode ser apontado como o principal fator explicativo para o comportamento desses preços.

**GRÁFICO 3.4**  
**IPCA: preços relativos e taxa de câmbio real**



Fonte: IBGE e BCB.

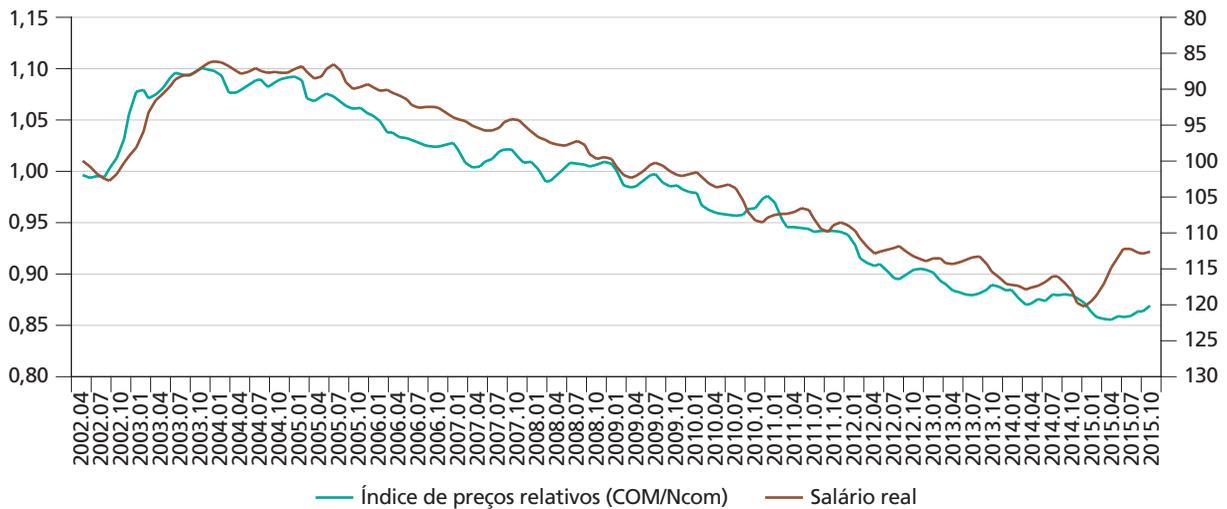
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Entretanto, os preços dos não comercializáveis continuam a apresentar uma taxa de crescimento expressiva, influenciada, em grande parte, pela expansão dos preços dos serviços,

1. Para mais detalhes, ver a seção *Mercado de trabalho* desta *Carta de Conjuntura*.

cujo crescimento da demanda nos últimos anos deu-se em ritmo superior à capacidade de oferta do setor. Além da baixa produtividade, esse segmento teve os seus custos pressionados pela elevação dos salários reais. O gráfico 3.5 retrata o movimento conjunto entre o índice de preços relativos e os rendimentos reais dessazonalizados, em que se verifica que há, de fato, uma correlação entre o índice de preços relativos e o salário real (eixo invertido). Conseqüentemente, esse movimento recente de queda de rendimentos já começa a impactar a relação entre preços comercializáveis e não comercializáveis, ainda que de forma menos intensa do que a esperada.

**GRÁFICO 3.5**  
**IPCA: preços relativos e salário real**

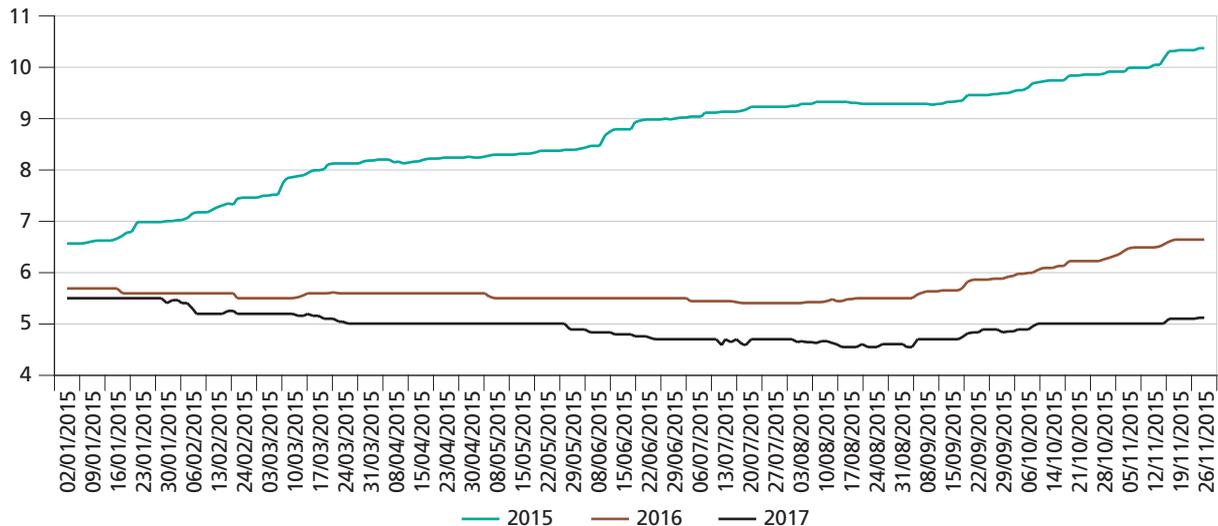


Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 3.6**  
**IPCA: expectativas inflacionárias**

(Variação acumulada no ano, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

No próximo ano, mesmo ante a expectativa de uma desaceleração dos índices de preços, o cenário de inflação ainda deverá ser pouco confortável. Se, por um lado, o prolongamento da crise e os seus efeitos sobre o mercado de trabalho devem manter a demanda interna pouco aquecida, os reajustes residuais nas tarifas de energia e a necessidade de novos aumentos dos combustíveis devem impedir uma queda mais rápida da inflação dos preços administrados. Adicionalmente, a despeito de uma descompressão dos alimentos, os preços livres da economia também continuarão pressionados, seja pelos resíduos do *pass-through* do câmbio sobre os bens de consumo, seja pelo reajuste nominal de cerca de 10% no salário mínimo, impedindo um recuo mais acentuado dos preços dos serviços.

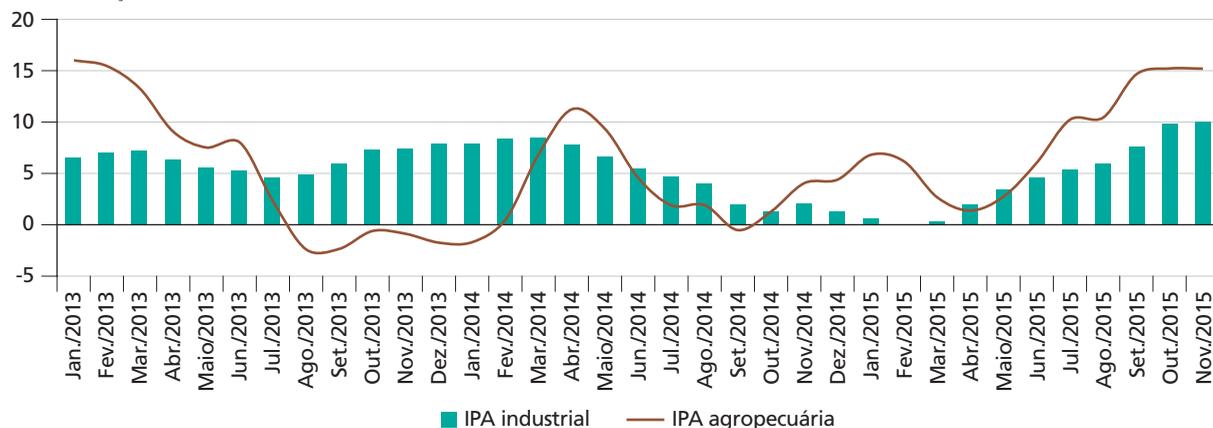
De fato, a expectativa de inflação para 2016 (gráfico 3.6) estava próxima a 5,5% no início de 2015, mas vem sendo corrigida para cima, de modo que, no fim de novembro/2015, a alta esperada era de 6,7%, número novamente acima do limite superior da meta, ainda que em trajetória de desaceleração.

### 3.2 PREÇOS AO PRODUTOR

De acordo com os dados divulgados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), o Índice de Preços ao Produto Amplo – Mercado (IPA-M) apresentou taxa de 1,9% em novembro de 2015, recuando 0,7 p.p. em relação a outubro daquele ano, em virtude tanto da desaceleração dos preços agrícolas quanto dos industriais, cujas variações de 2,6% e 1,7%, respectivamente, foram inferiores às observadas no mês anterior (3,8% e 2,2%). Na desagregação do índice, verifica-se que as maiores contribuições negativas vieram do minério de ferro (-2,6%), da soja (-1,1%) e do leite (-1,7%).

Embora apresentem alguma desaceleração na margem, os preços ao produtor aceleraram fortemente ao longo de 2015, repercutindo a significativa depreciação cambial. Após iniciar o ano com taxas de variação em doze meses próximas a zero, a inflação dos preços industriais cresceu de forma tão intensa que, em novembro, essa alta já era superior a 10,0%. Ainda que partindo de um patamar superior, os preços agrícolas ao produtor apresentaram comportamento similar, tendo a sua inflação acumulada em doze meses saltado de 4,4%, em abril de 2015, para 15,0%, em novembro do mesmo ano (gráfico 3.7).

GRÁFICO 3.7  
Índice de Preços ao Produtor Amplo  
(Variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: FGV.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Essa ação do câmbio sobre os preços ao produtor impediu que o país se beneficiasse da queda dos preços internacionais das *commodities* ocorrida ao longo de 2015. De janeiro a outubro, de acordo com os dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), as *commodities* agrícolas apresentaram queda de 10%, enquanto as industriais recuaram cerca de 15%.

Para 2016, a expectativa é de que não haja nenhuma grande pressão inflacionária ocasionada pelo aumento de preços de *commodities* no mercado externo. As perspectivas de uma demanda mundial pouco aquecida, impactada pelo baixo crescimento chinês, devem manter esses preços em patamares próximos dos observados atualmente. No entanto, para o Brasil esse alívio inflacionário poderá ter seus efeitos reduzidos caso verifique-se a continuidade do processo de depreciação cambial.

## 4 SETOR EXTERNO

### SUMÁRIO

As contas externas brasileiras atravessaram uma fase de forte ajuste em 2015, ajuste este entendido não apenas em seu sentido “clássico”, de redução do *deficit* em transações correntes, mas também em um sentido mais amplo, com queda expressiva de praticamente todos os tipos de fluxos comerciais, financeiros e de rendas entre o país e o exterior. À diferença de outros momentos de ajuste que marcaram a história econômica brasileira, o processo atual não se dá como resultado de uma crise cambial ou de grandes dificuldades de financiamento externo. Há, de fato, uma redução das entradas líquidas de capital no país, mas que vem se dando *pari passu* com a queda do *deficit* em transações correntes, garantindo uma situação de razoável equilíbrio no balanço de pagamentos.

Com efeito, o saldo em transações correntes acumulado no período janeiro-outubro de 2015 foi negativo em US\$ 53,5 bilhões, o que representa uma redução de 35,9% em relação ao registrado no mesmo período de 2014 e é também o menor *deficit* dos últimos seis anos. Paralelamente, a entrada líquida de capitais na conta financeira (excluindo-se a acumulação de reservas), somou US\$ 54,7 bilhões, com queda de 45,2% em comparação a 2014. O resultado foi um virtual equilíbrio do saldo final do balanço de pagamentos – na verdade, ainda com pequeno ganho de reservas internacionais.

Nas transações correntes, observa-se aumento do saldo comercial, redução do *deficit* da balança de serviços e queda expressiva das remessas líquidas de lucros e dividendos. A melhoria da balança comercial resulta do crescimento de 6,8% do *quantum* exportado e da retração de 13,9% do *quantum* de importações no acumulado janeiro-outubro, combinação que se sobrepõe à redução de 11,5% dos termos de troca no período. Na conta financeira, há quedas significativas dos investimentos diretos no país (-32,3%), dos investimentos em carteira (-51,7%) e dos fluxos líquidos de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos – que, na verdade, estão com saldo líquido levemente negativo no ano. Também as saídas de recursos na conta financeira, especialmente os investimentos brasileiros no exterior, estão em retração.

O ajuste externo deriva tanto de fatores externos quanto domésticos. No *front* externo, a atividade econômica mundial continua recuperando-se de maneira lenta e irregular, e os fluxos de comércio têm sido especialmente prejudicados nesse processo, visto que seu ritmo de crescimento tem sido o mais lento em três décadas. Ao mesmo tempo, os preços de *commodities* continuam em queda acentuada, praticamente “devolvendo” todo o ganho registrado até recentemente. Para complicar, a perspectiva de aumento dos juros básicos nos Estados Unidos e uma série de problemas enfrentados pelas principais economias emergentes (inclusive a China) vêm reduzindo o interesse dos investidores internacionais em aplicar recursos nesses países.

No *front* interno, a retração da atividade econômica, a depreciação cambial (a cotação do dólar subiu cerca de 50% nos últimos doze meses) e o quadro geral de incertezas quanto ao futuro da economia – notadamente a piora do quadro fiscal no curto prazo e as incertezas quanto à sua melhoria no futuro – aumentaram sensivelmente a percepção de risco do país, fato que foi consubstanciado pela perda do grau de investimento pela agência Standard & Poor's. O resultado imediato foi um “salto” do risco-país medido pelo *credit default swap* (CDS), que foi o principal elemento por trás da depreciação da taxa de câmbio em 2015, e que também sofreu os efeitos da queda dos termos de troca e da valorização do dólar no mercado internacional.

### 4.1 BALANÇO DE PAGAMENTOS

O *deficit* em transações correntes somou US\$ 53,5 bilhões no período janeiro-outubro de 2015, com redução de 35,9% em relação ao mesmo período do ano anterior (tabela 4.1). O movimento de queda veio ganhando velocidade ao longo do ano passado. No início do ano, a variação do *deficit* mensal em relação ao mesmo mês do ano anterior era da ordem de 10,0%. Nos meses de agosto,

setembro e outubro, o ritmo de queda interanual subiu para cerca de 60,0%. Metade da queda do *deficit* em relação ao ano anterior deveu-se ao desempenho da balança comercial, que acumulou *superavit* de US\$ 10,7 bilhões no ano, ante um *deficit* de US\$ 3,9 bilhões no mesmo período de 2014. Também as balanças de serviços e de rendas registraram queda expressiva de seus *deficit* (-19,0% e -18,6%), em virtude da forte retração das importações de bens e serviços – já que as exportações permaneceram com desempenho negativo – e da queda das remessas líquidas de lucros e dividendos.

A queda do *deficit* em transações correntes vem ocorrendo concomitantemente à redução dos influxos líquidos de capital – que somaram US\$ 54,7 bilhões, com queda de 45,2% em relação a 2014 –, resultando em uma situação de virtual equilíbrio no balanço de pagamentos. Na verdade, houve ainda uma pequena acumulação de reservas no período, da ordem de US\$ 4 bilhões. É verdade que a situação atual representa uma mudança importante em relação ao quadro de abundância de moeda estrangeira que predominou até dois anos atrás, quando os fluxos de capital excediam largamente o *deficit* e propiciavam uma grande acumulação de reservas. Entretanto, ao contrário do que ocorreu em diversos episódios de contração do *deficit* externo, o país não enfrenta uma crise cambial, até porque possui um volume de reservas muito elevado (US\$ 371 bilhões), e não há sinais de dificuldade na obtenção de financiamento externo, em que pese o quadro internacional de crescente aversão ao risco dos investidores em relação aos países emergentes.

O gráfico 4.1 ilustra mais claramente a trajetória de redução do *deficit* em transações correntes em 2015, bem como a queda dos fluxos das contas financeira e de capital. Desde o final de 2014, o saldo acumulado em doze meses das transações correntes já acumulava redução de US\$ 30 bilhões, ainda que o *deficit* medido como porcentagem do produto interno bruto (PIB) revelasse uma queda pouco expressiva na mesma comparação (de 4,42% para 4,02%) – o que se explica pela redução do valor do PIB medido em dólares em função da desvalorização cambial. Nessa mesma comparação, o saldo das contas financeira e de capital (excetuando-se a variação de reservas) teve redução de US\$ 28 bilhões.

TABELA 4.1  
**Balanço de pagamentos (janeiro-outubro)**  
 (Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-outubro		Variação	Variação absoluta
	2014	2015	2015/2014 (%)	(2015/2014)
<i>Transações correntes</i>	(83,4)	(53,5)	(35,9)	29,9
Balança comercial	(3,9)	10,7	-	14,6
Serviços	(39,6)	(32,1)	(19,0)	7,5
Renda primária	(41,9)	(34,1)	(18,6)	7,8
Renda secundária	2,0	2,0	(0,1)	(0,0)
<i>Conta financeira (ex-reservas)</i>	99,7	54,7	(45,2)	(45,0)
Investimento direto no país	81,1	54,9	(32,3)	(26,2)
Investimentos em carteira no país – ações e títulos no mercado doméstico	48,2	23,3	(51,7)	(24,9)
Empréstimos e títulos no mercado externo (líquido de amortizações)	17,9	(0,9)	-	(18,8)
Investimento direto no exterior	(24,5)	(11,8)	(51,7)	12,7
Outros investimentos no exterior	(52,6)	(35,0)	(33,6)	17,7
Demais	29,6	24,1	(18,7)	(5,5)
Ativos de reserva	20,0	3,9	(80,7)	(16,1)
<i>Conta de capital</i>	0,2	0,3	73,5	0,1
<i>Erros e omissões</i>	3,7	2,1	(43,2)	(1,6)

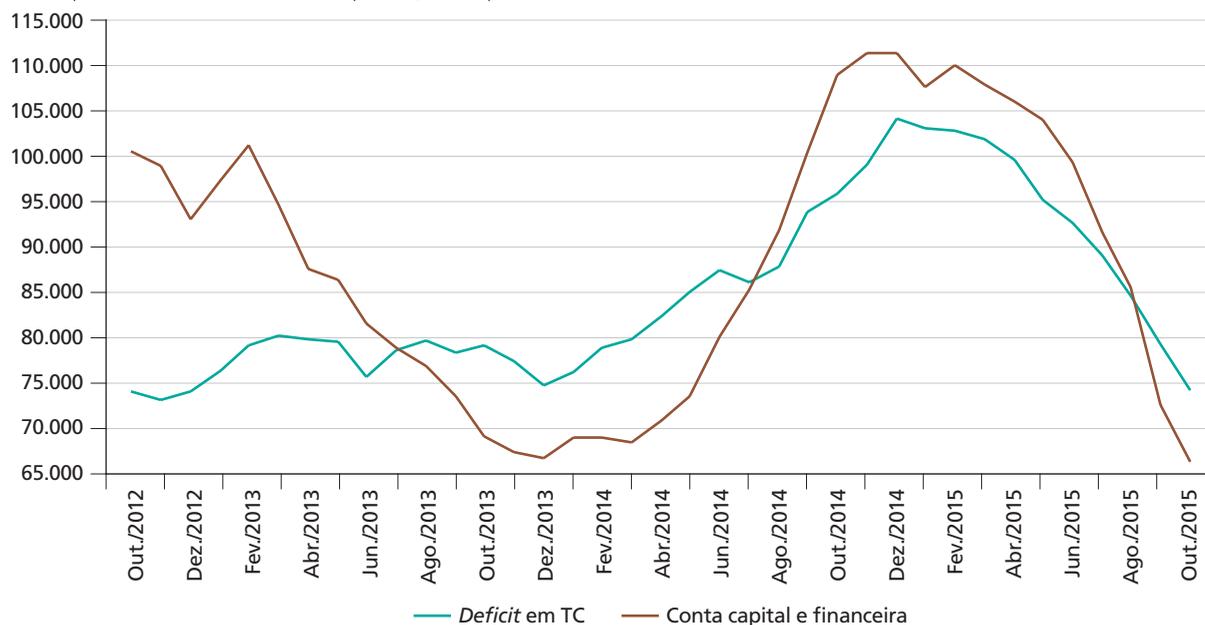
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## GRÁFICO 4.1

### Balço de pagamentos: transações correntes e conta capital e financeira (out./2012-out./2015)

(Valores acumulados em doze meses, em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## 4.2 CÂMBIO

As cotações do dólar estiveram menos pressionadas nos meses de outubro e novembro, após terem aumentado rapidamente nos meses anteriores, chegando a alcançar valores superiores a R\$ 4,00. No final de 2015, elas oscilavam entre R\$ 3,70 e R\$ 3,90, com alta de mais de 40% desde o final do ano anterior e de quase 50% em comparação a dois anos atrás. O gráfico 4.2 ilustra uma certa estabilização das cotações, após um forte movimento de alta entre maio e setembro.

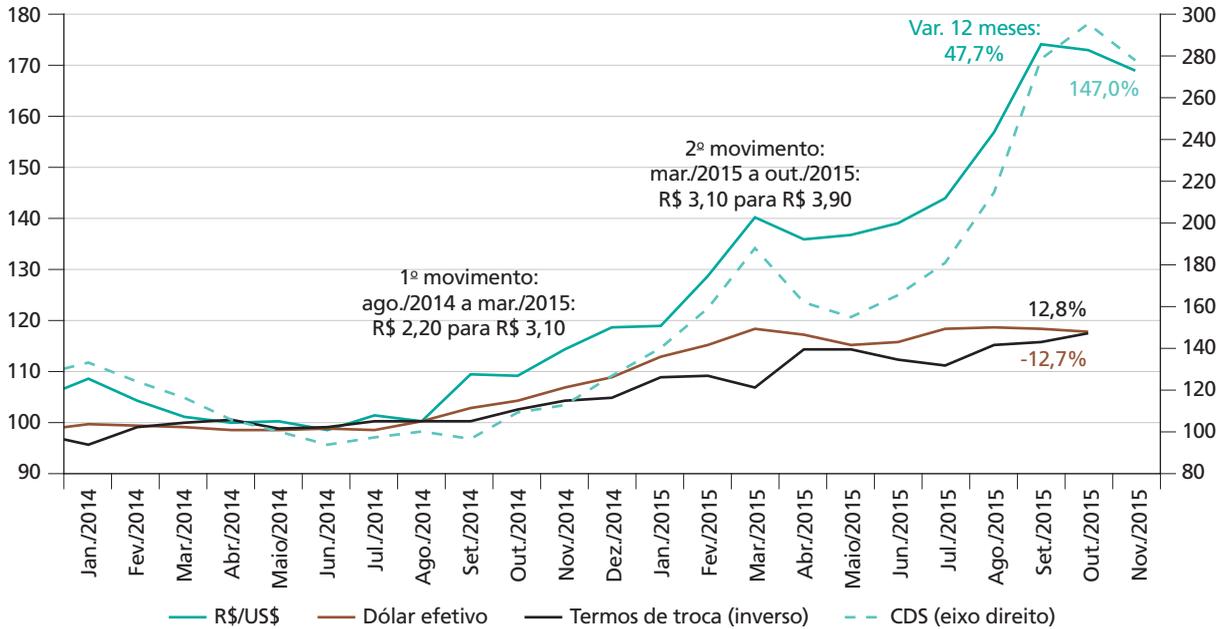
Embora a tendência de alta das cotações que se observa desde meados de 2014 esteja relacionada a diversos fatores, entre os quais destacam-se a queda dos termos de troca do país e a valorização do dólar ante as principais moedas internacionais, o gráfico 4.2 não deixa dúvida de que o principal determinante da evolução das cotações nos últimos meses tem sido o aumento do risco-país, medido pelos CDS de cinco anos. Entre maio e setembro, a cotação do CDS brasileiro subiu 80%, atingindo valor superior a 400 pela primeira vez em dez anos.

O aumento do risco reflete as incertezas quanto ao desempenho macroeconômico do país, mais especificamente à situação fiscal. Basta observar que o CDS teve um primeiro movimento de alta a partir do final de 2014, quando ficou evidente que o resultado primário daquele ano seria muito pior do que o previsto, e um segundo movimento iniciou-se em meados de 2015, quando ficou claro que a meta inicialmente prevista para 2015 não seria cumprida e que o governo teria dificuldades para aprovar medidas que permitissem uma melhoria substancial das contas públicas nos anos seguintes.

### GRÁFICO 4.2

Taxa de câmbio nominal, *spread* do CDS brasileiro, termos de troca e taxa efetiva do dólar em relação às principais moedas internacionais (jan./2014-nov./2015)

(Dez./2012 = 100)



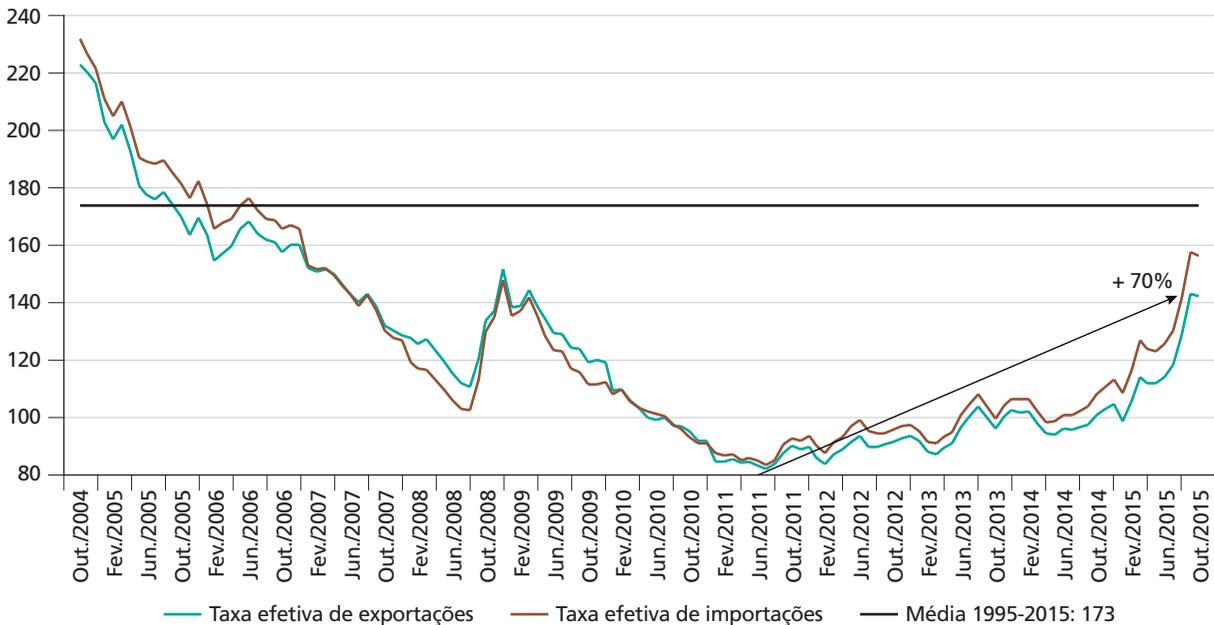
Fonte: BCB, FMI, Bloomberg e Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

### GRÁFICO 4.3

Taxa de câmbio efetiva real: exportações e importações (out./2004-out./2015)

(2010 = 100)



Fonte: Ipea.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

Obs.: Os dados de julho a outubro de 2015 são estimativas preliminares.

Em termos reais (deflacionada pelos preços no atacado), a taxa de câmbio efetiva do real, ou seja, aquela que considera uma cesta de moedas dos principais países com os quais o país realiza comércio<sup>1</sup> acumulou desvalorização de cerca de 40% nos doze meses até outubro.<sup>2</sup> Isso na taxa referente às exportações, ou seja, na taxa cujos pesos dos diferentes países/moedas são determinados por sua participação na pauta de exportações brasileiras. A taxa efetiva real das importações, que considera a participação dos países na pauta de importações brasileiras, revela uma desvalorização um pouco maior, de 44%.

O gráfico 4.3 ilustra que, a despeito da grande desvalorização ocorrida nos últimos anos – desde junho de 2011 a taxa efetiva real acumula alta de 70% –, o nível do câmbio real apenas retornou ao nível que prevalecia em 2007, e permanece cerca de 20% abaixo da média dos últimos vinte anos. Vale lembrar, contudo, que em 2007 o país registrou um *superavit* em transações correntes de US\$ 1,6 bilhão, com saldo comercial de US\$ 40,3 bilhões.

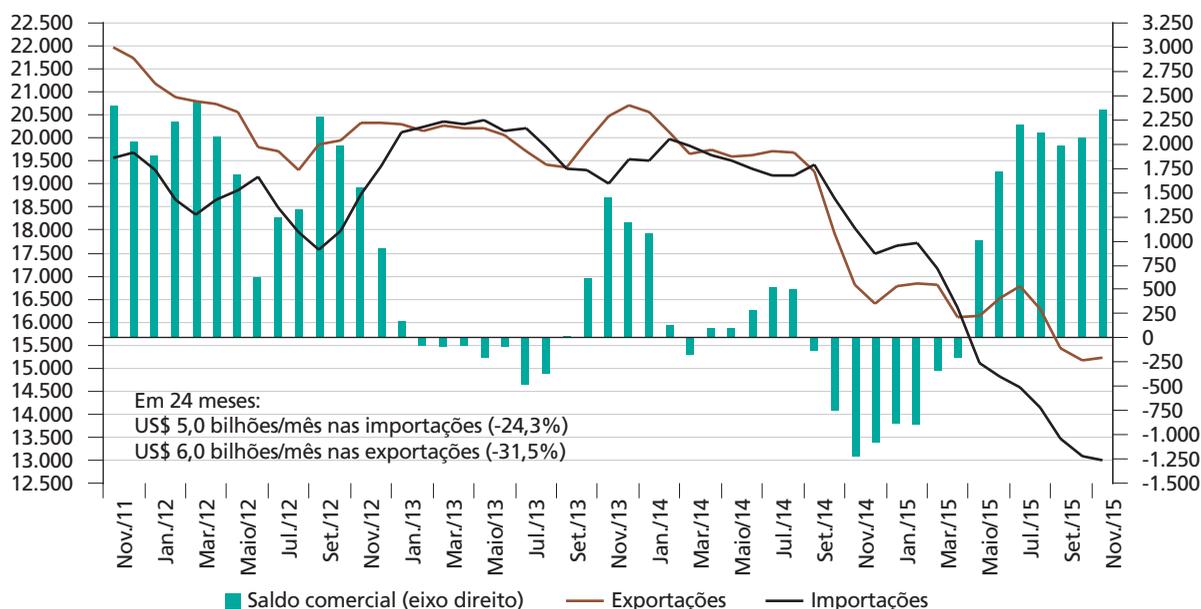
### 4.3 BALANÇA COMERCIAL

A balança comercial brasileira registrou, nos últimos meses, *superavit* comerciais bastante robustos, da ordem de US\$ 2 bilhões ao mês, em termos dessazonalizados, consolidando uma reversão em relação ao que ocorreu no biênio 2013-2014, marcado por resultados próximos do equilíbrio ou mesmo deficitários. No acumulado de janeiro a novembro de 2015, o *superavit* alcançou US\$ 13,4 bilhões, ao passo que, nos dois anos anteriores, o saldo no mesmo período fora negativo.

GRÁFICO 4.4

#### Exportações, importações e saldo comercial (nov./2011-nov./2015)

(Valores dessazonalizados, em médias móveis de três meses, em US\$ milhões)



Fonte: Secex/MDIC.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

1. Taxas calculadas pelo Ipea, como metodologia revista e atualizada no último mês de outubro. Séries disponíveis em: <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)>.

2. Os números de julho a outubro são preliminares.

O gráfico 4.4 evidencia que a melhoria recente da balança deve-se, principalmente, a uma queda extraordinária das importações, ao lado de uma retração das exportações. No acumulado do ano, as importações têm queda de 24,1%, taxa bem mais negativa do que os -16,0% referentes às exportações. E a diferença de desempenho entre as duas séries vem acentuando-se nos últimos meses. No acumulado de agosto a novembro de 2015, as importações tiveram queda de 32,0% em relação ao mesmo quadrimestre de 2014; nessa mesma comparação, as exportações sofreram retração de 17,0%.

O gráfico 4.4 ilustra ainda a magnitude da queda dos fluxos de comércio que se observou de 2013 para cá. Na série livre de fatores sazonais, as exportações saíram de um patamar de cerca de US\$ 20 bilhões ao mês, naquele ano, para pouco mais de US\$ 15 bilhões, no final de 2015. Nesse mesmo período, as importações passaram de US\$ 19 bilhões para US\$ 13 bilhões. Em termos históricos, ambos os fluxos recuaram para os mesmos níveis observados em meados de 2008, às vésperas da crise financeira internacional.

A tabela 4.2 mostra que toda a queda das exportações em 2015 deveu-se à redução dos preços, não apenas dos produtos básicos (-30,2%), mas também dos semimanufaturados (-15,1%) e dos manufaturados (-10,4%). O *quantum*, em contrapartida, acumulou crescimento de 6,8%, impulsionado pela alta de 13,1% das quantidades embarcadas de produtos básicos – entre os quais o grande destaque é o petróleo (+49,8%) – e também de produtos semimanufaturados (+7,2%). Nos manufaturados, o desempenho ainda é negativo (-0,7%), mas bem melhor do que em 2014, quando houve queda de 13,0%.

Quanto às importações, a tabela mostra que a queda observada neste ano pode ser atribuída, em parcelas semelhantes, à redução de preços (-12,2%) e à retração do *quantum* (-13,9%). Nos preços, a maior contribuição é dada pelos combustíveis, com queda de 38,7%, acompanhando o recuo das cotações do petróleo. Mas há redução generalizada, inclusive nos bens de consumo duráveis (-5,4%) e não duráveis (-9,9%). No *quantum*, destaca-se a queda de 22,8% dos bens de consumo duráveis e de 18,4% dos bens de capital. Ambos os tipos de produtos não são apenas muito sensíveis à redução da demanda doméstica, mas também mostram-se historicamente mais sensíveis às variações cambiais.

No que diz respeito ao *quantum* exportado segundo classes de produtos, o gráfico 4.5 ilustra mais claramente as tendências recentes. O primeiro ponto a se evidenciar é o firme crescimento dos produtos básicos, que acumulou alta da ordem de 30% nos últimos cinco anos, a despeito de oscilações expressivas – a exemplo da queda sofrida nos últimos meses de 2014 e da aceleração que se seguiu até meados de 2015. O segundo ponto a se destacar é o crescimento, ainda que discreto, das vendas de bens manufaturados, que acumularam alta de cerca de 17% nos últimos cinco anos e vêm tendo um desempenho bem positivo do final de 2014 para cá.

Por fim, há o comportamento destoante dos bens manufaturados, cujo *quantum* vem mantendo-se virtualmente estável nos últimos cinco anos, sendo possível, inclusive, identificar uma ligeira tendência de recuo no biênio 2014-2015. Vale lembrar que o nível atual do *quantum* de manufaturados está ainda 27,0% abaixo do recorde histórico alcançado na virada de 2007 para 2008. Em meio a esse quadro negativo, porém, é possível perceber alguns indícios de recuperação em setores importantes, como o têxtil (alta de 5,1% do *quantum* exportado no acumulado janeiro-outubro de 2015), produtos de madeira (+8,6%), produtos químicos (1,7%) e veículos automotores (+2,1%). Além disso, as exportações de plataformas de petróleo no período janeiro-novembro sofreram redução de 42,5% em relação ao ano passado e, na ausência desse fator, a variação do *quantum* no ano já poderia estar em terreno positivo.

TABELA 4.2

**Exportações e importações, segundo classes de produtos e categorias de uso: variação de valor, preço e *quantum* (janeiro-outubro/2015)**

(Em %)

	Valor	Preço	<i>Quantum</i>
Exportações	(16,4)	(21,5)	6,8
Básicos	(21,3)	(30,2)	13,1
Petróleo e gás	(24,7)	(49,8)	51,1
Agropecuária	(9,1)	(18,2)	13,3
Extração de minerais metálicos	(42,0)	(45,8)	7,4
Semimanufaturados	(9,3)	(15,1)	7,2
Manufaturados	(11,3)	(10,4)	(0,7)
Importações	(23,5)	(12,2)	(13,9)
Intermediários	(18,5)	(5,3)	(14,4)
Bens de capital	(20,6)	(2,4)	(18,4)
Combustíveis	(45,6)	(38,7)	(11,7)
Bens de consumo duráveis	(31,9)	(5,4)	(22,8)
Bens de consumo não duráveis	(11,2)	(9,9)	(1,5)

Fonte: Funcex.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

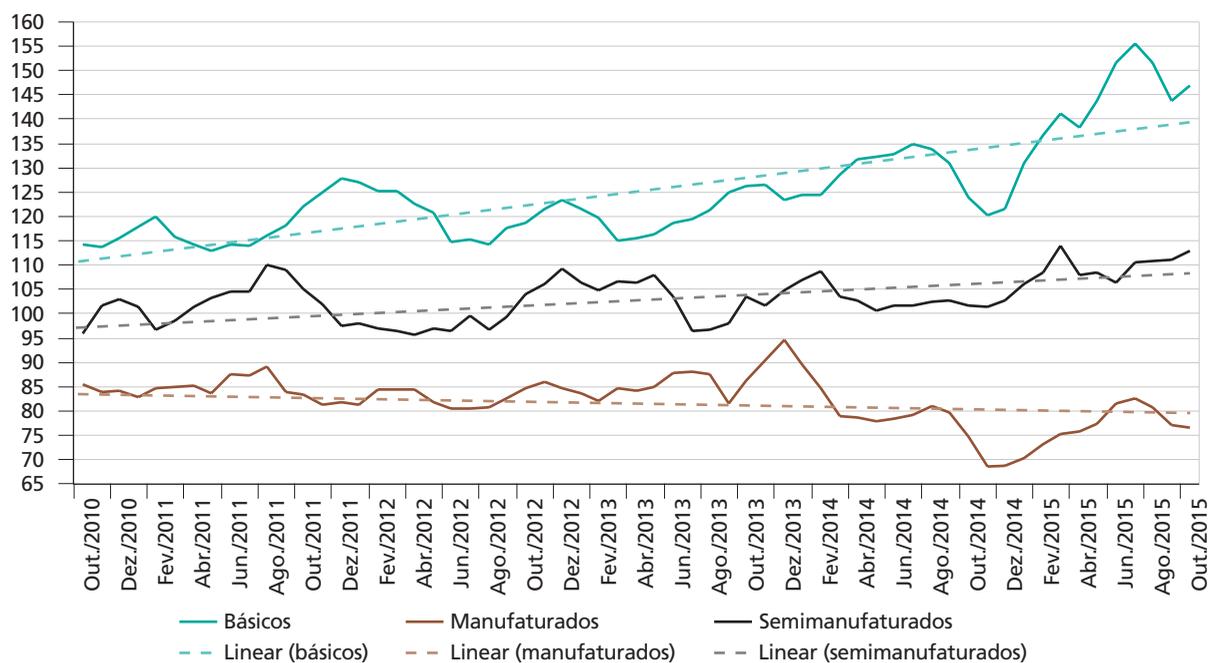
A forte desvalorização cambial recente e o elevado nível de capacidade ociosa na indústria brasileira sugerem que há um bom potencial de crescimento das exportações daqui para adiante – em que pesem evidências empíricas de uma baixa elasticidade-câmbio das exportações no Brasil. Mas a recuperação das vendas externas tem sido prejudicada pelo fraco desempenho do comércio mundial. Os dados do Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (gráfico 4.6) mostram que o *quantum* das importações mundiais cresceu apenas 1,2% nos primeiros seis meses de 2015 e vem sofrendo retração na margem. As exportações brasileiras têm evoluído a um ritmo próximo (e um pouco inferior) ao das importações mundiais em volume, embora com um comportamento bem mais volátil do que estas. Dados de instituições multilaterais, como Fundo Monetário Internacional (FMI) e Organização Mundial do Comércio (OMC), também mostram um comércio mundial crescendo em ritmo lento, menor, inclusive, do que o crescimento do PIB mundial. O quadro é agravado quando tem-se em conta a sensível desaceleração econômica sofrida pelos países latino-americanos após o fim do ciclo de alta das *commodities*, lembrando que estes países respondem por cerca de metade das exportações brasileiras de manufaturados.

Por fim, nunca é demais lembrar que é o país tem sido afetado por um choque negativo de termos de troca bastante intenso, que se iniciou na segunda metade de 2011, mas que ganhou velocidade no período recente. Entre maio de 2014 e outubro de 2015, a queda acumulada dos termos de troca foi de 15%. Na prática, o país já devolveu todo o ganho obtido no período de *boom* das *commodities*, e os termos de troca já estão em um patamar inferior à média dos últimos vinte anos (gráfico 4.7).

## GRÁFICO 4.5

### Índices de *quantum* de exportações, segundo classes de produtos (out./2010-out./2015)

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses – set./2008 = 100)



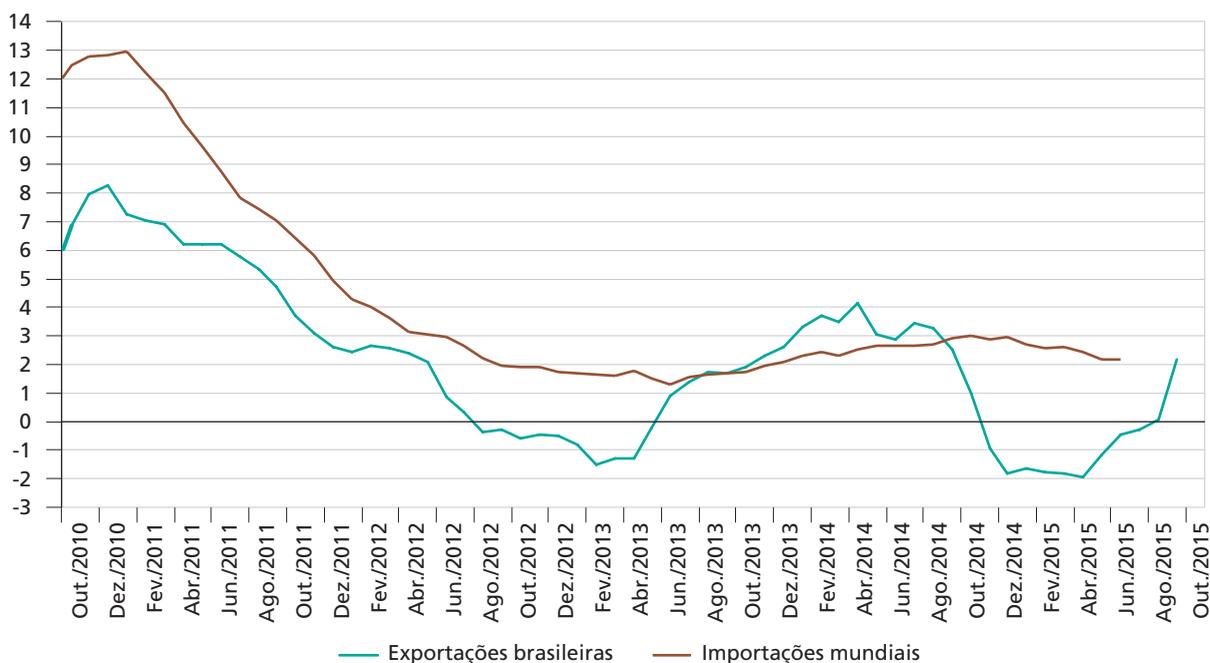
Fonte: Funcex.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## GRÁFICO 4.6

### Taxa de crescimento do *quantum* de exportações brasileiras e de importações mundiais (out./2010-out./2015)

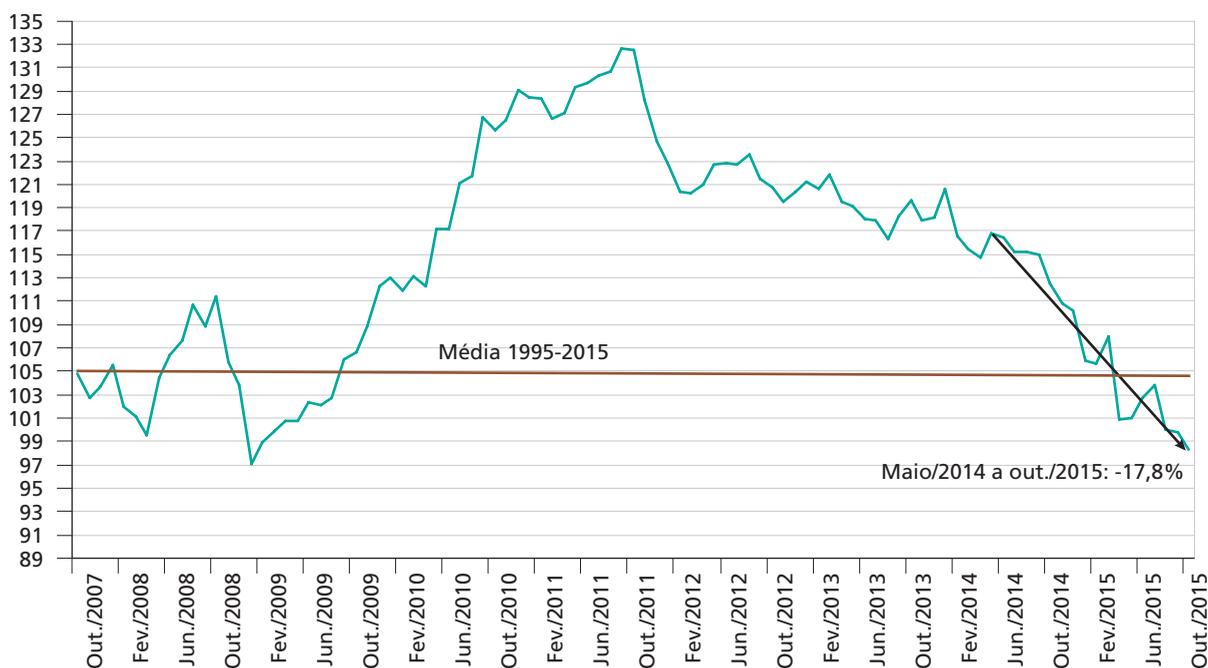
(Médias móveis de doze meses, em %)



Fonte: Funcex e CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 4.7  
**Evolução dos termos de troca (out./2007-out./2015)**  
 (2006 = 100)



Fonte: Funcex.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

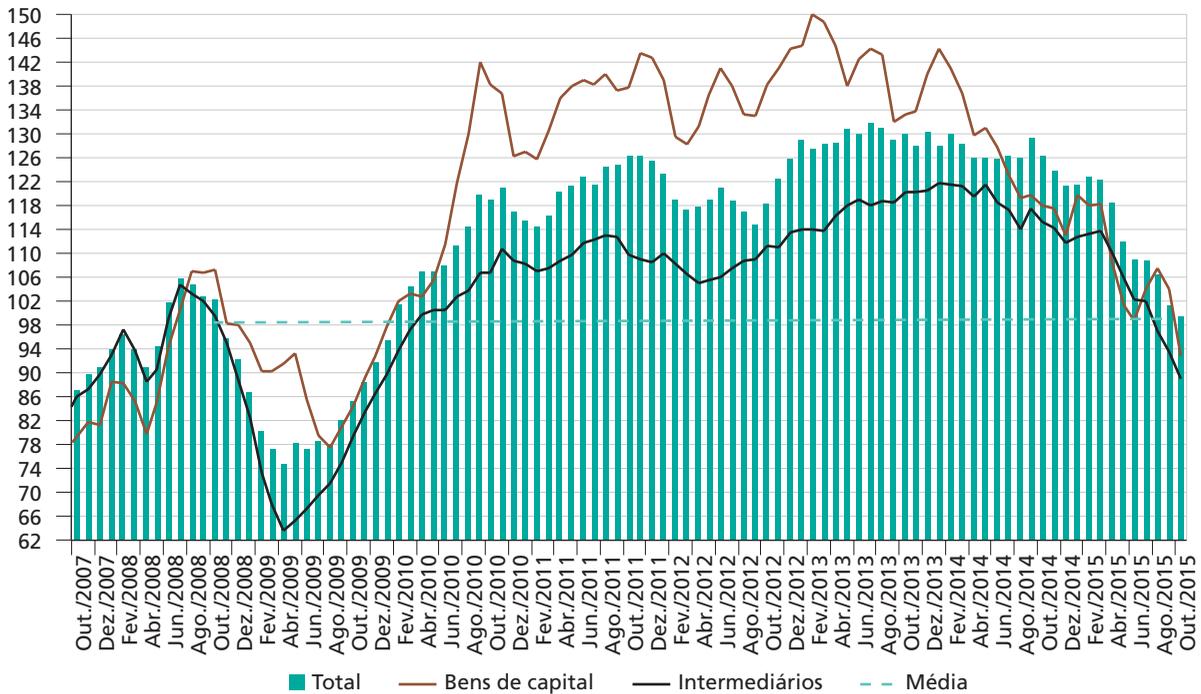
A análise do desempenho recente do *quantum* de importações revela que a forte queda observada em 2015 foi de tal magnitude que fez o nível das importações recuar para patamar semelhante ao observado em meados de 2008, imediatamente antes da eclosão da crise financeira internacional (gráfico 4.8). A queda recente é generalizada entre as diversas categorias de uso de produtos, mas o desempenho tem sido especialmente negativo nos bens de capital e nos bens intermediários. Desde o pico histórico alcançado no início de 2013, as importações de bens de capital já acumulam retração de quase 40,0%. Nos bens intermediários, o movimento de retração é mais recente, tendo se iniciado em meados de 2014. No período janeiro-outubro de 2015, o *quantum* destes bens acumulou retração de 14,4%.

Vale lembrar que os bens intermediários, que respondem pela maior parte da pauta de importação, mostram-se historicamente pouco sensíveis às variações cambiais devido à baixa capacidade da oferta doméstica de substituir os insumos que são tradicionalmente importados. Com isso, seu desempenho é fortemente correlacionado com a produção industrial doméstica, conforme fica evidente no gráfico 4.9, sugerindo-se que as importações de intermediários reagem às variações da produção industrial com uma defasagem de cerca de seis meses. Mantido esse padrão, é provável que as importações de bens intermediários continuem em retração por mais alguns meses, reagindo à queda da produção industrial já ocorrida.

## GRÁFICO 4.8

### Índices de *quantum* de importações, segundo categorias de uso selecionadas (out./2007-out./2015)

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses – 2006 = 100)



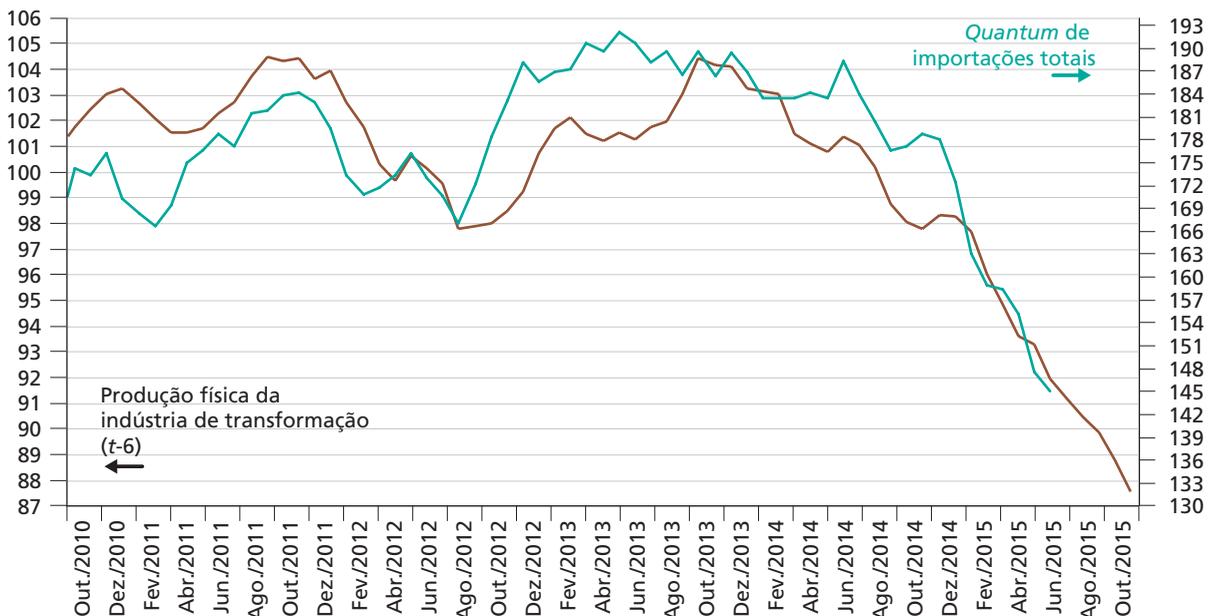
Fonte: Funcex.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## GRÁFICO 4.9

### *Quantum* de importações de bens intermediários e produção física da indústria de transformação, defasada em seis meses (out./2010-out./2015)

(Séries dessazonalizadas, média móvel de três meses – 2006 = 100 e 2012 = 100)



Fonte: Funcex e IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A análise da evolução do comércio exterior do país segundo os principais produtos (tabela 4.3) mostra que quase 60% da redução das exportações no período janeiro-novembro de 2015 em relação ao mesmo período de 2014 deveu-se à queda das vendas de apenas quatro produtos: minério de ferro (responsável, sozinho, por um terço da redução total), soja em grão, petróleo e carnes. O desempenho destes produtos está diretamente associado à queda das cotações internacionais das *commodities*, visto que os volumes de exportação destes produtos tiveram crescimento no período – o petróleo, por exemplo, teve alta de 52%. Esses números tornam ainda mais evidente a intensidade do impacto da queda das cotações internacionais das *commodities* e os problemas de se ter uma pauta de exportações muito concentrada neste tipo de produtos, como vem acontecendo com o Brasil nos últimos anos.

O desempenho dos demais produtos da pauta, contudo, também não tem sido favorável. Os produtos manufaturados acumulam redução de US\$ 8 bilhões na mesma comparação, sendo especialmente notável o recuo das vendas de óleos combustíveis e também das plataformas de exploração de petróleo.

Quanto às importações, a queda acumulada no ano superou o montante de US\$ 50 bilhões, com destaque especial para os bens intermediários, que contribuíram com 38% da redução, e para o petróleo e os demais combustíveis e lubrificantes, que responderam por cerca de 30% da redução total das importações – ocasionada não apenas por menores preços, mas também pela retração dos volumes importados.

TABELA 4.3

**Exportações, importações e saldo comercial, segundo produtos selecionados (jan./2015-nov./2015 em relação a jan./2014-nov./2014)**

Principais produtos	Variação (%)	Variação absoluta (US\$ bilhões)	Contribuição para variação (%)
Exportações	-16,0	-33,3	100,0
Minério de ferro	-46,3	-11,0	33,1
Petróleo em bruto	-26,9	-4,0	12,0
Soja em grão	-10,8	-2,5	7,5
Carnes	-14,9	-1,9	5,8
Manufaturados	-10,9	-8,0	24,1
Óleos combustíveis	-62,6	-2,1	6,2
Plataformas de petróleo	-43,3	-0,9	2,6
Veículos, peças e motores	-4,1	-0,4	1,1
Demais	-9,7	-5,8	17,4
Importações	-24,1	-51,0	100,0
Bens intermediários	-20,4	-19,5	38,2
Petróleo em bruto	-52,3	-7,5	14,6
Bens de capital	-20,5	-9,0	17,7
Demais combustíveis e lubrificantes	-37,5	-8,2	16,0
Bens de consumo	-19,0	-6,8	13,4
Saldo comercial	-409,2	17,8	100,0

Fonte: Secex/MDIC.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Quanto à distribuição dos fluxos de comércio entre os principais países e blocos econômicos com os quais o Brasil transaciona, observa-se que as exportações no período janeiro-novembro

de 2015 sofreram queda para todos os destinos, com destaque para União Europeia (-20,0%), China (-13,3%) e Mercosul (-15,4%). A redução foi generalizada também nas importações, com quedas mais significativas nas compras oriundas do Mercosul (-27,8%), da União Europeia (-21,5%) e dos Estados Unidos (-23,5%).

#### 4.4 SERVIÇOS E RENDAS

Os primeiros dez meses de 2015 foram marcados pela retração do *deficit* da balança de serviços (-19,0%), inclusive na rubrica de aluguel de equipamentos, cujas despesas líquidas já acumulam queda de -2,1%, após passarem grande parte do ano em crescimento (tabela 4.4). Ao longo dos últimos anos, essa conta tornou-se a mais importante dentro dos serviços, e seu *deficit* tem se mostrado insensível a variáveis como renda doméstica e taxa de câmbio, diferentemente do que se vê em outras rubricas importantes, como viagens internacionais – cujo *deficit* sofreu queda de 34,7% no ano – e transportes – cuja redução de 30,9% reflete diretamente o efeito da retração dos fluxos de comércio de mercadorias. Também o *deficit* da conta de serviços de propriedade intelectual (*royalties*, licenças etc.) sofreu queda de 16,7%, ao passo que os outros serviços de negócio, única conta que registra *superavit* importante na balança de serviços, tiveram queda de 19,5%.

TABELA 4.4  
Balança de serviços e de rendas (janeiro-outubro/2015)  
(Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-outubro		Variação
	2014	2015	2015/2014 (%)
Serviços	(39,6)	(32,1)	(19,0)
Aluguel de equipamentos	(18,2)	(17,8)	(2,1)
Viagens internacionais	(15,9)	(10,4)	(34,7)
Transportes	(7,4)	(5,1)	(30,9)
Propriedade intelectual	(4,7)	(3,9)	(16,7)
Outros serviços de negócio	10,7	8,6	(19,5)
Demais serviços	(4,2)	(3,5)	(15,7)
Renda primária	(41,9)	(34,1)	(18,6)
Lucros e dividendos	(23,9)	(15,9)	(33,2)
Lucros e dividendos de investimento direto	(18,3)	(12,5)	(31,6)
Lucros e dividendos de investimento em carteira	(5,6)	(3,5)	(38,5)
Juros	(18,3)	(18,5)	0,8
Salários	0,3	0,3	1,5
Renda secundária	2,0	2,0	(0,1)

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A conta de renda primária também teve queda importante em seu *deficit* no período janeiro-outubro, explicada totalmente pela retração de 33,2% das remessas de lucros e dividendos – que, por sua vez, retratam a menor rentabilidade das empresas, o mau desempenho do mercado acionário brasileiro e o desestímulo às remessas por conta do dólar mais caro. As despesas líquidas com juros, ao contrário, cresceram 0,8% no ano, fazendo com que seu *deficit* voltasse a ser maior do que o referente aos lucros e dividendos, o que não acontecia há quase dez anos.

## 4.5 FLUXOS DE CAPITAL

Os fluxos líquidos de capitais para o país,<sup>3</sup> destacados na tabela 4.5, somaram US\$ 54,7 bilhões no período janeiro-outubro de 2015, o que representou uma redução de 45,2% em relação ao mesmo período de 2014. Dois fatores principais explicam esse comportamento: a queda dos investimentos diretos no país, da ordem de 32%, e a redução de 51,9% dos investimentos em carteira no país, concentrada nos recursos direcionados a aplicações em títulos domésticos (-64,4%). Vale destacar, ainda, o volume bastante elevado de amortizações de empréstimos e títulos de médio e longo prazos negociados no mercado externo, que fez com que o saldo líquido dessa conta ficasse negativo em US\$ 900 milhões no período, mesmo diante de um crescimento de 1,2% dos ingressos de recursos nessa modalidade.

A pressão sobre a conta financeira do balanço de pagamentos foi amenizada por um menor volume de investimentos diretos de empresas brasileiros no exterior (-51,7%) e também por uma redução de 33,5% nos outros investimentos, que representam a aplicação de recursos de brasileiros em ativos diversos fora do país.

**TABELA 4.5**  
**Conta financeira do balanço de pagamentos (janeiro-outubro/2015)**  
(Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-outubro		Variação (%)
	2014	2015	
Fluxo líquido de capitais (ex-reservas) <sup>1</sup>	99,7	54,7	(45,2)
<i>Investimento direto no país</i>	<i>81,1</i>	<i>54,9</i>	<i>(32,3)</i>
Participação no capital	46,6	39,3	(15,8)
Operações intercompanhia	34,4	15,7	(54,5)
<i>Investimentos em carteira no país</i>	<i>48,2</i>	<i>23,2</i>	<i>(51,9)</i>
Ações	12,5	10,5	(15,6)
Títulos negociados no mercado doméstico	35,8	12,7	(64,4)
<i>Empréstimos e títulos de MLP negociados no mercado externo</i>	<i>17,9</i>	<i>(0,9)</i>	-
Ingressos	61,1	61,9	1,2
Amortizações	43,2	62,7	45,2
<i>Empréstimos e títulos de CP negociados no mercado externo</i>	<i>20,5</i>	<i>6,6</i>	<i>(68,0)</i>
<i>Investimento direto no exterior</i>	<i>(24,5)</i>	<i>(11,8)</i>	<i>(51,7)</i>
<i>Outros investimentos no exterior</i>	<i>(52,6)</i>	<i>(35,0)</i>	<i>(33,5)</i>
<i>Outros capitais</i>	<i>9,1</i>	<i>17,7</i>	<i>94,1</i>

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: <sup>1</sup> Na nomenclatura do balanço de pagamentos, equivale ao saldo da conta financeira com sinal invertido, excluídos os ativos de reservas.

3. Equivale ao saldo da conta financeira com sinal invertido, excluídos os ativos de reservas.



## 5 MOEDA E CRÉDITO

### SUMÁRIO

Na reunião de 25 de novembro de 2015, o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom/BCB) manteve a meta para a taxa básica de juros (Selic) estável em 14,25%. O fato de a decisão não ter sido unânime, com dois diretores votando pela elevação em 0,5 ponto percentual (p.p.), e as expectativas de mercado elevaram a possibilidade de elevação da Selic nas reuniões seguintes.

O crédito, tanto em saldo quanto em novas concessões, continuou em sua trajetória de declínio. O saldo total de crédito caiu, em termos reais, 1,6%, em outubro de 2015, sobre o mesmo mês de 2014. O endividamento das famílias como percentual da renda acumulada nos últimos doze meses atingiu 46,0% em setembro de 2015, sendo 19,0% com crédito habitacional e 27,0% com os demais tipos. O comprometimento da renda com o serviço da dívida das famílias atingiu 23,0% em setembro de 2015, mantendo a tendência de elevação observada desde o início do mesmo ano.

### 5.1 JUROS

Em sua reunião de 25 de novembro de 2015, o Copom manteve a meta para a Selic estável em 14,25%. Com tal decisão, permanece suspenso o ciclo de alta que, em sua segunda etapa, começou em 30 de outubro de 2014. O ciclo completo teve início em abril de 2013, quando a meta foi elevada de 7,25% para 7,50%, prosseguindo em alta até abril de 2014, mês em que atingiu 11,00%, nível mantido até outubro daquele mesmo ano. Em 30 de outubro, passou para 11,25%, começando a série de elevações que culminaria com os 14,25% atingidos em 29 de julho de 2015 e repetidos nas últimas reuniões. No gráfico 5.1, essa trajetória pode ser vista, acompanhada do movimento da taxa de juros real *ex ante* – calculada pelo deflacionamento da taxa negociada no *swap* DI x pré de um ano, usando a expectativa para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) nos próximos doze meses, conforme coletada no relatório *Focus* do BCB. A taxa de juros real subiu de 1,36%, em dezembro de 2012 – quando a meta para a Selic era de 7,25% –, para 7,85%, no final de novembro de 2015, taxa superior à que prevalecia no fim do último ciclo de alta da Selic, em 2011.

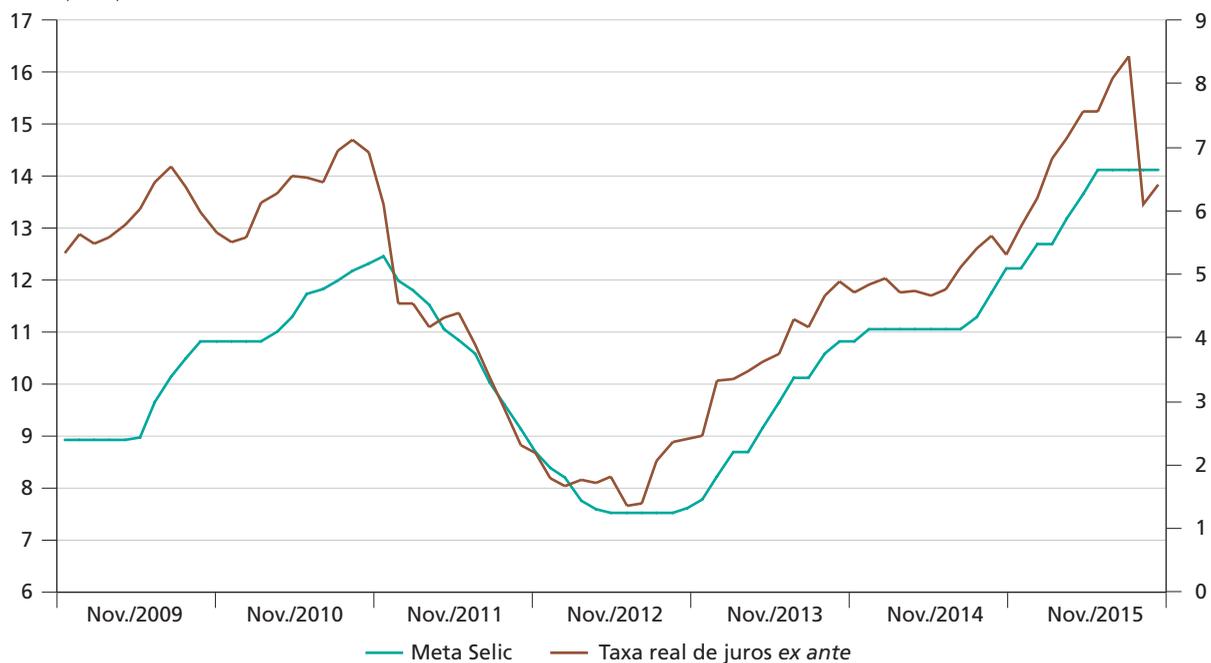
O comunicado divulgado logo após a reunião de 25 de novembro de 2015 dizia que “avaliando a conjuntura macroeconômica e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu manter a taxa Selic em 14,25% a.a., sem viés, por seis votos a favor e dois votos pela elevação da taxa Selic em 0,50 p.p.”. A divergência entre os membros do comitê revela diferentes opiniões sobre o momento adequado de agir com novas elevações da taxa de juros para conduzir a inflação para o centro da meta em 2017.

Diante da falta de consenso, a interpretação predominante entre os analistas foi a de que a taxa poderá ser elevada nas próximas reuniões do comitê em 2016. Em grande medida, a definição do BCB em relação à taxa de juros dependerá da evolução das projeções de inflação e do movimento da taxa de câmbio. Enquanto a primeira é influenciada pelas incertezas em relação ao ajuste fiscal, a segunda depende do cenário externo. Os comentários dos departamentos econômicos de bancos e de corretoras logo após a recente decisão do Copom deixam entrever que, se houver algum risco de alteração da meta para a Selic, será para cima, já que a ameaça altista do câmbio e das incertezas fiscais sobre a inflação parecem mais fortes do que o efeito de contenção do nível fraco de atividade.

## GRÁFICO 5.1

### Meta para a Selic e taxa Selic real *ex ante* (nov./2009-nov./2015)

(Em %)



Fonte: BCB e BM&FBovespa.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

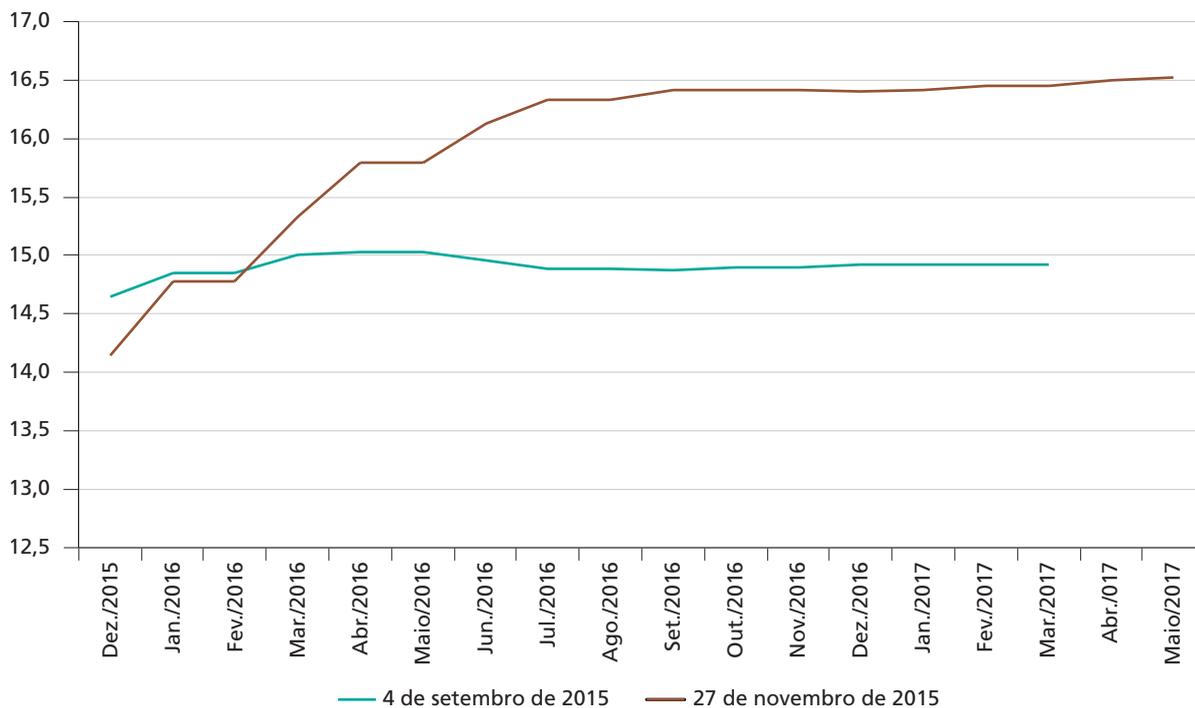
Obs.: 1. Taxa real de juros *ex ante* calculada com *swap* DI x pré de um ano e expectativa para o IPCA para os próximos doze meses do relatório *Focus* do BCB.

2. A taxa real de juros de novembro/2015 está calculada com base no *swap* de 27 de novembro e na expectativa do IPCA de 30 de novembro.

As expectativas para a meta Selic embutidas no DI Futuro passaram a incorporar novas elevações, que a levariam para 15,0% em março de 2016, atingindo 16,0% já em meados de 2016 e mantendo o ciclo de alta até atingir 16,5% em janeiro de 2017, patamar em que se estabilizaria. Nesse momento de crise econômica, as cotações dos diversos mercados têm estado bem voláteis, mas isso não altera a percepção de que houve mudança significativa de visão quanto ao futuro da taxa básica de juros em relação a três meses atrás, quando da última edição desta *Carta de Conjuntura* (setembro/2015), que fica bem evidente no gráfico 5.2. Naquela ocasião, esperava-se que a Selic seria mantida no patamar de 15,0% ao longo do ano de 2016. No entanto, o que se verifica agora é uma expectativa de elevação da Selic até o patamar de 16,5% em 2017. No início de 2017, a Selic estaria quase 1,5 p.p. acima do que era esperado anteriormente para a mesma data (16,5% e 15,0%, respectiva e aproximadamente).

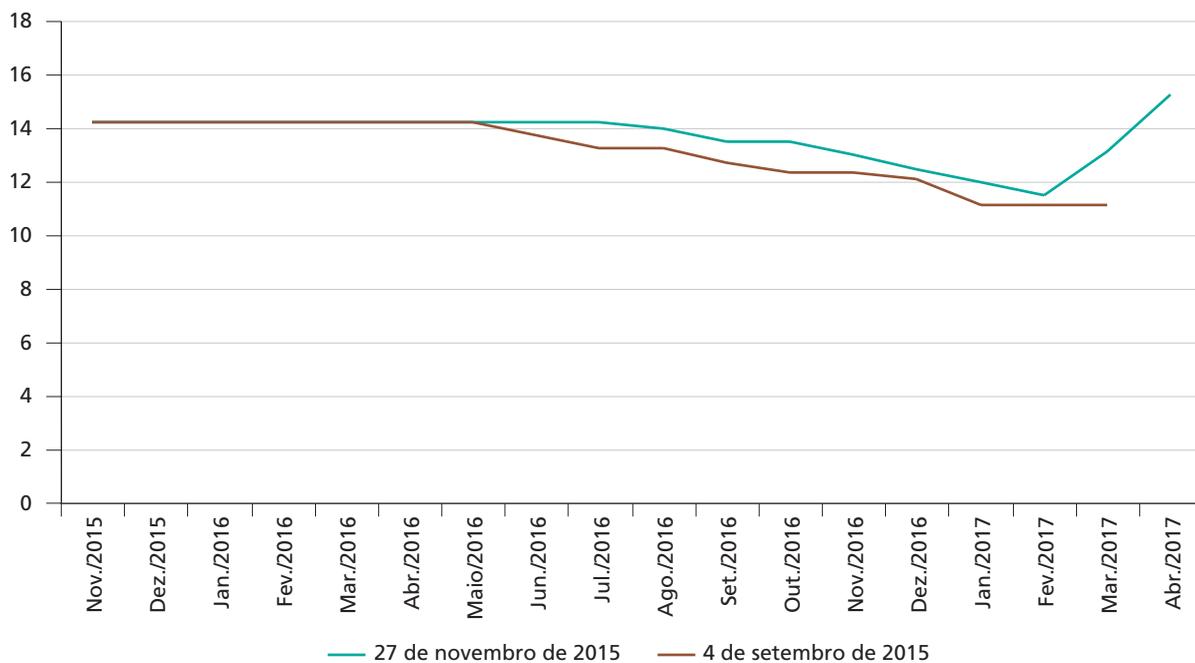
As expectativas para a meta Selic coletadas pelo BCB (tipicamente junto a departamentos econômicos de instituições financeiras e outras empresas) mostram um aumento da taxa básica de juros a partir de março de 2017. Verifica-se, comparando com as projeções no início de setembro de 2015, uma mudança na percepção dos agentes, que passou a ser de elevação da Selic (gráfico 5.3).

**GRÁFICO 5.2**  
**Expectativa para a meta Selic implícita no DI Futuro**  
 (Em %)



Fonte: Bloomberg.  
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 5.3**  
**Expectativa para a meta Selic: boletim Focus/BCB (top 5)**  
 (Em %)



Fonte: Bloomberg.  
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A tabela 5.1 mostra as expectativas de inflação coletadas pelo BCB em duas datas: 28 de agosto de 2015, mostradas na última edição desta *Carta de Conjuntura* (setembro/2015), e 2 de dezembro de 2015. Nota-se que, entre as duas datas, a inflação esperada para 2016 subiu de 5,51% para 6,71%. Na mesma medida, a esperada para 2017 elevou-se de 4,60% para 5,12%. A meta de 4,50%, que só seria alcançada em 2017, passou a ser esperada apenas para 2019. Assim, o mercado considera improvável o retorno da inflação para a meta nos próximos anos. Mas é preciso lembrar que as expectativas para o produto interno bruto (PIB) – também mostradas na tabela 5.1 – pioraram significativamente. No final de agosto, esperava-se que a taxa de retração acumulada no triênio 2015-2017 seria de 1,16%. No início de dezembro, essa expectativa tinha passado para -4,56%.

TABELA 5.1

**Expectativa boletim *Focus*/BCB para a inflação medida pelo IPCA: mediana das expectativas, amostra completa**  
(Em %)

	IPCA		PIB	
	Em 28 de agosto de 2015	Em 2 de dezembro de 2015	Em 28 de agosto de 2015	Em 2 de dezembro de 2015
2015	9,28	10,40	-2,26	-3,43
2016	5,51	6,71	-0,40	-2,13
2017	4,60	5,12	1,50	1,00
2018	4,50	5,00	2,00	2,00
2019	4,50	4,50	2,00	2,00

Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## 5.2 CRÉDITO

O saldo total de crédito para o mês de outubro de 2015 correspondeu a 54,7% do PIB, um decréscimo de 0,3 p.p. em relação ao mês anterior e uma variação em doze meses de 1,3 p.p. Como pode-se observar pelo gráfico 5.4, o saldo total de crédito como percentual do PIB cresceu consideravelmente entre fevereiro e dezembro de 2014. Desde então, o valor estabilizou-se em torno de 54,5%.

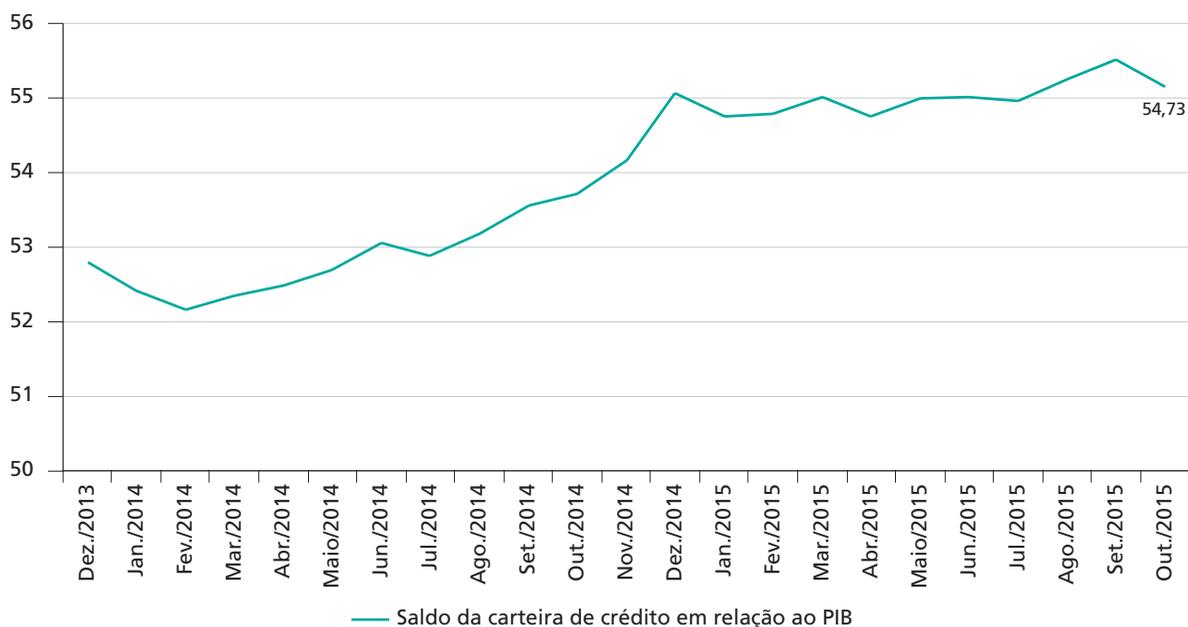
Entre outubro de 2014 e outubro de 2015, o saldo total de crédito, deflacionado pelo IPCA, recuou 1,60%, como pode ser visto pelo gráfico 5.5. Os dados de outubro seguem a trajetória preexistente de desaceleração no saldo total e nos segmentos livre e direcionado. O crédito direcionado apresentou um crescimento de 2,30%, menor que os 3,87% do mês anterior. Já o saldo de crédito com recursos livres apresentou um decréscimo de 5,20%. A variação do saldo total das operações de crédito apresenta, pelo segundo mês consecutivo, sinal negativo.

Abrindo o saldo das operações de crédito livre, verifica-se que, para pessoas físicas, a retração em doze meses foi de 6,0% (gráfico 5.6). Destaca-se a forte queda do saldo de crédito para aquisição de veículos, com redução de 18,3% em outubro de 2015. Todos os principais componentes do saldo de crédito livre para pessoa física apresentaram retração, mantendo a trajetória de declínio desde o início de 2012. Entretanto, analisando-se a variação do saldo do crédito livre para pessoa jurídica, constata-se redução de 4,3% de outubro de 2015 em relação a outubro de 2014 (gráfico 5.7). Tal resultado é consequência da queda de 20,8% e 11,3% do saldo para aquisição de bens e capital de giro, respectivamente.

GRÁFICO 5.4

**Saldo total das operações de crédito (dez./2013-out./2015)**

(Em % do PIB)



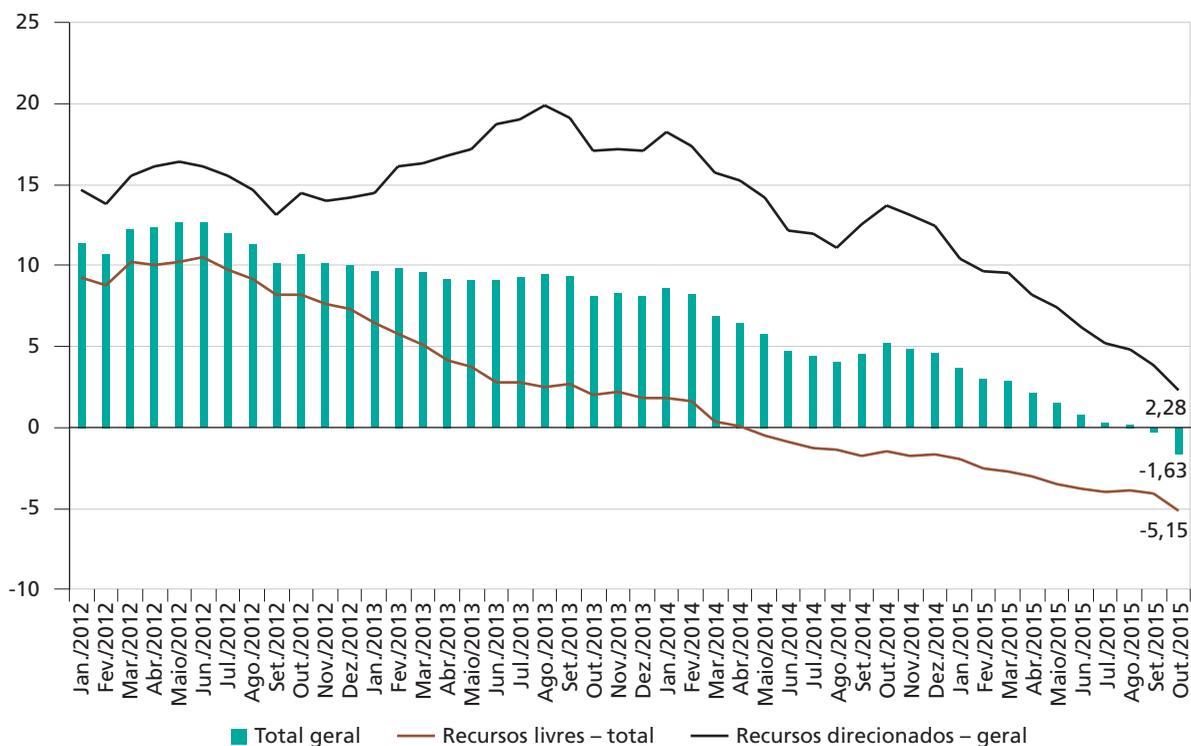
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5.5

**Varição em doze meses do saldo das operações de crédito deflacionada: total, livre, direcionado (jan./2012-out./2015)**

(Em %)



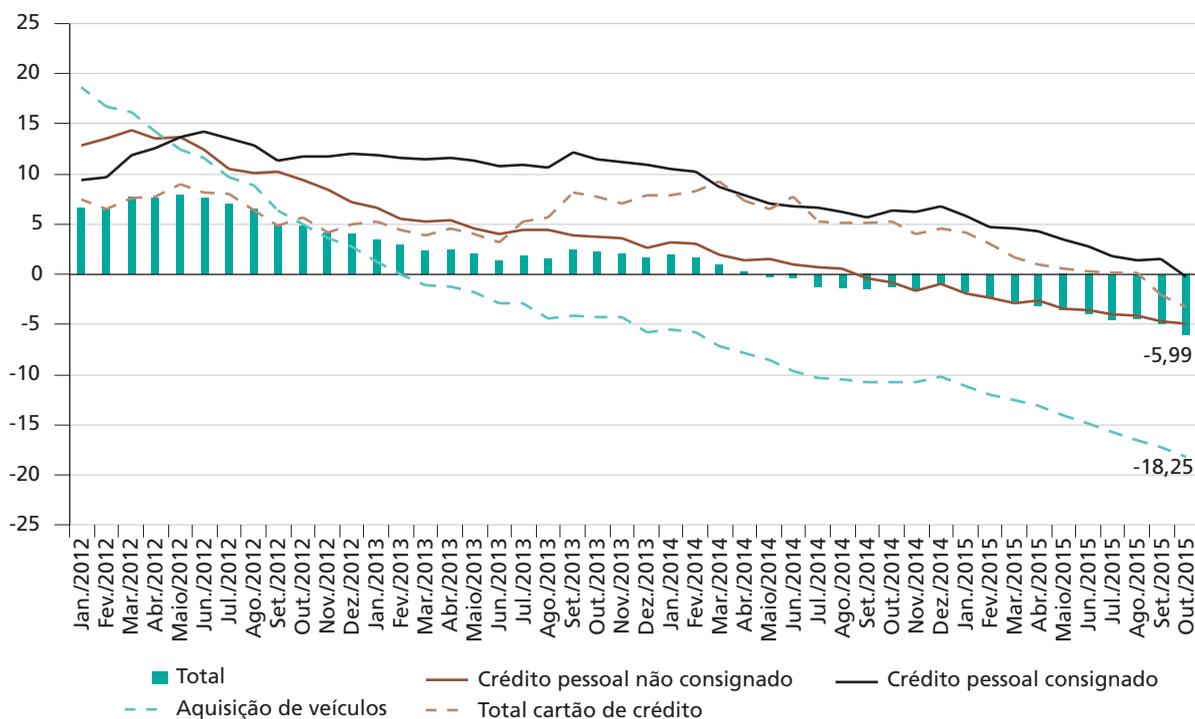
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

### GRÁFICO 5.6

#### Varição em doze meses do saldo das operações de crédito livre deflacionada: pessoa física (jan./2012-out./2015)

(Em %)



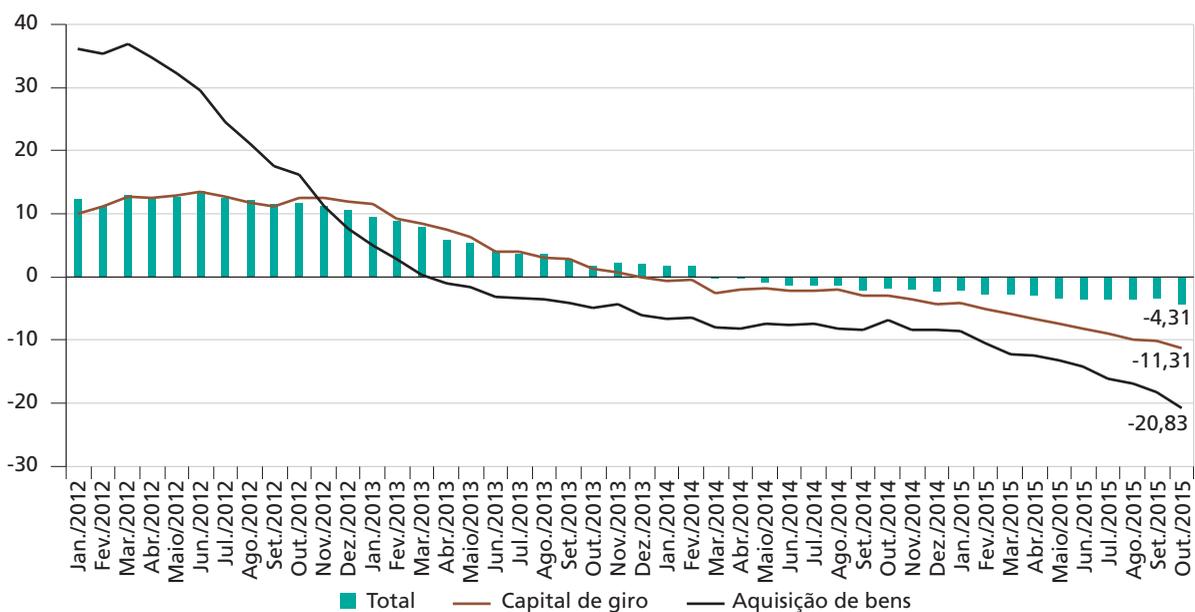
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

### GRÁFICO 5.7

#### Varição em doze meses do saldo das operações de crédito livre deflacionada: pessoa jurídica (jan./2012-out./2015)

(Em %)



Fonte: BCB.

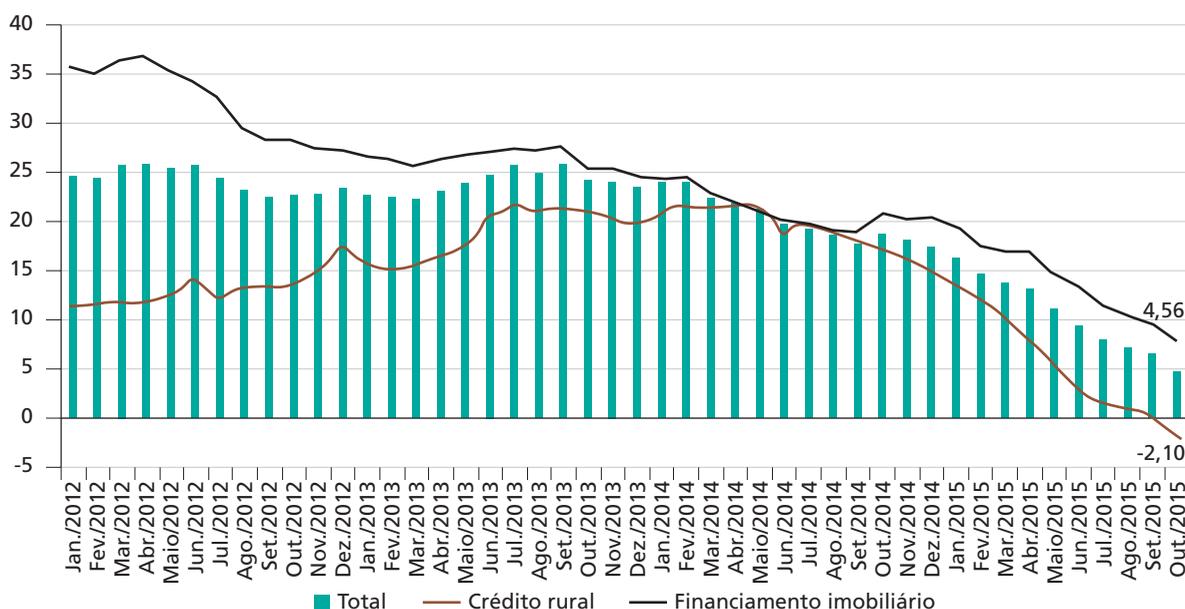
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Resultados semelhantes de retração são encontrados para a variação em doze meses do saldo das operações de crédito direcionado. Como mostra o gráfico 5.8, o crédito direcionado para pessoa física ainda teve crescimento de 4,6% em outubro de 2015 em relação a outubro de 2014, mas mantém nítida trajetória de declínio, puxada pela desaceleração do crédito rural e do financiamento imobiliário. Já o crédito direcionado para pessoa jurídica (gráfico 5.9), desacelera-se por conta da diminuição, desde o início de 2015, dos financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

GRÁFICO 5.8

Varição em doze meses do saldo das operações de crédito direcionado deflacionada: pessoa física (jan./2012-out./2015)

(Em %)



Fonte: BCB.

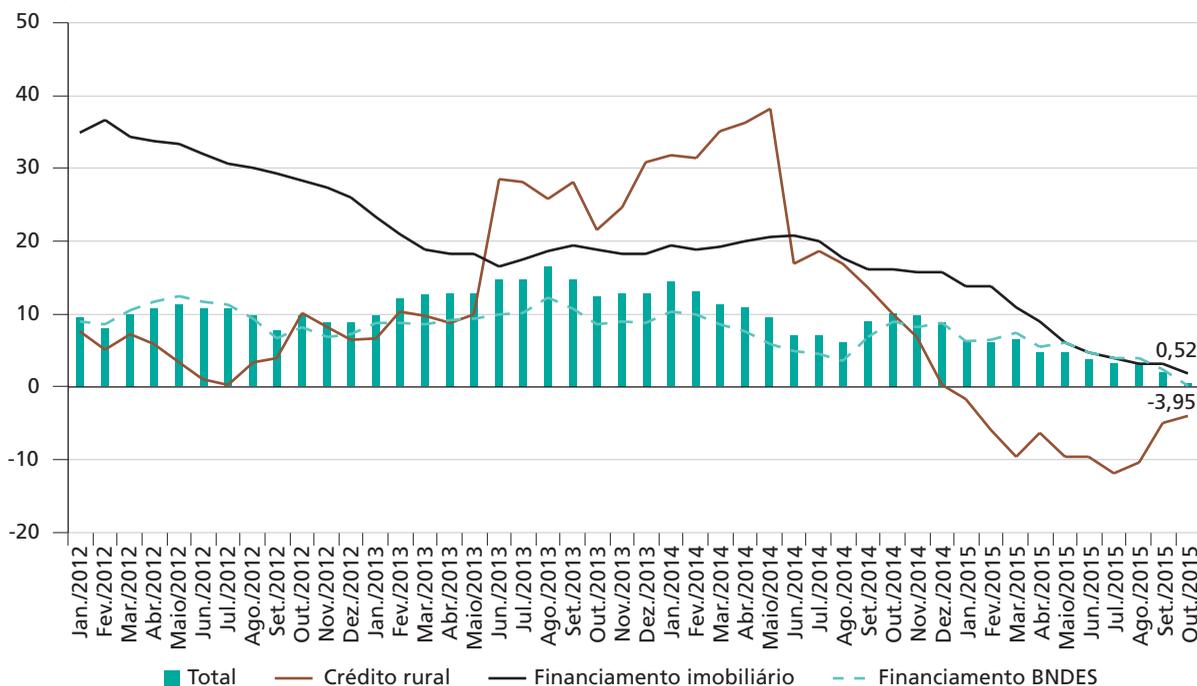
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Ao se analisar o saldo das operações de créditos dos bancos públicos e privados, verifica-se que as instituições têm trajetórias semelhantes até meados de 2013 (gráfico 5.10). No entanto, desde então os bancos públicos continuaram a expandir seu saldo de crédito, enquanto os bancos privados passaram a contrair. Tal tendência durou até o início de 2015, quando a variação do saldo de crédito dos bancos públicos passou a oscilar, tendo alguns meses de sinal negativo. Entre setembro e outubro de 2015, houve uma diminuição de 0,7% dos saldos dos bancos públicos e de 1,2% dos bancos privados. O saldo das operações de crédito do segmento privado correspondeu, em outubro de 2015, a 44,0% do saldo total de crédito, enquanto o dos bancos públicos foi de 56,0% (gráfico 5.11). A participação dos bancos públicos no saldo total de crédito segue em trajetória de elevação.

GRÁFICO 5.9

**Varição em doze meses do saldo das operações de crédito direcionado deflacionada: pessoa jurídica (jan./2012-out./2015)**

(Em %)



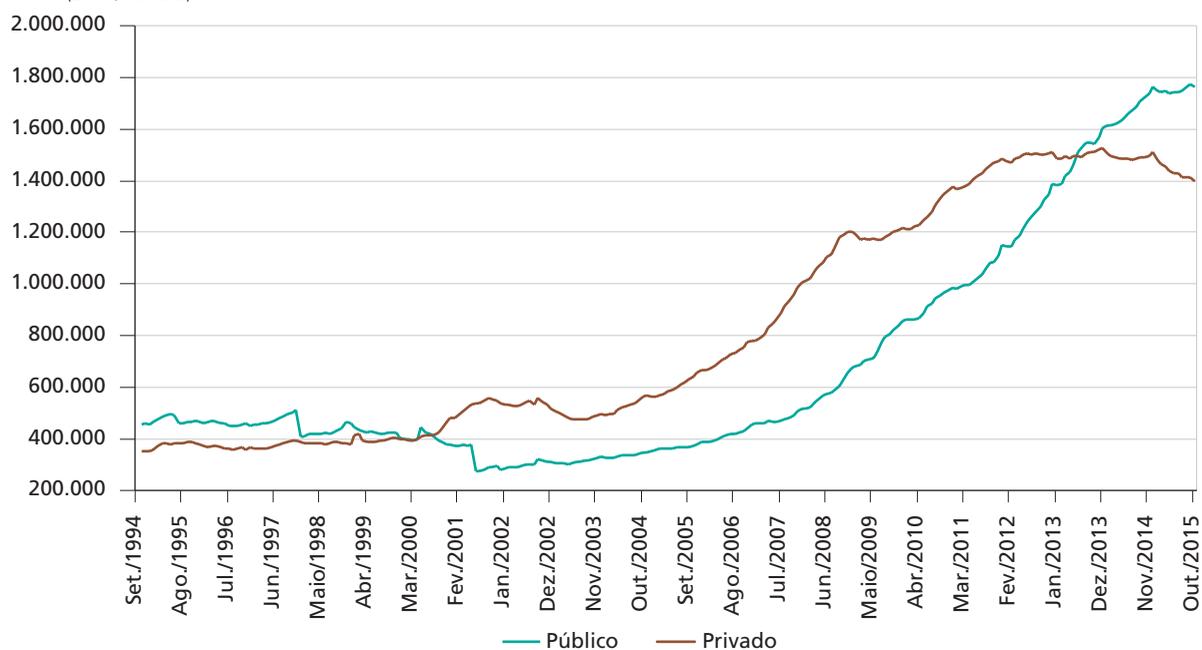
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5.10

**Saldo das operações de crédito segundo controle do capital da instituição financeira (set./1994-out./2015)**

(Em R\$ milhões)



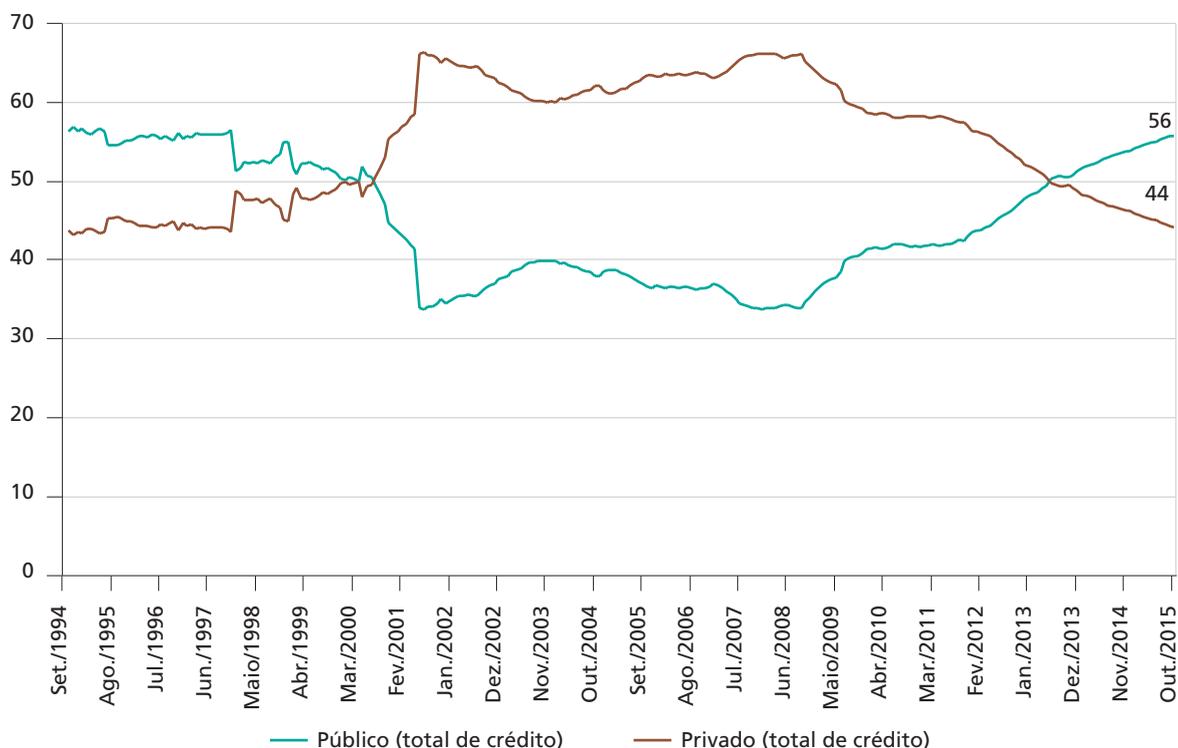
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5.11

Participação dos bancos públicos e privados no saldo total deflacionado das operações de crédito (set./1994-out./2015)

(Em %)



Fonte: BCB.

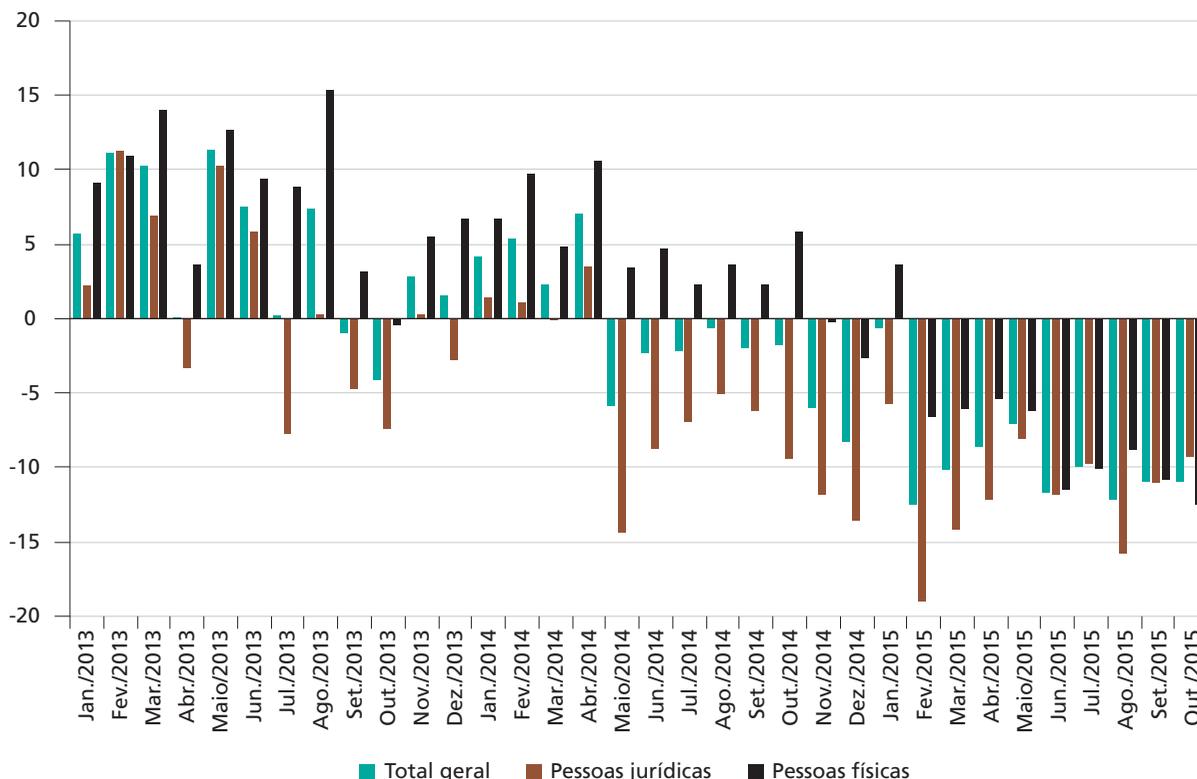
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

As novas concessões de crédito, ajustadas pelo número de dias úteis e deflacionadas pelo IPCA, seguem em declínio, com retração de 11,0% em outubro de 2015 em relação a outubro de 2014. Tal queda é explicada pela diminuição das concessões para pessoas jurídicas e físicas de, respectivamente, 9,2% e 12,5%. Comparando-se com setembro de 2015, verifica-se que houve menor retração das concessões para pessoas jurídicas, que antes era de 11,1%. Já para pessoas físicas, houve um agravamento da retração, que antes era de 10,9%. Como consequência, o total das concessões não apresentou grande variação em relação a setembro de 2015. No gráfico 5.12 fica evidenciado que, a partir de maio de 2014, as concessões totais entraram em trajetória decrescente, puxadas pelas sucessivas quedas das concessões para pessoas jurídicas. A partir do final de 2014, as concessões para pessoas físicas também entraram em rota de decréscimo.

## GRÁFICO 5.12

Varição em doze meses da média diária de concessões: total, jurídicas, físicas (jan./2013-out./2015)

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

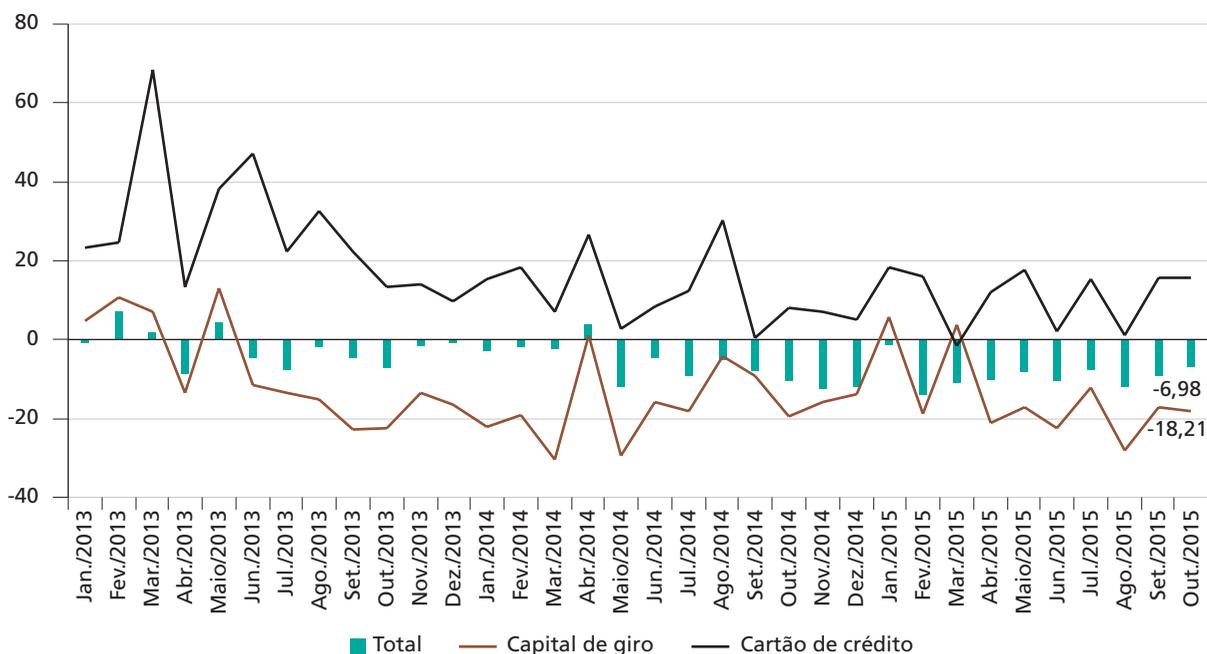
Analisando-se a média diária das concessões para pessoas jurídicas nos segmentos livre e direcionado, pode-se verificar mais precisamente as origens das retrações apresentadas nas concessões. O gráfico 5.13 apresenta a variação em doze meses da média diária deflacionada das concessões para pessoas jurídicas, no segmento livre. Verifica-se uma diminuição de 7,0% em outubro de 2015 em relação ao mesmo mês de 2014, puxada, principalmente, pela queda de 18,2% das concessões para capital de giro. Já o gráfico 5.14 apresenta a mesma informação para o segmento direcionado. A retração em outubro de 2015 foi de 20,8%, em consequência da variação de -20,7% das concessões de financiamento do BNDES.

Com relação à média diária das concessões para pessoas físicas nos segmentos livre e direcionado, o gráfico 5.15 mostra que a média diária das concessões para pessoas físicas no segmento livre apresentou queda de 9,5% por conta, principalmente, da retração de 49,2% do crédito pessoal consignado, e de 1,8% do total de cartão de crédito. Já para o segmento direcionado, a diminuição foi de 33,3%, em consequência da retração do financiamento imobiliário de 44,4% (gráfico 5.16).

GRÁFICO 5.13

**Varição em doze meses da média diária de concessões para pessoas jurídicas: segmento livre (jan./2013-out./2015)**

(Em %)



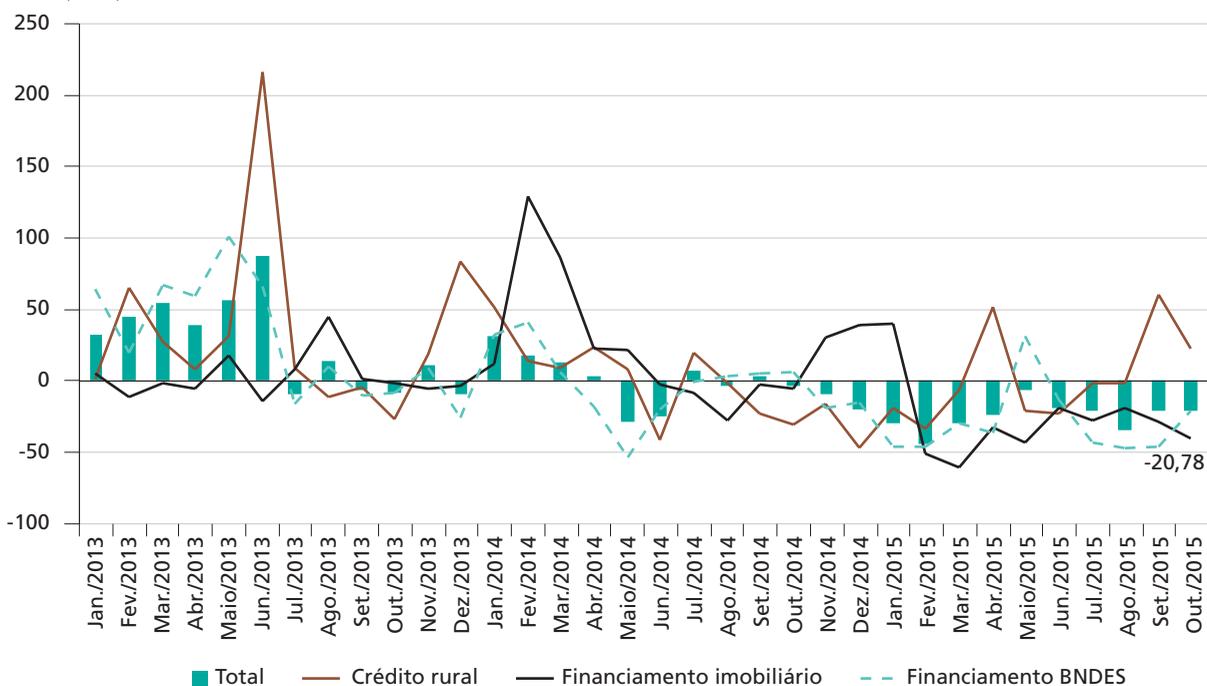
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5.14

**Varição em doze meses da média diária de concessões para pessoas jurídicas: segmento direcionado (jan./2013-out./2015)**

(Em %)



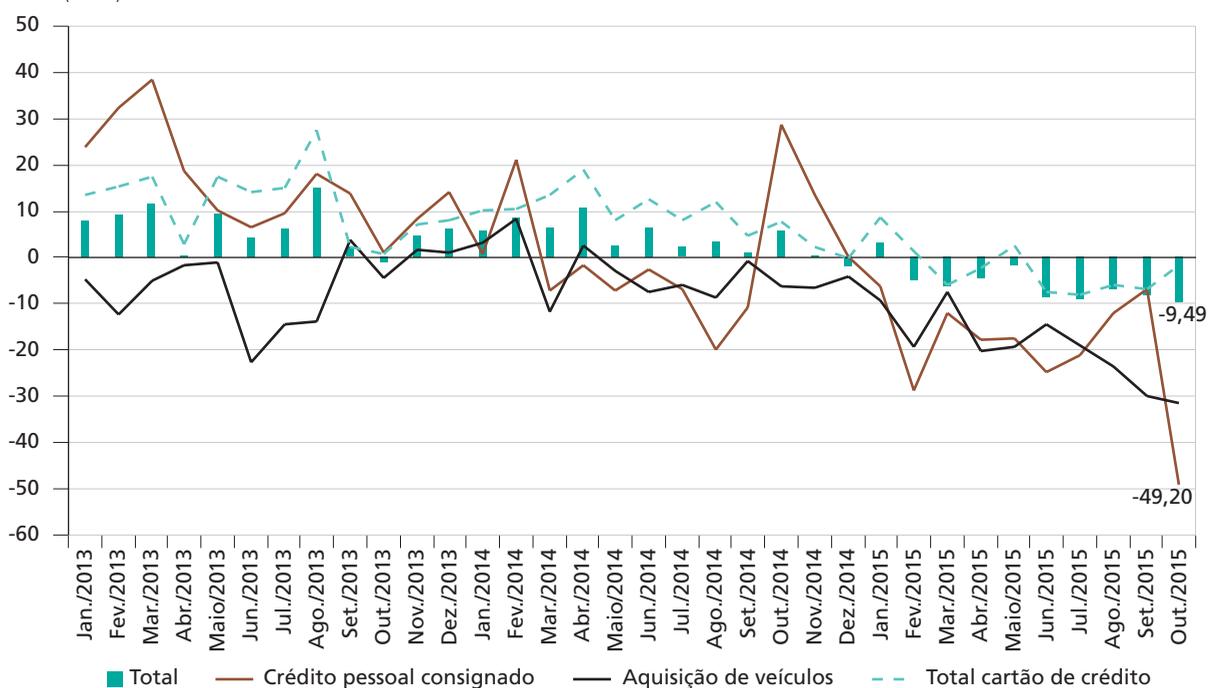
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5.15

**Varição em doze meses da média diária de concessões para pessoas físicas: segmento livre (jan./2013-out./2015)**

(Em %)



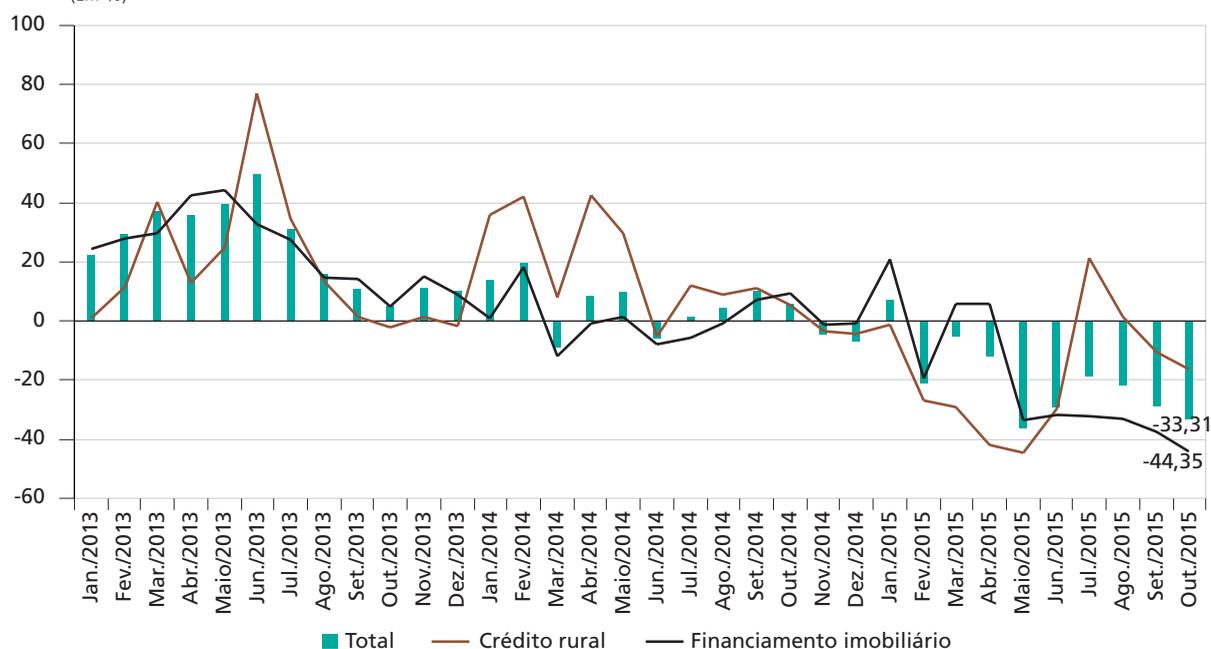
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 5.16

**Varição em doze meses da média diária de concessões para pessoas físicas: segmento direcionado (jan./2013-out./2015)**

(Em %)



Fonte: BCB.

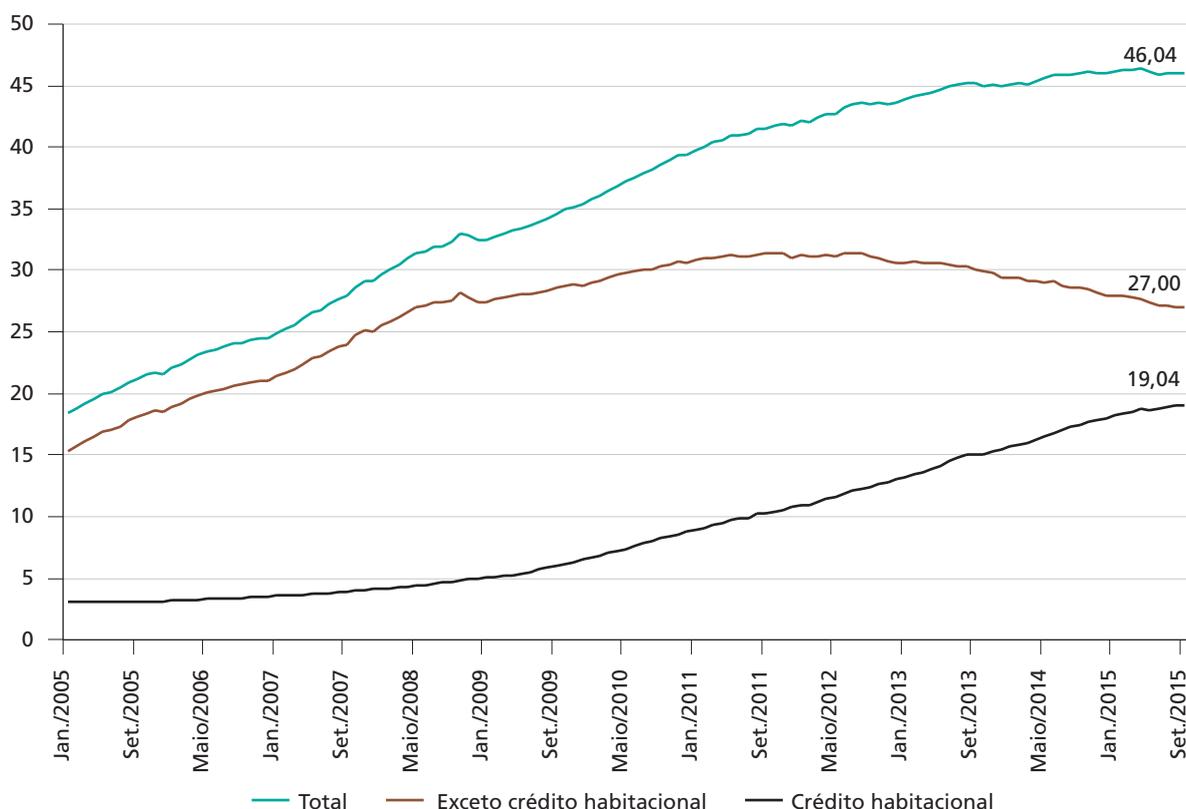
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

### 5.3 ENDIVIDAMENTO

O endividamento das famílias como percentual da renda acumulada nos últimos doze meses atingiu 46,0% em setembro de 2015, como pode ser visto pelo gráfico 5.17. Tal resultado decompõe-se de elevação do endividamento por conta do crédito habitacional e de retração do endividamento por outros tipos de crédito. Entre 2005 e 2008, o crescimento do endividamento total era causado pelos demais tipos de crédito; a partir de 2008, o endividamento por crédito habitacional entrou em rota de crescimento, passando a explicar a elevação do endividamento total.

GRÁFICO 5.17  
Endividamento das famílias com o SFN em relação à renda acumulada dos últimos doze meses  
(jan./2005-set./2015)

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

O comprometimento da renda com o serviço da dívida das famílias atingiu 22,8% em setembro de 2015, mantendo sua tendência de elevação observada desde o início do ano. Em dezembro de 2014, seu patamar era de 21,7% (gráfico 5.18).

A taxa de inadimplência (atraso superior a noventa dias) da carteira de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) com recursos livres teve pequeno aumento em outubro de 2015 em relação ao mês anterior, como pode ser visto no gráfico 5.19. Esse indicador foi de 5,8% e 4,3% para pessoas físicas e jurídicas, respectivamente. No caso das pessoas físicas, a inadimplência começou a aumentar em março de 2015. Já para pessoas jurídicas, o indicador vem crescendo desde o final de 2013.

Em um contexto de deterioração do cenário macroeconômico, a inadimplência parece dar os seus primeiros sinais de piora, formando a tendência de crescimento tanto para pessoas físicas quanto para jurídicas. O aumento dos atrasos para pessoas jurídicas no curto prazo, de 2,4%, sinaliza uma possível continuação de elevação dessa variável nos próximos meses.

GRÁFICO 5.18

**Comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida do SFN, com ajuste sazonal (jan./2012-set./2015)**

(Em %)



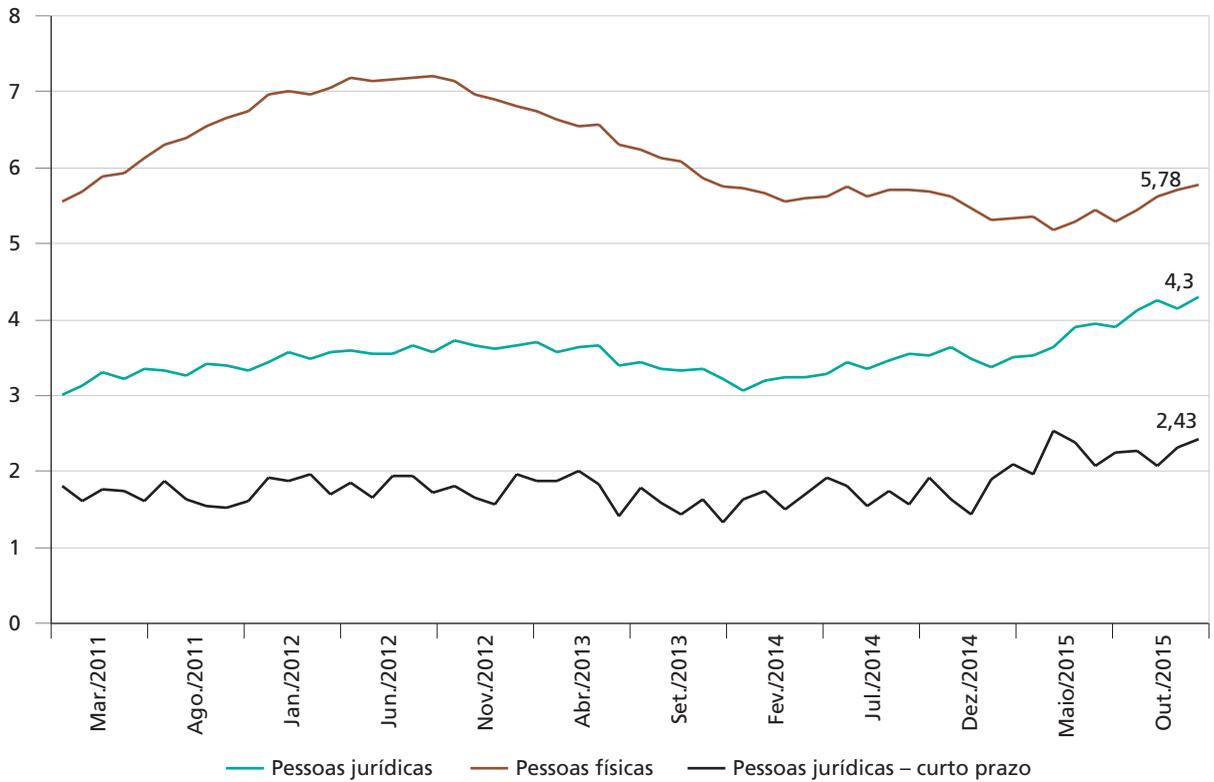
Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

GRÁFICO 5.19

Taxa de inadimplência da carteira de crédito do SFN com recursos livres: pessoas jurídicas e físicas (mar./2011-out./2015)

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.



## 6 FINANÇAS PÚBLICAS

### SUMÁRIO

O cenário das contas públicas brasileiras ainda encontra-se afetado pelas incertezas decorrentes da crise política instalada no país. Com efeito, não há ainda indicadores claros de recuperação, a despeito do rigoroso controle de gastos observado e da aprovação de várias das propostas de contenção de gastos e aumento das receitas públicas enviadas pelo Executivo ao Congresso Nacional ao longo do ano de 2015.

O desempenho da arrecadação de tributos, em particular, tem se apresentado bastante inferior ao esperado, mesmo após as recentes elevações de alíquotas e bases tributárias. A causa maior desse cenário é o baixo nível da atividade econômica. Por conta disso, o ajuste tem se concentrado no corte dos gastos públicos, notadamente em investimento.

Com isso, após intensa negociação junto ao Congresso Nacional, o governo conseguiu, no início do mês de dezembro de 2015, aprovar a mudança da meta fiscal prevista na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) 2015, que agora prevê um *deficit* primário que pode chegar a mais de 2% do produto interno bruto (PIB) no caso de frustrações de receitas.

Ao longo do ano, o governo viu-se obrigado a realizar seguidos contingenciamentos de gastos e propôs vários programas para incremento da arrecadação, envolvendo a recuperação de créditos atrasados, a obtenção de receitas advindas da regularização de ativos de brasileiros no exterior, e também recursos oriundos de concessões. Com relação às últimas, foram realizados leilões de hidrelétricas, cujos recursos entrarão no caixa apenas em 2016. Atualmente, a proposta que está mais próxima de ser aprovada é a repatriação de recursos de brasileiros no exterior não declarados à Receita Federal, que só depende da aprovação pelo plenário do Senado para ir à sanção presidencial.

Entre as prioridades do governo estão aprovações, junto ao Congresso, da LDO 2016, do projeto orçamentário e da programação financeira do próximo ano e, especialmente, da recriação da Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF), com a previsão já incluída no projeto de lei a ser votado. No entanto, a recriação da contribuição ainda depende da aprovação de uma Proposta de Emenda à Constituição (PEC), que precisa passar pela Câmara e pelo Senado.

### 6.1 PROGRAMAÇÃO ORÇAMENTÁRIA E AJUSTE FISCAL

A LDO de 2015, publicada em 2 de janeiro, estabeleceu meta de superávit primário do setor público consolidado de R\$ 66,325 bilhões – ou 1,2% do PIB nominal estimado para o ano naquele momento –, já descontados R\$ 28,8 bilhões em gastos do Programa de Aceleração de Crescimento (PAC). A mesma lei previa que estados e municípios se responsabilizassem por parte da meta (R\$ 11,046 bilhões), deixando para a União a tarefa de poupar R\$ 55,279 bilhões. Entretanto, caso os entes subnacionais não conseguissem cumprir sua parte, a União deveria responsabilizar-se, sozinha, pelos R\$ 66,325 bilhões (LDO 2015, Art. 2º, § 3º).

Várias medidas que visavam ao corte de gastos foram tentadas pelo governo, algumas com relativo sucesso. Entre elas, destaca-se o maior rigor na concessão do seguro-desemprego, do abono salarial, do seguro defeso e das pensões por morte, ainda que a aprovação no Congresso tenha demorado mais do que o previsto originalmente.

Quanto ao aumento da arrecadação, entretanto, o panorama mostrou-se muito mais difícil, pois o ritmo da atividade reduziu-se substancialmente em 2015. Adicionalmente, o Congresso tem resistido duramente a tentativas de mudar a legislação, com vistas a promover o aumento da arrecadação.

Daí que, ainda no mês de julho – e a despeito do contingenciamento orçamentário de R\$ 69,9 bilhões, estabelecido pelo Decreto nº 8.456, de 22 de maio de 2015, que estipulou a programação orçamentária e financeira da União para o exercício, – o governo reconheceu ser inviável o cumprimento da meta prevista na LDO 2015.

Na ocasião, o governo propôs abater a estimativa de receita prevista na LDO 2015 em R\$ 46,7 bilhões, revendo para cima a previsão de despesas obrigatórias em R\$ 11,4 bilhões, e anunciou um contingenciamento adicional de despesas da ordem de R\$ 8,6 bilhões. Com isso, a meta de *superavit* primário da União foi reduzida de R\$ 55,3 bilhões para R\$ 5,8 bilhões.

Além disso, ao reconhecer que a frustração das receitas também afetou os governos subnacionais, a equipe econômica decidiu, ainda, reduzir a meta de *superavit* primário prevista para os estados e municípios de R\$ 11,05 bilhões, para R\$ 2,9 bilhões.

Além disso, o governo anunciou que poderia reduzir o primário em R\$ 26,4 bilhões adicionais no caso de frustração de um conjunto específico de receitas, a saber: *i*) recebimentos de débitos atrasados; *ii*) receitas advindas da regularização de ativos de brasileiros no exterior; e *iii*) receitas com dividendos e concessões.

O resultado líquido dessas medidas foi a fixação de uma meta de *superavit* para o setor público consolidado que poderia variar no intervalo entre R\$ 8,7 bilhões positivos (no caso de não haver qualquer frustração de receitas) e R\$ 17 bilhões negativos (no caso de frustração total de receitas).

A mudança na meta para 2015 foi então incluída no Projeto de Lei do Congresso Nacional (PLN) nº 5 de 2015, enviado pelo Executivo ao Congresso em 23 de julho de 2015, mas aprovado pelo Congresso Nacional apenas no último dia 2 de dezembro. O texto aprovado em dezembro é bem mais flexível do que a proposta de julho, entretanto, prevendo um *deficit* primário da ordem de R\$ 48,9 bilhões (ou pouco mais de 0,8% do PIB esperado para 2015). Adicionalmente, a nova LDO autoriza pagamentos de “passivos e valores devidos” a bancos e fundos públicos da ordem de R\$ 57 bilhões e prevê uma possível frustração de R\$ 11 bilhões em receitas com leilões de usinas hidrelétricas. Na prática, portanto, o governo está agora autorizado a ter um *deficit* de R\$ 119,9 bilhões (ou 2,0% do PIB esperado) em 2015.

Com relação ao desempenho fiscal nos próximos anos, ainda em julho o governo anunciou que tinha como objetivo alcançar um *superavit* primário de 0,7% do PIB em 2016, e 1,3% do PIB para 2017.

A despeito disso, no final de agosto de 2015 o governo enviou uma proposta de lei orçamentária para 2016, com previsão de *deficit* primário na ordem de 0,5% do PIB, o que ocasionou reação negativa do mercado. Com isso, houve, no início de setembro, a piora na avaliação do quadro fiscal brasileiro por parte de uma agência de risco internacional, que elevou o risco de crédito do Brasil e retirou do país o “grau de investimento”.

Na segunda quinzena de setembro de 2015, o governo reiterou seu compromisso com a meta de 0,7% do PIB em 2016, enviando ao Congresso Nacional uma série de medidas adicionais, tanto do lado do gasto (postergação do reajuste salarial do funcionalismo, cancelamento de concursos etc.) quanto do lado da arrecadação (com cortes adicionais de subsídios e a recriação da CPMF), com o intuito de viabilizá-la. No entanto, a tramitação destas medidas ainda é incerta. Ainda em meados de dezembro de 2015, quando do fechamento desta *Carta de Conjuntura*, o governo debatia sobre qual meta propor para o resultado primário em 2016.

Entre as prioridades correntes do governo estão a aprovação junto ao Congresso da LDO 2016 – qualquer que seja a meta que esta venha a conter – e do projeto do orçamento do próximo ano.

As matérias relacionadas ao orçamento devem ser analisadas, primeiro, por uma comissão mista, e, depois, precisam ser aprovadas em sessão do Congresso.

A recriação da CPMF é outra proposta que o governo quer ver aprovada para entrar em vigor já no próximo ano. Quando anunciou o projeto, o Planalto informou que a volta do tributo poderia gerar uma arrecadação de R\$ 32 bilhões em 2016. A Comissão Mista de Orçamento aprovou o relatório de receitas do orçamento de 2016, com a inclusão da previsão com arrecadação vinda da CPMF.

A recriação do tributo, no entanto, depende da aprovação de uma PEC, que ainda tem de passar pela Câmara e pelo Senado. Essa proposta ainda enfrenta resistência por parte dos parlamentares e o governo busca apoio de prefeitos e governadores para conseguir aprová-la.

Outra pauta importante que também tramita no Congresso é a PEC que prorroga a permissão para que a União utilize livremente parte dos recursos do orçamento, a chamada Desvinculação de Receitas da União (DRU).<sup>1</sup>

Atualmente, a proposta que está mais próxima de ser aprovada é a repatriação de recursos de brasileiros no exterior não declarados à Receita, que só depende da aprovação pelo plenário do Senado para ir à sanção presidencial. A estimativa do governo é que a repatriação geraria recursos da ordem de R\$ 100 bilhões.

## 6.2 GOVERNO FEDERAL

Segundo o Banco Central do Brasil (BCB), o governo central apresentou *deficit* primário de R\$ 12,38 bilhões em outubro, enquanto estados e municípios registraram *superavit* de R\$ 852 milhões. Com isso, o resultado primário do setor público consolidado fechou negativo em R\$ 11,53 bilhões. No período de janeiro a outubro de 2015, o resultado acumulado apurado foi negativo em R\$ 19,95 bilhões, perfazendo um *deficit* 60,55% maior ante o mesmo período de 2014. No acumulado em doze meses, o *deficit* primário totaliza R\$ 40,93 bilhões (0,71% do PIB), bem aquém do registrado (*superavit* de 1,14% do PIB) no mesmo período de 2014 e com ligeira tendência de queda (gráfico 6.1).

A queda do resultado primário ocorreu porque a queda real das despesas – ainda que contundente – não superou, em termos absolutos, a redução ocorrida na arrecadação, sobretudo no último bimestre (set.-out./2015).

Deve-se registrar que o desempenho das receitas líquidas da União encontra-se ligeiramente abaixo (0,8%) do projetado<sup>2</sup> no Decreto nº 8.580, de 27 de novembro de 2015.<sup>3</sup> Entretanto, o acumulado das despesas no ano encerrou outubro aproximadamente 1,1% acima do previsto.<sup>4</sup> A tabela 6.1 sumariza os resultados acumulados até outubro e os compara com as estimativas oficiais<sup>5</sup> ajustadas do governo federal.

1. A DRU foi adotada em 1994, na implementação do Plano Real, e tem sido prorrogada desde então, com o objetivo de dar ao governo federal mais mobilidade nos gastos com os impostos arrecadados. Em 2011, o Congresso aprovou a extensão até o fim de 2015.

2. A comparação refere-se ao período janeiro-outubro de 2015 e 2014, com as séries dessazonalizadas.

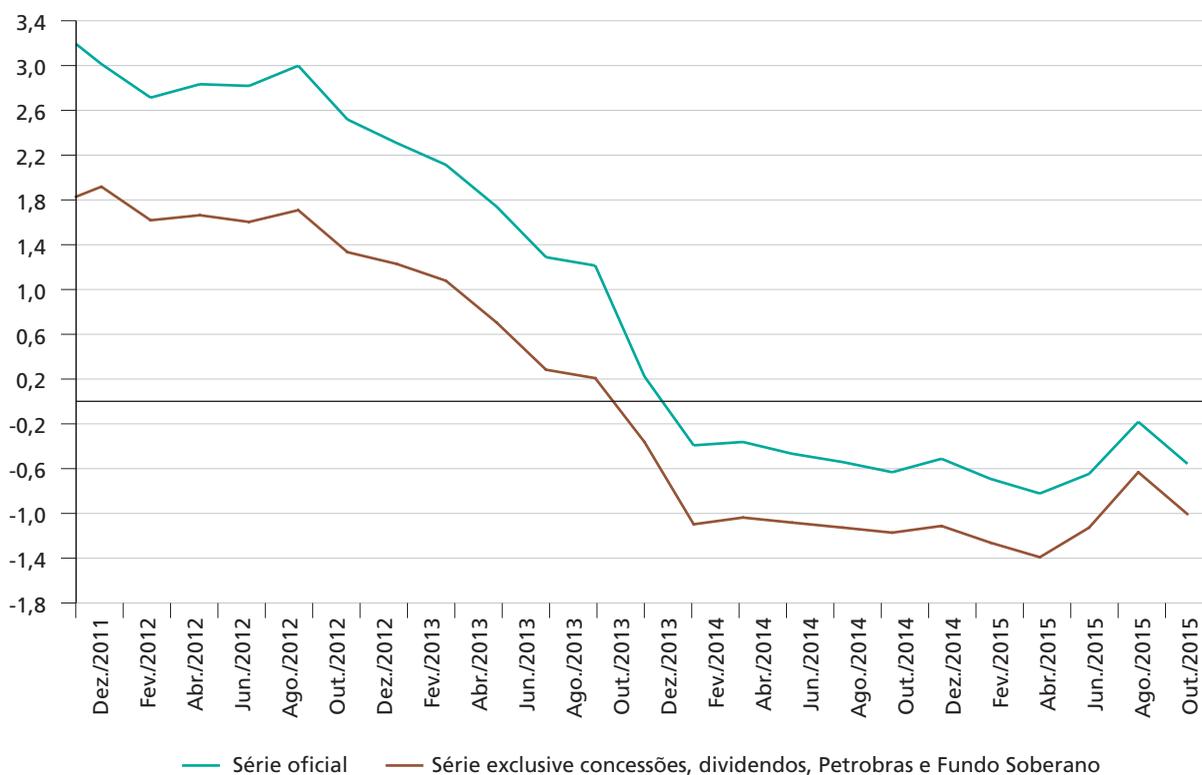
3. Decreto publicado em 27/11/2015 que alterou a programação orçamentária e financeira da União, anteriormente estabelecida pelo Decreto nº 8.496/2015.

4. *Idem* à nota 2.

5. *Idem* à nota 2.

## GRÁFICO 6.1

**Resultado primário do setor público consolidado (exclusive Petrobras e Eletrobras), acumulado em doze meses e dividido pelo PIB acumulado em doze meses (dez./2011-out./2015)**



Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

## TABELA 6.1

**Resultado do governo central comparado à previsão do Decreto nº 8.580/2015<sup>1</sup>**

Item	Acum. até out./2015		Variação (%) <sup>2</sup>
	Realizado	Previsto <sup>3</sup>	
1. Receita total	749,7	745,1	100,6
1.1. Impostos e contribuições	665,4	-	-
1.2. Dividendos, concessões, FSB e Petrobras	11,7	-	-
1.3. Demais	72,6	-	-
2. Transferências a estados e municípios	175,4	166,2	105,5
3. Receita líquida (1-2)	574,3	578,8	99,2
4. Despesas	532,8	526,9	101,1
4.1. Pessoal e encargos sociais	186,8	191,6	97,5
4.2. Outras correntes e de capital	346,0	335,7	103,1
5. Resultado do Tesouro (3-4)	41,5	39,8	104,3
6. Resultado da Previdência (6.1-6.2)	(75,9)	(72,4)	104,8
6.1. Arrecadação líquida INSS	273,8	275,7	99,3
6.2. Benefícios da Previdência	349,7	347,2	100,7
7. Resultado primário Tesouro + Previdência	(34,3)	(27,4)	125,4

Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

Notas: <sup>1</sup> Decreto publicado em 27/11/2015 que alterou a programação orçamentária e financeira da União, anteriormente estabelecida pelo Decreto nº 8.496/2015.

<sup>2</sup> Variação em relação ao previsto pelo Decreto nº 8.580/2015 ajustado sazonalmente.

<sup>3</sup> Previsão ajustada sazonalmente.

As atuais projeções oficiais de crescimento para receitas totais da União para o exercício de 2015 preveem decréscimo real de 6,3% em relação ao de 2014. No entanto, até outubro, registrou-se decréscimo real de 6,9%, em decorrência principalmente da queda de 4,7% nas receitas de impostos e contribuições.

Em contrapartida, as projeções quanto às despesas, que implicaram um decréscimo para 2015 na ordem de 5,4%, estão sendo superadas até o momento. Os dados estão na tabela 6.2.

**TABELA 6.2**  
**Resultado do governo central e previsão do Decreto nº 8.580/2015**

Item	Jan.-out./2015		Ano	
	Valor	Variação (%) <sup>1</sup>	Valor <sup>2</sup>	Variação (%) <sup>1</sup>
1. Receita total	749,7	-6,9	909,9	-6,3
1.1. Impostos e contribuições	665,4	-4,7	-	-
1.2. Dividendos, concessões, FSB e Petrobras	11,7	-48,4	-	-
1.3. Demais	72,6	-14,7	-	-
2. Transferências a estados e municípios	175,4	-5,9	203,6	-11,9
3. Receita líquida (1-2)	574,3	-7,3	706,2	-4,6
4. Despesas	532,8	-7,6	658,8	-5,4
4.1. Pessoal e encargos sociais	186,8	-3,1	237,2	-1,9
4.2. Custeio e capital	346,0	-9,9	421,6	-7,3
6. Resultado do Tesouro (3-4)	41,5	-2,8	47,5	9,1
7. Resultado da Previdência (7.1-7.2)	-75,9	36,5	-86,4	38,6
7.1. Arrecadação líquida INSS	273,8	-6,0	350,4	-5,5
7.2. Benefícios da Previdência	349,7	0,8	436,8	0,8
8. Resumo primário Tesouro + Previdência	-34,3	166,5	-38,9	-106,8

Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Notas: <sup>1</sup> Variação em relação ao mesmo período de 2014.

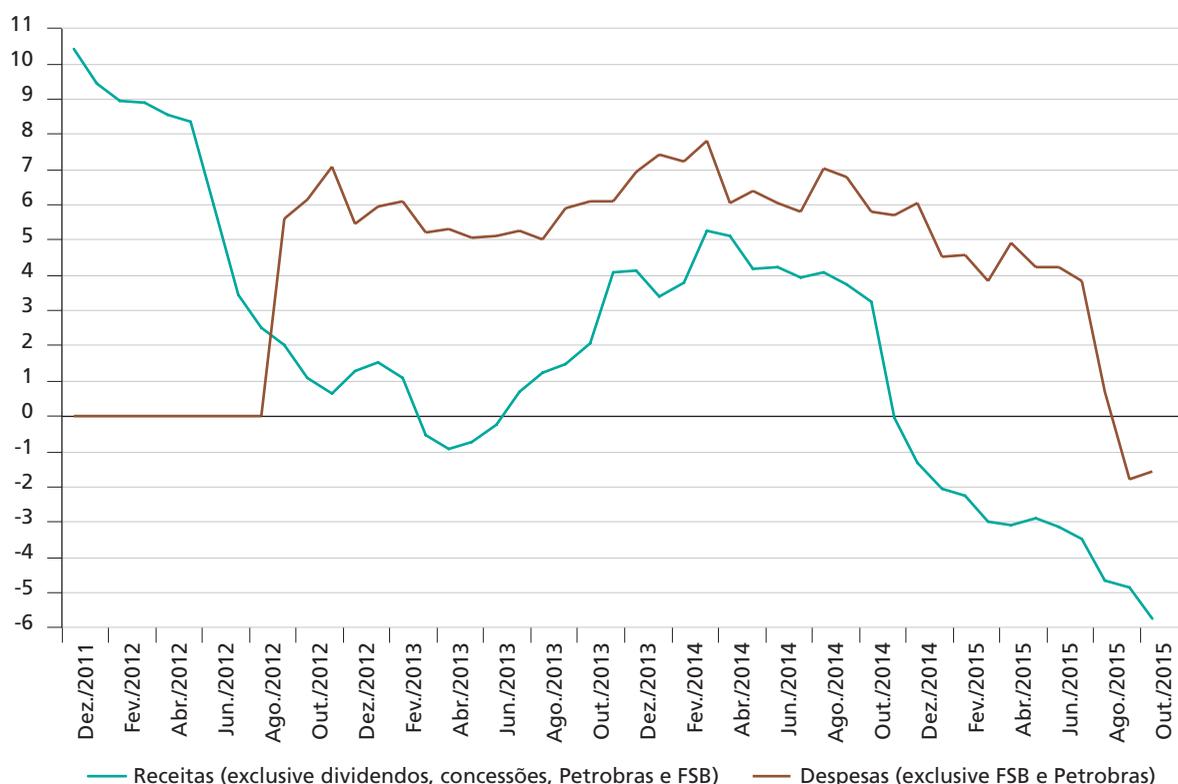
<sup>2</sup> Valores referentes ao Decreto nº 8.580/2015.

No gráfico 6.2 são ilustradas as taxas de crescimento real, deflacionadas pelo IPCA, das receitas e das despesas primárias da União, acumuladas em doze meses. Mesmo com as despesas tendo apresentado queda, sobretudo no último trimestre, observa-se que a queda na arrecadação vem sendo ainda maior. Em setembro, o indicador apresentou queda de 1,78%, contra elevação de 0,71% no mês anterior. Em outubro de 2015, houve ligeira recuperação, de 0,2 ponto percentual (p.p.).

Entretanto, a queda na arrecadação em outubro implicou piora no indicador já negativo (5,76% em julho *versus* 4,83% no mês anterior). A taxa de variação real das receitas acumuladas em doze meses encontra-se em terreno negativo desde novembro de 2014 e abaixo da taxa de crescimento das despesas desde julho de 2012.

## GRÁFICO 6.2

Taxas de variação reais – deflacionadas pelo IPCA – das receitas e das despesas primárias da União, acumuladas em doze meses (exclusive dividendos, concessões, FSB e capitalização da Petrobras) (dez./2011-out./ 2015)



Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Conforme vem se observando ao longo de 2015, a persistência do baixo dinamismo da atividade econômica (ver seção *atividade econômica* desta *Carta de Conjuntura*) continua afetando negativamente a arrecadação federal.

O exame dos dados relacionados às receitas primárias da União acumuladas até outubro indica queda real de 4,6% – o que equivale a uma perda de R\$ 50 bilhões –, em decorrência, principalmente, de significativa queda na arrecadação dos tributos que incidem sobre a produção (-5,2% ou R\$ 13,6 bilhões), dos impostos sobre o lucro (-6,0% ou R\$ 14,5 bilhões) e dos tributos sobre salários (-3,6% ou R\$ 15,3 bilhões). A significativa melhoria na arrecadação de Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF) (+8,9% ou R\$ 2,4 bilhões) deu-se por conta da elevação de alíquotas (Decreto nº 8.392), e o aumento de 84,0% das receitas não recorrentes (+R\$ 2,6 bilhões) ocorreu devido a concessões, que não foram suficientes para cobrir a queda na arrecadação dos outros grupos de tributos citados.

Os impostos incidentes sobre a produção – Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e contribuições para o Programa de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) – permanecem em desaceleração, mesmo com o fim das desonerações em vários setores da economia. Daí a queda de 8,84% na receita acumulada desses tributos em doze meses (gráfico 6.3).

A evolução dos tributos ligados ao lucro das empresas – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e Imposto de Renda (IR), exclusive o IR sobre os rendimentos do trabalho retido na fonte e o IR pessoa física – também continua desfavorável, com contração acumulada em doze meses da ordem de 7,23% (gráfico 6.3), em termos reais.

Como resultado da piora no mercado de trabalho, o desempenho das receitas dos tributos sobre os salários<sup>6</sup> mostrou que o crescimento acumulado nos últimos doze meses, que era positivo até julho de 2015, passou para terreno negativo (-2,79%).

Por fim, o panorama da arrecadação dos tributos incidentes sobre as importações e o crédito vem mostrando os primeiros sinais de recuperação decorrentes das elevações de alíquotas instituídas por conta do ajuste fiscal. Com efeito, os tributos sobre as importações fecharam o mês de outubro de 2015 com queda de 0,94% no acumulado dos últimos doze meses. Já os impostos sobre operações financeiras mostraram crescimento de 6,33% no acumulado nos últimos doze meses.

Entretanto, a arrecadação desses últimos grupos de tributos não foi suficiente para compensar as quedas das demais fontes de receita do governo federal, de modo que as receitas primárias totais conservam-se em patamar negativo.

A tabela 6.3 discrimina a arrecadação e apresenta as variações reais, absoluta e percentual, das receitas primárias da União.

TABELA 6.3

**Arrecadação dos principais componentes das receitas primárias federais totais (RPFT) e respectivas variações no período de janeiro a outubro de 2015**

Elementos	Jan.-out./2014 (R\$ milhões)	Jan.-out./2015 (R\$ milhões)	Variação real (%)	Variação real absoluta
RPFT ajustada	1.098,0	1.048,1	(4,6)	(50,0)
Salários	419,7	404,5	(3,6)	(15,3)
Previdência	296,6	284,0	(4,3)	(12,6)
Demais sem salários	123,2	120,5	(2,2)	(2,7)
Lucros	241,3	226,7	(6,0)	(14,5)
Produção	259,9	246,3	(5,2)	(13,6)
IPI-Produção	32,3	27,7	(14,3)	(4,6)
Cofins	179,7	172,5	(4,0)	(7,2)
Demais sem produção	47,8	46,1	(3,6)	(1,7)
Importação	48,4	49,2	1,6	0,8
Operações financeiras	27,1	29,5	8,9	2,4
Demais receitas	101,6	91,8	(9,6)	(9,8)
Dividendos	19,9	6,2	(68,8)	(13,7)
Concessões	3,1	5,8	84,0	2,6

Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

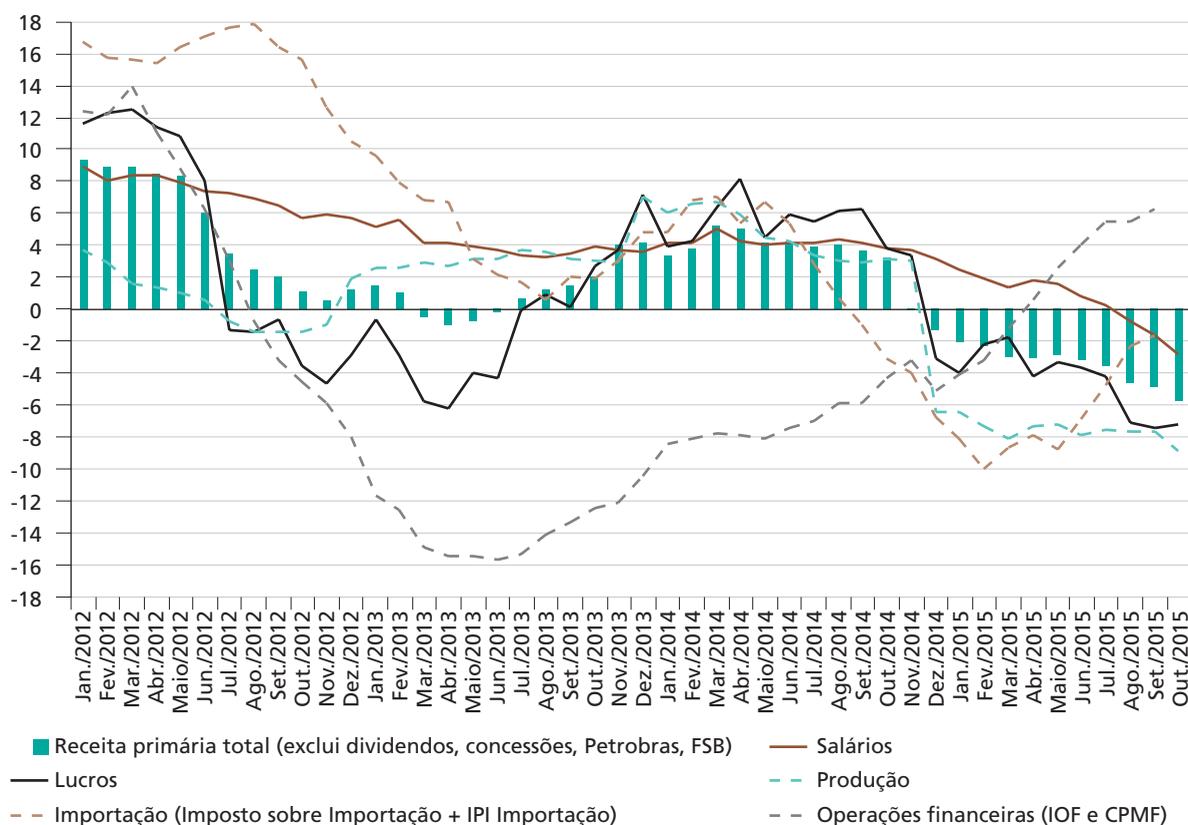
Obs.: Valores deflacionados pelo IPCA.

O gráfico 6.3 ilustra o que vem ocorrendo com as receitas primárias federais totais (RPFT) no acumulado em doze meses.

6. Ou seja, o Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF), o Imposto de Renda Retido na Fonte – Rendimentos do Trabalho, Salário Educação e Contribuição para a Previdência.

GRÁFICO 6.3

Evolução dos principais componentes das RPFTs: taxa de crescimento de valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (jan./2012-out./2015)



Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

Com relação às despesas primárias totais da União (tabela 6.4), houve queda real de 2,4% (- R\$ 22,5 bilhões), reforçando a tese de que o ajuste tem sido bastante severo, principalmente nos investimentos (-38,3%), o que representou economia de R\$ 29 bilhões. Ainda que de forma menos contundente (-2,0%), o mesmo ocorreu na rubrica “pessoal e encargos sociais”, com economia de R\$ 3,9 bilhões.

Conforme já mencionado em edição anterior desta *Carta de Conjuntura*, o fim dos repasses para a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) muito tem contribuído para o ajuste. No semestre, a queda foi de -86,6%, implicando economia de R\$ 8,7 bilhões.

No entanto, na contramão do ajuste, os dados indicam que houve forte crescimento real (+21,8%) nos gastos de compensação do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), que acarretou despesa adicional para o Tesouro de R\$ 3,6 bilhões, além do aumento de 1,9% (+R\$ 6,7 bilhões) nos benefícios previdenciários, em decorrência do reajuste do salário mínimo.

Deve-se ressaltar, ainda, o intenso crescimento (+12,00%) observado nas demais despesas, o que representa variação real absoluta de R\$ 20,3 bilhões. Os subsídios e as subvenções econômicas estão contidos nesse grupo de despesas, cujas rubricas que mais contribuíram para o crescimento foram operações oficiais de crédito e reordenamento de passivos, com aumento real de 300,22% (+R\$ 13,2 bilhões), tendo por maiores contribuições: *i*) Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf), cuja elevação foi de 496,00% (+R\$ 3,2 bilhões); *ii*) Programa de Sustentação do

Investimento (PSI), com crescimento de 6.030,00% (+R\$ 7,5 bilhões); e *iii*) a complementação do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS) – Lei Complementar nº 110/01 –, com crescimento de 671,61% (+R\$ 4,47 bilhões). Tais despesas refletem o esforço do governo para ajustar passivos acumulados em anos anteriores.

TABELA 6.4

**Gastos dos principais componentes das despesas primárias federais totais (DPFT) e respectivas variações no período de janeiro a outubro de 2015**

Elementos	Jan.-out./2014 (R\$ milhões)	Jan.-out./2015 (R\$ milhões)	Variação real (%)	Var. real absoluta
DPFT	933,1	910,6	(2,4)	(22,5)
Benefícios previdenciários	353,0	359,8	1,9	6,7
Pessoal e encargos sociais	196,4	192,5	(2,0)	(3,9)
Transferências às famílias (exclusive RGPS)	112,2	100,6	(10,3)	(11,6)
Investimentos	75,6	46,7	(38,3)	(29,0)
Compensação RGPS	16,30	19,85	21,8	3,6
Auxílio à CDE	10,05	1,35	(86,6)	(8,7)
Demais despesas	169,6	189,9	12,0	20,3

Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: Valores deflacionados pelo IPCA.

A forte contração nos gastos federais, principalmente em decorrência dos decretos de contingenciamento editados pelo governo,<sup>7</sup> implicou, em outubro, que a despesa primária federal total (DPFT) apresentasse queda real da ordem de 1,58% no acumulado em doze meses.

A desagregação das DPFTs em cinco componentes (gráfico 6.4) reitera que os investimentos continuam sendo a grande variável sacrificada no ajuste. As despesas com o PAC e demais investimentos – que, somadas, representam 5,07% da DPFT – tiveram desaceleração tão drástica no atual exercício que a queda acumulada nos últimos doze meses já atinge 38,87%.

Os gastos com pessoal e encargos sociais, que representam aproximadamente 19,85% da DPFT, caíram 0,51% nos últimos doze meses. Já os benefícios do RGPS, que respondem atualmente por 42,55% da DPFT, apresentaram variação positiva (3,44%), no acumulado em doze meses.

O grupo que compreende as “demais despesas” teve alta de 12%, no acumulado em doze meses, por conta da regularização, por parte do governo federal, de uma série de despesas relacionadas a subsídios e subvenções econômicas, bem como complementação do FGTS.

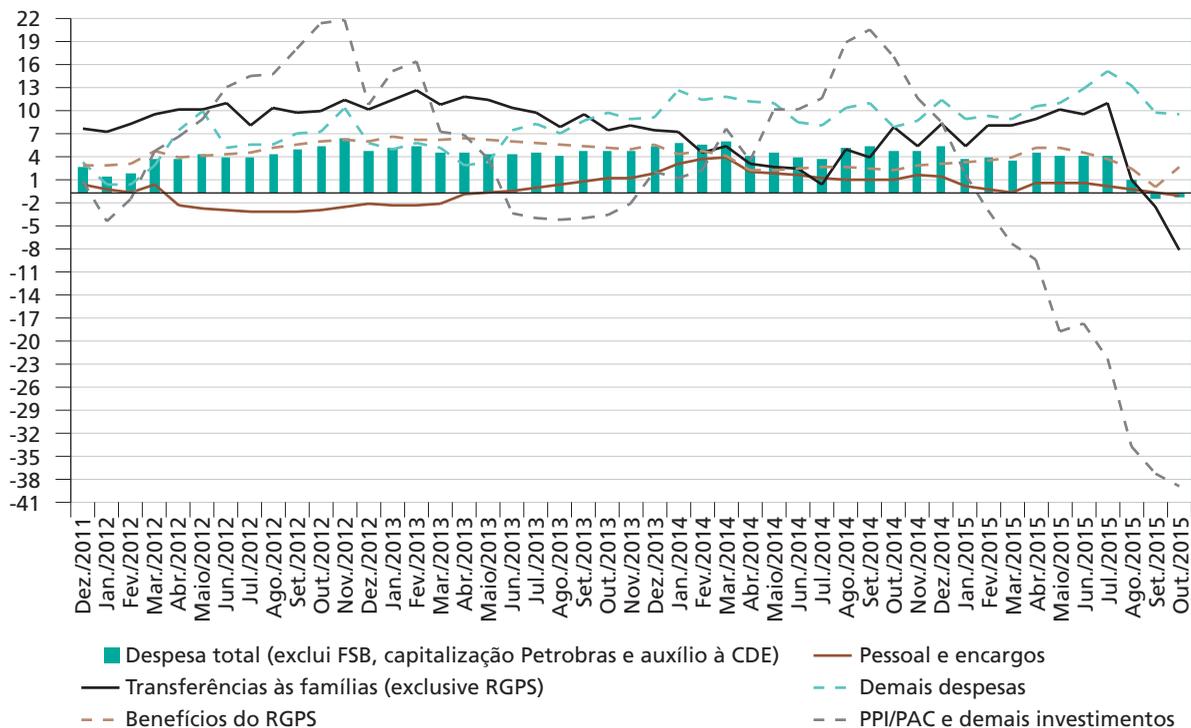
Por fim, é importante focalizar os gastos com programas de transferências de rendas às famílias (TFs), exclusive o RGPS, os quais apresentaram queda de 3,29% no período janeiro-outubro de 2015, contra o mesmo período de 2014, e de 7,65% no acumulado dos últimos doze meses.

O gráfico 6.5 segmenta as TFs em abono salarial e seguro-desemprego, benefícios da Lei Orgânica da Assistência Social (Loas) e renda média vitalícia (RMV) e no Programa Bolsa Família. Os gastos com abono salarial e seguro-desemprego tiveram queda significativa em razão das mudanças recentes ocorridas na legislação – hoje representam cerca de 10,00% das TFs – e apresentaram redução de 18,38% na comparação de janeiro-outubro de 2015 interanual, com taxa de variação real acumulada nos últimos doze meses de -18,90%.

7. Antes disso, os Decretos nºs 8.389 e 8.412 permitiram à União controlar as despesas na “boca do caixa”.

GRÁFICO 6.4

Evolução dos principais componentes das DPFTs: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (dez./2011-out./2015)

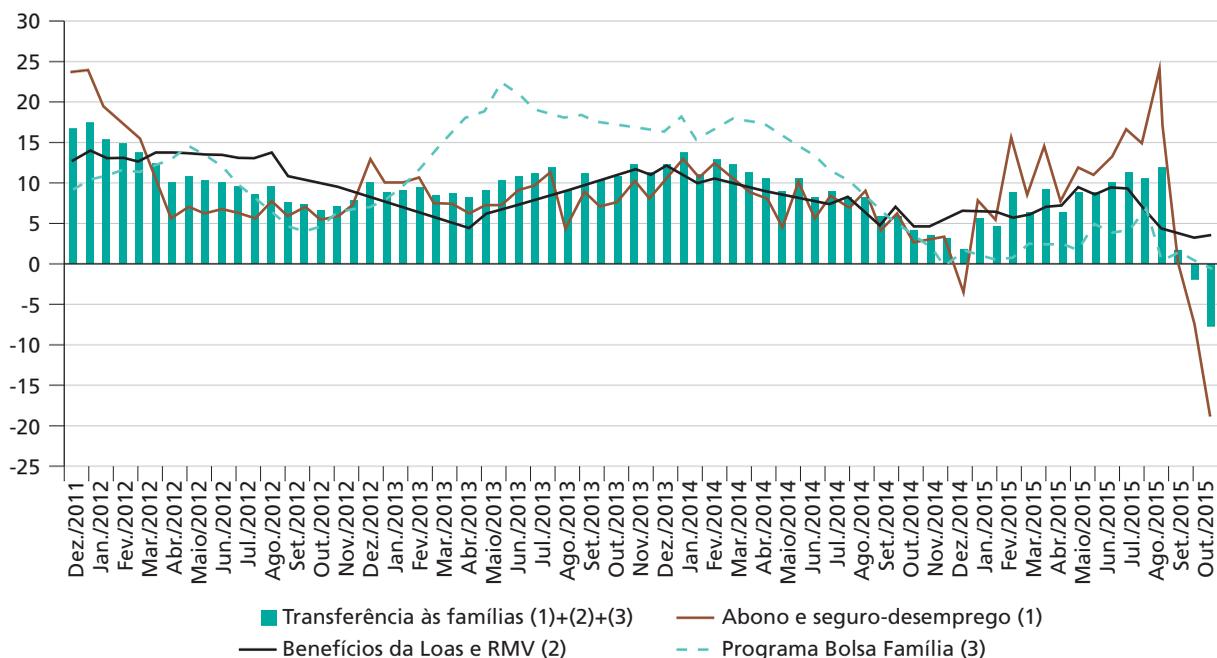


Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

GRÁFICO 6.5

Evolução dos principais componentes das TFs: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (dez./2011-out./2015)



Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

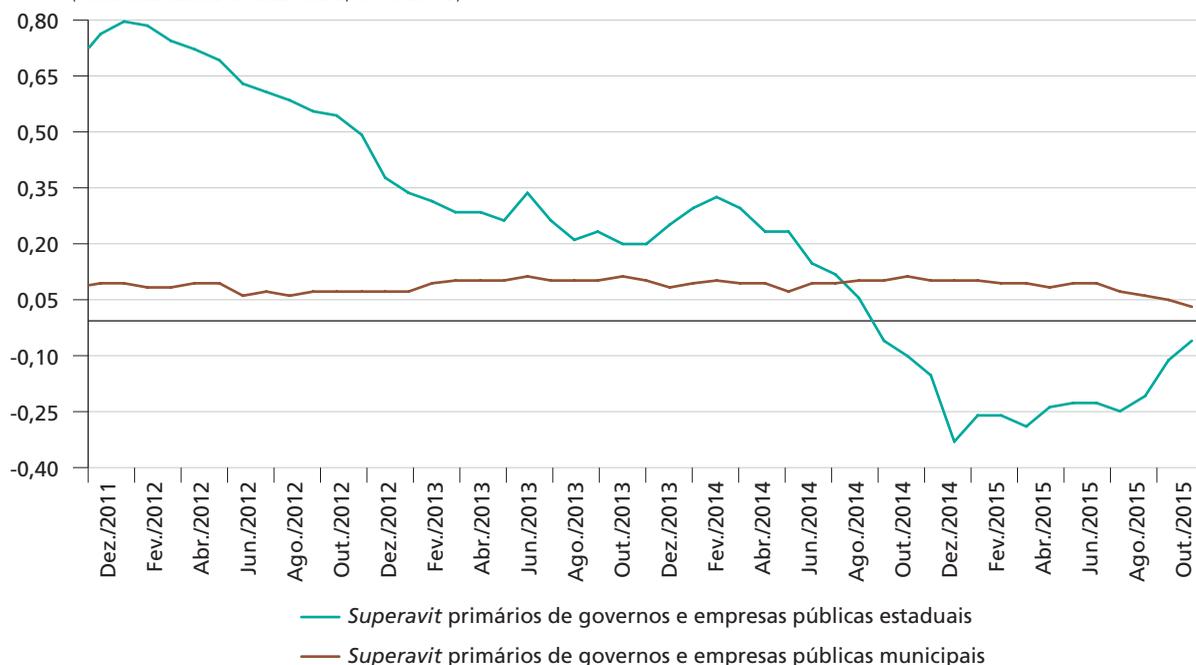
O Programa Bolsa Família, que tem atualmente o menor peso relativo dos três no total das TFs (4,96%), apresentou, até outubro de 2015, queda real acumulada nos últimos doze meses de 0,64%. Com relação aos gastos com os benefícios da Loas e da RMV – cujo peso nas TFs é de 7,86% –, o crescimento no acumulado em doze meses foi de 3,54%.

### 6.3 ESTADOS E MUNICÍPIOS

Até outubro de 2015, os entes subnacionais foram responsáveis por considerável contribuição ao resultado primário do setor público consolidado, acumulando *superavit* de R\$ 14,6 bilhões (0,3% do PIB), segundo dados do BCB. Apenas no mês de outubro do mesmo ano, os estados tiveram *superavit* de R\$ 780 milhões, enquanto os municípios apresentaram pequeno *deficit* R\$ 4 milhões (não suficiente para modificar o resultado acumulado do ano de 2015, de R\$ 1,9 bilhão). Os resultados recentes representam uma inversão da tendência de queda do *superavit* que se verificou entre 2012 e 2014, como pode ser visto no gráfico 6.6.

Ao se observar separadamente as despesas e as receitas dos estados no período janeiro-outubro de 2015 – com o uso dos dados dos relatórios resumidos de execução orçamentária (RREOs) –, observa-se que as receitas apresentaram queda no período de 3,8% (ou R\$ 22,9 bilhões). Esta queda foi resultante principalmente da diminuição na arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS), principal tributo de competência dos estados (tabela 6.5). Até o quinto bimestre do ano passado, apenas as “demais receitas tributárias” (Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores – IPVA, Imposto sobre Transmissão *Causa Mortis* e Doação de Quaisquer Bens ou Direitos – ITCMD e taxas) apresentaram alguma elevação.

GRÁFICO 6.6  
**Resultado primário de estados e municípios (dez./2011-out./2015)**  
 (Fluxos acumulados em doze meses, em % do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Já quanto à despesa, o comportamento dos principais componentes dos gastos estaduais, disponíveis nos RREOs, mostra que a queda é generalizada (tabela 6.5). No total, a despesa diminuiu 5,5% (R\$ 31,9 bilhões), quando comparada com o acumulado até o mesmo período do ano anterior. Essa queda é puxada fortemente pelos investimentos, reduzidos quase pela metade, e pelas demais despesas. O único componente a se elevar no período foram despesas com pessoal e encargos sociais.

TABELA 6.5

**Aproximações da dinâmica “acima da linha” das finanças públicas estaduais construídas a partir dos dados dos RREO (jan./2015-out./2015)**

(Em R\$ bilhões)

Receitas e despesas	Jan.-out./2014	Jan.-out./2015	Varição real (%)
<b>Receita primária total</b>	<b>599,3</b>	<b>576,4</b>	<b>(3,8)</b>
Receita tributária	351,0	332,8	(5,2)
ICMS	281,5	262,0	(6,9)
Demais receitas tributárias	69,4	70,8	2,0
Transferências correntes	123,9	122,3	(1,4)
Demais receitas primárias	124,4	121,3	(2,4)
<b>Despesa primária total</b>	<b>581,2</b>	<b>549,3</b>	<b>(5,5)</b>
Pessoal e encargos sociais	298,3	309,7	3,8
Investimentos	43,0	22,2	(48,3)
Transferências constitucionais e legais	87,2	75,9	(13,0)
Demais despesas	152,7	141,6	(7,3)
<b>Resultado primário</b>	<b>18,1</b>	<b>27,1</b>	<b>49,7</b>

Fonte: RREOs dos estados.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea

Obs.: 1. Os estados de Alagoas e Mato Grosso do Sul não constam na amostra.

2. Dados deflacionados pelo IPCA para out./2015 referentes a receitas realizadas e despesas liquidadas.

Devido ao seu tamanho e comportamento individual, as despesas dos estados com pessoal e encargos sociais foram estudadas mais a fundo, utilizando dados dos portais de transparência estaduais. Com os dados disponíveis em onze portais de transparência estaduais selecionados,<sup>8</sup> foi possível separar as despesas de pessoal e encargos sociais entre aquelas com servidores ativos e inativos.

TABELA 6.6

**Aproximações de despesas selecionadas dos estados construídas a partir dos dados dos portais de transparência dos estados**

(Em R\$ bilhões)

Receitas e despesas	Jan.-out./2014	Jan.-out./2015	Varição real (%)	Out./2014	Out./2015	Varição real (%)
<b>Pessoal e encargos sociais</b>	<b>208,2</b>	<b>210,4</b>	<b>1,0</b>	<b>21,6</b>	<b>20,9</b>	<b>(3,5)</b>
Salários	107,6	115,9	7,8	12,1	11,5	(4,9)
Benefícios previdenciários	66,1	68,1	3,1	6,8	6,8	(1,1)
Demais	34,5	26,3	(23,3)	2,7	2,6	(3,3)

Fonte: Portais de transparência dos estados do Acre, do Amazonas, de Minas Gerais, da Paraíba, do Paraná, do Rio de Janeiro, do Rio Grande do Sul, de Santa Catarina, de São Paulo e de Tocantins.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

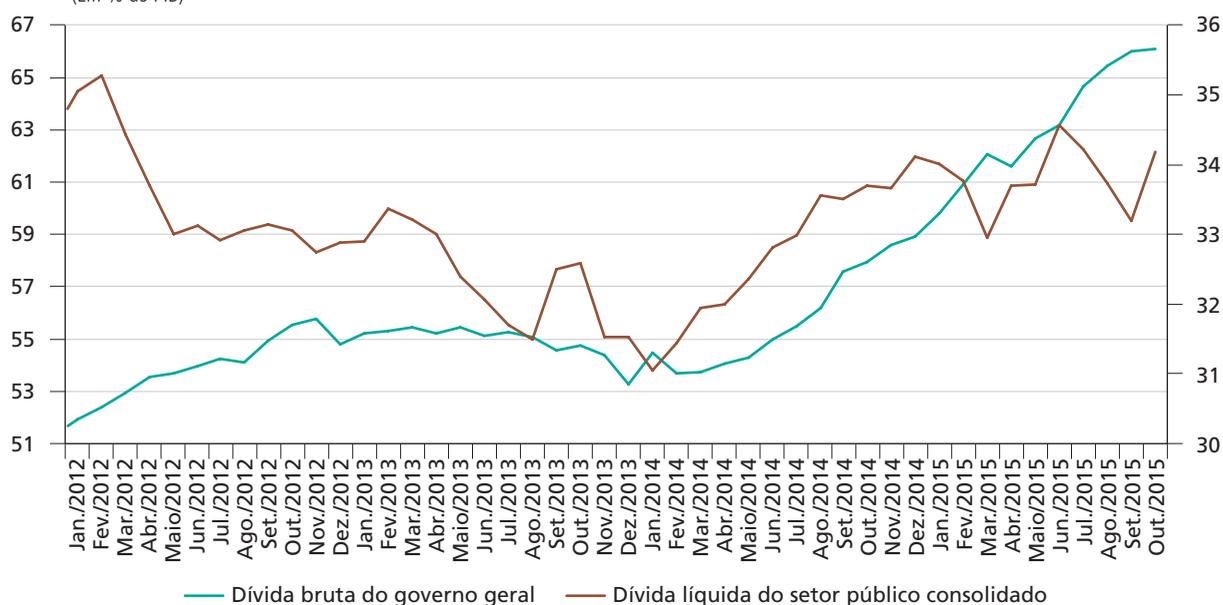
Obs.: Para mais informações a respeito da metodologia para formulação desses dados, vide Santos *et al.* (2015).

8. Essa seleção deveu-se exclusivamente à disponibilidade dos dados.

## 6.4 DÍVIDA PÚBLICA

A dívida bruta do governo geral (DBGG) diminuiu o seu ritmo de crescimento e atingiu 66,11% do PIB no último mês. Enquanto isso, a dívida líquida do setor público (DLSP) fechou o mês de outubro de 2015 no patamar de 34,19% do PIB (gráfico 6.7).

GRÁFICO 6.7  
DBGG e DLSP (jan./2012-out./2015)  
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

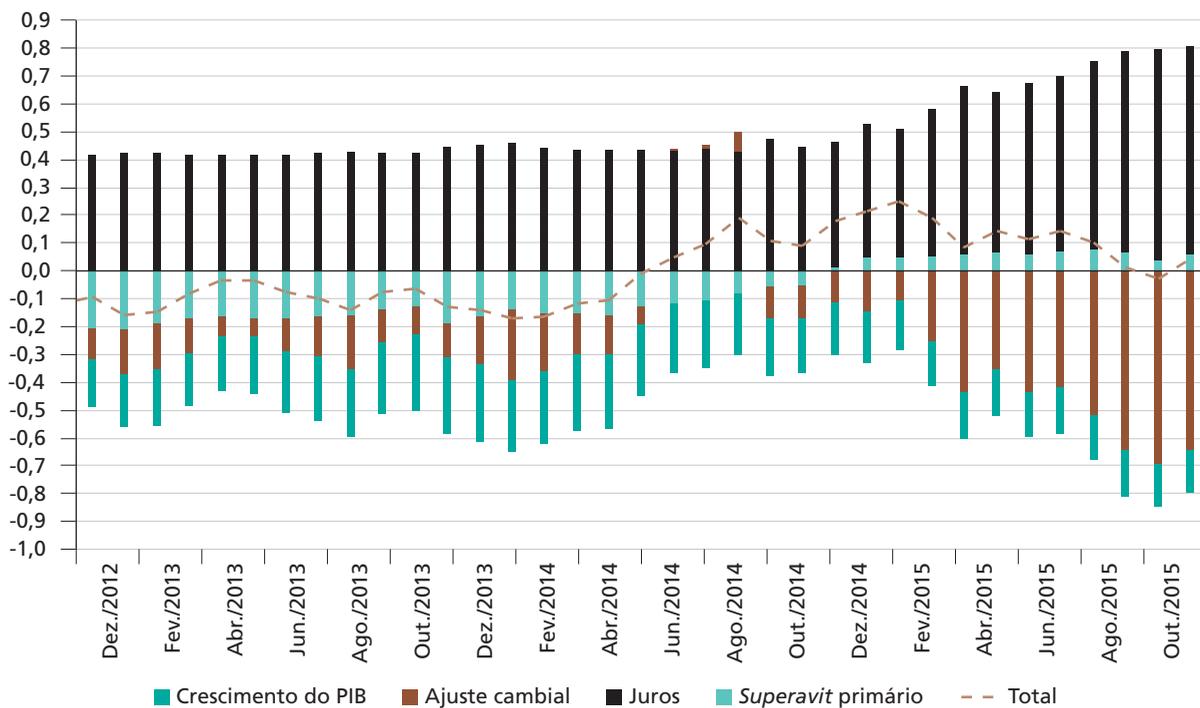
Com relação à DBGG, no mês de outubro de 2015 houve alta de 0,11% do PIB, da qual o efeito do crescimento econômico sobre a dívida acarretou queda de 0,32% do PIB. Além disso, houve acréscimo de 0,43% do PIB relativos a outros fatores condicionantes. Desses, a emissão líquida da DBGG contribuiu com uma queda de 0,14% do PIB, e os juros nominais contribuíram com uma alta de 0,67% do PIB. Por fim, os ajustes metodológicos e cambiais foram responsáveis por uma redução de 0,14% do PIB, enquanto o reconhecimento de dívidas foi responsável por uma alta de 0,04% do PIB.

Enquanto isso, a DLSP reduziu-se em 0,99 p.p. do PIB em outubro do ano passado em relação ao mês anterior. A contribuição média nos últimos doze meses dos principais fatores condicionantes da DLSP pode ser vista no gráfico 6.8. O *superavit* primário e os juros contribuíram com elevações de, respectivamente, 0,05% e 0,74% do PIB. Já o ajuste cambial e o crescimento do PIB contribuíram para o decréscimo da DLSP. O primeiro contribuiu para uma redução de 0,64%, enquanto o efeito do crescimento do PIB manteve-se relativamente estável, em torno de 0,15% do produto. Na comparação com o mesmo mês de 2014, a elevação foi de 0,50 p.p. do PIB.

## GRÁFICO 6.8

### Fatores condicionantes da variação da DLSP (dez./2012-out./2015)

(Variação acumulada em doze meses, em p.p. do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## 7 ECONOMIA MUNDIAL

### SUMÁRIO

O desempenho e as perspectivas da economia mundial continuam a ser influenciados pela interação entre as trajetórias divergentes de países desenvolvidos e emergentes. Os primeiros mantêm sua recuperação pós-crise financeira internacional em curso, ainda que a um ritmo moderado. Os últimos passam por um período de desaceleração do crescimento – em alguns casos, com queda dos níveis de renda.

Houve uma redução das incertezas nos últimos meses em relação à política monetária norte-americana, na medida em que os dados de atividade econômica naquele país passaram a caracterizar crescimento mais consistente, especialmente no mercado de trabalho. Em sentido contrário, na Europa o Banco Central Europeu (BCE) flexibilizou a política monetária, reduzindo mais uma vez a taxa de remuneração dos depósitos bancários no BCE (para níveis ainda mais negativos do que o prevaiente), e estendendo o prazo em que a aquisição de ativos (política de afrouxamento quantitativo) deve vigorar.

Na China, reduziram-se as incertezas em relação à trajetória futura da economia: a perspectiva ainda é de uma desaceleração à frente, porém aumentou a percepção de que o processo tende a ocorrer de forma gradual. A perspectiva de que a moeda chinesa, o renminbi, venha a fazer parte da cesta de moedas que compõem os direitos especiais de saque (SDR, em inglês *special drawing rights*) do Fundo Monetário Internacional (FMI) – decisão tomada no final de novembro de 2015 para valer a partir do final de 2016 – contribuiu para reduzir a volatilidade cambial.

Os preços das *commodities* mantiveram a trajetória de queda observada desde o segundo semestre de 2014, apenas brevemente interrompida no início de 2015. O dólar norte-americano, por seu turno, continuou valorizando-se em relação às demais moedas.

### 7.1 ECONOMIA MUNDIAL

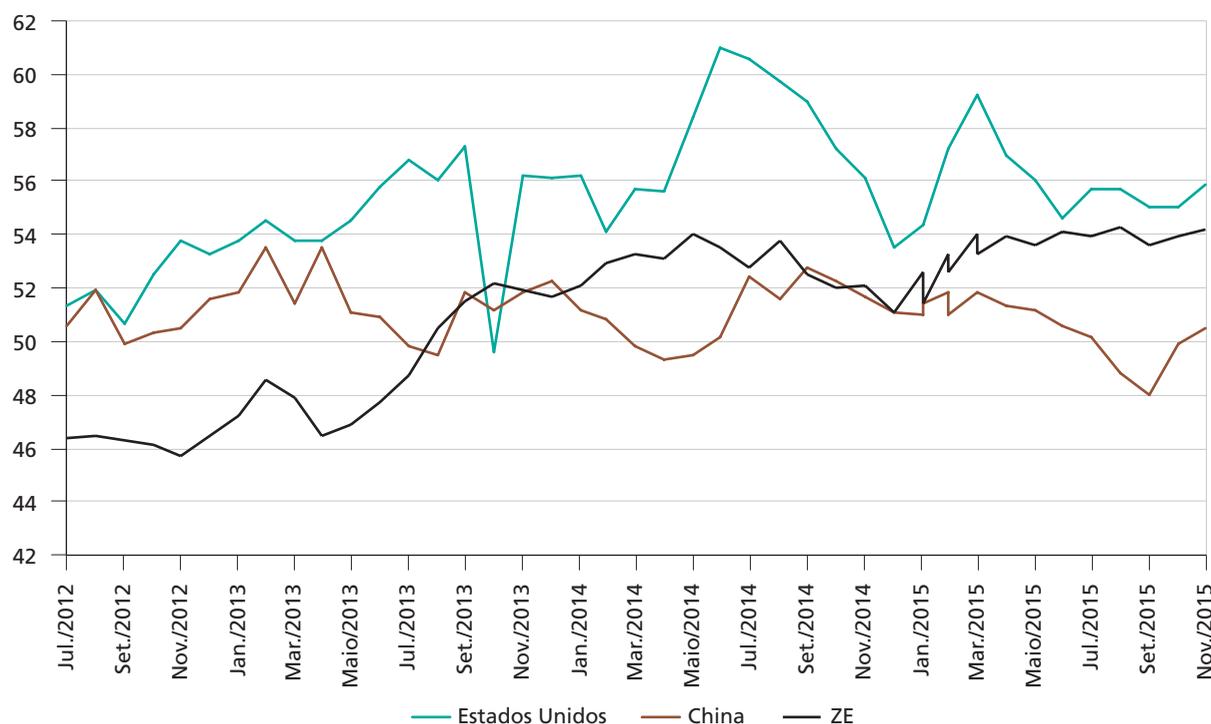
As previsões do FMI para o crescimento mundial em seu último *Panorama da Economia Mundial* (WEO, em inglês *World Economic Outlook*) foram uma vez mais revistas para baixo relativamente àquelas apresentadas em julho: de 3,3% para 3,1%, em 2015, e de 3,7% para 3,6%, em 2016. Na comparação com as previsões de um ano atrás, contudo, as revisões são mais profundas: em outubro de 2014 projetava-se um crescimento da economia mundial de 3,8% em 2015, e de 4,0% em 2016.

Essas revisões de 0,7 ponto percentual (p.p.) para o crescimento mundial de 2015 e de 0,4 p.p. para o de 2016 decorrem principalmente da reavaliação das perspectivas para os países emergentes, cujo crescimento de 2015, projetado no final de 2014, era de 4,9% e agora é de 4,0%. As projeções de 2016 para esses países, por seu turno, passaram de 5,1%, ao final de 2014, para 4,5%, em outubro último. Entre os emergentes, Brasil e Rússia são os países que passaram pelas maiores revisões: no caso brasileiro, o crescimento em 2015 foi revisto de 1,3% para -3,0%, e o de 2016 de 2,2% para -1,0%; na Rússia, as revisões foram de 0,5% para -3,8%, e de 1,5% para -0,6%, respectivamente. Vale destacar que, na direção contrária, as projeções de crescimento da Índia sofreram ajustes para cima: de 6,3% para 7,3%, em 2015, e de 6,4% para 7,5%, em 2016.

De modo geral, o que as projeções do FMI indicam são uma moderação do crescimento, com o deslocamento do eixo dinâmico da economia mundial dos países emergentes para os países desenvolvidos. Os fatores dominantes da conjuntura internacional no último trimestre continuaram sendo a perspectiva de normalização da política monetária nos Estados Unidos e a trajetória de desaceleração do crescimento na China. Em ambos os casos, contudo, houve redução de incertezas quando a situação é comparada

com a que prevalecia dois ou três meses atrás. O gráfico 7.1 ilustra o comportamento dos índices de gerentes de compras (PMI, do inglês *purchasing managers index*) – um índice de difusão captando a percepção de empresários quanto à situação dos negócios na indústria e nos serviços, e que indica expansão para valores acima de 50 pontos e retração para valores abaixo desse limite – para Estados Unidos, Zona do Euro (ZE) e China. Como pode-se observar, o indicador encontra-se na zona de expansão nas três regiões, mas com trajetórias distintas entre si: nos Estados Unidos a expansão é mais intensa, porém o ritmo é declinante; na ZE, ela estabilizou-se em torno de 54 pontos; na China, o nível encontra-se apenas ligeiramente acima de 50 pontos, porém em recuperação após queda contínua desde o início de 2015.

**GRÁFICO 7.1**  
**PMI composto: Estados Unidos, ZE e China**



Fonte: Bloomberg.  
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Como pano de fundo, observa-se uma desaceleração do crescimento da produtividade em escala global, o que tende a afetar o crescimento potencial da economia mundial. Isso significa que o espaço para medidas de estímulo – já bastante reduzido diante de taxas de juros virtualmente nulas – pode estreitar-se ainda mais. Paralelamente, nos países emergentes ainda há um endividamento construído no período pós-crise financeira internacional cuja absorção torna-se mais difícil com o crescimento mais lento.

A ligeira desaceleração do crescimento global – taxas inferiores às de 2012-2013, mas bem superiores às do imediato pós-crise, conforme a tabela 7.1 – e a mudança na composição entre países – com menor peso dos emergentes – tem se refletido no ritmo de expansão do comércio internacional. A estimativa do FMI é de que, em 2015, o volume de comércio tenha se expandido a um ritmo próximo ao crescimento do produto interno bruto (PIB), com alguma aceleração em 2016.

Porém, essas taxas ainda estão muito distantes das observadas na década de 2000, quando o comércio internacional cresceu, em média, à taxa de 6,7% ao ano (a.a.).

**TABELA 7.1**  
**Crescimento do PIB: observado e projeções do FMI (WEO – outubro/2015)**  
 (Em %)

Crescimento real do PIB (%)	Média 2000-2008	Média 2009-2011	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Mundo	4,1	2,8	3,4	3,4	3,4	3,1	3,6
Economias desenvolvidas	2,3	0,4	1,2	1,4	1,8	2,0	2,2
Área do Euro	2,0	-0,3	-0,7	-0,4	0,8	1,5	1,6
Reino Unido	2,7	-0,4	0,3	1,7	2,9	2,5	2,2
Estados Unidos	2,3	0,3	2,3	2,2	2,4	2,6	2,8
Japão	1,2	-0,6	1,5	1,6	-0,1	0,6	1,0
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,5	5,1	5,0	4,6	4,0	4,5
Ásia	8,5	8,2	6,7	7,0	6,8	6,5	6,4
China	10,4	9,7	7,7	7,8	7,4	6,8	6,3
Índia	7,0	7,5	4,7	6,9	7,3	7,3	7,5
América Latina e Caribe	3,7	3,0	2,9	2,9	1,3	-0,3	0,8
Brasil	3,7	3,3	1,0	2,7	0,1	-3,0	-1,0
Europa Central e Oriental	4,7	2,0	1,4	2,9	2,8	3,0	3,0
Comunidade de estados independentes	7,4	1,0	3,4	2,2	1,0	-2,7	0,5
Rússia	7,0	0,2	3,4	1,3	0,6	-3,8	-0,6
Oriente Médio e Norte da África	5,8	4,1	4,8	2,4	2,7	2,5	3,9
África Subsaariana	5,8	4,5	4,4	5,2	5,0	3,8	4,3
África do Sul	4,2	1,7	2,5	2,2	1,5	1,4	1,3
Comércio internacional – volume	6,7	2,8	2,9	3,3	3,3	3,2	4,1

Fonte: World Economic Outlook – FMI.

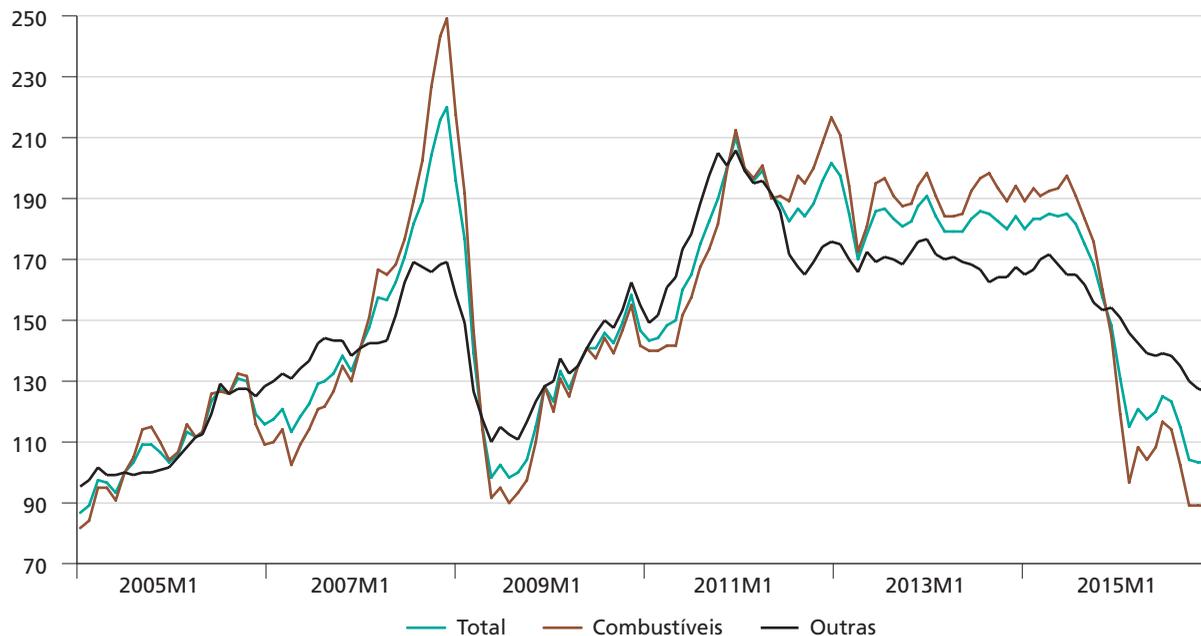
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A perspectiva para os preços de *commodities* negociadas no mercado internacional são de relativa estabilidade, após um período de forte queda. Os últimos meses registraram uma retomada da trajetória de declínio dos preços de *commodities*, especialmente no caso do petróleo que, depois de apresentar alguma recuperação entre janeiro e maio de 2015, voltou a cair fortemente, com um breve período de estabilidade entre agosto e outubro. Em novembro, o preço médio do Brent foi 30% menor do que o registrado em maio. Em doze meses, o preço de *commodities* metálicas no mercado internacional caiu 25%, e o dos alimentos, 14% (gráficos 7.2 e 7.3).

### GRÁFICO 7.2

#### Preços de *commodities*: total e combustíveis

(2005 = 100)



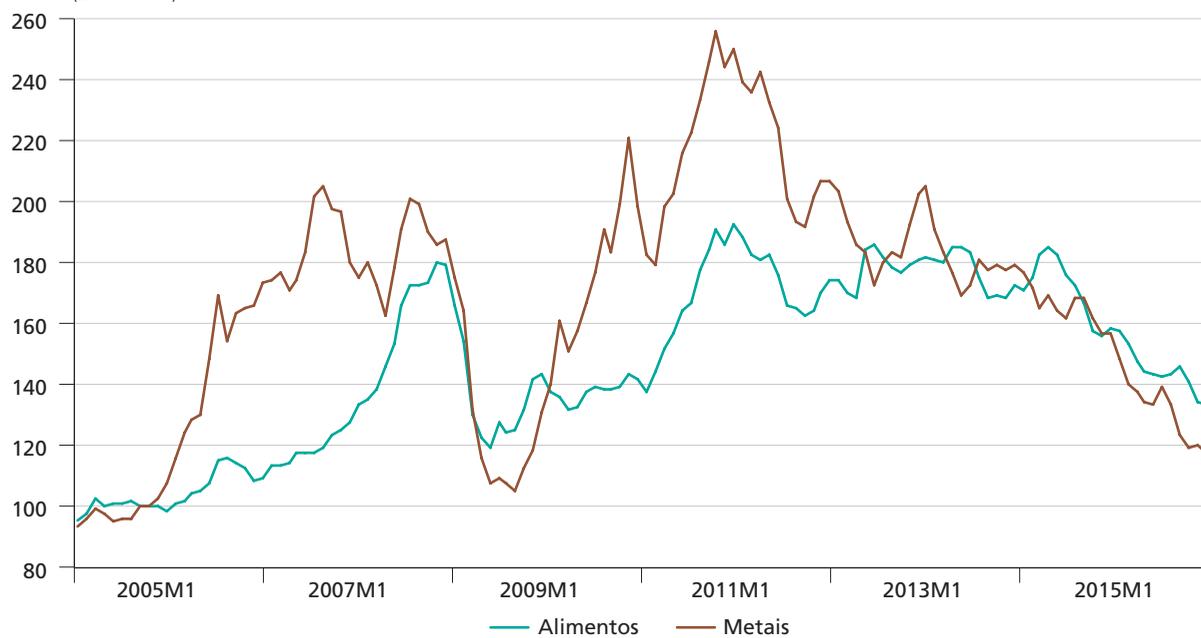
Fonte: FMI.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

### GRÁFICO 7.3

#### Preços de *commodities*: alimentos e metais

(2005 = 100)



Fonte: FMI.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Embora as quedas de preços dos diferentes tipos de *commodities* resultem de situações de excesso de oferta, o padrão de comportamento de oferta e demanda tende a se diferenciar entre elas. No caso do petróleo, prevalece o aumento da oferta em ritmo bem superior ao da demanda. No caso das *commodities* metálicas, a forte redução dos preços parece refletir principalmente a desaceleração da demanda na China, enquanto no caso dos alimentos, a demanda continua crescendo, porém a um ritmo inferior ao da expansão da oferta. Nessa perspectiva, a presença do fenômeno El Niño pode significar uma reversão do preço dos alimentos devido a condições climáticas adversas. O último número do Commodity Markets Outlook, do Banco Mundial, prevê relativa estabilidade dos preços de *commodities* em 2016, com pequeno aumento nos preços de metais e alimentos (1,1% e 1,5%, respectivamente) e pequena queda adicional nos preços do petróleo (-2,1%). Por fim, vale destacar que a trajetória dos preços de *commodities* tem contribuído para imprimir um viés deflacionário em nível global e reduzido o ímpeto da recuperação da economia mundial.

## 7.2 ESTADOS UNIDOS

A economia norte-americana apresentou desaceleração ao longo do terceiro trimestre de 2015: o crescimento anualizado foi de 2,1%, ante 3,9% no trimestre anterior. Dois componentes da demanda agregada passaram por forte desaceleração entre os dois trimestres: o crescimento trimestral anualizado do investimento privado bruto passou de 5,0% para -0,3%, e o das exportações caiu de 5,1% para 0,9% (tabela 7.2).

TABELA 7.2  
Variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada  
(Em %)

	4º tri./2013	1º tri./2014	2º tri./2014	3º tri./2014	4º tri./2014	1º tri./2015	2º tri./2015	3º tri./2015
PIB	3,8	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,9	2,1
Consumo pessoal	3,5	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,6	3,0
Investimento privado bruto	4,2	-2,5	12,6	7,4	2,1	8,6	5,0	-0,3
Investimento fixo	5,1	6,0	5,6	7,9	2,5	3,3	5,2	3,4
Investimento não residencial	8,7	8,3	4,4	9,0	0,7	1,6	4,1	2,4
Investimento residencial	-8,1	-2,8	10,4	3,4	10,0	10,1	9,3	7,3
Variação de estoques	-	-	-	-	-	-	-	-
Exportação líquida de bens e serviços	-	-	-	-	-	-	-	-
Exportações	10,9	-6,7	9,8	1,8	5,4	-6,0	5,1	0,9
Importações	1,0	2,8	9,6	-0,8	10,3	7,1	3,0	2,1
Gastos do governo em consumo e investimento	-2,7	0,0	1,2	1,8	-1,4	-0,1	2,6	1,7

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

No caso dos investimentos, caíram tanto os investimentos não residenciais quanto os residenciais. A atividade da construção residencial, contudo, ainda mantém-se razoavelmente aquecida, com expansão de 7,3% no período, ante 9,3% no trimestre anterior. A taxa de crescimento dos investimentos não residenciais, por seu turno, reduziu-se de 4,1% para 2,4%. Um componente desse agregado que vem puxando para baixo o crescimento médio é o investimento no setor de mineração, que, segundo o Bureau of Economic Analysis (BEA), apresentou taxas trimestrais de variação anualizadas de -13,7%, -24,8% e

-14,7% nos três primeiros trimestres de 2015, respectivamente. Obviamente, essa forte queda reflete a redução acentuada dos preços do petróleo no mercado internacional, como discutido anteriormente.

Embora os investimentos fixos tenham desacelerado, a principal contribuição para o desempenho ruim do investimento no terceiro trimestre veio da variação de estoques. Sua contribuição para o crescimento do PIB, que havia sido de 0,9 p.p. no primeiro trimestre de 2015, caiu para zero no segundo e, agora, -0,6 p.p. no terceiro (tabela 7.3). Esse movimento dos estoques possivelmente foi influenciado pela trajetória do consumo, que teve um primeiro trimestre muito ruim (crescimento de apenas 1,8%), o que pode ter gerado a acumulação indesejada dos estoques, eventualmente revertida nos dois trimestres seguintes, quando o crescimento do consumo atingiu 3,6% e 3,0%, respectivamente.

No caso das exportações líquidas, sua contribuição para o crescimento do PIB foi de -0,2 p.p. no terceiro trimestre, ante +0,2 p.p. no segundo. As exportações líquidas já haviam contribuído negativamente para o crescimento em 2014 – em média, -0,5 p.p. ao trimestre – e o mesmo ocorreu em 2015 (-0,7 p.p. ao trimestre nos três primeiros trimestres do ano). Esse desempenho provavelmente reflete a combinação de desaceleração do crescimento mundial, afetando as exportações, com a forte valorização do dólar no mercado internacional – que já alcançava 16%, em termos reais, até outubro.

TABELA 7.3

**Contribuição para a variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada**

(Em %)

	4 <sup>a</sup> tri./2013	1 <sup>a</sup> tri./2014	2 <sup>a</sup> tri./2014	3 <sup>a</sup> tri./2014	4 <sup>a</sup> tri./2014	1 <sup>a</sup> tri./2015	2 <sup>a</sup> tri./2015	3 <sup>a</sup> tri./2015
PIB	3,8	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,9	2,1
Consumo das famílias	2,4	0,9	2,6	2,3	2,9	1,2	2,4	2,1
Investimento privado	0,7	-0,4	2,0	1,2	0,4	1,4	0,9	-0,1
Investimento fixo	0,8	0,9	0,9	1,2	0,4	0,5	0,8	0,5
Não residencial	1,1	1,0	0,6	1,1	0,1	0,2	0,5	0,3
Residencial	-0,3	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,2
Variação de estoques	-0,1	-1,3	1,1	0,0	0,0	0,9	0,0	-0,6
Exportações líquidas de bens e serviços	1,3	-1,4	-0,2	0,4	-0,9	-1,9	0,2	-0,2
Exportações	1,4	-1,0	1,3	0,2	0,7	-0,8	0,6	0,1
Importações	-0,2	-0,4	-1,5	0,2	-1,6	-1,1	-0,5	-0,3
Gastos do governo – consumo e investimento	-0,5	0,0	0,2	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,3

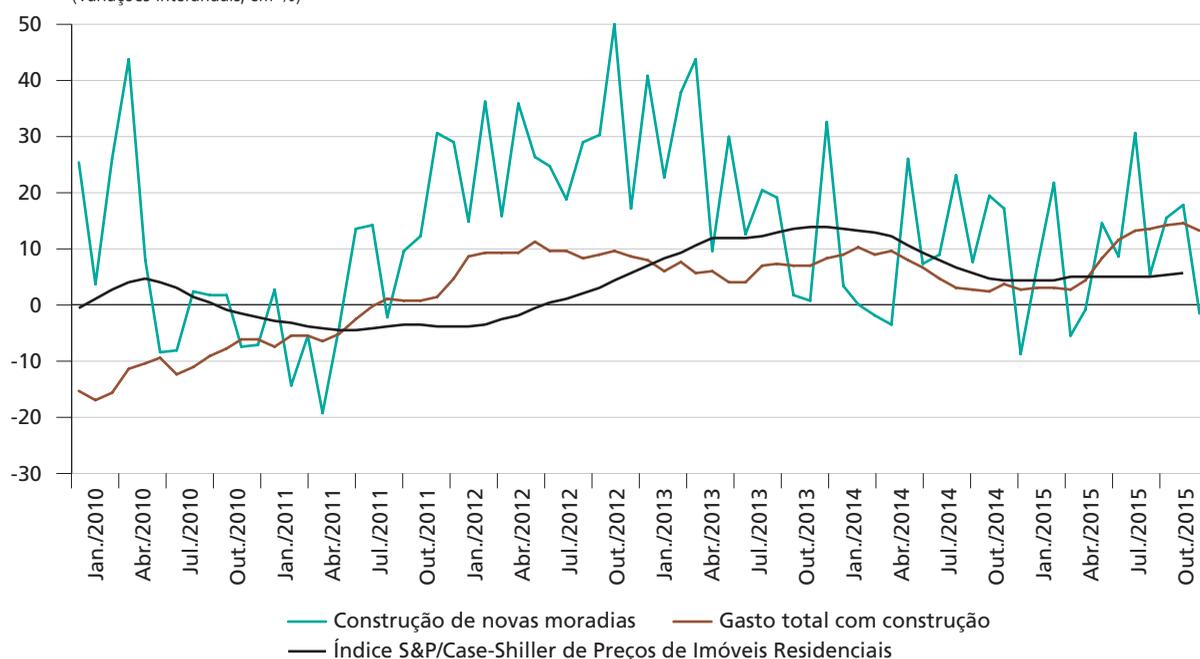
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

A produção industrial nos Estados Unidos apresentou desempenho bem menos positivo em 2015 do que no ano anterior. Em 2014, o crescimento médio ante o ano anterior foi de 3,7%, com tendência claramente ascendente ao longo do ano. Em 2015, o crescimento médio interanual até outubro foi de 1,9%, em uma trajetória claramente declinante. A exemplo do que acontece com o investimento, a indústria extrativa tem um peso importante nessa perda de dinamismo, já que sua taxa de crescimento caiu de 10,8%, na média de 2014, para zero, na média dos dez primeiros meses de 2015, com outubro registrando variação de -7% ante outubro do ano anterior. Em comparação, a indústria de transformação registrou relativa estabilidade nas médias de 2014 e 2015 (até outubro), em torno de 2,5%, embora também com tendência declinante ao longo de 2015.

As atividades ligadas ao setor imobiliário têm mantido relativo grau de aquecimento, segundo diversos indicadores. No trimestre até outubro, o início de construção de novas moradias aumentou 10,0% em relação a igual período do ano anterior; as vendas de casas existentes cresceram 6,2%; as autorizações para novas construções aumentaram 6,7%; e os gastos com construção cresceram 13,8%. No mesmo sentido, os preços de imóveis residenciais têm mantido ritmo de crescimento sustentado em torno de 5,0% a.a. na comparação interanual, com leve tendência de aceleração ao longo de 2015. O gráfico 7.4 ilustra o comportamento de algumas dessas variáveis do setor imobiliário nos Estados Unidos nos últimos cinco anos.

**GRÁFICO 7.4**  
**Indicadores do setor imobiliário**  
 (Variações interanuais, em %)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (Fred).

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

O mercado de trabalho nos Estados Unidos voltou a apresentar elevado dinamismo. Em outubro e novembro últimos foram criadas 298 mil e 211 mil novas vagas, respectivamente, após dois meses em que o número médio de novas vagas havia caído para 150 mil. A taxa de desemprego em novembro manteve-se estável em 5,0% da força de trabalho, mas houve crescimento da população economicamente ativa (PEA). Os rendimentos médios por hora trabalhada cresceram 2,3% em novembro, com ligeira aceleração em relação ao ritmo observado na média de 2014, porém ainda sem indicar pressões de custos significativas.

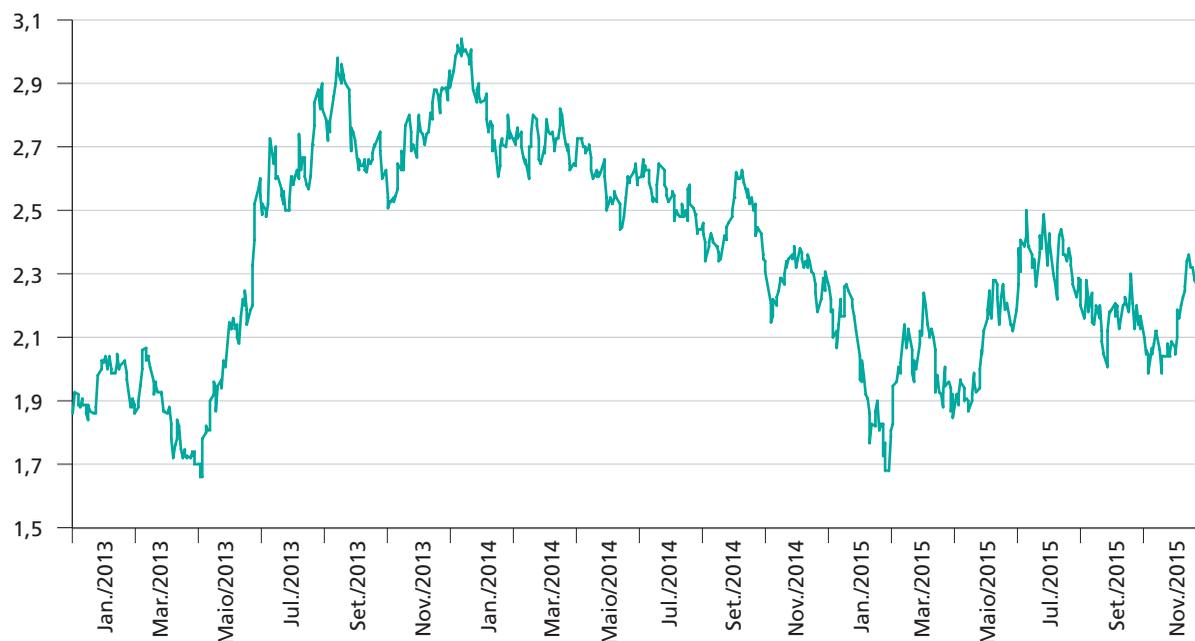
Não obstante a ausência de pressões sobre os salários, e com a inflação medida pelo deflator das despesas de consumo relativamente estável, em torno de 0,5% anual o índice cheio e de 1,6% em seu núcleo, havia a expectativa, posteriormente confirmada, de que o Federal Reserve (Fed) iria elevar os juros em sua reunião programada para meados de dezembro. Aparentemente, a preocupação é de que seria importante sinalizar com a normalização da política monetária para evitar o surgimento de bolhas nos mercados de ativos. A expectativa, contudo, é de que esse processo ocorra de maneira bastante gradual, como pode-se ver no gráfico 7.5, que mostra a trajetória dos juros dos títulos do Tesouro norte-americano de dez anos. As taxas subiram fortemente na primeira metade de 2015,

mas recuaram posteriormente, à medida que o início do processo de normalização foi sendo postergado. Com a sinalização mais contundente a partir de outubro no sentido de que essa elevação ocorreria em dezembro, as taxas voltaram a subir, de 2,0% para 2,3% a.a., porém sem atingir os valores observados em meados de 2015.

GRÁFICO 7.5

**Taxa de juros dos títulos do Tesouro norte-americano de dez anos**

(Em % a.a.)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (Fred).

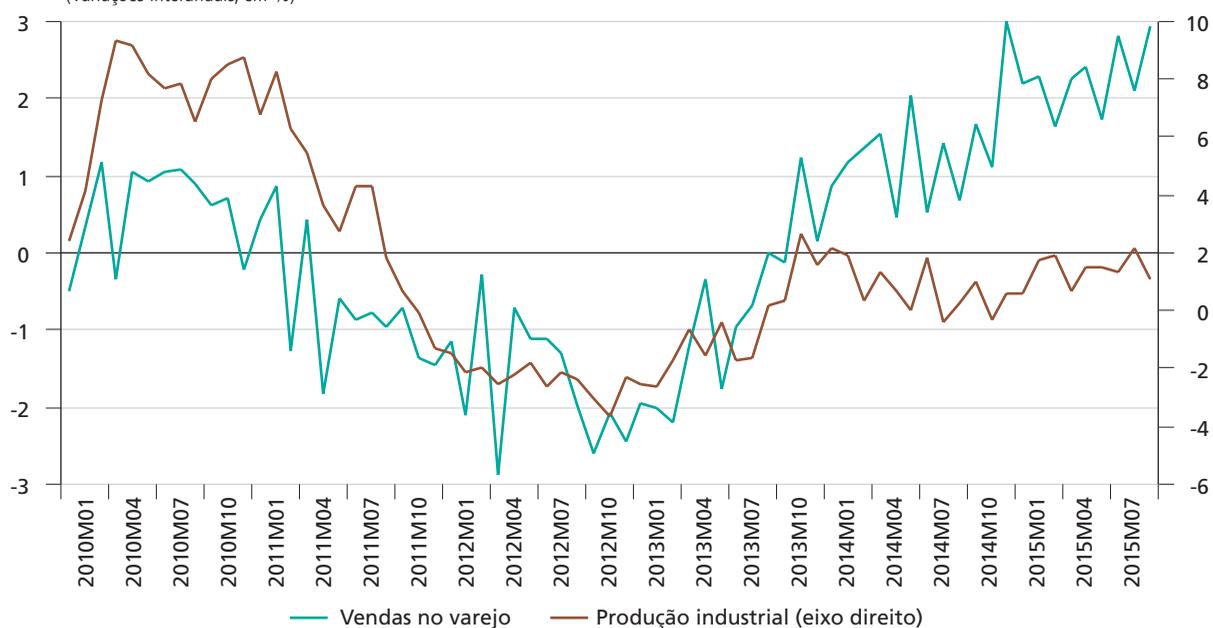
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

### 7.3 ZONA DO EURO

O PIB da ZE cresceu 0,3% no terceiro trimestre de 2015 ante o trimestre anterior, e 1,7% na comparação com o terceiro trimestre do ano anterior, estável em relação ao segundo trimestre. Seja na comparação trimestre a trimestre, seja na comparação interanual, observa-se uma recuperação do crescimento na ZE, porém a taxas ainda relativamente modestas.

O mesmo pode ser dito da produção industrial. O crescimento médio interanual da produção industrial até setembro último foi de 1,5%, com bastante volatilidade nas taxas mensais. As vendas no varejo, por seu turno, têm registrado maior dinamismo, com um crescimento médio de 2,3% no acumulado no ano (gráfico 7.6).

**GRÁFICO 7.6**  
**Produção industrial e vendas no varejo**  
 (Variações interanuais, em %)



Fonte: Eurostat.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Diante dessa recuperação anêmica, o BCE decidiu, em sua reunião no início de dezembro, promover um relaxamento adicional da política monetária, anunciando um corte adicional de 10 pontos-base da taxa de remuneração das reservas bancárias (que já era negativa) para -0,30% a.a., e uma extensão de seis meses do período de afrouxamento quantitativo, de setembro de 2016 para março de 2017.

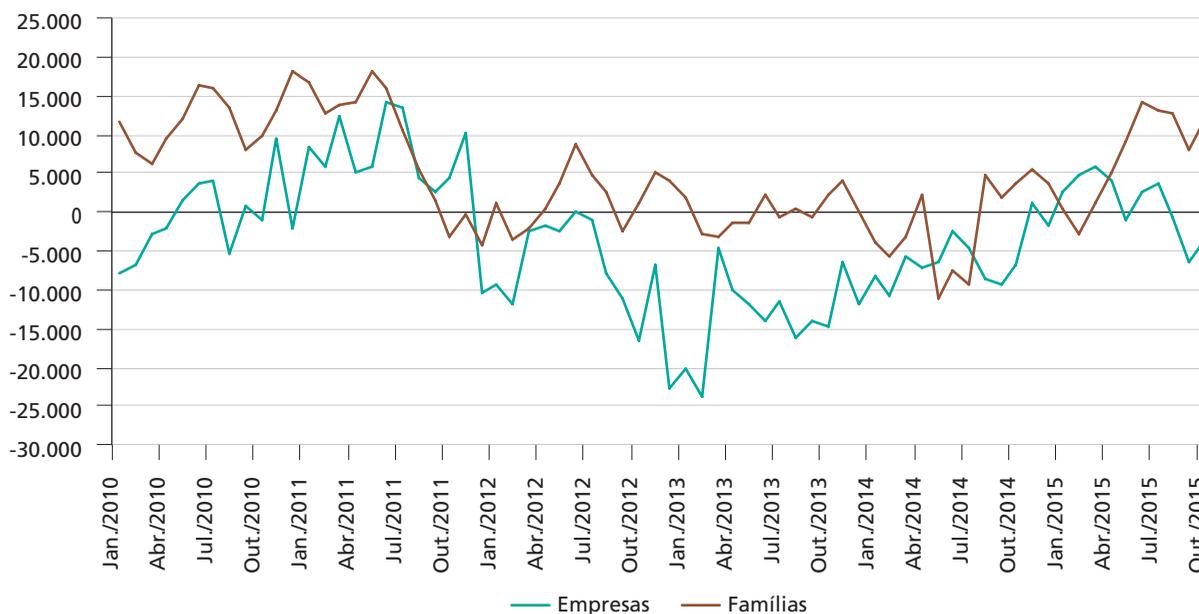
Essas medidas de estímulo monetário justificam-se diante da continuidade de uma inflação muito baixa – pelo índice cheio, tem-se deflação – e da estagnação do crédito. A ameaça da deflação não foi ainda debelada, não obstante a implementação da política de afrouxamento quantitativo desde março, quando começaram as aquisições de títulos públicos. A inflação dos preços ao consumidor em outubro acumulava variação anual de 0,1%; quando excluem-se os preços de energia e alimentos não processados, ela sobe para 1,0% – valor ainda bem inferior aos “2,0% ou um pouco menos” que balizam a atuação do BCE.

O valor dos empréstimos do sistema financeiro às empresas em outubro último era praticamente igual ao de um ano antes, e o dos empréstimos às famílias havia crescido apenas 2% na mesma comparação. O gráfico 7.7 mostra como tem se dado a variação mês a mês desses empréstimos: certamente houve recuperação em relação a 2013, em especial no crédito às famílias, mas no caso dos empréstimos a empresas o impulso parece ter perdido fôlego e as variações dos saldos mais recentemente voltaram a ser negativas.

## GRÁFICO 7.7

### Empréstimos do sistema financeiro ao setor privado não financeiro

(Fluxos – média móvel de três meses)



Fonte: Banco Central Europeu (BCE).

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

Esse comportamento reflete a dinâmica recente da economia da ZE, em que o consumo vem tendo papel predominante para a retomada do crescimento que, como enfatizado, vem ocorrendo em ritmo moderado. Na comparação trimestral, houve uma ligeira desaceleração até o terceiro trimestre de 2015, com a taxa trimestral declinando de 0,5%, no primeiro trimestre, para 0,3% no terceiro. Quase toda queda é explicada pela desaceleração do investimento, cuja taxa de crescimento passou de 1,5% para zero entre os dois trimestres mencionados. Entretanto, o consumo tem sido o principal propulsor da recuperação, explicando mais de 60,0% da variação interanual do PIB no terceiro trimestre (tabela 7.4). Em parte, esse desempenho pode ser associado aos ganhos de renda inesperados derivados da queda dos preços de *commodities*, especialmente do petróleo e derivados, assim como de uma maior disposição a assumir crédito diante de taxas de juros muito baixas.

## TABELA 7.4

### Contribuição para a variação ante igual período do ano anterior, sem ajuste sazonal

(Em p.p.)

	4 <sup>a</sup> tri./2013	1 <sup>a</sup> tri./2014	2 <sup>a</sup> tri./2014	3 <sup>a</sup> tri./2014	4 <sup>a</sup> tri./2014	1 <sup>a</sup> tri./2015	2 <sup>a</sup> tri./2015	3 <sup>a</sup> tri./2015
PIB	0,5	1,1	0,7	0,8	0,9	1,3	1,7	1,7
Consumo das famílias	0,1	0,3	0,4	0,4	0,6	1,0	0,9	1,0
FBKF	0,0	0,5	0,2	0,1	0,2	0,4	0,6	0,4
Variação de estoques	0,1	0,3	0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,4	0,0
Gastos do governo	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4
Exportações líquidas de bens e serviços	0,1	-0,1	-0,2	0,3	0,1	-0,1	0,3	-0,1

Fonte: Eurostat.

Elaboração: Gecon/Dimac/lpea.

Vale notar, ainda, que os gastos dos governos vêm aumentando sua contribuição para o crescimento do PIB na ZE à medida que as restrições fiscais vão sendo relaxadas após o período de austeridade que se seguiu à crise financeira internacional. Por fim, a contribuição das exportações líquidas para o crescimento do PIB tem alternado trimestres positivos com outros negativos, refletindo as influências conflitantes da desvalorização do euro, no sentido positivo, e da desaceleração da economia mundial, no sentido negativo.

## 7.4 CHINA

As preocupações com a China têm estado no centro dos radares da economia mundial. Os efeitos da desaceleração do crescimento naquele país já se fazem sentir sob a forma de queda acentuada do preço das *commodities*, impactando países exportadores, especialmente na América Latina. Além disso, dada sua forte inserção nas cadeias produtivas da Ásia, também nessa região há temores de que a desaceleração chinesa possa induzir queda do crescimento dos demais países. O início do terceiro trimestre de 2015 foi marcado por forte instabilidade no mercado acionário e na política cambial. Ao longo do trimestre, contudo, houve uma gradual normalização nos dois mercados. Em relação à taxa de câmbio, houve redução das saídas de capital, permitindo o aumento das reservas em outubro.

O PIB chinês cresceu 6,9% no terceiro trimestre na comparação interanual, uma leve desaceleração em relação aos 7,0% dos dois trimestres anteriores. Não obstante, o crescimento veio melhor que o esperado, contribuindo para reduzir, ao menos temporariamente, as preocupações acima mencionadas. O setor secundário – indústria e da construção civil – foi o principal responsável por essa desaceleração, refletindo a trajetória de queda quase ininterrupta das taxas de crescimento desde o terceiro trimestre de 2013, quando a variação interanual foi de 8,2%. A desaceleração do crescimento da produção industrial tem sido bastante acentuada, com a taxa interanual de variação tendo declinado de 7,7%, em outubro de 2014, para 5,6%, em outubro último. Em sentido contrário, o setor serviços tem apresentado aceleração do seu crescimento, registrando variação interanual de 8,6% no terceiro trimestre (gráfico 7.8).

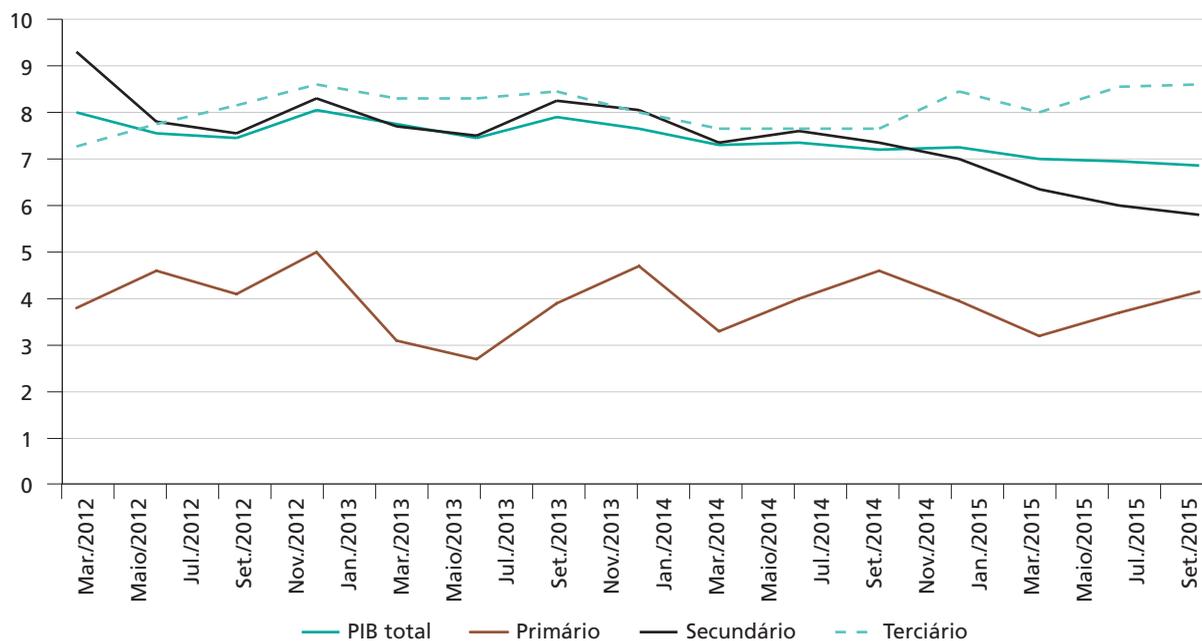
Ainda que não seja possível abrir o PIB trimestral chinês quanto à demanda, é possível observar que o ritmo de expansão do consumo tem se mantido forte. Apesar da tendência de desaceleração em relação às taxas de crescimento muito altas de 2011-2012, as vendas reais do varejo ainda sustentavam um crescimento interanual de 11% em outubro de 2015 – 1 p.p. a mais do que a taxa de abril (gráfico 7.9).

Se o consumo vem assumindo peso cada vez maior, ainda que gradualmente, na economia chinesa, o inverso vem ocorrendo com o investimento. A trajetória de desaceleração tem se mantido firme, e a taxa interanual de crescimento já caiu para um dígito – mais especificamente, 8,4% em outubro último, quando considera-se a média móvel de três meses. Essa desaceleração representa uma queda de 5,5 p.p. em relação ao ritmo ao qual expandia-se a formação de capital um ano antes. Para se ter uma ideia da intensidade dessa desaceleração, o investimento em capital fixo havia crescido 20,0% em 2013 e 15,6% em 2014 (gráfico 7.10).

## GRÁFICO 7.8

### Crescimento do PIB segundo setores de atividade

(Variação interanual, em %)



Fonte: Ceic.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## GRÁFICO 7.9

### Vendas no varejo

(Variação interanual, em %)



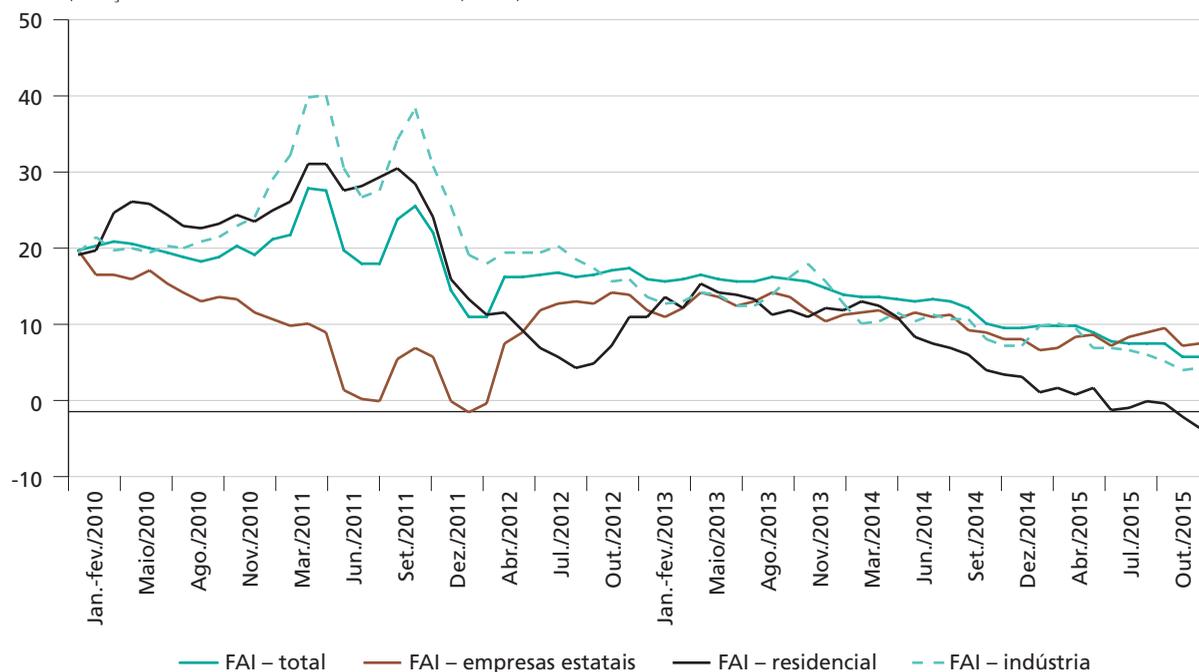
Fonte: Ceic.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

## GRÁFICO 7.10

### Investimento em = ativos fixos

(Variação interanual da média móvel de três meses, em %)



Fonte: Ceic.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Entre os componentes do investimento fixo destaca-se a queda do investimento residencial, que vem puxando para baixo o crescimento do investimento total e que apresentou variação negativa de -2,5% em outubro ante igual mês de 2014. O elevado estoque de imóveis desocupados, fruto da enorme expansão da construção no período pós-crise internacional, aliado ao endividamento das empresas e de governos locais – neste caso, contribuindo para reduzir os investimentos em infraestrutura –, ajudam a explicar essa forte desaceleração. Alguns sinais de recuperação podem ser captados a partir do comportamento dos preços dos imóveis, que apresentaram variação negativa ao longo de boa parte de 2014, mas voltaram a crescer em 2015, especialmente nas maiores cidades.

Há divergências entre analistas quanto à perspectiva de crescimento na China. Para alguns, haverá uma desaceleração forte em 2016, não obstante as medidas de estímulo – redução dos juros e das alíquotas de compulsório, ampliação da liquidez, expansão do crédito e aumento do gasto público. As causas seriam o fraco desempenho das exportações, diante de uma retomada ainda moderada nos países desenvolvidos, e a continuidade da queda do investimento, devido ao grau de endividamento muito elevado das empresas e à existência de capacidade ociosa na indústria. Para outros, as medidas de estímulo adotadas desde o final de 2014, associadas à reestruturação da economia no sentido de aumentar o peso do consumo e do setor serviços, permitiriam estabelecer um piso de crescimento não muito menor do que as taxas correntes, refletindo ainda o esforço de reformas para acelerar a produtividade da economia chinesa. Em qualquer dos casos, os anos de crescimento acelerado, com taxas de dois dígitos, ficaram no passado.



# NOTA TÉCNICA

## CHOQUE MONETÁRIO E TAXA DE SACRIFÍCIO SOB DIFERENTES REGRAS FISCAIS: ESTIMATIVAS A PARTIR DE UM MODELO DSGE PARA O BRASIL<sup>1</sup>

Marco A. F. H. Cavalcanti<sup>2</sup>

Luciano Vereda<sup>3</sup>

Rebeca de B. Doctors<sup>4</sup>

Felipe C. R. Lima<sup>5</sup>

### 1 INTRODUÇÃO

A interação entre as políticas monetária e fiscal tem sido objeto de investigação de uma vasta literatura teórica e empírica. Os estudos costumam focar em quatro aspectos principais desta interação: *i)* impacto da adoção de diferentes regras monetárias sobre a magnitude dos multiplicadores fiscais, em um contexto de “dominância monetária”, isto é, política monetária “ativa” e política fiscal “passiva” (MAFP);<sup>6</sup> *ii)* impacto da adoção de diferentes regras fiscais, ainda no contexto de um regime MAFP, sobre a resposta das principais variáveis macroeconômicas a choques monetários; *iii)* consequências, para a determinação do equilíbrio e para a dinâmica da economia, da transição de um regime de “dominância monetária”, ou MAFP, para um regime de “dominância fiscal”, ou MPFA (política monetária “passiva” e fiscal “ativa”); *iv)* interação estratégica entre autoridades monetárias e fiscais, que não estariam necessariamente pautadas por objetivos comuns.<sup>7</sup>

---

1. Esta versão desta nota foi atualizada em fevereiro de 2016.

2. Técnico de planejamento e pesquisa do Ipea.

3. Professor na Universidade Federal Fluminense (UFF).

4. Auxiliar de pesquisa no Ipea.

5. Auxiliar de pesquisa no Ipea.

6. Conforme definido por Leeper (1991), determinada política é dita “ativa” se a autoridade responsável tem liberdade para decidir suas ações independentemente das condições orçamentárias do setor público, deixando para a autoridade “passiva” a tarefa de gerar receita suficiente para equilibrar o orçamento. A terminologia “dominância monetária x dominância fiscal” origina-se do trabalho seminal de Sargent e Wallace (1981).

7. Ver, entre outros: Galí, Lopez-Salido e Vallés (2007), Cogan *et al.* (2009) e Christiano, Eichenbaum e Rebelo (2011) para análises de multiplicadores fiscais sob diferentes regras monetárias; Canzoneri, Cumby e Diba (2006) e Valli e Carvalho (2010) para análises de choques monetários sob diferentes regras fiscais; Leeper (1991) e Blanchard (2004) para estudos das diferentes consequências de regimes MAFP ou MPFA para o equilíbrio e a dinâmica do sistema econômico; Traum e Yang (2011) e Davig e Leeper (2011) para modelos que incorporam explicitamente a possibilidade de transição entre regimes MAFP e MPFA ao longo do tempo; e Dixit e Lambertini (2003) e Fragetta e Kirsanova (2010) para análises da interação estratégica entre autoridades monetárias e fiscais.

Cavalcanti *et al.* (2015) buscam avançar no debate das primeiras duas questões acima, por meio de simulações de choques monetários sob diferentes regras fiscais e de choques fiscais sob diferentes regras monetárias, a partir do modelo dinâmico estocástico de equilíbrio geral (DSGE, na sigla em inglês) desenvolvido e calibrado para o Brasil por Cavalcanti e Vereda (2015). A principal contribuição do trabalho reside no maior detalhamento do setor fiscal do modelo relativamente a outros estudos, o que permite a realização de exercícios de simulação envolvendo uma ampla gama de instrumentos fiscais – do lado da receita, taxaço sobre consumo, importações e renda do capital e do trabalho; do lado das despesas, gastos com o funcionalismo público, transferências, investimento e consumo governamental. Neste contexto, este trabalho visa propiciar subsídios para a formulação e a condução da política fiscal no país.

Esta nota resume alguns dos resultados do estudo de Cavalcanti *et al.* (2015) relacionados aos impactos de choques monetários sob diferentes regras fiscais, no contexto de um regime MAFP. Em particular, este estudo apresenta as funções de resposta a impulso (FRIs) do produto interno bruto (PIB), do consumo privado, do investimento privado e da inflação diante de um choque monetário, e calcula a “taxa de sacrifício” correspondente, sob uma ampla gama de regras fiscais, para um horizonte temporal de até três anos. A seção 2 apresenta uma breve descrição do modelo, a seção 3 discute os resultados das simulações e a seção 4 tece as considerações finais.

## 2 VISÃO GERAL DO MODELO

O modelo busca representar as principais características da economia brasileira no contexto de uma abordagem dinâmica de equilíbrio geral, na qual as relações entre as variáveis macroeconômicas são derivadas a partir das decisões ótimas dos diversos agentes na economia em face das restrições impostas pelo ambiente em que operam. O arcabouço teórico básico é importado dos modelos de Smets e Wouters (2003) e de Christiano, Eichenbaum e Evans (2005), estendidos para uma economia aberta nas linhas de Dib (2011) e Medina e Soto (2006). O modelo para o Brasil adiciona a essa estrutura básica algumas características típicas de economias emergentes e da economia brasileira em particular, tais como a presença de indivíduos alijados do mercado financeiro e de crédito, que são impedidos de suavizar seu padrão de consumo ao longo do tempo, e a inserção de um prêmio de risco sobre os títulos convencionais de renda fixa emitidos pelo governo brasileiro, que depende do passivo externo líquido do país, além de fatores externos, como flutuações na propensão ao risco dos investidores internacionais. O aparato de política fiscal incluído no modelo baseia-se em Forni, Monteforte e Sessa (2009), Stähler e Thomas (2012), Castro *et al.* (2011), Leeper, Walker e Yang (2010) e Carvalho e Valli (2011). Nesse aparato, o governo cobra impostos “*lump-sum*” e impostos distorcivos, que incidem sobre os gastos de consumo, as importações de bens intermediários e as rendas oriundas do trabalho e do capital. O governo também absorve uma parcela da produção doméstica (que pode ser transformada em gastos “puros” de consumo ou convertida em capital público), emprega uma parcela da população como funcionários públicos e transfere renda aos indivíduos não ricardianos presentes na população.

O modelo inclui três tipos de indivíduos: *i*) ricardianos, que trabalham para as empresas ou para o governo, recebem dividendos das firmas que atuam na economia, acumulam capital físico e têm acesso aos mercados financeiro e de crédito; *ii*) não ricardianos, que trabalham e recebem transferências do governo, direcionando para o consumo toda a renda que recebem (por estarem alijados do mercado financeiro e de crédito); e *iii*) não ricardianos, que não participam do mercado de trabalho e apenas recebem transferências, usadas para financiar seus gastos de consumo.

As firmas da economia dividem-se, de um lado, em “atacadistas” e “varejistas”; e, de outro lado, em produtoras de “comercializáveis” e “não comercializáveis”. As firmas pertencentes ao setor de produção de bens intermediários operam em um ambiente de concorrência monopolística, que se divide em um subsetor de bens comercializáveis e outro de bens não comercializáveis. As firmas de cada subsetor transformam capital, insumos importados e uma “cesta” de trabalho (resultante da combinação de dois tipos diferentes de trabalho – ricardiano e não ricardiano) em um bem intermediário específico. O capital pode ser público ou privado, sendo o capital público determinado exogenamente pelo governo e disponibilizado a custo zero para as firmas. Supõe-se que o investimento público torne-se produtivo, transformando-se em capital, após uma defasagem de seis períodos (trimestres).

As firmas do setor de bens intermediários desfrutam de algum poder de mercado, de modo que podem fixar preços. Supõe-se rigidez de preços *à la* Calvo (1983), sendo que as firmas não sorteadas para escolher um novo preço ótimo indexam seus preços à inflação passada.

A regra de política monetária (linearizada) é uma “regra de Taylor” que estabelece que a taxa de juros nominal depende de um componente inercial, do desvio da inflação (esperada, corrente ou defasada) em relação à meta de inflação e do hiato do produto (esperado, corrente ou defasado).

A regra de política fiscal tem como meta estabilizar o *superavit* primário e garantir a estabilidade da dívida pública, por meio da manipulação de um dos instrumentos fiscais à disposição do governo – do lado da receita, taxação sobre consumo, importações e renda do capital e do trabalho; do lado das despesas, gastos com o funcionalismo público, transferências, investimento e consumo governamental. Nos exercícios de simulação, considera-se uma ampla gama de regras fiscais, que se diferenciam pelo instrumento usado para estabilizar o *superavit* primário e pela velocidade com que o ajuste requerido é implementado.<sup>8</sup>

O modelo é calibrado em bases trimestrais, em conformidade com a literatura nacional e internacional relevante,<sup>9</sup> visando garantir que, no equilíbrio de estado estacionário do modelo, as razões entre os principais agregados macroeconômicos correspondam (aproximadamente) aos valores médios observados nos dados brasileiros em anos recentes.

### 3 SIMULAÇÕES

Analisa-se os efeitos de um choque positivo (contracionista) na taxa de juros sob diversas regras fiscais. *Ceteris paribus*, o choque na taxa de juros levaria à redução do nível de atividade, gerando perda de receita e, portanto, *deficit* primário (relativamente ao equilíbrio estacionário), que deveria ser integralmente financiado pelo aumento da dívida pública. Supõe-se, porém, que o governo responda ao *deficit* primário, por meio da redução de algum item de despesa, ou via aumento da taxação. Consideram-se funções de reação fiscal que se diferenciam pelo instrumento de política e pela velocidade do ajuste, que pode ser feito de forma instantânea e integral, de modo a garantir que o resultado primário do governo mantenha-se sempre em seu nível de equilíbrio

---

8. Em consonância com a condução atual da política fiscal brasileira, todas as regras consideradas têm como meta o *superavit* primário. Entretanto, por si só, tais regras não garantem a estabilidade da dívida pública, pois os gastos com juros – e, portanto, o *deficit* público nominal – variam em função de mudanças na taxa de juros. A fim de lidar com essa questão, todas as regras fiscais consideradas incluem uma reação do *superavit* primário à dívida com uma defasagem relativamente “longa” (doze períodos); a longa defasagem desta reação garante a estabilidade da dívida sem afetar de forma significativa as funções de resposta a impulso do modelo no horizonte de tempo de interesse (doze períodos ou três anos).

9. Ver, a esse respeito, a resenha da literatura de Cavalcanti e Vereda (2011).

(equilíbrio orçamentário permanente) ou de forma paulatina, de modo que ocorra a convergência gradual do *superavit* primário ao seu valor de estado estacionário (ajuste fiscal defasado e gradual). Mais especificamente, consideram-se as regras fiscais especificadas no quadro 1.

**QUADRO 1**  
**Regras fiscais usadas nas simulações**

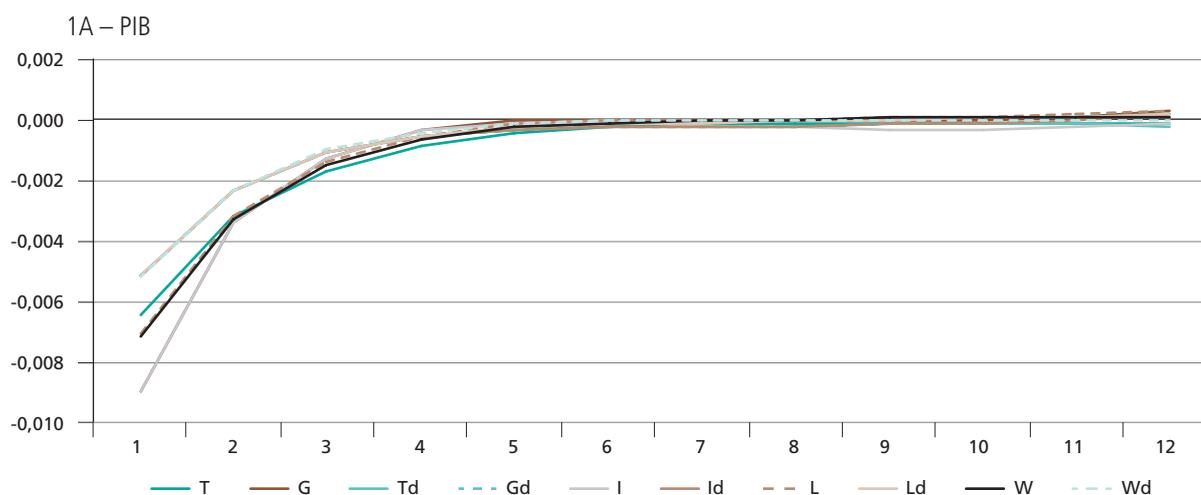
Regra fiscal	Variável de ajuste	Tipo de ajuste
T	Taxação sobre a renda	Equilíbrio permanente do resultado primário
G	Consumo do governo	Equilíbrio permanente do resultado primário
I	Investimento público	Equilíbrio permanente do resultado primário
L	Nível de emprego público	Equilíbrio permanente do resultado primário
W	Salário no emprego público	Equilíbrio permanente do resultado primário
Td	Taxação sobre a renda	Ajuste defasado e gradual
Gd	Consumo do governo	Ajuste defasado e gradual
Id	Investimento público	Ajuste defasado e gradual
Ld	Nível de emprego público	Ajuste defasado e gradual
Wd	Salário no emprego público	Ajuste defasado e gradual

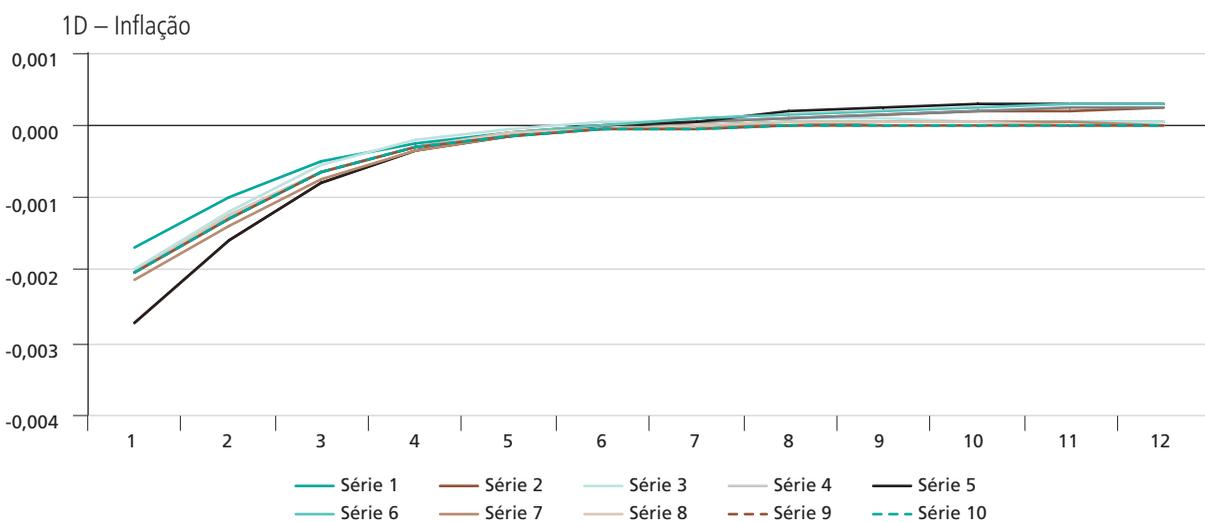
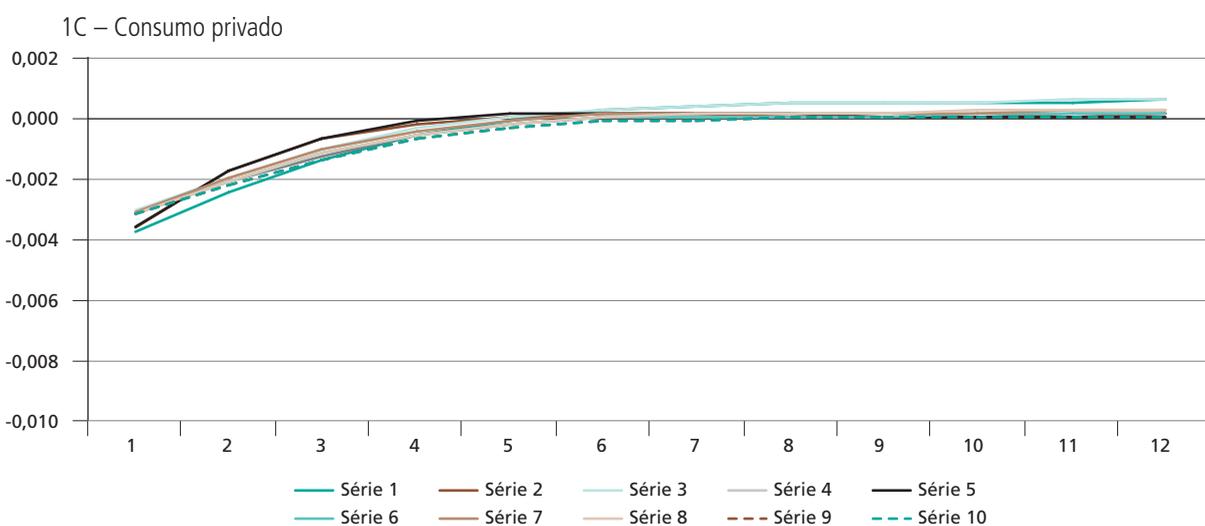
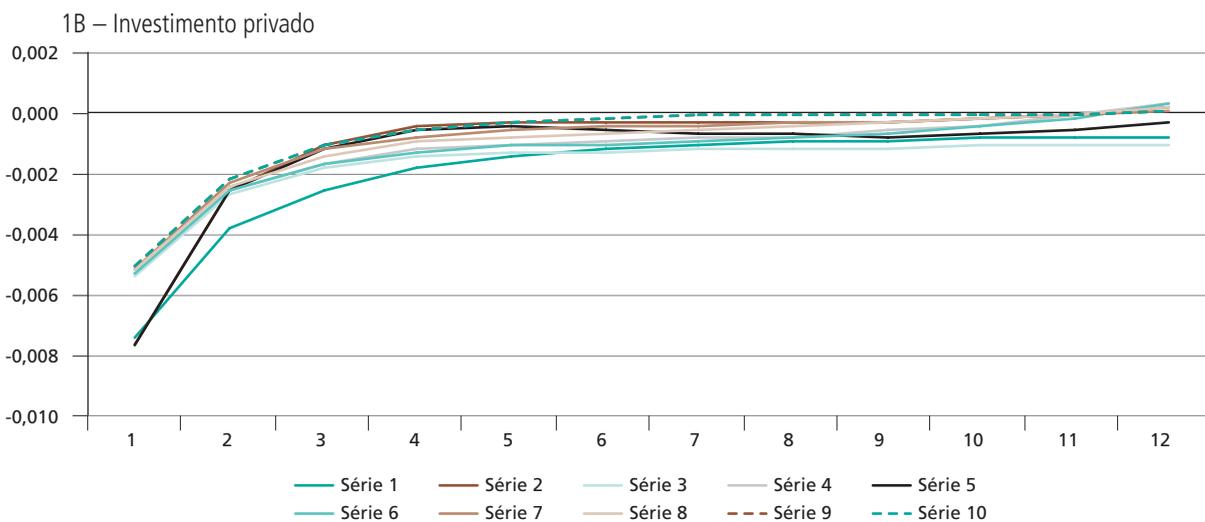
Elaboração dos autores.

Todas as regras embutem também uma reação defasada à dívida pública, com defasagem suficientemente longa, de modo a não afetar as FRIs no horizonte temporal relevante (três anos). Sendo assim, os exercícios apresentados a seguir desconsideram os efeitos que poderiam advir, em prazos mais longos, da necessidade de promover novos ajustes das contas públicas visando reduzir a dívida, conforme analisado em Cavalcanti *et al.* (2015).

O gráfico 1 mostra as FRIs sob cada uma das regras fiscais consideradas para quatro variáveis macroeconômicas: PIB, consumo privado, investimento privado e inflação.

**GRÁFICO 1**  
**Respostas de variáveis selecionadas ao choque monetário sob diferentes regras fiscais**  
(Em desvios percentuais do equilíbrio estacionário)





Elaboração dos autores.

O choque monetário provoca uma queda inicial no produto para todas as regras, com magnitudes variando entre -0,51% -0,90%. Após a queda inicial, o PIB recupera-se gradualmente, retornando a valores próximos de seu nível de equilíbrio a partir do quinto trimestre após o choque. As FRIs das demais variáveis apresentam padrão semelhante. Novamente, cabe ressaltar que, em horizontes mais longos – não analisados aqui –, a necessidade de novos ajustes das contas públicas visando reduzir a dívida podem gerar flutuações adicionais nas variáveis macroeconômicas. Para mais detalhes, ver Cavalcanti *et al.* (2015).

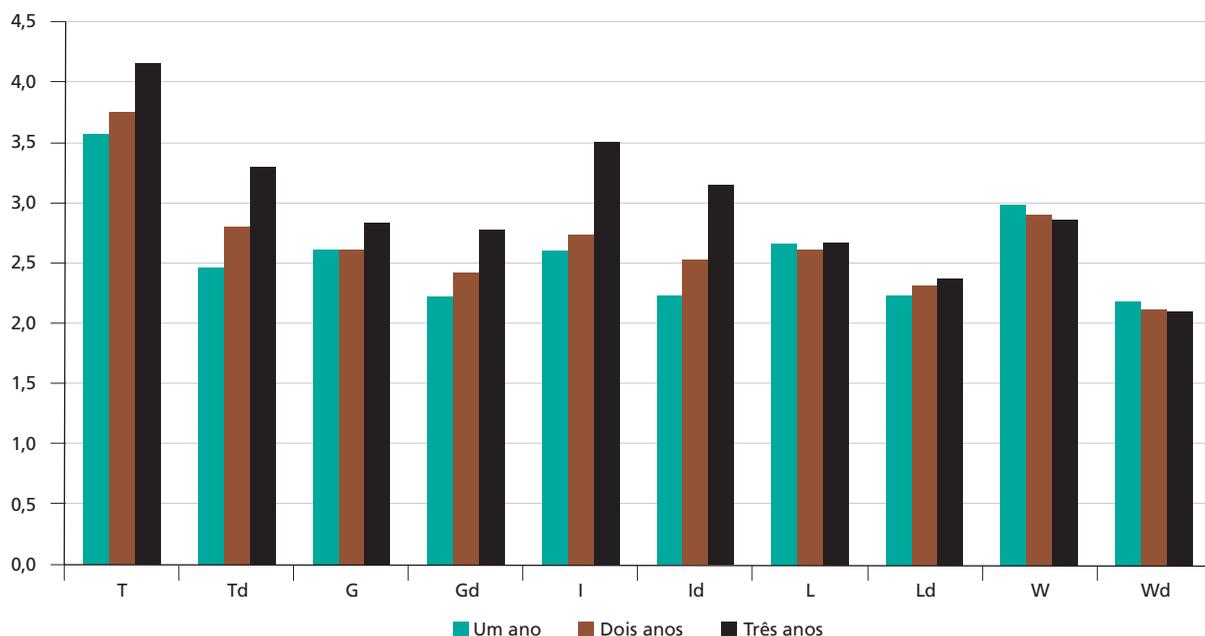
Apesar do padrão das respostas do PIB e da inflação ao choque monetário ser qualitativamente semelhante entre as várias regras, as magnitudes relativas das respostas variam. O gráfico 2 apresenta, para cada regra fiscal, a correspondente “taxa de sacrifício” – definida como a perda acumulada de produto, em desvios percentuais do equilíbrio estacionário, para cada ponto percentual de redução na inflação –, para os horizontes de um, dois e três anos após o choque monetário. Os valores calculados situam-se na faixa de 2 a 4, aproximadamente. Esses valores podem ser considerados elevados à luz da literatura, mas são compatíveis com as estimativas obtidas em vários estudos, a partir de diferentes metodologias. Em seu estudo seminal, Ball (1994) calculou, a partir de episódios de desinflação na Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) no período 1960-1991, taxa de sacrifício média de 1,4, com estimativas variando entre 0 e 3,6. Usando metodologia semelhante, Gonçalves e Carvalho (2008) obtiveram para a OCDE, no período 1990-2006, taxas de sacrifício em torno de 2 para os países que adotam o regime de metas de inflação, e em torno de 6 para os demais países. Fève, Matheron e Sahuc (2010) estimaram, a partir de um modelo autorregressivo vetorial (VAR) estrutural para a Zona do Euro (ZE) no período 1970-2004, as respostas do produto e da inflação a “choques desinflacionários”, obtendo taxas de sacrifício da ordem de 2 após cerca de dois anos e da ordem de 4 após cinco anos. Cecchetti e Rich (2001), também no contexto de modelos VAR estruturais, estimaram os efeitos de choques monetários nos Estados Unidos no período 1959-1997, chegando a estimativas da taxa de sacrifício variando, dependendo da especificação do modelo, entre 0,2 e 1,3 após um ano; entre 0,6 e 3,7 após dois anos; e entre 1,0 e 6,1 após três anos. No contexto de um modelo DSGE calibrado para os Estados Unidos, Ascari e Ropele (2012) estimaram taxas de sacrifício em torno de 1 (após onze trimestres) em consequência da implementação de uma desinflação abrupta. Finalmente, cabe notar que os autores deste estudo calcularam, a partir de uma réplica do modelo Samba do Banco Central do Brasil (BCB), taxas de sacrifício de aproximadamente 4,5 após três anos.<sup>10</sup>

O gráfico 2 ilustra alguns resultados interessantes. Primeiro, as regras de ajuste gradual e defasado geram invariavelmente, no horizonte temporal considerado, taxas de sacrifício menores do que as regras equivalentes – baseadas no mesmo instrumento de ajuste – que requerem o equilíbrio permanente do resultado primário. De fato, diante da desaceleração do nível de atividade e do consequente *deficit* causado pelo choque monetário, as regras de equilíbrio permanente envolvem mudanças mais agressivas nos instrumentos fiscais, que tendem a deprimir ulteriormente o PIB. Vale notar, porém, que para horizontes temporais mais extensos, esse resultado pode se inverter, pois a maior acumulação de dívida pública associada à estratégia de ajuste gradual gera a necessidade de ajustes fiscais mais profundos no longo prazo, visando estabilizar a dívida, com efeitos adversos sobre a atividade.

10. Esse cálculo foi realizado antes da mais recente reestimação do modelo Samba, informada no *Relatório de Inflação*, de setembro de 2015 (BCB, 2015).

## GRÁFICO 2

### Taxa de sacrifício sob diferentes regras fiscais, para horizontes de um, dois e três anos



Elaboração dos autores.

Segundo, as taxas de sacrifício são maiores sob as regras de ajuste baseado na taxaço. Isto deve-se, de um lado, ao impacto distorcivo da taxaço sobre a renda do capital e do trabalho na economia; e, de outro lado, ao impacto adverso da maior tributação do capital sobre os custos de produço, que contribui para manter os preços elevados – e, portanto, leva a uma menor reduço da inflação. Esse efeito é particularmente relevante no caso da regra “T”, que manipula as alíquotas de tributação visando ao equilíbrio orçoamentário permanente.

Terceiro, a regra “Wd” – ajuste gradual baseado no controle do salário dos empregados públicos – gera as menores taxas de sacrifício. No modelo, o nível de emprego público é determinado pelo governo, e as variaçoes do salário do funcionalismo atuam como transferências “*lump-sum*” (positivas ou negativas) para os agentes ricardianos da economia – que são os únicos que podem trabalhar para o governo. Logo, o ajuste baseado nesse instrumento não gera distorçoes adicionais na economia. As diferenças nas taxas de sacrifício entre as regras “W” e “Wd” devem-se apenas ao *timing* diferente do impacto sobre o PIB acarretado pelos salários dos empregados públicos – que constituem a maior parte do consumo do governo no PIB brasileiro.

Quarto, sob as regras baseadas na taxaço e no investimento público como variáveis de ajuste, a taxa de sacrifício aumenta mais fortemente com o horizonte temporal considerado. A explicaço reside nos efeitos cumulativos adversos sobre o investimento privado e a produço acarretados, de um lado, pela maior taxaço sobre a renda do trabalho e do capital e, de outro, pelo menor nível de investimento público, que se traduz em menor acumulao de capital de infraestrutura e, consequentemente, em menor produtividade total dos fatores privados.

## 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os exercícios de simulação apresentados indicam que os efeitos de choques monetários em uma economia com características típicas da economia brasileira podem variar significativamente, em função da regra fiscal adotada para estabilizar o orçamento público. Esses resultados podem ser úteis na discussão dos custos e benefícios associados a diferentes regras fiscais no país.

É importante considerar que o modelo utilizado nesses exercícios é bastante estilizado e pode desconsiderar aspectos relevantes para essa discussão. Além disso, os resultados obtidos podem depender, de forma crucial, dos valores atribuídos aos parâmetros do modelo. Os resultados apresentados devem, portanto, ser interpretados com a devida cautela.

## REFERÊNCIAS

- ASCARI, G; ROPELE, T. Sacrifice ratio in a medium-scale New Keynesian Model. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 44, n. 2-3, p. 457-467, 2012.
- BALL, L. What determines the sacrifice ratio? *In*: MANKIWI, G. (Ed.). **Monetary policy**. Chicago: The University of Chicago Press, 1994.
- BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília: BCB, set. 2015.
- BLANCHARD, O. **Fiscal dominance and inflation targeting**: lessons from Brazil. Cambridge: NBER, 2004. (NBER Working Paper, n.10389).
- CALVO, G. A. Staggered price setting in a utility-maximizing framework. **Journal of Monetary Economics**, v. 12, p. 383-398, 1983.
- CANZONERI, M.; CUMBY, R.; DIBA, B. How do monetary and fiscal policy interact in the European Monetary Union? *In*: CLARIDA, R. *et al.* (Eds.). **NBER international seminar on macroeconomics 2004**. Cambridge: The MIT Press, 2006.
- CARVALHO, F.; VALLI, M. **Fiscal policy in Brazil through the lens of an estimated DSGE model**. Brasília: BCB, 2011. (Texto para Discussão, n. 240).
- CASTRO, M. *et al.* **Samba**: stochastic analytical model with a bayesian approach. Brasília: BCB, 2011. (Texto para Discussão, n. 239).
- CAVALCANTI, M. *et al.* **Interações entre as políticas monetária e fiscal em um modelo DSGE para o Brasil**. Brasília: Ipea, 2015. No prelo.
- CAVALCANTI, M.; VEREDA, L. **Propriedades dinâmicas de um modelo DSGE com parametrizações alternativas para o Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea, 2011. (Texto para Discussão, n. 1588).
- \_\_\_\_\_. Fiscal policy multipliers in a DSGE model for Brazil. **Brazilian Review of Econometrics**, v. Samba, n. 1, p. 1-35, 2015.
- CECCHETTI, S.; RICH, R. Structural estimates of the U.S. sacrifice ratio. **Journal of Business & Economic Statistics**, v. 19, n. 4., p. 416-427, 2001.
- CHRISTIANO, L. J.; EICHENBAUM, M.; EVANS, C. Nominal rigidities and the dynamic effects to a shock of monetary policy. **Journal of Political Economy**, v. 113, n. 1, p. 1-45, 2005.
- CHRISTIANO, L. J.; EICHENBAUM, M.; REBELO, S. When is the government spending multiplier large? **Journal of Political Economy**, v. 119, p. 78-121, 2011.

- COGAN, J. *et al.* New Keynesian versus Old Keynesian government spending multipliers. **Journal of Economic Dynamics and Control**, v. 34, p. 281-295, 2009.
- DAVIG, T.; LEEPER, E. M. Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus. **European Economic Review**, v. 55, n. 2, p. 211-227, 2011.
- DIB, A. Monetary policy in estimated models of small open and closed economies. **Economies Review**, v. 22, n. 5, p. 769-796, 2011.
- DIXIT, A.; LAMBERTINI, L. Interactions of commitment and discretion in monetary and fiscal policies. **American Economic Review**, v. 93, p. 1522-1542, 2003.
- FÈVE, P.; MATHERON, J.; SAHUC, J.G. Disinflation shocks in the eurozone: a DSGE perspective. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 42, n. 2-3, 2010.
- FORNI, L.; MONTEFORTE, L.; SESSA, L. The general equilibrium effects of fiscal policy: estimates for the Euro Area. **Journal of Public Economics**, v. 93, n. 3-4, p. 559-585, 2009.
- FRAGETTA, M.; KIRSANOVA, T. Strategic monetary and fiscal policy interactions: an empirical investigation. **European Economic Review**, v. 54, p. 855-879, 2010.
- GALÍ, J.; LOPEZ-SALIDO, J.; VALLÉS, J. Understanding the effects of government spending on consumption. **Journal of the European Economic Association**, v. 5, n. 1, p. 227-270, 2007.
- GONÇALVES, C. E.; CARVALHO, A. Inflation targeting and the sacrifice ratio. **Revista Brasileira de Economia**, v. 62, n. 2, p. 177-188, 2008.
- LEEPER, E. Equilibria under “active” and “passive” monetary and fiscal policies. **Journal of Monetary Economics**, v. 27, p. 129-147, 1991.
- LEEPER, E.; WALKER, T.; YANG, S. Government investment and fiscal stimulus. **Journal of Monetary Economics**, v. 57, p. 1000-1012, 2010.
- MEDINA, J.; SOTO, C. **Model for analysis and simulations: a small open economy DSGE for Chile**. Santiago: Central Bank of Chile, 2006.
- SARGENT, T. J.; WALLACE, N. Some unpleasant monetarist arithmetic. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, p. 1-17, 1981.
- SMETS, F.; WOUTERS, R. An estimated dynamic stochastic general equilibrium model of the Euro Area. **Journal of the European Economic Association**, v. 1, n. 5, p. 1123-1175, 2003.
- STÄHLER, N.; THOMAS, C. FiMod: a DSGE model for fiscal policy simulations. **Economic Modelling**, v. 29, n. 2, p. 239-261, 2012.
- TRAUM, N.; YANG, S. Monetary and fiscal policy interactions in the post-war U.S. **European Economic Review**, v. 55, p. 140-164, 2011.
- VALLI, M.; CARVALHO, F. **Fiscal and monetary policy interaction: a simulation based analysis of a two-country New Keynesian DSGE model with heterogeneous households**. Brasília: BCB, 2010. (Texto para Discussão, n. 204).

**Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

## **EDITORIAL**

### **Coordenação**

Ipea

### **Revisão e editoração**

Editorar Multimídia

*The manuscripts in languages other than Portuguese  
published herein have not been proofread.*

### **Livraria Ipea**

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)

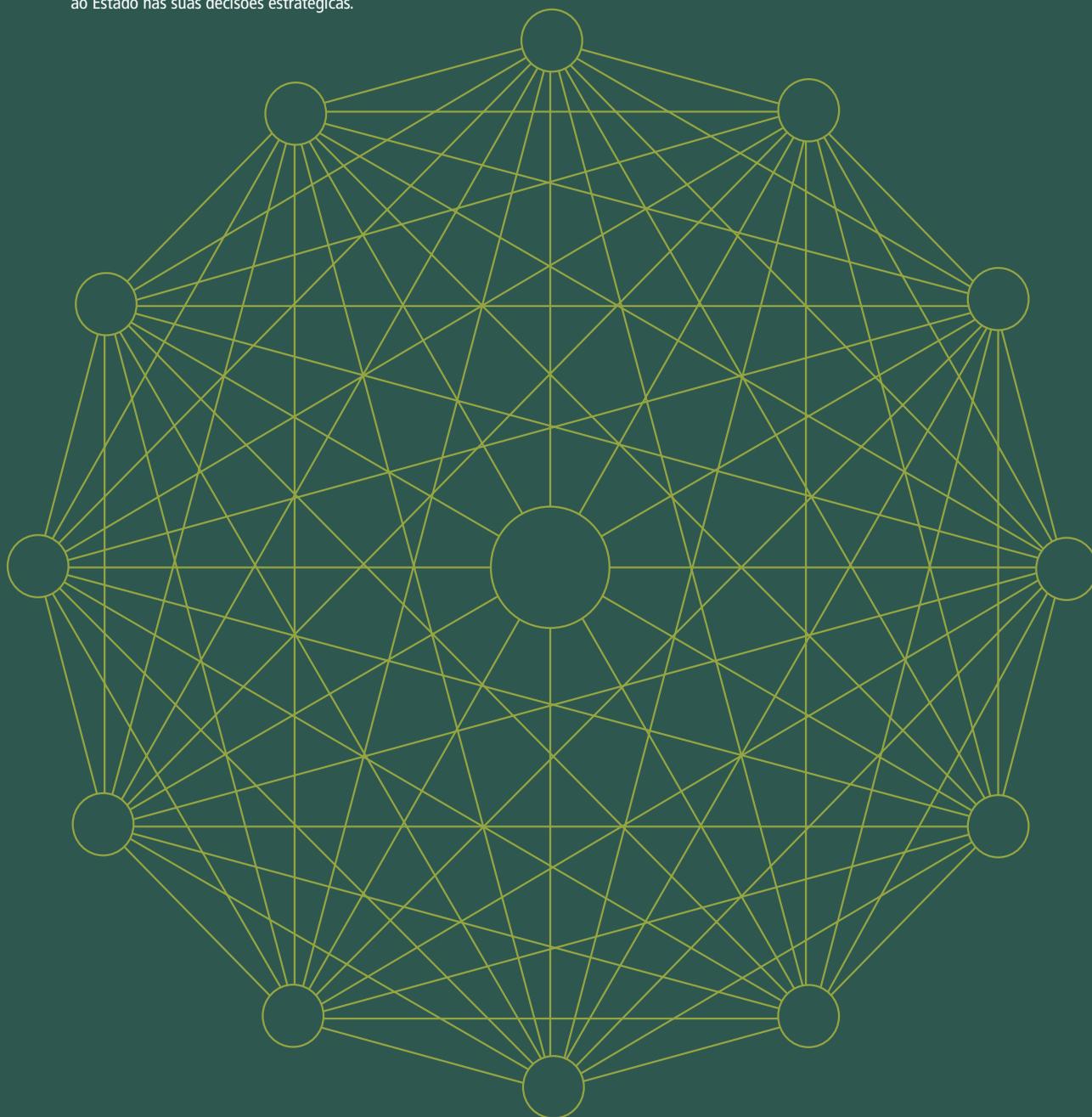






### Missão do Ipea

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.



**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Ministério do  
Planejamento, Orçamento  
e Gestão

GOVERNO FEDERAL  
**BRASIL**  
PÁTRIA EDUCADORA

ISSN-1982-8772



9 771982 877003