

**Dezembro**

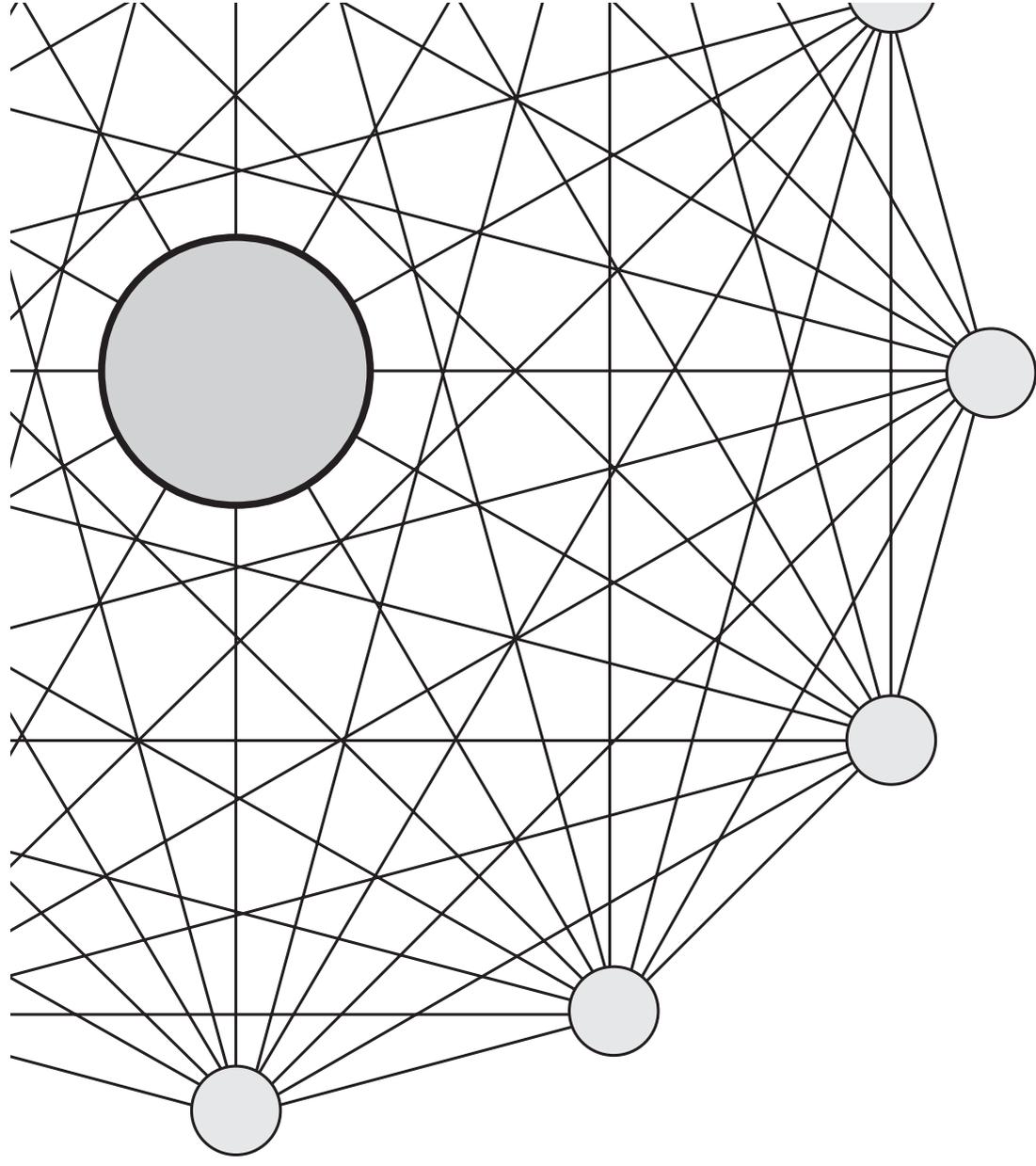
**2014**

**Versão preliminar**



**25**

**CONJUNTURA**  
**CARTA DE**



# CARTA DE CONJUNTURA

**Governo Federal**

**Secretaria de Assuntos Estratégicos  
da Presidência da República**

**Ministro** – Marcelo Côrtes Neri

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, 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**

Sergei Suarez Dillon Soares

**Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

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

Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

**Diretor de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

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

Rogério Boueri Miranda

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

Fernanda De Negri

**Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto**

Carlos Henrique Leite Corseuil

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

Renato Coelho Baumann das Neves

**Chefe de Gabinete**

Bernardo Abreu de Medeiros

**Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação**

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

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

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

ISSN 1982-8772

# 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

Maria Andréia Parente Lameiras

Paulo Mansur Levy

**Colaboradores**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Marco Antonio Freitas de Holanda Cavalcanti

**Equipe de Apoio**

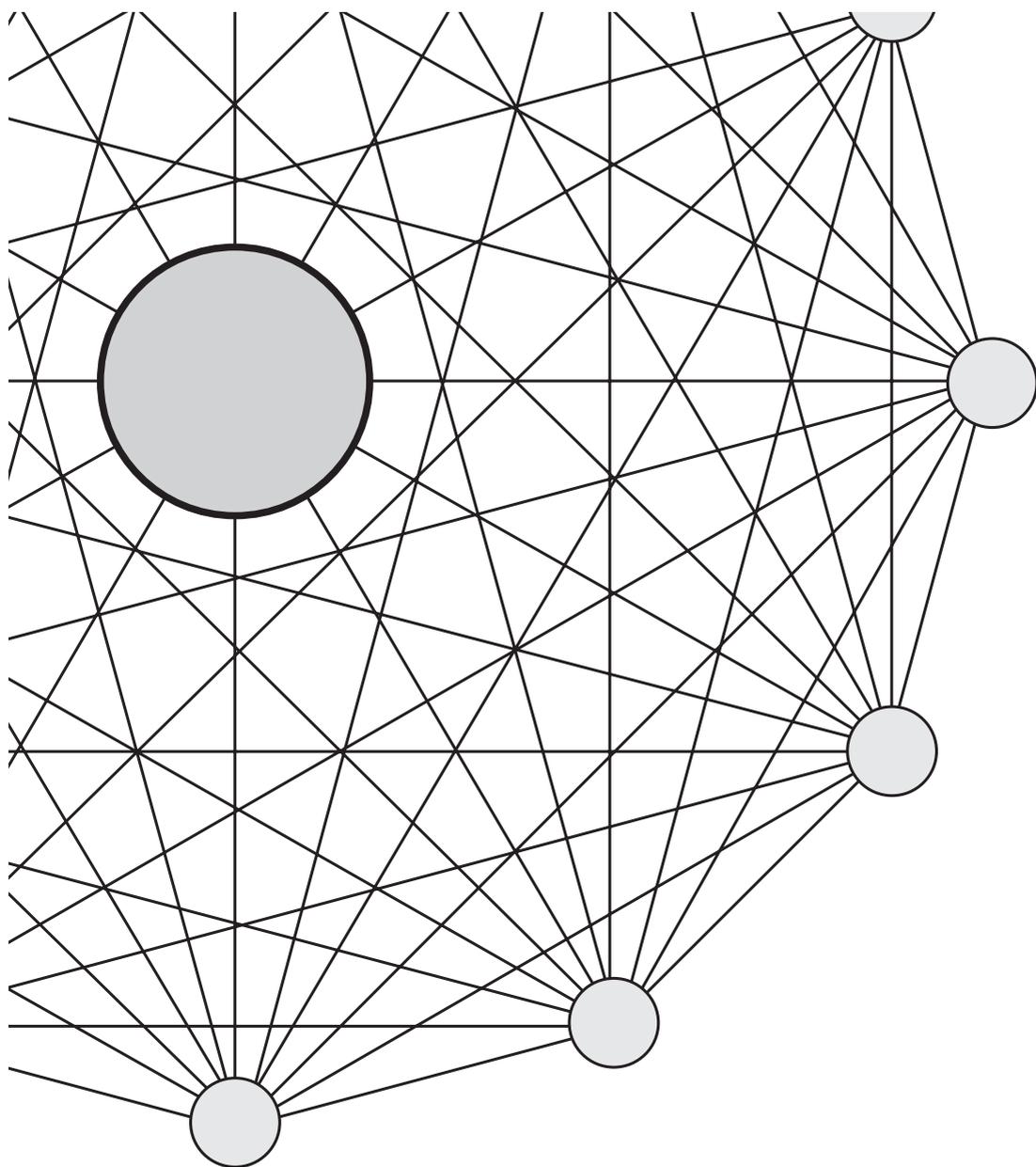
Alejandro da Rocha Souto Padrón

Felipe dos Santos Martins

Mariana Leite Moraes da Costa

Marina Braga Goulart Lopes

As seções desta carta foram produzidas com informações disponíveis em 12 de dezembro de 2014.



dezembro

---

2014

Versão preliminar



25

**CONJUNTURA**

CARTA DE

---

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 da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

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

# SUMÁRIO

<b>SÍNTESE DA CONJUNTURA</b>	<b>7</b>
<b>ATIVIDADE ECONÔMICA</b>	<b>11</b>
<b>MERCADO DE TRABALHO</b>	<b>33</b>
<b>INFLAÇÃO</b>	<b>47</b>
<b>SETOR EXTERNO</b>	<b>55</b>
<b>MOEDA E CRÉDITO</b>	<b>69</b>
<b>FINANÇAS PÚBLICAS</b>	<b>77</b>
<b>ECONOMIA MUNDIAL</b>	<b>91</b>
<b>NOTAS TÉCNICAS</b>	
<b>MULTIPLICADORES DOS GASTOS PÚBLICOS: ESTIMATIVAS A PARTIR DE UM MODELO DSGE PARA O BRASIL</b>	<b>109</b>
Marco A. F. H. Cavalcanti Luciano Vereda	
<b>IMPACTOS DO DECLÍNIO DO BÔNUS DEMOGRÁFICO SOBRE A OFERTA DE MÃO DE OBRA E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO PERÍODO 2014-2030</b>	<b>117</b>
José Ronaldo de Castro Souza Júnior Paulo Mansur Levy	



# SÍNTESE DA CONJUNTURA

O ano de 2014 se encerra com um quadro complexo, em que a virtual estagnação da atividade econômica se combina com a persistência de pressões inflacionárias, com a elevação, ainda que gradual, do *deficit* externo e com sensível piora das contas públicas. O mercado de trabalho permanece sendo a nota positiva nesse quadro, com a manutenção da taxa de desemprego em níveis historicamente baixos e a sustentação de ganhos reais de salário cumprindo um papel importante em mitigar o custo social da desaceleração da atividade econômica. Mas mesmo este já apresenta sinais de fraqueza, com importante desaceleração da criação de novos postos, até o momento compensada pela redução da população economicamente ativa.

A julgar pelos resultados do Produto Interno Bruto (PIB) observados até o terceiro trimestre, o crescimento em 2014 ficará menor do que o projetado por diversos analistas no início do ano, e certamente menor do que a taxa de crescimento potencial. A desaceleração da demanda foi mais intensa do que a esperada, resultando, inclusive, em queda de 0,2% da absorção doméstica no acumulado do ano, com variação inferior à do PIB (+0,2%), o que não ocorria há muitos anos. O desempenho do investimento tem sido especialmente desfavorável este ano, aprofundando uma tendência iniciada na segunda metade do ano passado. Embora o resultado do terceiro trimestre em si tenha sido positivo, com crescimento de 1,3% em relação ao trimestre anterior, a formação bruta de capital fixo (FBCF) acumula retração de 7,4% no ano, e a taxa de investimento recuou para 17,4% do PIB, a mais baixa desde 2007.

Em termos absolutos, porém, o fraco desempenho da demanda em 2014 deve-se principalmente à desaceleração do consumo das famílias, que vinha sendo o grande sustentáculo do crescimento nos últimos anos, mas que em 2014 vem tendo o pior desempenho em mais de uma década. Na série com ajuste sazonal, recuou 0,3% na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres, acumulando no ano um crescimento de apenas 1,2%. Um elemento fundamental nesse processo relaciona-se às condições menos favoráveis no mercado de crédito, seja do lado da demanda – com o aumento do nível de endividamento das famílias e o comprometimento da renda destas com o serviço das dívidas passadas –, seja da oferta – com o aumento das taxas de juros e a maior seletividade dos bancos. Mas o enfraquecimento do mercado de trabalho e as pressões inflacionárias também podem estar restringindo o

ímpeto de consumo, refletindo-se na queda dos índices de confiança do consumidor, que recuaram aos níveis mais baixos desde 2009.

Entretanto, não seria correto atribuir o fraco desempenho econômico no ano exclusivamente a um problema de demanda. Vários outros indicadores apontam para a existência de pressões e restrições agindo pelo lado da oferta: baixa taxa de desemprego, inflação relativamente elevada e disseminada e deterioração da balança comercial. Além disso, a produtividade do trabalho está estagnada há algum tempo, e contrasta com a trajetória de aumento dos salários reais, implicando problemas em termos de custos de produção e de rentabilidade, notadamente no setor industrial. É verdade que a queda de 4,0% da produção física da indústria de transformação no período janeiro-outubro deste ano reflete fundamentalmente problemas de demanda, haja vista o expressivo aumento do nível de estoques industriais medido pela Fundação Getulio Vargas (FGV), a queda do *quantum* de importações e a desaceleração das vendas no varejo medidas pela Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE. Mas o fato de o nível de produção ter recuado ao patamar de cinco anos atrás sugere a existência de problemas mais estruturais. O mau desempenho das exportações é outro indicador dos problemas competitivos enfrentados pela indústria. Recentemente, o *quantum* exportado de bens manufaturados ainda se encontrava em um nível mais de 20% inferior ao recorde histórico alcançado em 2007. No mesmo período, o comércio mundial de manufaturados cresceu ao redor de 15%.

Até mesmo o setor de serviços – principal sustentáculo da atividade pelo lado da oferta nos últimos anos, responsável também pela grande maioria dos novos empregos gerados – vem se mostrando sensível aos desequilíbrios da economia neste ano. Seu crescimento acumulado nos três primeiros trimestres foi de apenas 0,9%, o menor em mais de dez anos. É provável que o próprio aperto do mercado de trabalho esteja limitando a expansão do setor, inclusive em função do aumento de custos associado aos ganhos de salário real. Paralelamente, o encarecimento relativo dos serviços e a menor confiança dos consumidores estariam comprometendo a sustentação da demanda.

O quadro acima descrito evidencia os desafios a serem enfrentados pela nova equipe econômica designada pelo governo. Ainda que o principal deles seja, naturalmente, promover a retomada do crescimento econômico, o mais imediato consiste em encontrar soluções para a superação dos desequilíbrios existentes. A primeira tarefa é reverter a trajetória de redução do resultado primário do setor público, que está negativo no acumulado do ano até outubro. Nos últimos quinze anos, os *superavit* primários propiciaram a redução da dívida pública como proporção

do PIB e criaram um espaço fiscal que permitiu ao governo, por exemplo, exercer uma importante política anticíclica como reação à crise financeira internacional de 2008-2009. Já há algum tempo, porém, as despesas têm crescido a um ritmo consistentemente maior do que o das despesas – não porque as despesas tenham se acelerado, mas porque as receitas vêm se ressentindo do fraco desempenho da atividade econômica e sofrem também o efeito negativo das desonerações tributárias.

Reconhecendo a importância de recolocar a situação fiscal em uma trajetória mais equilibrada, o governo se comprometeu com um *superavit* primário de 1,2% do PIB em 2015 (sendo 1,0% referente ao governo central) e resultados da ordem de 2,0% do PIB nos anos seguintes. Ainda que o ajuste venha a ser feito principalmente pelo lado das receitas, ele é fundamental para preservar as condições de solvência do setor público brasileiro (afastando o risco de perda de grau de investimento do país), recuperar a capacidade de investimento do governo, resguardar o espaço para executar políticas sociais de transferência de renda, bem como abrir espaço para uma política monetária menos restritiva.

A segunda tarefa é reancorar as expectativas de inflação e sinalizar uma trajetória de convergência à meta de 4,5% do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), ainda que gradual. Há bastante tempo, tanto a inflação esperada quanto a efetivamente observada têm se mantido acima do centro da meta, e em 2014 ela ficará, mais uma vez, muito próxima do limite superior de 6,5%. Em 2015, os preços ainda devem se manter pressionados, em função de reajustes de preços administrados, da inflação de serviços ainda relativamente elevada, do reajuste do salário mínimo da ordem de 9% e de possíveis repasses da desvalorização cambial. O mais importante, porém, é garantir que essas pressões não se incorporem à inflação futura, o que exigirá um firme manejo da política monetária. A desaceleração da demanda que já se observa em 2014 e a efetivação do ajuste fiscal previsto contribuem para facilitar este trabalho.

Ainda que as medidas de ajuste tendam a ter impacto contracionista no curto prazo, elas são condições necessárias para abrir espaço a um novo ciclo de crescimento, amparado por medidas de cunho mais estrutural, destinadas a promover o crescimento da produtividade. A resposta a este desafio, como se tem reiterado neste espaço, reside no aumento dos investimentos, seja diretamente em atividades produtivas, seja em infraestrutura. Esta é a variável fundamental que permitirá o aumento sustentado da produção e dos salários reais sem gerar pressões inflacionárias e garantindo uma trajetória equilibrada do balanço de pagamentos. Um quadro mais claro sobre a dinâmica recente do investimento – e, portanto, sobre a magnitude do

esforço adicional requerido para reconduzir a economia na direção do crescimento – estará disponível no início de 2015, quando as novas contas nacionais forem divulgadas, com estimativas mais refinadas da FBCF.

# 1 ATIVIDADE ECONÔMICA

## SUMÁRIO

Os indicadores de atividade econômica apontam para um quadro de estagnação, reforçando o diagnóstico apresentado nas últimas edições da *Carta de conjuntura*. Embora tenha ocorrido alguma melhora na passagem do segundo para o terceiro trimestre, grande parte deste resultado se deveu a uma base de comparação deprimida, associada a uma quantidade menor de dias úteis, em decorrência da Copa do Mundo de Futebol. O cenário, de modo geral, continua caracterizado por uma desaceleração do consumo de bens e serviços, acompanhado por uma produção industrial em queda. Embora os índices de desocupação continuem atingindo mínimos históricos, a visível queda na criação de novas vagas, associada à desaceleração dos ganhos reais de renda, vem contribuindo para deprimir ainda mais a confiança das famílias, já negativamente influenciada por níveis relativamente altos de comprometimento da renda com dívidas passadas. Já com relação aos empresários, se por um lado as incertezas associadas aos novos rumos a serem seguidos pela política econômica reduziram-se após o anúncio da nova equipe econômica, por outro, o início de um novo ciclo de aperto monetário, juntamente com as expectativas de redução dos estímulos fiscais, devem manter as decisões por novos investimentos ainda em compasso de espera.

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o produto interno bruto (PIB) avançou 0,1% na comparação entre o terceiro trimestre de 2014 e o período imediatamente anterior, considerando-se a série livre de efeitos sazonais. Embora este resultado tenha interrompido uma sequência de duas quedas consecutivas na margem, retirando a economia da chamada recessão técnica, o ritmo de crescimento do PIB nos últimos cinco trimestres continua apontando para um cenário de estagnação. Neste período, o PIB cresceu a uma taxa média de -0,2%, acumulando uma perda de 0,8%. Com isso, deixa para o restante do ano um carregamento estatístico (*carry-over*) de zero. Na comparação com igual trimestre do ano anterior, o quadro não é diferente. Após registrar queda de 0,9% no segundo trimestre do ano, o PIB voltou a cair no terceiro, ficando 0,2% abaixo do patamar atingido no mesmo período de 2013. A perda de fôlego também aparece na taxa acumulada em quatro trimestres, que desacelerou pela segunda vez consecutiva, passando de 1,4% para 0,7%.

A formação bruta de capital fixo (FBCF) interrompeu uma sequência de quatro quedas consecutivas na margem, avançando 1,3% na comparação dessazonalizada. No entanto, voltou a apresentar o pior resultado no comparativo interanual, com queda de 8,5%. Já o consumo das famílias recuou 0,3% na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres, na série com ajuste sazonal, acumulando no ano um crescimento de apenas 1,2%. A redução do ritmo de crescimento da demanda só não foi pior em função do desempenho do consumo do governo no período, avançando 1,3% na margem. Com isso, a absorção doméstica (consumo total + FBC) cresceu acima do PIB, provocando uma contribuição negativa do setor externo.

Entre os componentes da oferta, o destaque positivo ficou por conta da indústria, que voltou a crescer na margem após quatro trimestres. Apesar deste resultado, a taxa de crescimento no ano permaneceu em -1,4%, enquanto o acumulado em quatro trimestres caiu de 0,5% para -0,5%. Já o setor de serviços devolveu a queda de 0,5% verificada no segundo trimestre, avançando os mesmos 0,5% na margem. Por fim, a agropecuária foi o único setor a registrar queda na comparação dessazonalizada. O recuo de 1,9% reverteu parcialmente o ganho acumulado no primeiro semestre, que chegou a 3,6%.

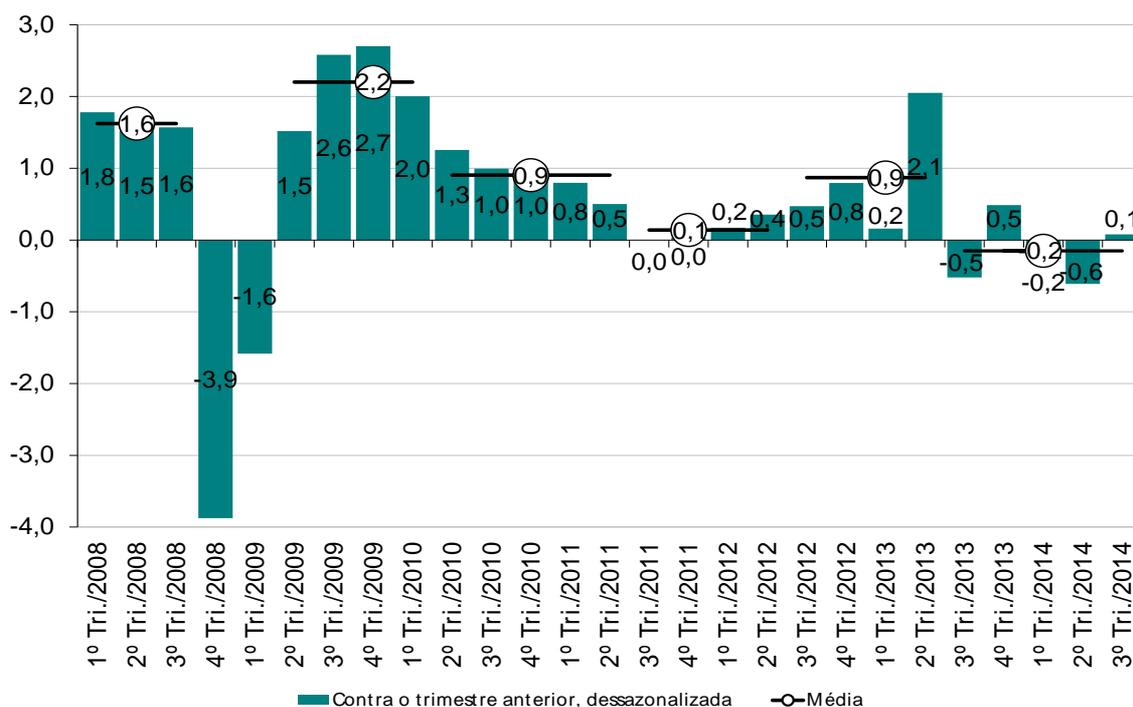
Enquanto as vendas no comércio varejista continuam desacelerando, a produção industrial segue em estado de letargia. A tímida recuperação registrada pelo indicador de produção física mensal do IBGE no bimestre julho-agosto não foi suficiente para identificar o início de uma trajetória mais robusta de recuperação da indústria. Sendo assim, o fraco desempenho demonstrado nos dois meses seguintes,

quando registrou variações de -0,2% e 0,0%, não chega a surpreender. Embora algumas incertezas com relação ao ambiente econômico tenham diminuído, os empresários do setor manufatureiro continuam pressionados pelo descompasso entre produtividade e custos, que segue mantendo comprimidas as margens de lucro. Outros fatores também representam risco para o desempenho futuro da atividade industrial, como, por exemplo, um possível racionamento de energia elétrica. Além disso, o início de um novo ciclo de aperto monetário, acompanhado pela redução do impulso fiscal, vem de encontro a um mercado doméstico cuja demanda já dá sinais claros de desaceleração. Como agravante, o nível excessivo de estoques não planejados existentes na indústria de transformação continuará exercendo força contrária à expansão da produção nos próximos meses.

## PRODUTO INTERNO BRUTO

O PIB avançou 0,1% no terceiro trimestre de 2014 em relação ao período imediatamente anterior, na série livre de efeitos sazonais, o que equivale a uma taxa de crescimento anualizada de 0,4%. Ainda assim, após dois trimestres consecutivos de queda, o resultado serviu para retirar a economia da chamada recessão técnica. Em relação à divulgação anterior, não houve revisões. Com isso, o PIB acumulou uma perda de 0,8% nos cinco últimos trimestres, equivalente a uma taxa média de expansão de -0,2% (gráfico 1.1). Sendo assim, o *carry-over* para 2014 manteve-se em 0,0%, ou seja, o PIB nada crescerá em 2014 caso permaneça estagnado durante os últimos três meses do ano, na série com ajuste sazonal.

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

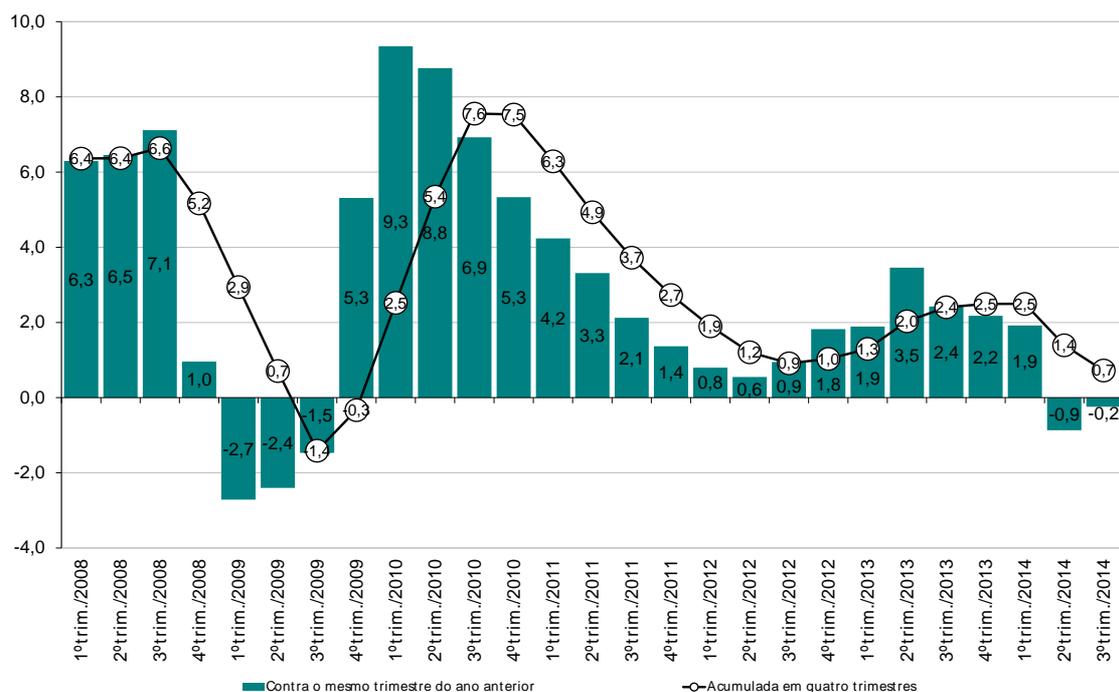


Fonte: IBGE.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O quadro de estagnação da atividade econômica, cada vez mais destacado na evolução das taxas de variação dessazonalizadas, também pode ser notado pela comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. Com efeito, enquanto o PIB do segundo trimestre de 2104 foi 0,9% menor do que o do segundo trimestre de 2013 – o primeiro resultado negativo registrado desde o terceiro trimestre de 2009 –, o PIB do terceiro trimestre de 2014 recuou 0,2% em comparação ao valor registrado no terceiro trimestre de 2013. Esta piora no cenário também pode ser vista na taxa de expansão acumulada em quatro trimestres, que, após sofrer forte desaceleração no período anterior, voltou a cair no terceiro trimestre, passando de 1,4% para 0,7% (gráfico 1.2).

Ainda na comparação com o mesmo período de 2013, o destaque negativo, pelo lado da demanda, ficou por conta, mais uma vez, da FBCF, que registrou a terceira retração consecutiva, ficando 8,5% abaixo do patamar do terceiro trimestre de 2013. Com este resultado, tendo em vista a baixa contribuição do consumo, a demanda interna apresentou queda superior ao PIB, implicando contribuição positiva do setor externo pelo terceiro trimestre consecutivo. Pela ótica da oferta, enquanto os setores agropecuário e de serviços apresentaram resultados positivos, o setor industrial caiu 1,5% no comparativo interanual.

**GRÁFICO 1.2**  
**PIB: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres**  
 (Em %)



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

Tomando por base a comparação dessazonalizada, o resultado foi mais heterogêneo. Pelo lado da demanda, enquanto o consumo das famílias voltou a decepcionar, os investimentos registraram o primeiro resultado positivo após quatro recuos consecutivos na margem. Ao contrário do ocorrido na comparação interanual, a demanda interna apresentou resultado superior ao PIB, e a contribuição do setor externo foi negativa. Já pelo lado da oferta, enquanto o setor agropecuário recuou na passagem entre o segundo e terceiro trimestres, os setores industrial e de serviços avançaram, sendo que o primeiro, assim como a FBCF, interrompeu quatro trimestres consecutivos de queda.

### **COMPONENTES DA OFERTA**

Na comparação frente ao mesmo trimestre do ano anterior, a indústria voltou a ser o destaque negativo. Após registrar queda de 3,4% no período anterior, o setor voltou a contrair, recuando 1,5% ante o terceiro trimestre de 2013. Desta forma, a contribuição para o crescimento interanual do PIB foi negativa em 0,3 ponto percentual (p.p.). Com estes resultados, a indústria teve queda de 1,4% no acumulado do ano, enquanto a taxa em quatro trimestres sofreu nova desaceleração, passando de 0,5% para -0,5%, primeiro resultado negativo desde o primeiro trimestre de 2013. Por sua vez, o *carry-over* para o restante do ano ficou negativo em 1,4%. Entre as atividades, os destaques negativos, mais uma vez, ficaram por conta da construção civil e da indústria de transformação, que recuaram 5,3% e 3,6%, respectivamente, no terceiro trimestre em relação ao mesmo período de 2013. Em contraste, a indústria extrativa mineral continua apresentando bom desempenho, tendo registrado alta de 8,2%, enquanto a taxa de crescimento da atividade eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana voltou a desacelerar, passando de 1,0% para 0,6%.

Já o setor de serviços apresentou pequena melhora, passando de um crescimento interanual de 0,2% no segundo trimestre do ano para 0,5% no terceiro (tabela 1.1). Com isso, sua contribuição foi positiva em 0,3 p.p. para o resultado do PIB no período, patamar ainda bastante inferior à contribuição média de 1,3 p.p., observada no período entre o quarto trimestre de 2012 e o primeiro de 2014. No acumulado do ano, o crescimento ficou em 0,9%. Já a taxa em quatro trimestres desacelerou de 1,6% para 1,2%. Com isso, o *carry-over* para 2014 ficou em 0,7%. Entre as atividades, o resultado foi heterogêneo, com destaque positivo para intermediação financeira e seguros e serviços de informação, com taxas de expansão interanuais de 3,2% e 2,0%, respectivamente, no terceiro trimestre. Por outro lado, ajudam a explicar o fraco desempenho no período as atividades comércio (-1,8%) e outros serviços (-0,6%).

TABELA 1.1

**PIB: taxa real de crescimento trimestral e acumulado no ano**  
(Em %)

	2013				2014			Variação acumulada no ano		
	I	II	III	IV	I	II	III	2012	2013	2014
PIB a preço de mercado (pm)	1,9	3,5	2,4	2,2	1,9	-0,9	-0,2	1,0	2,5	0,2
Imposto sobre produtos	2,6	4,2	3,8	3,4	2,4	-1,9	-1,3	1,6	3,5	-0,3
PIB preço básico (pb)	1,8	3,3	2,2	1,9	1,8	-0,7	-0,1	0,9	2,3	0,3
Agropecuária	13,0	12,0	0,4	1,6	2,8	0,0	0,3	-2,1	7,3	0,9
Indústria	-0,9	3,1	2,3	2,1	0,8	-3,4	-1,5	-0,8	1,7	-1,4
Serviços	1,8	2,6	2,3	1,9	2,0	0,2	0,5	1,9	2,2	0,9
Demanda interna com variação estoques	3,5	3,7	3,8	2,2	1,7	-1,4	-0,6	1,0	3,3	-0,1
Demanda interna sem variação estoques	2,4	3,3	3,2	2,7	1,7	-1,2	-1,1	1,9	2,9	-0,2
Consumo - Total	2,5	2,3	2,4	2,4	2,5	1,1	0,5	3,2	2,4	1,4
Famílias	2,5	2,8	2,4	2,5	2,2	1,2	0,1	3,2	2,6	1,2
Governo	2,4	0,9	2,5	2,2	3,4	0,9	1,9	3,3	2,0	2,0
FBCF	2,2	7,7	6,7	4,0	-2,1	-11,2	-8,5	-4,0	5,2	-7,4
Exportação	-5,7	6,3	3,2	5,6	2,8	1,9	3,8	0,5	2,5	2,8
Importação	7,4	7,7	13,7	4,8	1,4	-2,4	0,7	0,2	8,3	-0,2
PIB pm variação dessazonalizada (%)	0,2	2,1	-0,5	0,5	-0,2	-0,6	0,1			

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

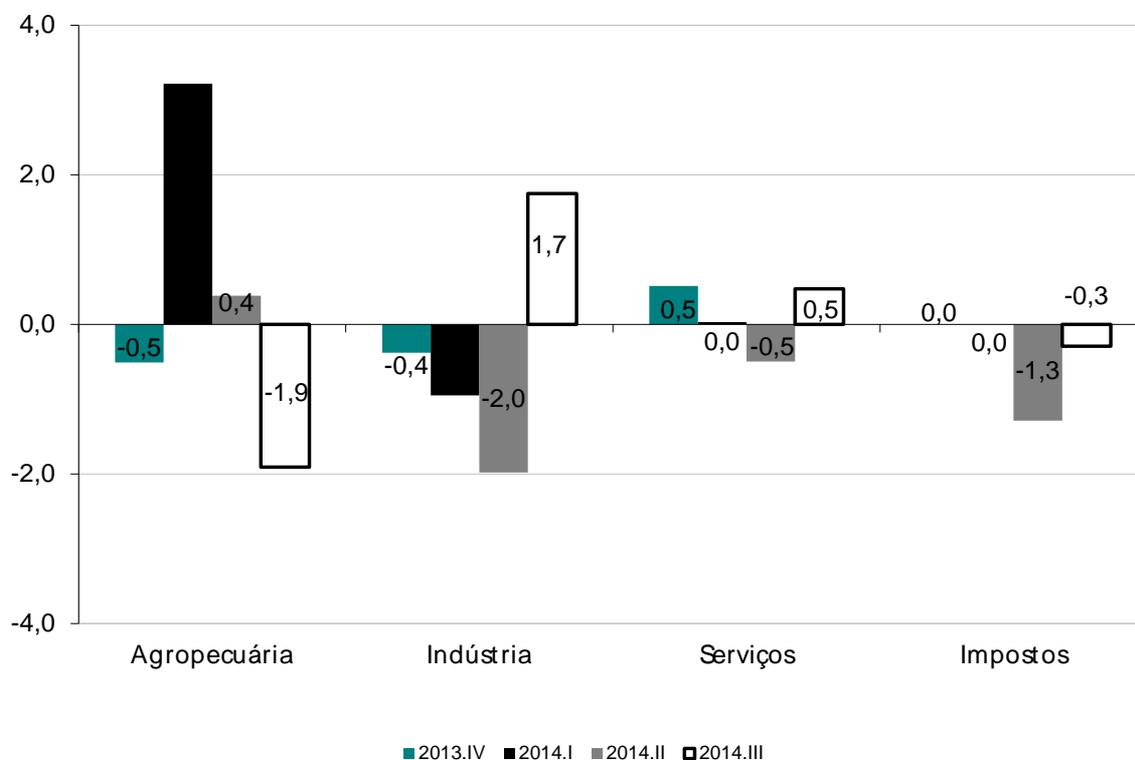
Por sua vez, após manter-se estável no período anterior, a agropecuária também ganhou fôlego no comparativo interanual, tendo registrado variação de 0,3% sobre o terceiro trimestre de 2013. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA/IBGE) divulgado em novembro de 2014, esse resultado é explicado pelo aumento na produtividade e pelo bom desempenho de alguns produtos da lavoura, que concentraram suas safras no segundo trimestre, como trigo (30,6%), feijão (10,9%) e mandioca (10,1%). Por sua vez, as estimativas para pecuária e silvicultura e extração vegetal indicaram fraco desempenho destas atividades no decorrer do terceiro trimestre. Com isso, enquanto a taxa acumulada no ano ficou em 0,9%, o crescimento acumulado em quatro trimestres manteve-se estável em 1,1%. Já o *carry-over* para 2014 ficou em 0,9%.

Na comparação entre o terceiro e o segundo trimestres de 2014, na série dessazonalizada, o quadro é um pouco diferente, especialmente na indústria. O avanço de 1,7% frente ao período anterior interrompeu uma sequência de quatro retrações, período no qual acumulou uma perda de 3,4%. Parte da explicação para este resultado foi a recuperação apresentada pelos setores de construção civil (1,3%) e de transformação (0,7%), que também haviam recuado nos quatro trimestres anteriores. Entre as demais atividades, a extrativa mineral avançou pelo sexto trimestre seguido, registrando taxa de crescimento de 2,2%, enquanto o setor de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana manteve-se estável, com pequeno avanço de 0,1%.

Ainda na série dessazonalizada, a agropecuária foi o único setor a registrar variação negativa, recuando 1,9%. Este resultado representou forte reversão no ritmo de crescimento da atividade, que havia sido de 1,8% na média dos dois períodos anteriores

(gráfico 1.3). Já o setor de serviços devolveu a queda de 0,5% verificada no segundo trimestre, avançando os mesmos 0,5% na margem. O crescimento ante o período anterior foi generalizado entre os seus componentes, com destaque para as atividades transporte, armazenagem e correios (1,4%) e intermediação financeira e seguros (0,6%).

GRÁFICO 1.3  
**Componentes do PIB pelo lado da oferta: evolução das taxas de crescimento da série dessazonalizada**  
 (Em %)



Fonte: IBGE.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.  
 Nota: \* Dessazonalização própria.

### COMPONENTES DA DEMANDA

O consumo das famílias, embora tenha crescido pelo 44<sup>o</sup> trimestre consecutivo, registrou expansão de apenas 0,1% na comparação entre o terceiro trimestre de 2014 e o mesmo período do ano anterior, a menor taxa dos últimos dez anos. Com isso, adicionou 0,1 p.p. à taxa de crescimento interanual do PIB, a menor contribuição desde o quarto trimestre de 2003. Mantendo a mesma base de comparação, o deflator implícito do consumo das famílias voltou a crescer, passando de 6,2% para 6,4%. Considerando que o deflator total acelerou de 5,3% para 6,4%, o preço dos bens de consumo relativamente aos demais componentes do PIB permaneceram estáveis no período. No acumulado do ano, os três primeiros trimestres de 2014 fecharam com alta de 1,2% sobre o mesmo período do ano passado, enquanto a taxa de expansão em quatro trimestres caiu pelo quinto período consecutivo, passando de 2,1% para 1,5%, pior

resultado anual desde o segundo trimestre de 2004. Por fim, o *carry-over* para 2014 ficou em 0,8%.

Já o consumo do governo foi o destaque entre os componentes da demanda, registrando alta de 1,9% no terceiro trimestre no comparativo interanual. Este resultado se refletiu numa contribuição de 0,4 p.p. ao crescimento do PIB no período. Na comparação acumulada no ano, o consumo do governo registrou crescimento de 2,0%, enquanto o resultado em quatro trimestres manteve-se virtualmente estável, com pequena queda de 2,2% para 2,1%. O seu *carry-over* ficou em 1,7%.

A FBCF voltou a ser o grande destaque negativo entre os componentes do PIB pelo lado da demanda no terceiro trimestre, registrando queda de 8,5% na comparação interanual. Este foi o segundo pior resultado desde o terceiro trimestre de 2009, e retirou 1,6 p.p. do crescimento do PIB. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes se reduziu para 17,4%, contra 19,0% em igual período do ano passado. O mesmo aconteceu com a taxa de investimento bruta, que inclui a variação de estoques, passando de 18,7% para 17,9%. Ao contrário do período anterior, os investimentos ficaram mais baratos em relação ao PIB, fato refletido nas taxas de variação interanuais dos seus respectivos deflatores, que registraram 6,0% (FBCF) e 6,4% (PIB). Por sua vez, a taxa de poupança bruta também recuou no mesmo comparativo, passando de 15,1% para 14,0%, pior resultado em toda a série histórica do IBGE, iniciada no primeiro trimestre de 2000.

Em virtude do fraco resultado nos últimos três trimestres, a FBCF acumula retrações de 7,4% no ano e de 4,6% em quatro trimestres. Esta forte deterioração reflete o mau desempenho tanto do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came) quanto da construção civil (gráfico 1.4). Enquanto a taxa de crescimento anual do Came passou de -3,0% para -7,9%,<sup>1</sup> o setor da construção civil teve queda de 4,3%, na mesma base de comparação.

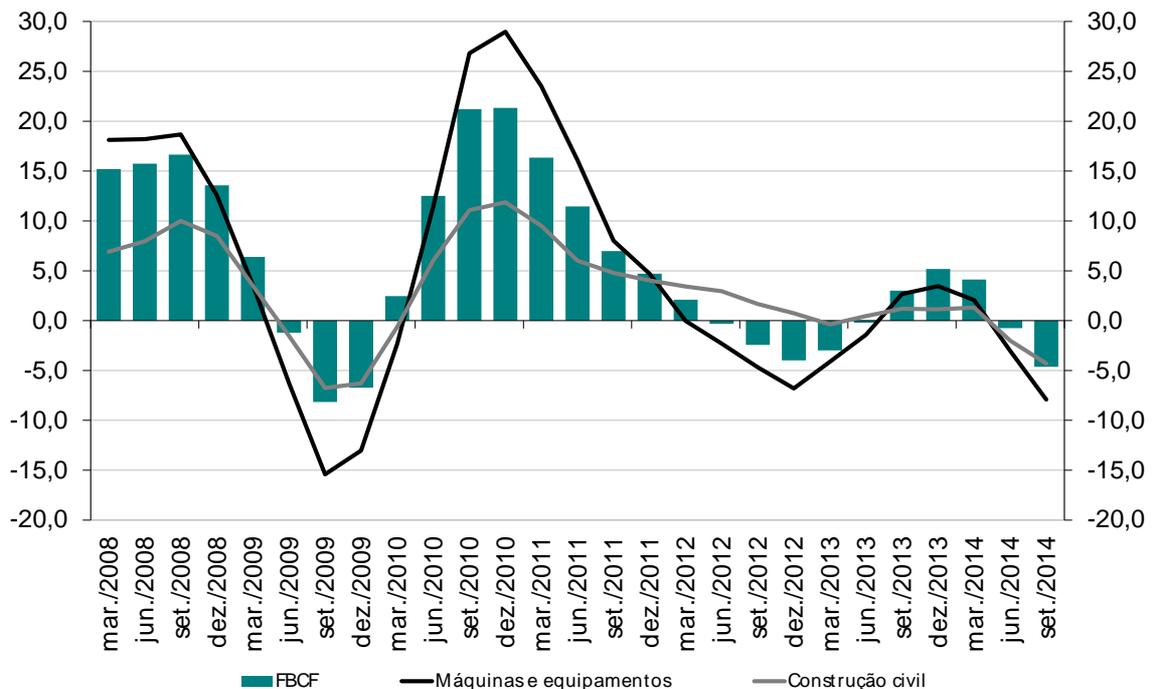
---

<sup>1</sup> A estimativa do Ipea para o consumo aparente de máquinas e equipamentos leva em conta as plataformas de petróleo no cálculo do *quantum* de bens de capital exportado.

GRÁFICO 1.4

**FBCF e componentes (mar./2008-set./2014)**

(Taxa de crescimento real acumulada em quatro trimestres, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Ainda na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a absorção doméstica voltou a apresentar um ritmo de crescimento inferior ao do PIB, com retração de 0,6%. Isto implicou a terceira contribuição positiva seguida das exportações líquidas, que adicionaram 0,4 p.p. ao crescimento interanual do PIB, a maior desde o terceiro trimestre de 2005. Este resultado foi reflexo da alta de 3,8% das exportações de bens e serviços, enquanto as importações avançaram apenas 0,7%.

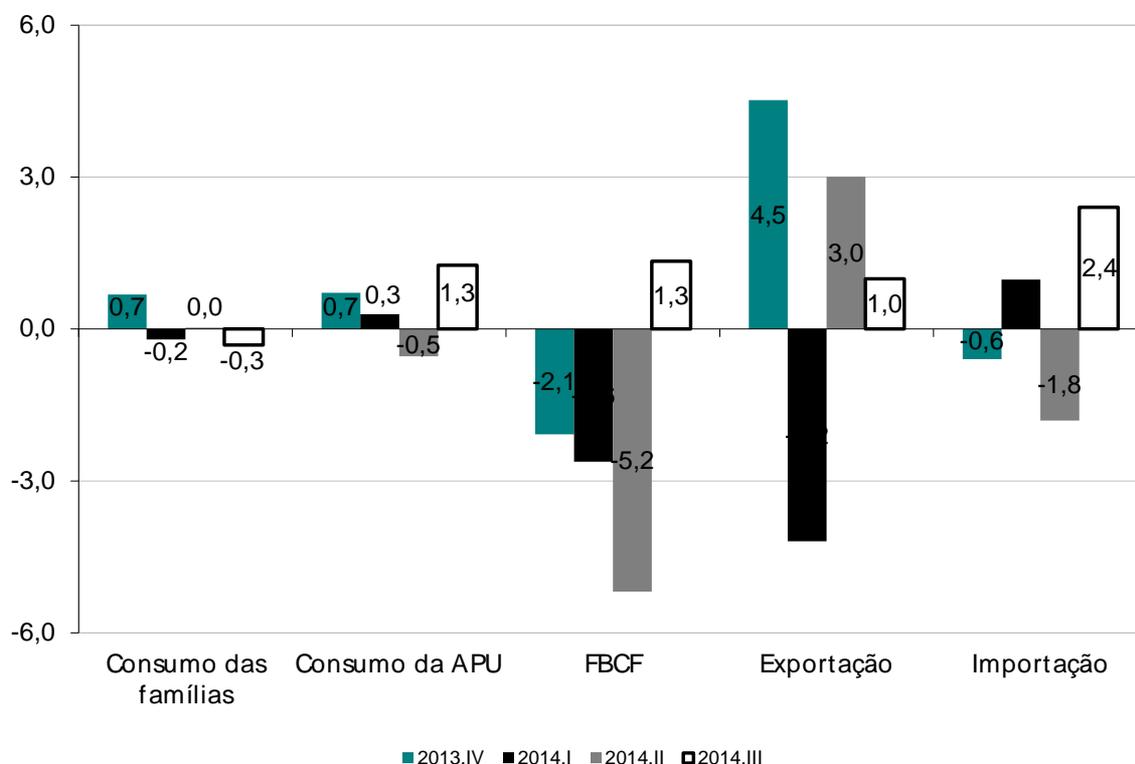
Na série livre de influências sazonais, a análise dos componentes do PIB pela ótica da demanda destaca a recuperação registrada pela FBCF, que, após quatro recuos consecutivos – período no qual os investimentos acumularam uma expressiva perda de 11,2% –, registrou alta de 1,3% na margem (gráfico 1.5). Por outro lado, o consumo das famílias recuou 0,3% na passagem entre o segundo e terceiro trimestres. Uma vez que o resultado do período anterior foi revisto de 0,3% para 0,0%, sua taxa média de crescimento em 2014 ficou em -0,2%, pior resultado para um terceiro trimestre desde 2001. Já o consumo da administração pública voltou a acelerar na margem. O avanço de 1,3% mais que compensou a queda de 0,5% registrada no segundo trimestre.

Por fim, ao contrário do que aconteceu no comparativo interanual, a absorção interna<sup>2</sup> apresentou resultado superior ao do PIB, avançando 0,3% na série

2. Dessazonalização própria.

dessazonalizada. Como o comportamento da variação de estoques exerceu efeito nulo no período, a contribuição do setor externo foi negativa no terceiro trimestre de 2014, refletida no crescimento de 1,0% das exportações e 2,4% das importações.

**GRÁFICO 1.5**  
**Componentes do PIB pelo lado da demanda: evolução das taxas de crescimento**  
**dessazonalizado**  
 (Em %)



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

## PRODUÇÃO INDUSTRIAL

De acordo com os dados da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF) do IBGE, a indústria permaneceu estável na passagem entre os meses de setembro e outubro, na série dessazonalizada, após registrar variações positivas nos dois primeiros meses do terceiro trimestre. O crescimento nulo de outubro repetiu o fraco desempenho observado no período anterior, quando havia recuado 0,2% (tabela 1.2). Ainda na comparação com ajuste sazonal, o índice da média móvel trimestral desacelerou de 0,3% para 0,1%. Este resultado deixa um arrasto estatístico de 0,1% para o quarto trimestre. Já em relação ao resultado anual, caso permaneça estagnada nos próximos dois meses, a indústria já tem contratada uma queda de 2,6% em 2014.

O fraco desempenho do setor manufatureiro fica ainda mais evidente quando comparado com o mesmo período do ano passado. Após registrar queda de 2,1% em setembro, a produção da indústria ficou 3,6% abaixo do patamar atingido em outubro de

2013. Nesta base de comparação, esta foi a décima retração em onze meses. Com isso, enquanto a taxa de crescimento acumulada no ano se reduziu de -2,9% para -3,0%, o resultado em doze meses desacelerou pelo sétimo período consecutivo, passando de -2,2% para -2,6%.

TABELA 1.2  
**PIM-PF**  
(Variação em %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado <sup>a</sup>			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Ago./2014	Set./2014	Out./2014	Ago./2014	Set./2014	Out./2014	No ano	Em 12 meses
Geral	0,6	-0,2	0,0	-5,4	-2,1	-3,6	-3,0	-2,6
Classes								
Extrativa Mineral	2,3	-0,1	0,0	7,6	9,5	6,3	5,5	4,5
Transformação	0,2	-0,1	0,2	-6,9	-3,4	-4,7	-4,0	-3,4
Categorias de Uso								
Capital	-0,1	0,8	0,0	-13,5	-9,6	-11,4	-8,8	-6,9
Intermediários	1,9	-1,7	0,0	-3,3	-1,7	-2,9	-2,5	-2,3
Consumo	-0,7	1,1	0,2	-6,7	-0,3	-2,4	-2,2	-2,0
Duráveis	-3,7	7,6	-0,8	-17,4	-7,1	-9,3	-9,6	-8,5
Semi e não duráveis	-0,7	1,0	-0,6	-3,1	1,9	-0,2	0,2	0,1
Insumos da construção civil	1,3	0,5	-0,5	-7,6	-3,8	-6,0	-5,6	-5,0

Fonte: IBGE.

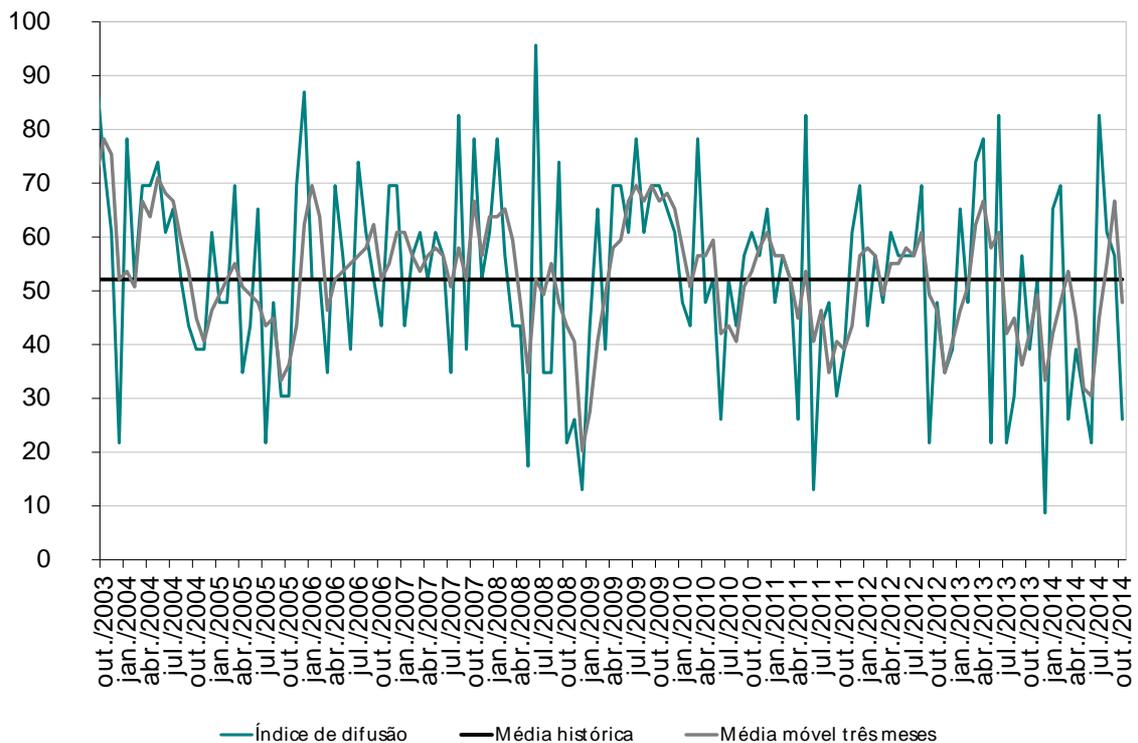
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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

Entre as classes de produção, a estagnação da indústria geral ante o mês anterior também foi verificada no desempenho da transformação, que cresceu apenas 0,2% em outubro, na série dessazonalizada. Entre os segmentos, foi verificada expansão em seis atividades, o que reduziu o índice de difusão<sup>3</sup> de 57% em setembro para 26% em outubro (gráfico 1.6). Entre aquelas com maior peso, destacaram-se positivamente as seguintes atividades: produtos alimentícios (2,5%), que ainda acumula queda de 0,1% no ano; e coque, produtos derivados do petróleo e biocombustíveis (0,9%), com alta de 3,2% nos primeiros dez meses de 2014. Já os destaques negativos ficaram por conta das atividades veículos automotores, reboques e carrocerias (-2,2%), que já acumula expressiva retração de 18,0% no ano; e outros produtos químicos (-1,2%), com variação negativa de 4,3% no ano. Apesar do bom desempenho ao longo de 2014, a indústria extrativa pisou no freio nos últimos dois meses. Após registrar queda de 0,1% em setembro, o setor permaneceu estagnado na passagem para outubro.

3. 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. Pela insuficiência do tamanho de suas amostras, as atividades impressão e reprodução de gravações e manutenção, reparação e instalação de máquinas e equipamentos foram excluídas do cálculo.

GRÁFICO 1.6  
**PIM-PF: índice de difusão (out./2003-out./2014)**  
 (Em %)



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

Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a indústria de transformação voltou a apresentar resultado negativo em outubro, com recuo de 4,7%. A queda foi bastante disseminada e, entre os 23 segmentos que registraram retração interanual, vale destacar: veículos automotores, reboques e carrocerias metalurgia e máquinas e equipamentos, com recuos de 16,5%, 8,3% e 8,0%, respectivamente. A produção de veículos voltou a ser a principal responsável pelo mau resultado da indústria geral nesta base de comparação, tendo contribuído com 1,7 p.p. na queda de 3,6%. No acumulado do ano, o setor de transformação encontra-se em patamar 4,0% menor do que o atingido no mesmo período do ano passado, enquanto a taxa em doze meses reduziu-se de -2,9% para -3,4%. Novamente em direção contrária, o setor extrativo registrou crescimento na comparação interanual, com alta de 6,3%, a décima consecutiva. Com isso, acumula uma alta de 5,5% no ano, enquanto o crescimento em doze meses acelerou de 3,5% para 4,5%.

Tomando por base a série com ajuste sazonal, a estagnação verificada em outubro foi bastante disseminada entre as categorias de uso. Após apresentar um comportamento volátil nos últimos meses, quando alternou avanço de 1,9% em agosto com recuo de 1,7% em setembro, a produção de bens intermediários também registrou

crescimento nulo na passagem de setembro para outubro. Entre as atividades, destacaram-se a produção de alimentos e bebidas para a indústria (5,5%), compensando parcialmente a queda de 7,6% em setembro; e a produção de combustíveis e lubrificantes elaborados (1,2%). Um comportamento similar foi observado no desempenho do setor de bens de capital, que, após um período recente de alta volatilidade, permaneceu estável em outubro, na comparação livre de efeitos sazonais. Entre os destaques positivos, a produção de bens de capital para fins industriais avançou pelo quarto mês consecutivo, com alta de 1,7%. Destacou-se também a produção de bens de capital de uso misto, que avançou 1,6% sobre o mês de setembro. Já o setor voltado para a produção de equipamentos de transporte industrial retraiu 1,7% na margem, interrompendo uma sequência de três avanços. Com isso, continua sendo a principal influência negativa em 2014, com retração acumulada no ano de 16,0%. Já o agregado que exclui este segmento registrou variação nula na margem em outubro, e acumula uma queda de 3,6% no ano.

O setor de bens de consumo duráveis registrou o pior resultado entre as categorias de uso no mês de outubro. Com uma trajetória bastante instável ao longo de 2014, o recuo de 0,8% na série com ajuste sazonal foi influenciado pelo mau desempenho da produção de veículos automotores para passageiros, que recuou 7,5%. Por sua vez, a produção de bens semi e não duráveis caiu 0,6% frente ao mês anterior, refletindo a retração de 5,5% do setor de não duráveis.

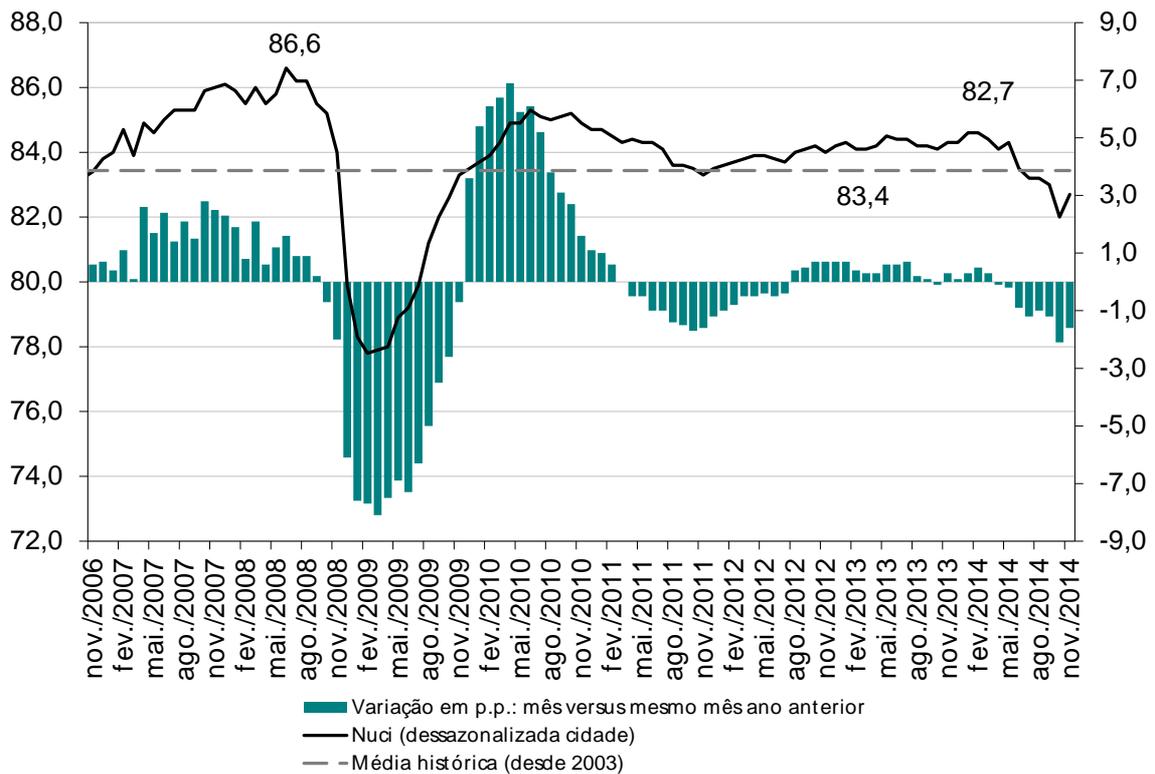
Na comparação com o mesmo período do ano anterior, a queda foi generalizada entre as categorias de uso. O destaque negativo ficou, uma vez mais, por conta do setor de bens de capital, cuja produção caiu pelo oitavo mês consecutivo, ficando 11,4% abaixo do patamar verificado em outubro de 2013. Esta queda está associada ao mau desempenho do setor de equipamentos de transporte, que retraiu 19,1% no comparativo interanual. Com isso, o resultado acumulado no ano passou de -8,4% para -8,8%, provocando, por sua vez, uma piora na taxa em doze meses, que despencou de -4,5% para -6,9%. A produção de bens de consumo duráveis registrou o segundo pior resultado interanual, com queda de 9,3%. Entre as atividades que compõem o setor, a retração foi disseminada, com destaque para a produção de veículos automotores para passageiros, que ficou 13,3% abaixo do patamar de outubro de 2013. No acumulado do ano, o resultado permaneceu em 9,6%, enquanto a queda acumulada em doze meses aumentou de 7,5% para 8,5%. Já o setor de bens de consumo semi e não duráveis registrou queda de 0,2% em outubro ante o mesmo mês do ano passado. Com isso, sua taxa de crescimento acumulada no ano ficou em 0,2%, a maior entre as categorias de uso. No entanto, o resultado em doze meses desacelerou pelo sétimo mês seguido, passando de 0,2% para 0,1%. Por fim, a categoria de intermediários também assinalou

queda sobre outubro de 2013, com retração de 2,9%. Este foi o décimo resultado negativo em onze meses. Entre as atividades, os destaques negativos ficaram por conta das atividades peças e acessórios para equipamentos de transporte industrial e peças e acessórios para bens de capital, que retraíram 13,8% e 7,2%, respectivamente. No acumulado dos dez primeiros meses do ano, a queda foi de 2,5%, enquanto o resultado em doze meses passou de -2,2% para -2,3%.

Em relação ao uso dos fatores de produção, de acordo com a pesquisa *Sondagem industrial*, da Fundação Getulio Vargas (FGV), o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) do setor manufatureiro vem apresentando tendência de queda desde fevereiro de 2014, refletindo o fraco desempenho da indústria de transformação. Em novembro, embora o indicador tenha registrado avanço de 0,7 p.p. ante o período anterior, voltou a ficar abaixo de sua média histórica, na série livre de efeitos sazonais (gráfico 1.7). Entre as categorias de uso, o setor de intermediários apresenta a maior distância em relação a média histórica (+1,5 p.p.). Já entre as atividades, o nível de utilização da capacidade do setor de produtos alimentares se encontra 5,7 p.p. abaixo da sua média. Na comparação interanual, a queda de 1,6 p.p. foi a oitava consecutiva registrada pela indústria de transformação. A análise dos dados provenientes da pesquisa *Indicadores industriais*, da Confederação Nacional da Indústria (CNI), revela um cenário similar para o Nuci, embora o indicador apresente um ritmo mais acelerado de queda, em que o patamar de 80,6% atingido em outubro já se encontra 1,4 p.p. abaixo da sua média histórica.

GRÁFICO 1.7

**FGV: nível de utilização da capacidade instalada (nov./2006-nov./2014)**  
(Índices dessazonalizados)



Fonte: FGV.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

## COMÉRCIO

De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, as vendas reais no varejo restrito registraram avanço de 1,0% na passagem entre os meses de setembro e outubro, na série livre de efeitos sazonais. Após o recuo observado no bimestre junho-julho, esta foi a terceira alta consecutiva do volume de vendas na margem (tabela 1.3). Com isso, o índice da média móvel trimestral também mostrou recuperação, acelerando de 0,3% para 1,0%. O resultado de outubro deixa um *carry-over* de 1,8% para o quarto trimestre, e de 2,2% para o ano. Entre os oito segmentos que compõem o varejo restrito, o crescimento foi bastante disseminado. A exceção ficou por conta do setor livros, jornais, revistas e papelaria, que recuou 0,9% ante o mês anterior. Entre aqueles com peso relevante na pesquisa, destacou-se hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, com avanço de 1,3% na margem, o melhor resultado desde julho de 2013.

TABELA 1.3

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

	Mês/mês anterior dessazonalizado			Mês/igual ao mês do ano anterior			Acumulado	
	Ago./2014	Set./2014	Out./2014	Ago./2014	Set./2014	Out./2014	No ano	Em 12 meses
Comércio varejista restrito <sup>1</sup>	1,4	0,4	1,0	-1,0	0,5	1,8	2,5	3,1
Comércio varejista ampliado <sup>2</sup>	-0,4	0,6	1,7	-6,7	-1,2	-2,6	-1,5	-0,5
1. Combustíveis e lubrificantes	1,7	0,8	0,5	0,4	2,9	1,8	2,9	3,6
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	0,1	-0,2	1,3	-1,5	-1,9	1,3	1,8	2,2
2.1 Hipermercados e supermercados	0,2	-0,3	1,2	-1,7	-2,1	1,2	1,7	2,1
3. Tecidos, vestuário e calçados	3,4	-2,6	2,0	-0,8	0,0	0,4	-0,9	0,3
4. Móveis e eletrodomésticos	1,9	1,9	0,3	-7,5	0,1	-1,8	1,0	1,5
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	2,6	0,6	1,4	7,2	10,4	9,8	9,5	9,9
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	0,7	-2,7	-0,9	-8,9	-10,7	-13,5	-7,7	-5,8
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	7,5	-1,9	3,5	-6,7	-3,4	0,1	-3,7	-1,5
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	1,6	1,4	0,8	4,2	5,8	5,1	7,6	7,9
9. Veículos, motos, partes e peças	-2,2	-0,4	4,3	-17,4	-4,6	-11,2	-9,4	-7,4
10. Materiais de construção	0,4	0,8	1,4	-5,7	-0,1	-0,2	0,2	1,0

Fonte: PMC/IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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.

Já na comparação com o mesmo período do ano anterior, o volume de vendas no varejo restrito voltou a registrar variação positiva, com alta de 1,8% sobre outubro de 2013. Entre os segmentos com as maiores contribuições, destacaram-se: artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos; hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo e outros artigos de uso pessoal e doméstico, com altas de 9,8%, 1,3% e 5,1%, respectivamente. Por sua vez, os segmentos móveis e eletrodomésticos (-1,8%) e livros, jornais, revistas e papelaria (-13,5%) contribuíram negativamente para o resultado interanual. Apesar da recente recuperação, a comparação acumulada em doze meses voltou a desacelerar, passando de 3,4% para 3,1%. Por sua vez, o resultado no ano caiu de 2,6% para 2,5%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, o resultado de outubro exibiu avanço de 1,7% na série dessazonalizada, o segundo consecutivo nesta base de comparação. A melhora refletiu o bom desempenho do setor de veículos, motos, partes e peças, que avançou 4,3% sobre o mês de setembro. Ainda assim, as vendas de veículos acumulam uma queda de 9,4% nos primeiros dez meses do ano. Já na comparação com o mesmo mês do ano anterior, o varejo ampliado registrou queda de 2,6%, a quinta variação negativa seguida. Com isso, a taxa acumulada no ano caiu de -1,4% para -1,5%. Na variação acumulada em doze meses, a desaceleração do comércio também pode ser percebida de forma mais clara. Nessa base de comparação, o varejo

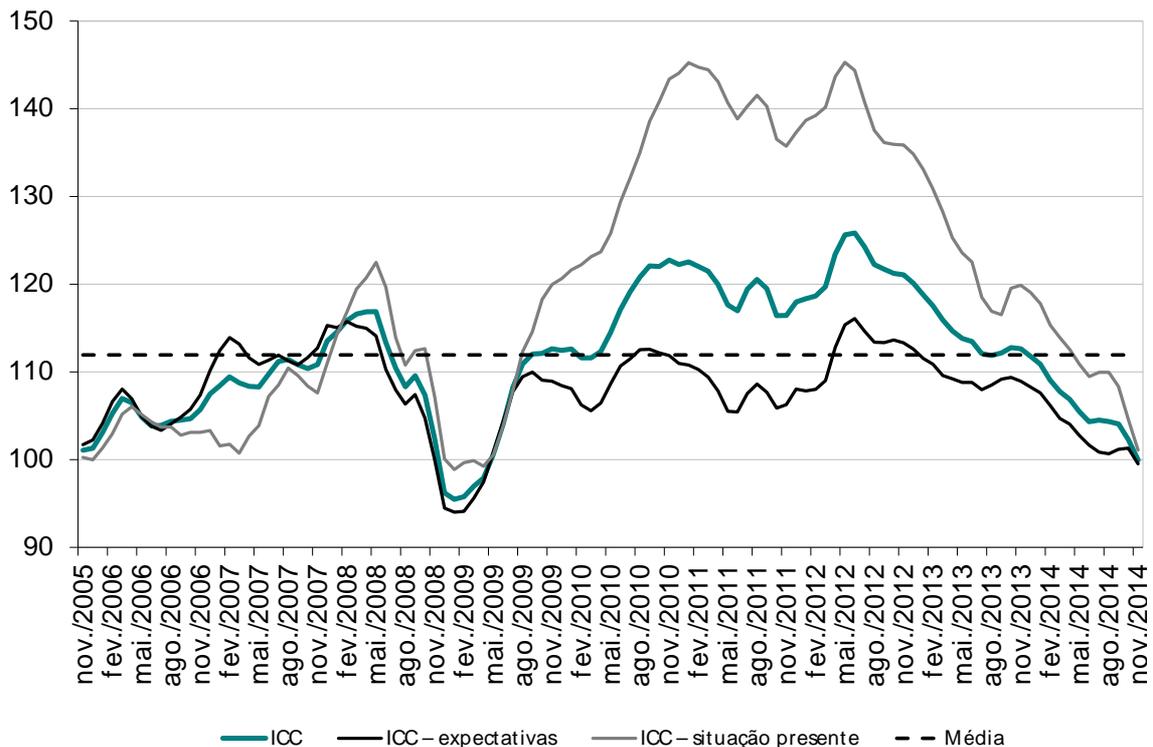
ampliado registrou piora pelo oitavo período consecutivo, com queda de 0,5% em outubro. Apesar de o desempenho ser ruim quando comparado aos mesmos períodos de 2013, o resultado de outubro deixa um *carry-over* para o quarto trimestre de 3,5%.

## OUTROS INDICADORES E PERSPECTIVAS

As perspectivas para os próximos meses continuam apontando para um desempenho fraco da atividade econômica, refletindo um cenário ainda pouco favorável, como já enfatizado na última edição da *Carta de conjuntura*. Em relação à demanda por bens, seus principais fundamentos de sustentação, baseados no tripé emprego-renda-crédito, continuam apresentando deterioração. O mercado de trabalho se mostra cada vez menos aquecido, com destaque para a redução da criação de novas vagas. Em alguns setores da indústria, inclusive, este quadro é mais dramático, uma vez que a destruição de postos de trabalho já ocorre há vários meses. Além disso, um reajuste mais modesto do salário mínimo (SM) neste ano, associado ao encarecimento do custo de vida, tem contribuído para suavizar os ganhos reais de renda, que vêm desacelerando desde o final de 2013. Em segundo lugar, o ciclo de aperto monetário iniciado pelo Banco Central do Brasil (BCB) em abril de 2013 tem piorado as condições de crédito, seja elevando o custo do financiamento, seja interrompendo o processo de redução verificado nos indicadores de inadimplência, tornando os bancos mais seletivos. Como agravante, o fraco desempenho da atividade econômica, juntamente com a retomada do aumento das taxas de juros e as esperadas reduções dos estímulos fiscais ao consumo, tendem a tornar os agentes ainda mais precavidos e menos propensos a contrair novas dívidas.

Estes fatores ajudam a explicar a contínua deterioração dos níveis de confiança das famílias. Segundo a pesquisa *Sondagem do consumidor*, da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) relativo a novembro sofreu forte recuo, registrando queda de 6,1% frente ao mês anterior, na série livre de influências sazonais, atingindo o menor patamar desde dezembro de 2008. De fato, a perda acumulada desde janeiro passado já chega a 18,2%. Na composição do resultado de novembro, enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente caiu 5,1%, atingindo o menor valor da série histórica, o índice referente às expectativas quanto aos próximos meses recuou 6,8%. A análise da média móvel trimestral revela uma queda persistente no otimismo das famílias desde junho de 2012, só interrompida durante o terceiro trimestre do ano passado, aproximando o nível do indicador dos patamares atingidos durante o período que se seguiu à crise financeira internacional em meados de 2009 (gráfico 1.8).

GRÁFICO 1.8  
**ICC (média móvel de três meses) (nov./2005-nov./2014)**  
 (Setembro de 2005 = 100)



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

Apesar do reduzido nível de otimismo por parte das famílias, os resultados preliminares referentes ao comportamento do comércio varejista para o mês de outubro sugerem alguma melhora no seu desempenho, embora ainda num ritmo moderado. Após avançar 0,1% em setembro, o indicador Serasa Experian de atividade do comércio registrou alta de 0,5% na passagem para outubro, na série livre de influências sazonais. Indo na mesma direção, os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave) revelaram uma recuperação das vendas de autoveículos na passagem entre os meses de setembro e outubro, com avanço de 2,4%, o que pode sugerir alguma antecipação em virtude da expectativa quanto ao aumento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) do setor a partir de janeiro de 2015. Apesar desta pequena recuperação prevista para o resultado do varejo, o Índice de Confiança do Comércio (ICOM)/FGV, após registrar avanço de 2,9% em outubro, voltou a cair em novembro (-1,0%), acumulando queda de 10,9% em 2014.

No que diz respeito ao setor de serviços, os indicadores antecedentes também revelam um cenário de baixa confiança, embora a atividade no setor tenha mostrado alguma reação no terceiro trimestre. Após registrar pequena recuperação em outubro (+1,2%), o Índice de Confiança de Serviços (ICS), medido pela FGV, voltou a cair em

novembro, recuando 2,1% na comparação com o período anterior, na série livre de efeitos sazonais. Este foi o décimo segundo recuo do indicador em quatorze meses, atingindo o menor nível da série histórica. Com isso, a confiança no setor já acumula no ano uma queda de 15,5%. O resultado de novembro foi consequência do recuo de 3,8% no Índice de Situação Atual (ISA), também o pior resultado da série histórica, e da queda de 1,1% no Índice de Expectativas (IE). Por sua vez, o Índice de Gerentes de Compras – *Purchasing Managers Index* (PMI) relacionado ao setor de serviços, que havia atingido 48,2 pontos em outubro, pior resultado em 26 meses, avançou para 48,5 pontos em novembro, mantendo-se ainda abaixo do patamar de 50 pontos.<sup>4</sup> A intermediação financeira foi o subsetor de pior desempenho entre as seis principais categorias monitoradas. Além disso, enquanto o volume de negócios permaneceu estável, o nível de emprego também recuou pelo quarto mês consecutivo.

Com relação à indústria, após a tímida recuperação registrada pelo indicador de produção física do IBGE (PIM-PF) nos meses de julho e agosto, seu desempenho voltou a enfraquecer, sinalizando para a manutenção do quadro de estagnação. Embora algumas incertezas com relação ao ambiente econômico tenham diminuído, os empresários do setor manufatureiro continuam pressionados pelo descompasso entre produtividade e custos, que segue mantendo comprimidas as margens de lucro. Outros fatores também representam risco para o desempenho futuro da atividade industrial, como, por exemplo, um possível racionamento da energia elétrica. Além disso, o início de um novo ciclo de aperto monetário, acompanhado pela redução do impulso fiscal, vem de encontro a um mercado doméstico cuja demanda já dá sinais claros de desaceleração. Por fim, as perspectivas em relação a uma recuperação mais pujante da economia mundial são bastante pequenas, em particular, no que se refere aos países da Europa e da América Latina. Por outro lado, alguns fatores poderão afetar positivamente o desempenho dos setores ligados à oferta. Em primeiro lugar, uma percepção mais clara por parte dos empresários a respeito da condução da política econômica, mesmo assumindo a necessidade de um ajuste, poderá exercer um efeito positivo nas expectativas, elevando os níveis de confiança e destravando alguns investimentos anteriormente represados. Além disso, o triênio 2015-2017 representará o ápice dos investimentos previstos nas concessões de infraestrutura que se aceleraram a partir de 2012, de modo que seria de se esperar uma dinâmica mais virtuosa da FBCF em construções ao longo dos próximos trimestres.

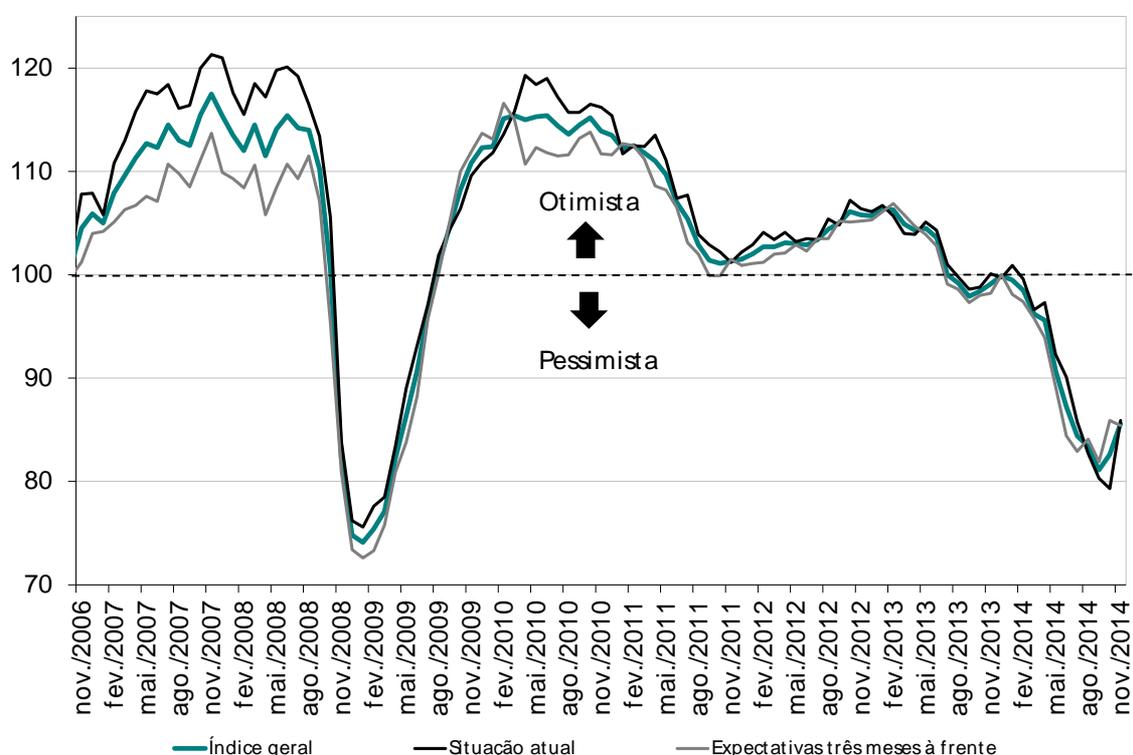
O efeito conjunto de todas estas questões pode ser traduzido no comportamento dos níveis de confiança dos empresários. De acordo com a pesquisa *Sondagem*

---

4. Valores acima de 50 pontos indicam crescimento da atividade em relação ao período anterior, e abaixo de 50, retração.

conjuntural da indústria de transformação, da FGV, após recuar por nove meses, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) avançou pelo segundo mês consecutivo, registrando alta de 3,6% na série com ajuste sazonal. Apesar disso, o indicador ainda acumula uma perda de 14,3% nos primeiros onze meses de 2014. Com isso, a confiança dos empresários se manteve na zona de pessimismo<sup>5</sup> pelo décimo sexto mês seguido. Enquanto o ISA subiu expressivos 8,3%, o IE recuou 0,6% na margem. Outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), tem apresentado um quadro similar. Em novembro, a queda de 2,9% na margem foi o 11º recuo em doze meses, mantendo o indicador na zona de pessimismo pelo oitavo mês consecutivo. Este resultado, que levou o indicador a seu nível mais baixo em toda a série histórica, foi explicado pela retração de 1,2% do indicador que avalia a situação atual, enquanto a percepção em relação ao cenário econômico seis meses à frente retraiu 4,0%, ambos na comparação com ajuste sazonal (gráficos 1.9A e 1.9B).

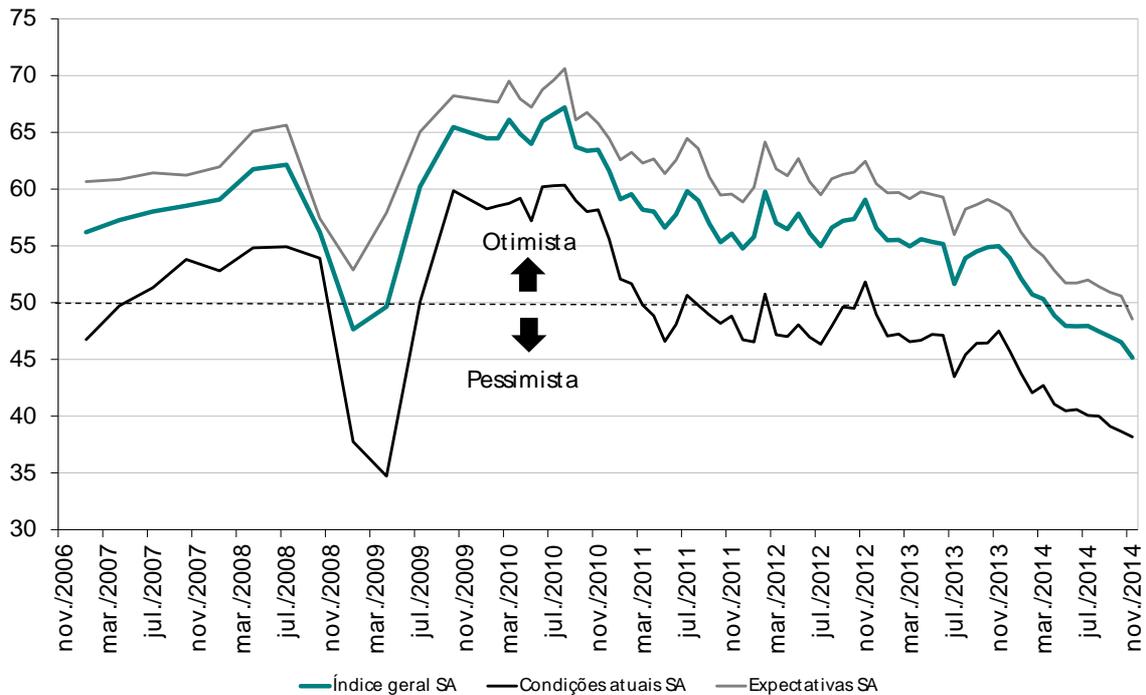
GRÁFICO 1.9A  
**ICI (nov./2006-nov./2014)**  
 (Índice dessazonalizado)



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

5. O índice varia numa escala que chega até 200 pontos. Os valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

GRÁFICO 1.9B  
**Icei (nov./2006-nov./2014)**  
 (Índice dessazonalizado)

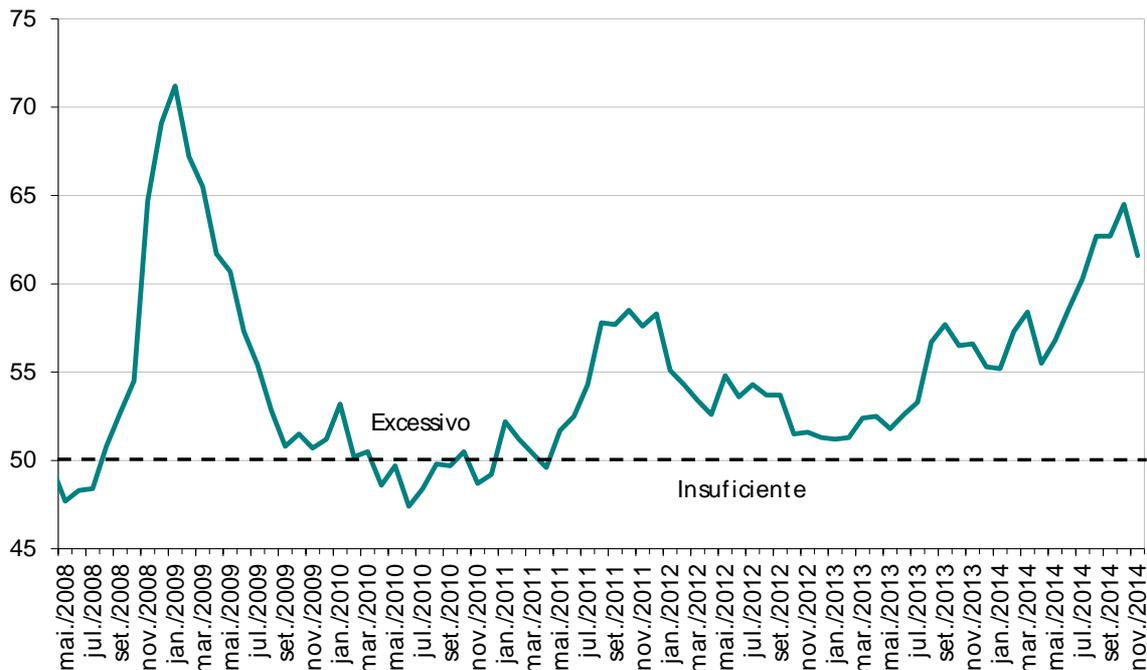


Fonte: CNI.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Além dos baixos níveis de confiança dos empresários, outros indicadores antecedentes da produção industrial indicam mais um resultado modesto para o mês de novembro. Com base no indicador PMI da indústria, que serve de *proxy* para a atividade do setor manufatureiro, a produção recuou pelo terceiro mês consecutivo. Na comparação com outubro, o indicador passou de 49,1 para 48,7 pontos, ficando abaixo do patamar de 50 pontos, que separa crescimento de contração. Este foi o pior resultado do indicador em dezesseis meses. Por sua vez, apesar do fraco desempenho da produção, o nível de estoques na indústria continua acima do planejado. Após registrar expansão nos quatro meses anteriores, o indicador cedeu em novembro, mas ainda acumula uma alta de 11,4% no ano (gráfico 1.10). Indo na mesma direção, a produção de automóveis, de acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), registrou queda em novembro, com recuou de 2,3% na série ajustada sazonalmente. Na comparação com novembro de 2013, a produção foi 9,7% menor, acumulando uma queda de 15,5% no ano.

GRÁFICO 1.10

**Evolução do nível de estoques na indústria de transformação – efetivo versus planejado (mai./2008-nov./2014)**



Fonte: FGV e CNI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Por fim, após a contração de 7,4% registrada nos primeiros três trimestres do ano, a FBCF voltou a recuar no mês de outubro. Tomando-se por base a comparação dessazonalizada, o Indicador Ipea de FBCF aponta queda de 0,3% na série livre de influências sazonais. Este resultado foi influenciado negativamente pelo comportamento do consumo aparente de máquinas e equipamentos, que recuou pelo mesmo montante. Ainda nesta base de comparação, de acordo com os dados divulgados pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), enquanto as importações de bens de capital em volume recuaram 6,8%, as exportações caíram 14,5%. Por sua vez, a produção doméstica de bens de capital permaneceu estável em outubro, segundo a PIM-PF. Por outro lado, os dados da Fenabreve referentes a outubro e novembro apontam para uma melhora nas vendas de caminhões e ônibus, o que pode vir a gerar um impacto positivo na produção doméstica.

Já a produção de insumos da construção civil (também divulgada na PIM-PF), utilizada como *proxy* para outro importante componente da FBCF, após avançar por três meses seguidos, registrou queda na comparação dessazonalizada, recuando 0,5% em outubro. Na comparação interanual, no entanto, o indicador apresentou resultado negativo pelo oitavo período consecutivo, ficando 6,0% abaixo do patamar de outubro do ano passado. Já o Índice de Confiança da Construção (ICST/FGV) registrou variação

positiva na passagem entre os meses de outubro e novembro, com alta de 1,0%. Por sua vez, os resultados da pesquisa *Sondagem da indústria da construção*, da CNI, continuam sinalizando um cenário pouco otimista para o setor.

# 2 MERCADO DE TRABALHO

## SUMÁRIO

Após encerrar 2013 com um crescimento da população ocupada (PO) da ordem de 0,7% – já mostrando desaceleração em relação aos anos anteriores –, o mercado de trabalho brasileiro vem reduzindo ainda mais o ritmo de criação de novas vagas. No entanto, segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a taxa de desocupação mantém uma trajetória declinante, possibilitada, sobretudo, pelo recuo da população economicamente ativa (PEA). Em outubro, a desocupação voltou a apresentar novo recorde histórico ao registrar taxa de 4,7%, situando-se 0,5 ponto percentual (p.p.) abaixo da observada no mesmo mês do ano anterior.

Assim como apontado pela PME, os dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (CAGED), divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), também revelam a diminuição da capacidade da economia brasileira em gerar novos postos de trabalho. De fato, o baixo crescimento da atividade econômica no país, impactado pelo desempenho pífio da produção industrial e da desaceleração da construção civil e do setor de serviços, é o principal responsável pelo arrefecimento do mercado de trabalho. No caso da indústria, a Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes)/IBGE, revela que, no acumulado dos dez primeiros meses de 2014, o número de trabalhadores na indústria de transformação recuou 2,5%.

Em que pese o enfraquecimento do mercado em relação à ocupação, a taxa de variação dos rendimentos dos trabalhadores voltou a acelerar recentemente. Em 2013, de acordo com a PME, os salários reais habitualmente recebidos apresentaram expansão de 1,8%, desacelerando em relação ao ano anterior (4,1%). Entretanto, no acumulado de 2014, os rendimentos reais mostram incremento de 2,8% quando comparados ao período janeiro-outubro de 2013. Esta expansão dos salários ao longo do ano vem mais do que compensando a queda da ocupação, fazendo com que a massa salarial real mantenha uma trajetória ascendente, com alta de 2,6% em 2014.

Em contraste com os dados da PME, que cobrem apenas seis regiões metropolitanas (RMs),<sup>1</sup> a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua)/IBGE, de abrangência nacional, revela um quadro de expansão da PO no país. Na comparação interanual, a PNAD mostra que o número de trabalhadores ocupados no país cresceu 1,2% no terceiro trimestre de 2014, diante de uma retração de 0,5% apontada pela PME. Esta aparente incoerência entre as pesquisas deve-se ao fato de que a ocupação vem crescendo a taxas bem mais expressivas nas regiões Norte e Nordeste, com pouca ou nenhuma representatividade na PME, que nas regiões Sul e Sudeste. De fato, enquanto o número de ocupados no Norte e no Nordeste cresceu a taxas próximas a 4,0% no terceiro trimestre do ano, a ocupação na região Sudeste retrocedeu 0,3%. Entretanto, como a força de trabalho nestas regiões também se expande a um ritmo superior ao do restante do país, a taxa de desocupação, no agregado, vem se mantendo estável, mesmo em um cenário de baixo crescimento econômico.

## TAXA DE DESEMPREGO

Em outubro, a taxa de desocupação ficou em 4,7%, recuando tanto na comparação mensal (-0,1 p.p., descontados os efeitos sazonais) quanto na interanual (-0,5 p.p.). Mais uma vez, em outubro, a desocupação calculada pelo IBGE atingiu o menor patamar da série para este mês, mesmo em face da perda de dinamismo da ocupação

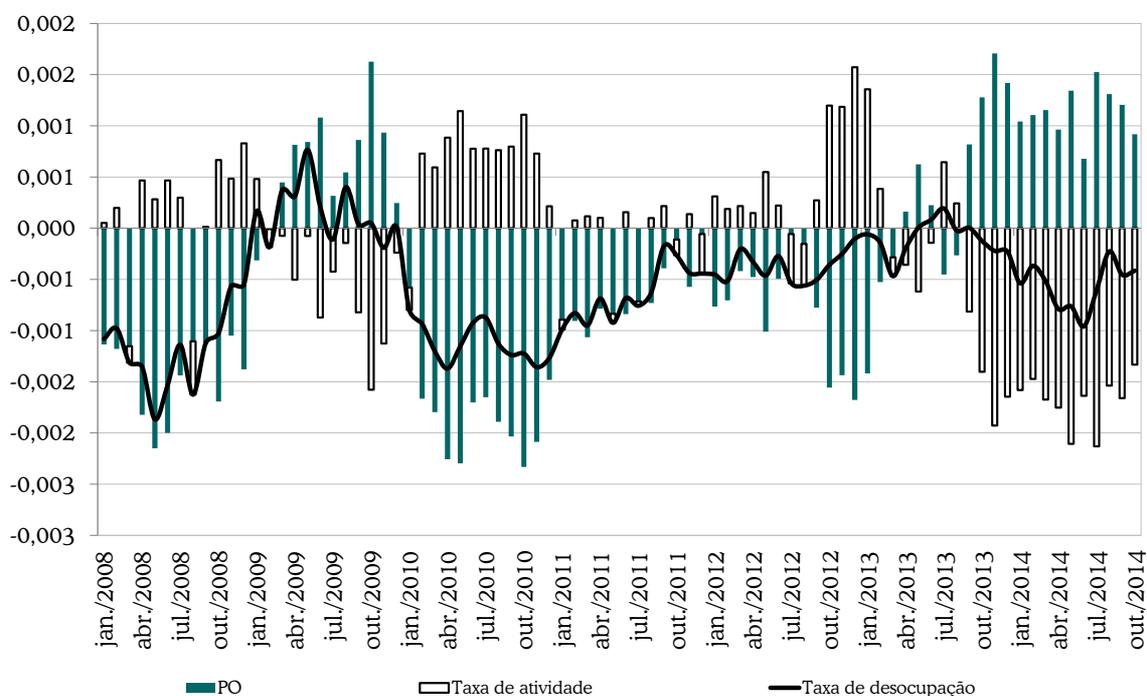
---

1. Rio de Janeiro, São Paulo, Belo Horizonte, Porto Alegre, Salvador e Recife.

(gráfico 2.1). Com a incorporação do resultado de outubro, a taxa de desocupação média no Brasil nos dez primeiros meses de 2014 retroagiu 0,7 p.p. em relação ao mesmo período do ano passado, enquanto o desempenho da PO mostra queda de 0,1 p.p. nesta mesma base de comparação. Este descompasso no ritmo da queda do desemprego *vis-à-vis* o comportamento da ocupação é resultante da redução da PEA. Após encerrar o ano de 2012 em um patamar médio de 57,3%, a taxa de atividade vem retroagindo, de maneira que, na média de 2014, ela se encontra em 56,0%, refletindo um crescimento da PEA abaixo do registrado pela população em idade ativa (PIA). Ao longo de 2014, enquanto a PIA apresentava variação interanual de 1,2%, a PEA recuou 0,9% (tabela 2.1).

Em consonância com os dados do produto interno bruto (PIB), a análise do emprego por setores, de acordo com a PME, revela que o maior contingente de trabalhadores concentra-se no setor de serviços, que abrange quase 42% de toda a PO, seguido pelo comércio (18%) e pela administração pública (17%). A indústria e a construção civil, por sua vez, respondem, respectivamente, por 15% e 8% da PO.

GRÁFICO 2.1  
**Decomposição da variação da taxa de desemprego (2008-2014)**  
 (Em p.p.)



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

TABELA 2.1

**Indicadores do mercado de trabalho**

(Média do período e taxa de variação interanual, em %)

	Taxa de atividade	PIA	PEA	PO
2012	57,3	1,2	1,7	2,2
2013	57,1	1,0	0,6	0,7
Jan./2014	56,5	1,1	-0,8	-0,1
Fev./2014	56,1	1,4	-0,5	0,0
Mar./2014	55,9	1,4	-0,6	0,0
Abr./2014	55,7	1,3	-0,8	0,1
Mai./2014	55,7	1,4	-1,2	-0,3
Jun./2014	55,9	1,2	-0,9	0,3
Jul./2014	55,7	1,1	-1,5	-0,8
Ago./2014	56,2	1,2	-0,7	-0,4
Set./2014	55,9	1,1	-1,0	-0,4
Out./2014	56,2	1,1	-0,5	0,0
Jan.-out./2014	56,0	1,2	-1,0	-0,1

Fonte: PME/IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O estudo do mercado de trabalho brasileiro, por meio da utilização dos dados da PME, sempre foi relativizado, uma vez que a abrangência territorial desta pesquisa limitava-se a seis RMs. No entanto, com a divulgação da PNAD Contínua, o cenário de emprego passou a ser retratado de forma mais fiel. Em que pese o fato de a nova pesquisa apresentar dados trimestrais, o aumento da cobertura territorial<sup>2</sup> proporciona um melhor entendimento da dinâmica do emprego no país.

De acordo com os dados mais recentes da PNAD, no terceiro trimestre de 2014 a taxa de desocupação no Brasil foi de 6,8%, mantendo-se estável em relação ao observado no mesmo trimestre do ano anterior. Na abertura por regiões, entretanto, nota-se que o Nordeste apresenta o maior nível de desocupação (8,6%), seguido por Sudeste e Norte (ambos com taxa de 6,9%). Na outra ponta, a região Sul e o Centro-Oeste registram as menores taxas (4,2% e 5,4%, respectivamente).

Diferentemente da PME, que mostra uma retração de 0,5% do número absoluto de pessoas ocupadas entre o terceiro trimestre de 2013 e o de 2014, a PNAD Contínua mostra crescimento de 1,2%, nesta mesma base de comparação. A explicação para esta diferença reside no fato de que, enquanto a PO se expande a taxas de 3,7% no período nas regiões Norte e Nordeste, no Centro-Oeste e Sul este crescimento é de 1,0% e 0,5%, respectivamente. Na região Sudeste, o resultado é ainda pior: queda de 0,3% do número de ocupados no terceiro trimestre de 2014 ante o mesmo período de 2013.

2. São coletados dados de aproximadamente 3.500 municípios, distribuídos pelas Unidades da Federação (UFs).

Em consequência desse excelente crescimento da PO no Norte e no Nordeste, a taxa de desocupação nestas regiões vem desacelerando, pois a geração de novos empregos acontece em ritmo superior ao do crescimento da força de trabalho (tabela 2.2).<sup>3</sup> Na comparação entre o terceiro trimestre de 2014 e o de 2013, a força de trabalho nas regiões Norte e Nordeste elevou-se 3,0% e 3,2%, respectivamente, enquanto no Sudeste houve um recuo de 0,4%.

TABELA 2.2  
**Taxa de desocupação, segundo a PNAD Contínua**  
 (Em %)

	<b>Brasil</b>	Norte	Nordeste	Sudeste	Sul	Centro-Oeste
2º Tri./2013	<b>7,4</b>	8,3	10,0	7,2	4,3	6,0
3º Tri./2013	<b>6,9</b>	7,5	9,0	7,0	4,1	5,5
4º Tri./2013	<b>6,2</b>	6,5	7,9	6,2	3,8	4,9
1º Tri./2014	<b>7,1</b>	7,7	9,3	7,0	4,3	5,8
2º Tri./2014	<b>6,8</b>	7,2	8,8	6,9	4,1	5,6
3º Tri./2014	<b>6,8</b>	6,9	8,6	6,9	4,2	5,4

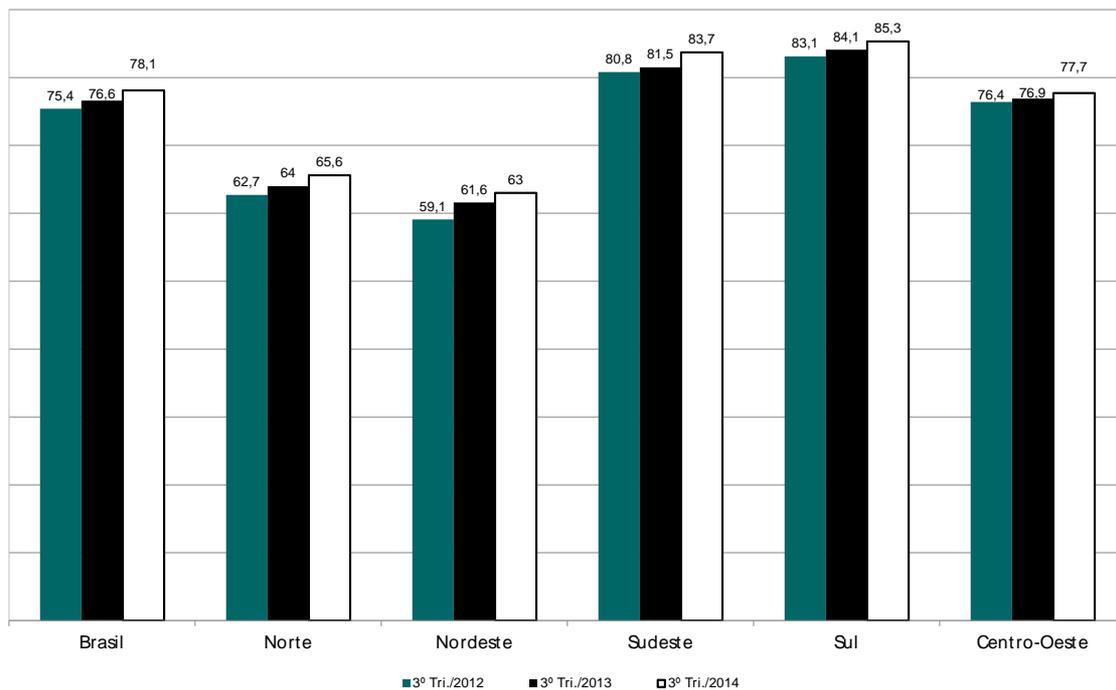
Fonte: PNAD Contínua/IBGE.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A discrepância entre as regiões brasileiras também está presente na análise da formalização do mercado de trabalho. No terceiro trimestre de 2014, 78,1% da PO no país possuía carteira assinada, o que corresponde a um aumento de 1,5 p.p. na comparação com o mesmo período do ano anterior (gráfico 2.2). Entretanto, enquanto a formalização cobre 85,3% e 83,7% do contingente ocupado nas regiões Sul e Sudeste, respectivamente, esta porcentagem cai para 63,0% no Nordeste e 65,6% no Norte.

3. De acordo com a metodologia da PNAD Contínua, entende-se por força de trabalho pessoas em idade para trabalhar que estejam ocupadas ou disponíveis para o trabalho.

GRÁFICO 2.2

**Proporção de empregados com carteira em relação ao total da ocupação (2012-2014)**  
(Em %)

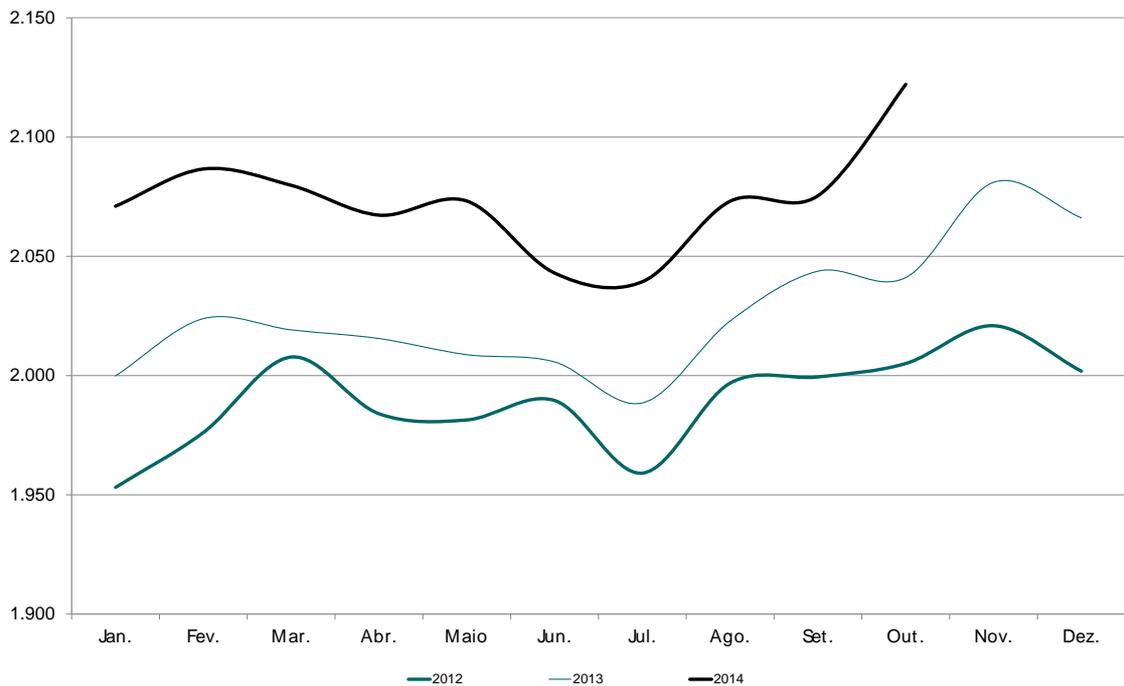


Fonte: PNAD Contínua/IBGE.  
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

**RENDIMENTOS**

Em outubro, o rendimento médio habitualmente recebido pelo trabalhador foi de R\$ 2.122,00, o que representa um incremento de 4,0% na comparação com o mesmo mês do ano anterior (gráfico 2.3). Após encerrar o ano de 2013 com um crescimento médio de 1,8%, os salários reais voltaram a acelerar ao longo deste ano, de modo que, na média dos dez primeiros meses de 2014, a alta observada é de 2,8%. Na desagregação por tipo de ocupação, nota-se que as maiores taxas de crescimento dos rendimentos se concentram no setor público e nos trabalhadores por conta própria, com expansão de 3,5% e 3,7%, respectivamente. O segmento dos trabalhadores sem carteira no setor privado, por sua vez, apresenta uma queda de 1,5% nos rendimentos reais habitualmente recebidos ao longo do ano.

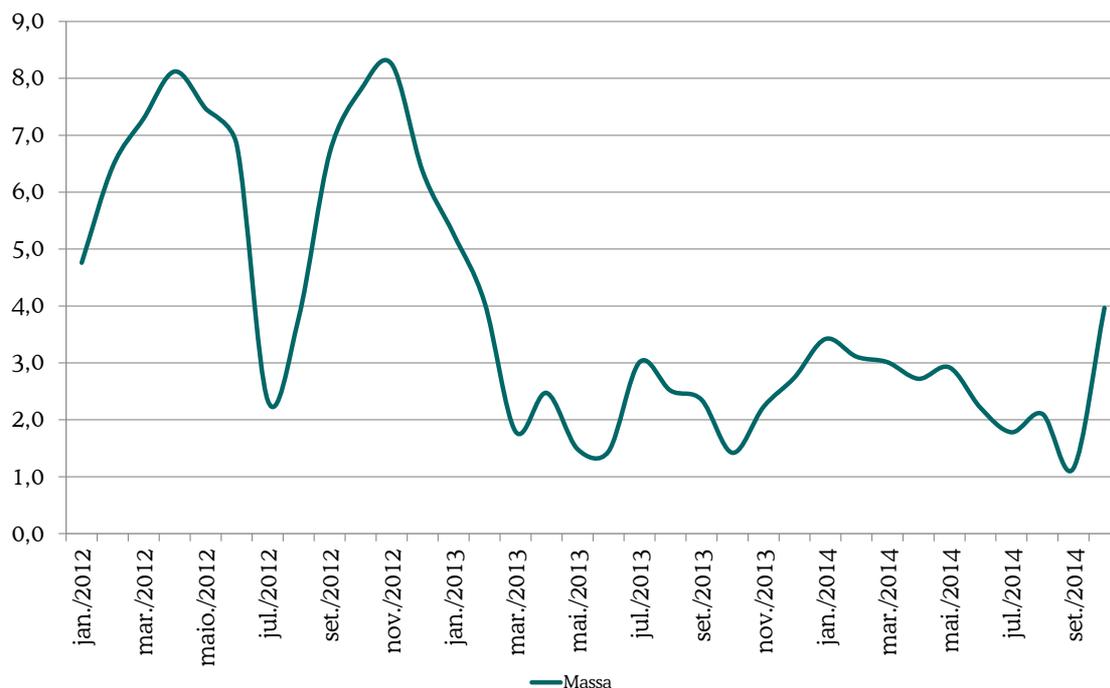
**GRÁFICO 2.3**  
**Rendimento médio habitualmente recebido (2012-2014)**  
 (Em R\$ de out./2014)



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

Esta aceleração no ritmo de crescimento dos rendimentos reais vem possibilitando uma expansão da massa salarial real nos últimos meses, mesmo com a retração da PO (gráfico 2.4). No período de janeiro a outubro, a massa salarial real registrou alta de 2,6%. Este movimento contínuo de elevação mantém o poder de compra das famílias. Entretanto, é possível que o baixo dinamismo da atividade econômica, que já impacta o nível da PO, também aja no sentido de arrefecer o ritmo de crescimento dos rendimentos reais recebidos pelos trabalhadores, principalmente nas ocupações que remuneram mais que um salário mínimo (SM).

**GRÁFICO 2.4**  
**Massa salarial real habitual (2012-2014)**  
(Taxa de variação interanual, em %)

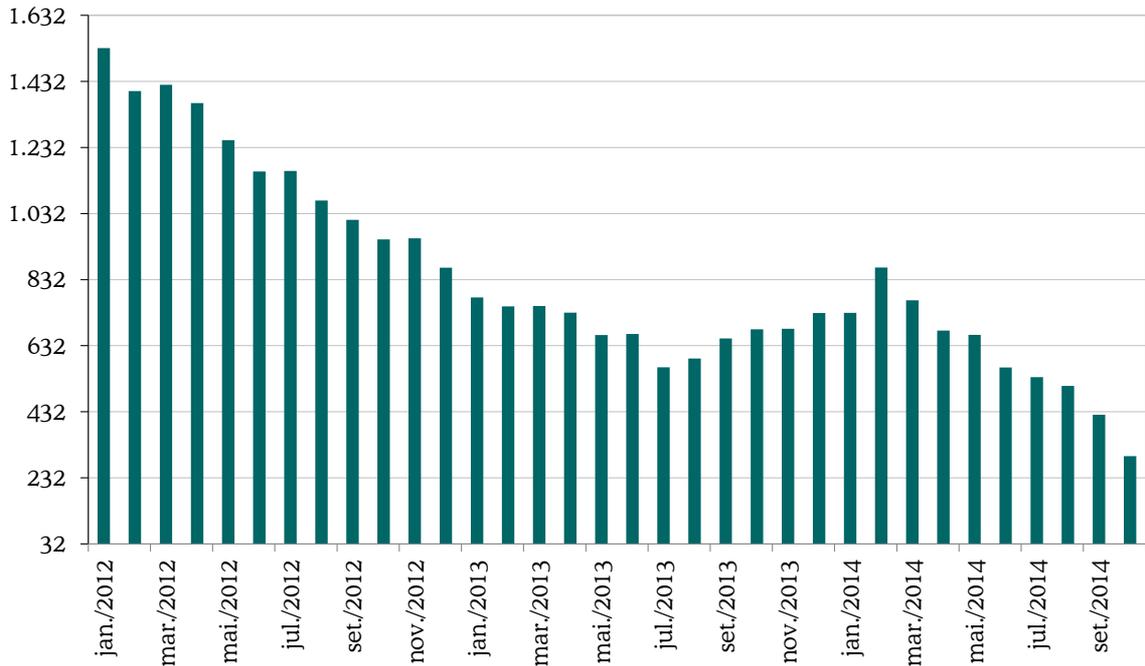


Fonte: PME/IBGE.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

### **EMPREGO FORMAL**

Em outubro, segundo o CAGED/MTE,, o mercado formal brasileiro eliminou 30,3 mil postos de trabalho, atingindo o pior resultado para este mês desde 1998. Com a incorporação deste dado, o saldo de novos empregos gerados no país nos últimos doze meses retroagiu pelo oitavo mês consecutivo, atingindo o patamar de 297,9 mil (gráfico 2.5). Este saldo ficou, inclusive, abaixo do observado em setembro de 2009 (208,0 mil), momento no qual a economia brasileira sofria com os fortes efeitos da crise financeira internacional.

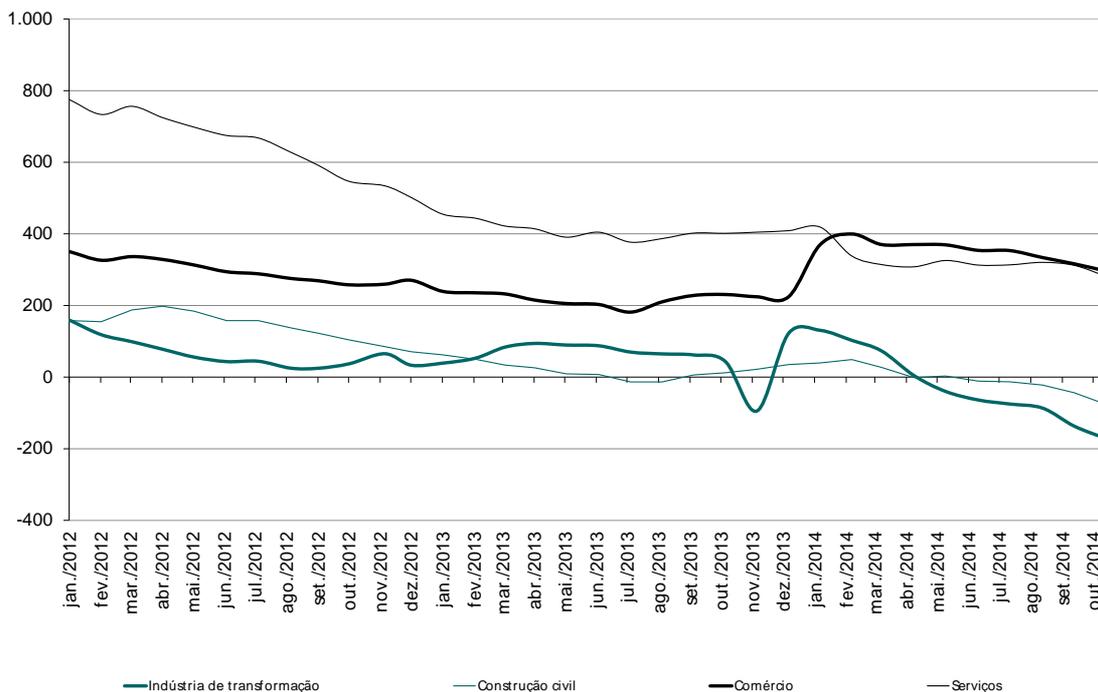
**GRÁFICO 2.5**  
**CAGED (2012-2014)**  
(Saldos acumulados em doze meses, em 1 mil unidades)



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

Na análise desagregada, os dados do CAGED revelam que até mesmo os setores mais dinâmicos da economia, como o comércio e os serviços, vêm reduzindo o ritmo de criação de novas vagas no mercado formal. Em outubro, o comércio gerou apenas 32,8 mil vagas, ficando bem abaixo do observado no mesmo mês do ano anterior (52,8 mil). No caso dos serviços, esta queda é ainda mais acentuada (2,4 mil em outubro de 2014 em relação a 32,1 mil em outubro de 2013). A indústria de transformação e a construção civil, por sua vez, vêm paulatinamente destruindo cada vez mais empregos com carteira assinada, de modo que, no acumulado em doze meses até outubro, o saldo líquido de contratações nestes dois setores foi de -170,2 mil e -74,9 mil, respectivamente (gráfico 2.6).

GRÁFICO 2.6  
**CAGED, por setor (2012-2014)**  
(Saldos acumulados em doze meses, em 1 mil unidades)



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

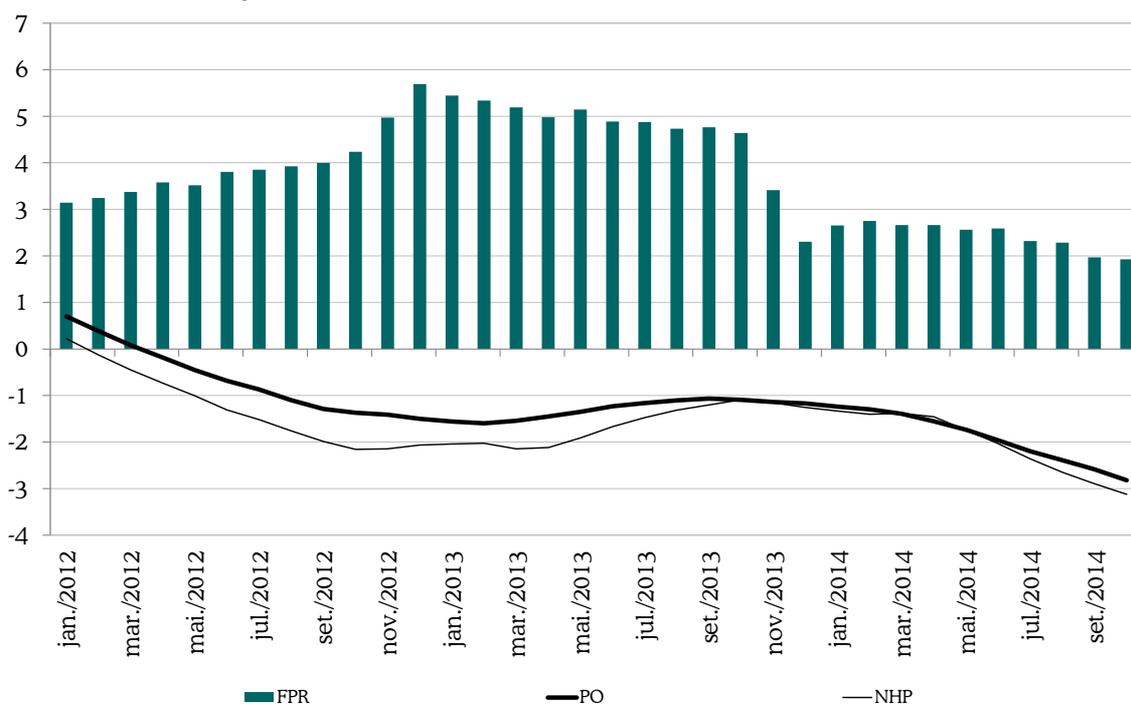
## EMPREGO INDUSTRIAL

Assim como mostrado pelo CAGED e pela PME, os dados de eliminação de empregos no setor industrial são corroborados pela Pimes. Em consonância com o mau desempenho da atividade industrial, a PO na indústria de transformação recuou 4,4% em outubro, na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Com esta nova queda, o emprego industrial acumulou nos últimos doze meses uma retração de 2,8%, atingindo o pior desempenho desde abril de 2010. Dos dezessete setores que compõem a pesquisa, apenas quatro (alimentos e bebidas; produtos químicos; borracha e plástico; e minerais não metálicos) apresentam uma variação positiva da PO no período de novembro/2013 a outubro/2014, ainda que em trajetórias declinantes. Na outra ponta, os setores com maiores quedas de emprego nos últimos doze meses foram: calçados e couros (-1,7%); coque e refino de petróleo (-7,4%); produtos metálicos (-7,0%); e máquinas e equipamentos elétricos e eletrônicos (-7,0%). Seguindo o mesmo ritmo da ocupação, o número de horas pagas na produção também recuou em outubro, em todas as bases de comparação. No acumulado em doze meses, as horas pagas na indústria de transformação apresentaram pelo 33<sup>o</sup> mês consecutivo variação negativa, com taxa de -3,2%.

Essa desaceleração da atividade industrial, em curso há pelo menos três anos, vem impactando de maneira mais lenta o comportamento do emprego e da renda no

setor. De fato, em um primeiro momento a variável de ajuste utilizada foi o número de horas pagas (NHP) e, posteriormente, à medida que a produção continuava sem responder aos estímulos oferecidos, a PO começou a recuar. No entanto, os salários ainda apresentaram um ritmo de crescimento considerável ao longo de 2012 e 2013. Apenas nos meses mais recentes, os rendimentos dos trabalhadores começaram a emitir sinais de arrefecimento mais intensos. Após iniciar o ano com uma variação acumulada em doze meses de 2,7%, a folha de pagamento real (FPR) por trabalhador desacelerou para 1,9% em outubro, nesta mesma base de comparação, atingindo o seu pior resultado desde agosto de 2010. Na desagregação por setores, nota-se que, nos últimos doze meses encerrados em outubro, enquanto alguns segmentos ainda mostravam uma FPR crescendo a uma taxa expressiva – refino de petróleo (6,6%) e fumo (5,6%) –, outros já apresentavam variação negativa no período – madeira (-2,7%) e produtos químicos (-0,4%) (gráfico 2.7).

**GRÁFICO 2.7**  
**Emprego industrial**  
(Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



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

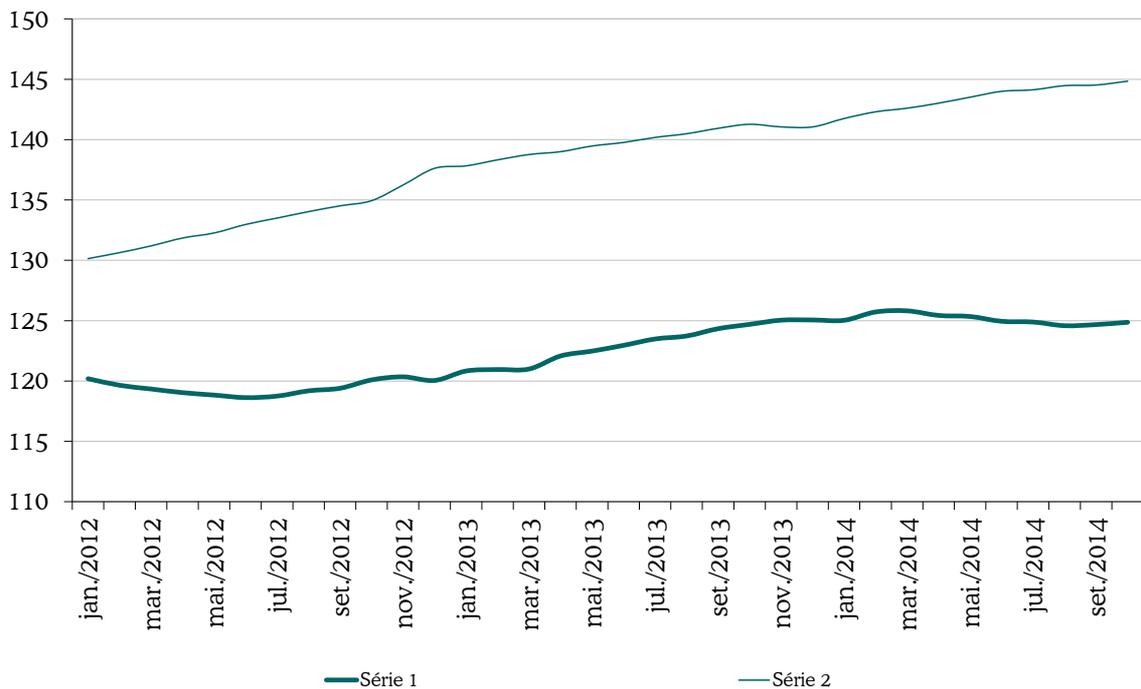
## PRODUTIVIDADE

Apesar da retração no ritmo de crescimento dos rendimentos reais em todos os segmentos da economia, o diferencial entre o custo do trabalho e os ganhos de produtividade ainda se mantém em patamar elevado. Na indústria, este descolamento acentuado entre o custo da mão de obra e a produtividade tende a comprimir as margens de lucro, gerando um desestímulo a novos investimentos (gráfico 2.8).

GRÁFICO 2.8

**Produtividade e custo da hora trabalhada: indústria de transformação (2012-2014)**

(Índice 2003 = 100, médias móveis de doze meses)



Fonte: Pimes/IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

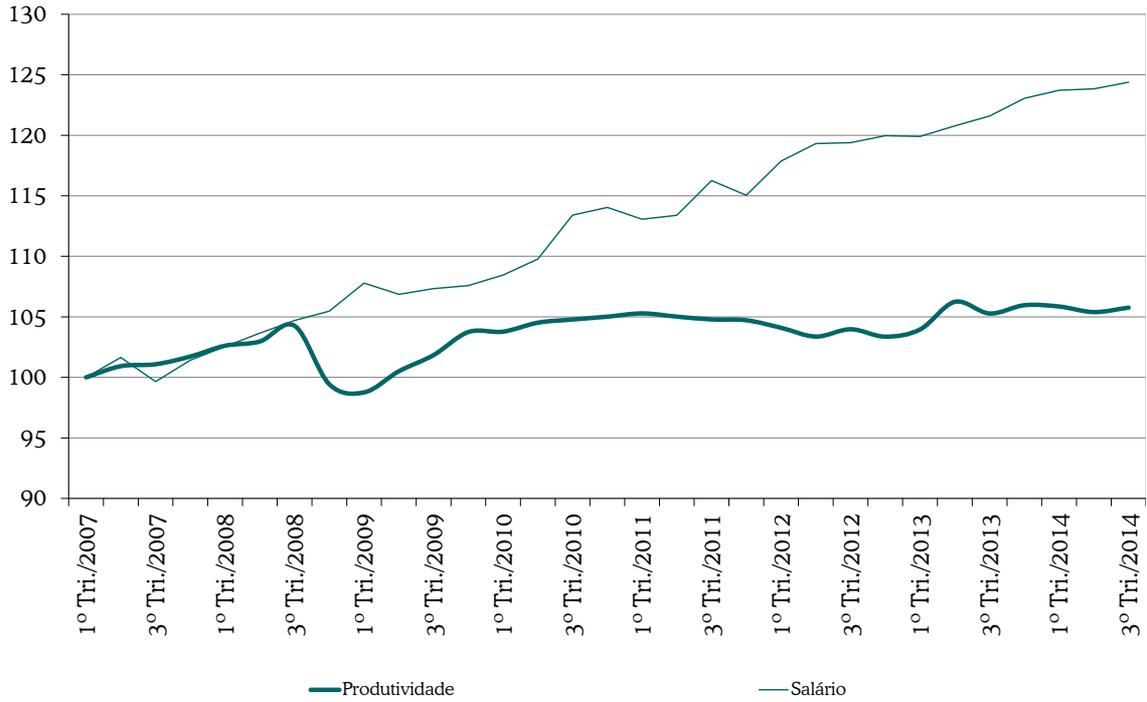
Para os demais setores da economia, foram utilizados os dados de valor agregado disponíveis no Sistema de Contas Nacionais (SCN) e a ocupação da PME para inferir o comportamento da produtividade. De forma similar, os rendimentos reais (também retirados da PME) foram usados como uma medida de aproximação para o custo do trabalho. De maneira geral os gráficos 2.9 A, B, C e D) refletem que todos os setores registram ganhos de produtividade em velocidade inferior aos apresentados pelos rendimentos reais. Este descompasso entre a produtividade e os salários, principalmente em segmentos intensivos em mão de obra, ajuda a explicar, pelo menos em parte, a forte alta da inflação ao consumidor nestes setores.

GRÁFICO 2.9

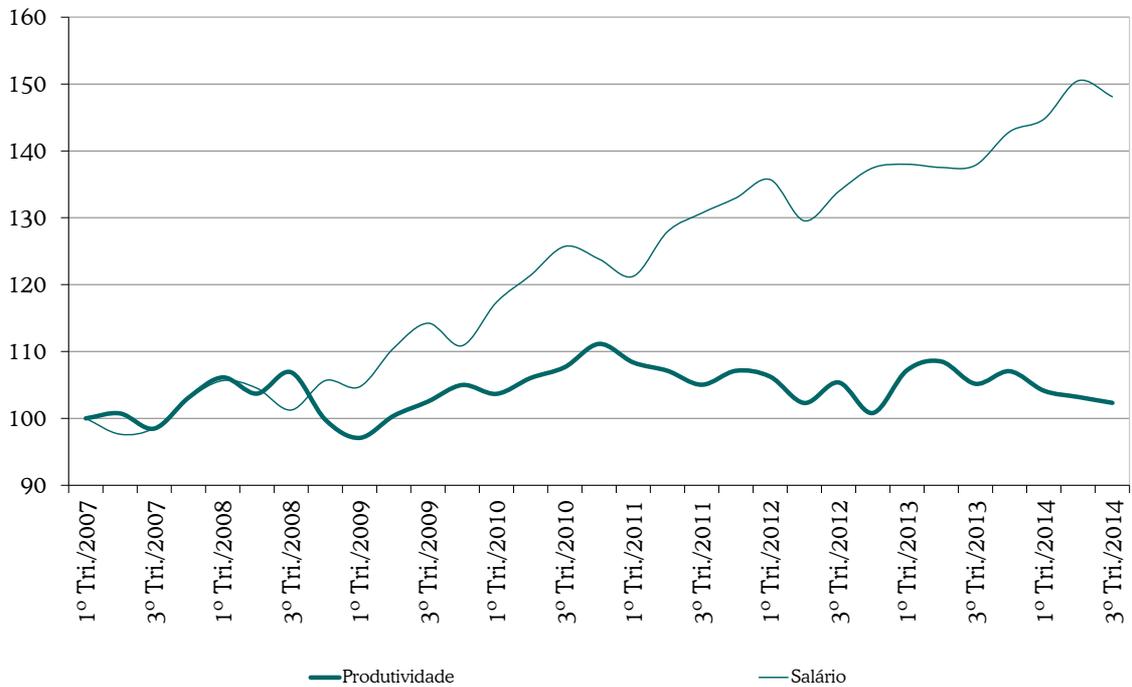
**Produtividade total, da construção civil, do comércio e dos serviços (2007-2014)**

(Índice-base 1º tri./2007 = 100)

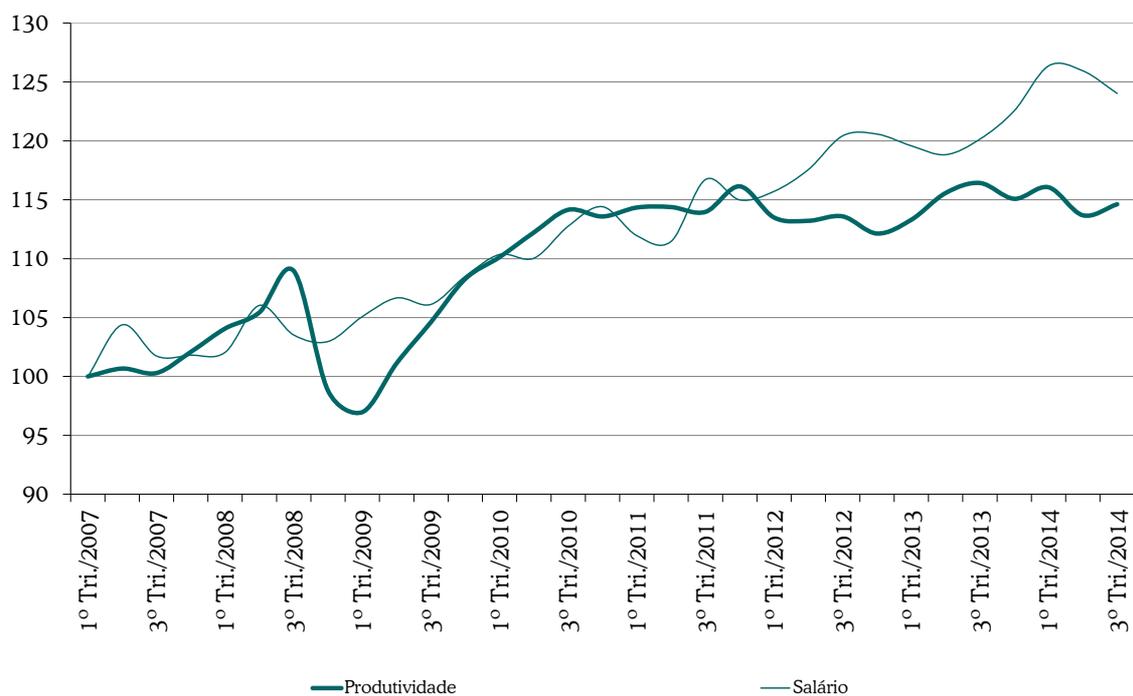
2.9A – Total



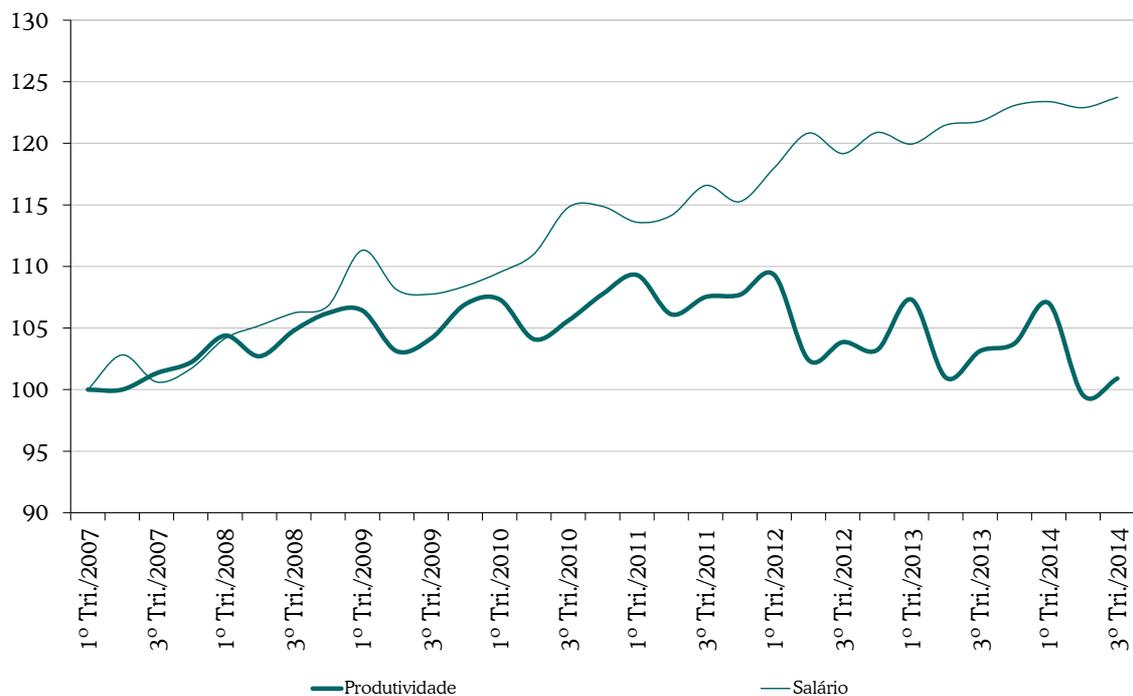
2.9B – Construção civil



### 2.9C – Comércio



### 2.9D – Serviços totais



Fonte: SCN e PME/IBGE.  
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

## **PERSPECTIVAS**

A expectativa para os próximos meses é de manutenção deste quadro de arrefecimento no mercado de trabalho, ainda que regionalmente haja alguns movimentos contrários. A perspectiva de que a economia brasileira ainda apresentará, em 2015, uma expansão modesta indica um baixo dinamismo da ocupação. No entanto, esta poderá ser compensada pela contínua retração da PEA, que conjunturalmente se retrai em períodos de crescimento econômico baixo por conta do desalento. No que diz respeito aos rendimentos, no entanto, estes ainda devem mostrar aceleração em 2015, dada sobretudo pelo reajuste de 8,8% no SM, gerando a manutenção de uma trajetória de alta da massa salarial real.

# 3 INFLAÇÃO

## SUMÁRIO

Após registrar uma taxa de inflação acumulada em doze meses de 6,75% em setembro, atingindo o maior patamar desta série desde outubro de 2011, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) vem desacelerando lentamente, de modo que em novembro esta taxa foi de 6,56%. Apesar deste recuo, a inflação ainda mantém-se em patamar pouco confortável e precisa apresentar uma taxa máxima de 0,86% em dezembro para encerrar o ano dentro do limite superior da banda inflacionária (6,5%).

A desaceleração do IPCA nos meses de outubro e novembro foi proveniente da melhora no comportamento dos preços livres, compensando a aceleração recente dos preços administrados. Em 2013, beneficiando-se da expressiva queda dos preços da energia e da revogação dos reajustes das tarifas de transporte público, os preços administrados apresentaram alta de apenas 1,5%. No entanto, à medida que estes preços represados foram sendo recompostos, a inflação dos itens administrados acelerou e deve encerrar o ano de 2014 próxima a 5,5%.

Em que pese esta apreciação iniciada em 2014, ainda não se esgotaram todas as recomposições tarifárias necessárias para corrigir os preços administrados. Dessa forma, este grupo de itens deve manter uma trajetória de alta, pressionando a inflação ao longo de 2015. Assim como os preços administrados, os efeitos da apreciação cambial, ainda pouco presentes no IPCA, podem constituir-se em um foco extra de pressão sobre a inflação no próximo ano. Por sua vez, o baixo crescimento da atividade econômica, previsto para 2015, conjugado a um cenário de políticas monetária e fiscal restritivas, deve gerar uma desaceleração da demanda doméstica e um enfraquecimento do mercado de trabalho, proporcionando um maior alívio sobre os índices de preços. Esta contribuição à queda da inflação proveniente da perda de dinamismo do mercado de trabalho, porém, deverá ser limitada pelo reajuste de 8,8% do salário mínimo (SM) contratado para 2015, que provavelmente impedirá uma desaceleração maior de alguns preços na economia, sobretudo os relacionados aos serviços.

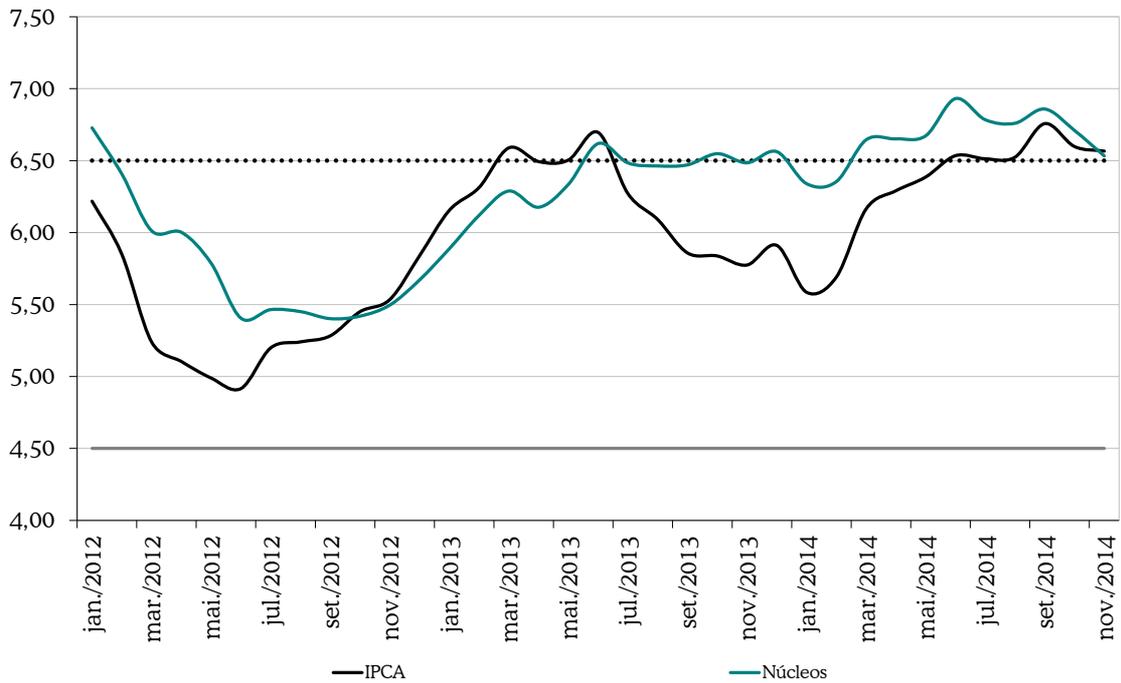
## PREÇOS AO CONSUMIDOR

Em novembro, o IPCA registrou taxa de variação de 0,51%, acelerando em relação ao observado no mês anterior (0,42%). Com este resultado, a inflação aponta alta de 5,6% no acumulado do ano, definindo, para dezembro, uma taxa de variação máxima de 0,86% para que o limite superior de 6,5% da banda inflacionária possa ser respeitado. Em novembro, em que pese a aceleração do índice mensal, a curva de inflação acumulada em doze meses recuou pela segunda vez consecutiva, passando de 6,75% em setembro para 6,59% em outubro e 6,56% em novembro (gráfico 3.1). Assim como aconteceu com o IPCA cheio, as medidas de núcleo da inflação também desaceleraram no último bimestre, de maneira ainda mais intensa. Na média, após apresentarem alta em doze meses de 6,86% em setembro, os núcleos recuaram para 6,71% e 6,53% em outubro e novembro, respectivamente.

GRÁFICO 3.1

**IPCA: índice e núcleos (janeiro/2012-novembro/2014)**

(Variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Banco Central do Brasil (BCB).  
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na decomposição do IPCA de novembro (tabela 3.1), verifica-se que as maiores contribuições ao índice vieram dos grupos alimentação (0,77%) e habitação (0,69%). No caso dos alimentos, esta variação refletiu o aumento dos preços dos alimentos *in natura*, como carnes (3,60%), tubérculos (11,50%), hortaliças (2,70%) e frutas (2,60%), cujas altas anularam os efeitos benéficos sobre o IPCA da deflação de cereais (-0,51%), farinhas (-0,99%) e açúcar (-0,60%). No que diz respeito ao grupo habitação, a taxa de inflação apresentada foi decorrente, em grande parte, dos reajustes das tarifas de energia elétrica no Rio de Janeiro (8,8%), em Fortaleza (10,2%) e em Salvador (7,0%). Por fim, o aumento de 2,00% no preço da gasolina, em novembro, não gerou aceleração do grupo transportes, pois foi compensada pela deflação das tarifas aéreas (-2,10%), dos automóveis novos (-0,27%) e dos usados (-1,70%).

TABELA 3.1  
**IPCA: total e grupos**  
 (Em %)

	2013	Set./2014	Out./2014	Nov./2014	Acumulado em doze meses
Índice geral	5,91	0,57	0,42	0,51	6,56
Alimentação e bebidas	8,48	0,78	0,46	0,77	7,83
Habitação	3,41	0,77	0,68	0,69	8,81
Artigos de residência	7,12	0,34	0,19	-0,04	6,44
Vestuário	5,37	0,57	0,62	0,39	3,60
Transportes	3,30	0,63	0,39	0,43	4,24
Saúde e cuidados pessoais	6,95	0,33	0,39	0,42	6,91
Despesas pessoais	8,40	0,39	0,36	0,48	8,63
Educação	7,92	0,18	0,11	0,21	8,43
Comunicação	1,51	0,13	-0,05	0,08	-0,78

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

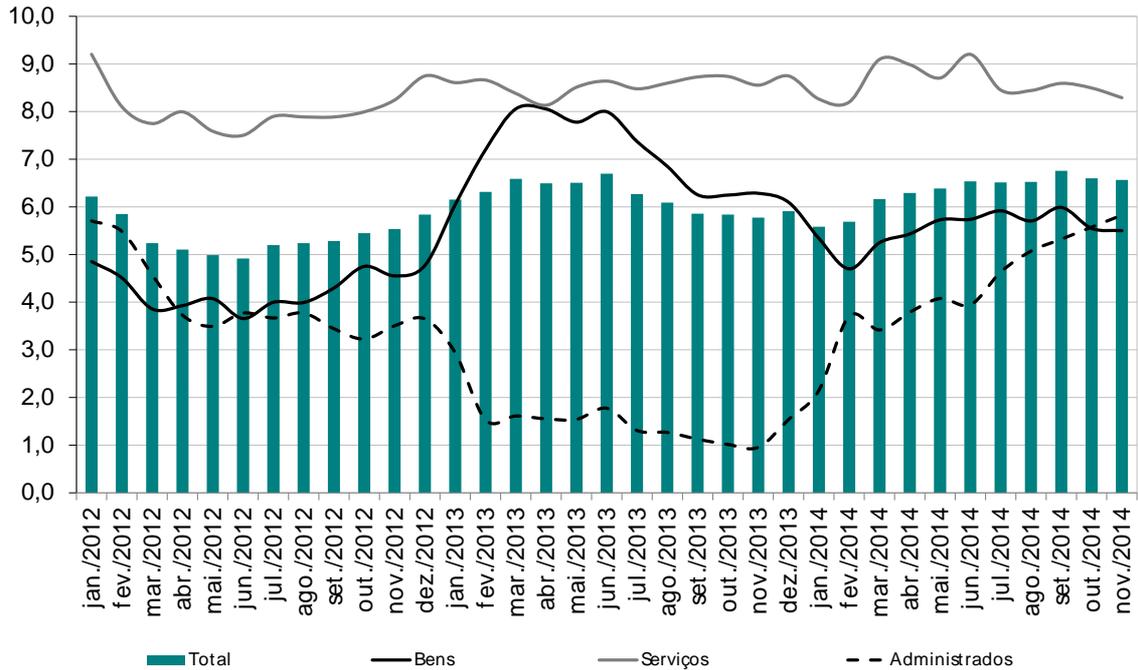
Partindo para a análise do índice por categorias, verifica-se que o aumento da inflação em 2014 relativamente ao ano anterior deve-se, sobretudo, à trajetória de alta dos preços administrados. Em 2013, ao apresentar uma taxa de variação acumulada de 1,5%, este conjunto de preços foi o grande responsável por manter o IPCA dentro do limite superior da banda inflacionária. Entretanto, a expressiva redução tarifária da energia elétrica e o represamento de diversos reajustes ao longo de 2013 geraram um passivo inflacionário que não só pressionou o IPCA em 2014, como também irá impactar o índice em 2015. Para o próximo ano, a expectativa é de uma aceleração ainda maior dos preços administrados, dado que já estão contratados os reajustes no preço da energia, para compensar os aportes do Tesouro à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE). Além disso, espera-se que os empréstimos recebidos pela Câmara de Comercialização da Energia Elétrica (CCEE), utilizados para o financiamento do aumento dos custos de geração, também produzam o mesmo efeito. Adicionalmente, ainda será necessário corrigir uma série de tarifas de transporte público em diversas capitais do país.

Pelo menos em parte, essa alta dos preços administrados vem sendo compensada por um crescimento mais ameno dos preços livres, cuja variação acumulada em doze meses recuou de 7,3% em dezembro de 2013 para 6,8% em novembro de 2014, refletindo um recuo tanto dos bens quanto dos serviços livres (gráfico 3.2).

GRÁFICO 3.2

**IPCA: total e categorias (janeiro/2012-novembro/2014)**

(Taxa de variação em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.

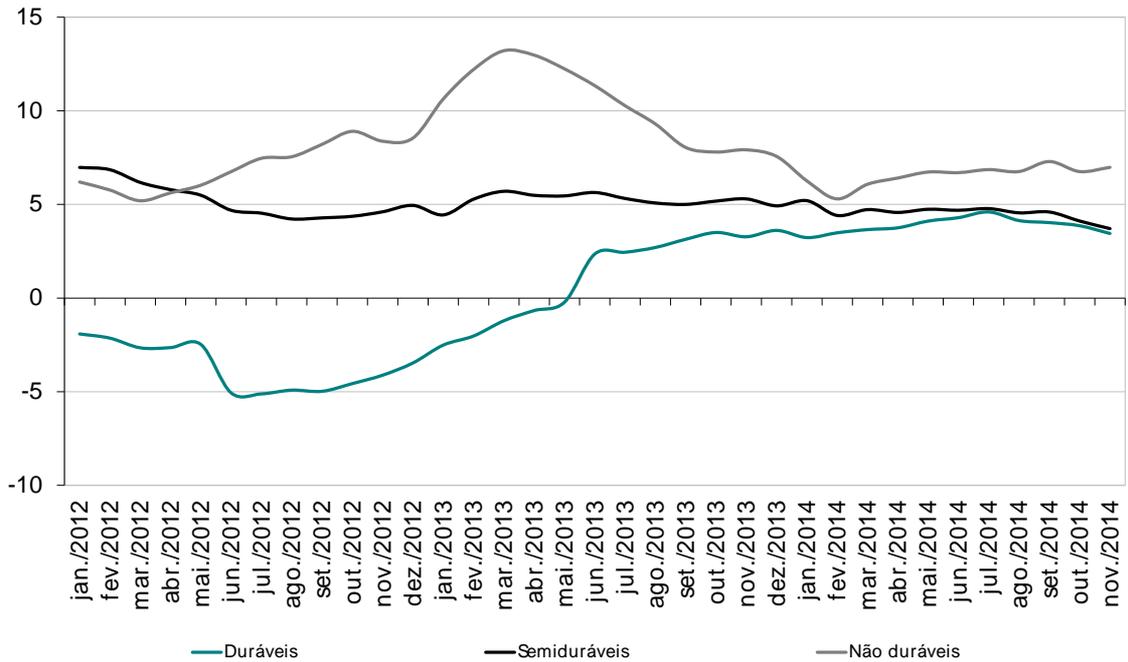
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na análise da dinâmica dos bens livres, nota-se que houve recuo nos três grupos que os compõem (gráfico 3.3), repercutindo tanto uma desaceleração da demanda doméstica quanto um comportamento mais favorável dos alimentos ao longo do ano. Após encerrar o ano de 2013 com uma alta acumulada em doze meses de 7,7%, a inflação dos alimentos no domicílio recuou gradativamente, de modo que, em novembro, mantendo-se a mesma base de comparação, esta alta foi de 6,9%. Dentro do segmento de bens semiduráveis, o destaque ficou por conta dos itens de vestuário, com queda de 2,0 pontos percentuais (p.p.) no acumulado em doze meses entre dezembro de 2013 e novembro de 2014. Por fim, a desagregação dos bens de consumo revela que, mesmo com o aumento dos preços dos automóveis novos devido à recomposição do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), a desaceleração ao longo do ano em itens importantes como mobiliário e equipamentos de informática garante o recuo da inflação deste segmento.

GRÁFICO 3.3

**IPCA: bens livres (janeiro/2012-novembro/2014)**

(Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

No caso dos serviços livres, ressalta-se que, após registrarem uma taxa de inflação acumulada em doze meses de 9,2% em junho – impactada pela realização da Copa do Mundo, que elevou fortemente as passagens aéreas e as diárias de hotéis –, essa variação desacelerou para 8,3% em novembro. Apesar de ainda se manterem em patamar pouco confortável, esta recente queda da inflação de serviços parece indicar que os efeitos da política monetária restritiva, aliados ao arrefecimento do mercado de trabalho, que já afetavam a demanda por bens, começaram a se fazer presentes no setor de serviços. A tabela 3.2 evidencia que apenas a inflação dos serviços de educação apresenta estabilidade ao longo do ano, enquanto todas as demais mostram desaceleração.

TABELA 3.2

**IPCA: serviços desagregados (dezembro/2013-novembro/2014)**

(Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)

	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Alimentação	Total
Dez./2013	10,4	6,8	9,3	8,5	8,4	3,6	10,1	<b>8,7</b>
Jan./2014	9,9	1,9	9,4	9,0	8,5	3,6	9,7	<b>8,2</b>
Fev./2014	9,3	0,3	8,6	9,3	9,0	3,9	9,9	<b>8,2</b>
Mar./2014	9,6	8,1	8,8	9,7	8,9	3,7	10,1	<b>9,1</b>
Abr./2014	9,5	8,9	8,8	9,2	8,9	3,7	10,0	<b>9,0</b>
Mai./2014	9,3	5,8	8,5	9,4	8,9	3,2	10,1	<b>8,7</b>
Jun./2014	9,2	8,3	8,8	10,8	8,9	2,8	10,1	<b>9,2</b>
Jul./2014	9,4	2,8	8,7	9,3	8,9	2,6	10,2	<b>8,4</b>
Ago./2014	9,3	4,0	8,0	7,8	8,5	2,5	9,8	<b>8,4</b>
Set./2014	9,3	3,7	7,7	8,0	8,5	3,4	10,0	<b>8,6</b>
Out./2014	9,1	5,2	7,3	7,9	8,5	3,3	9,5	<b>8,5</b>
Nov./2014	9,2	4,5	7,7	7,9	8,5	2,7	9,0	<b>8,3</b>

Fonte: IBGE.

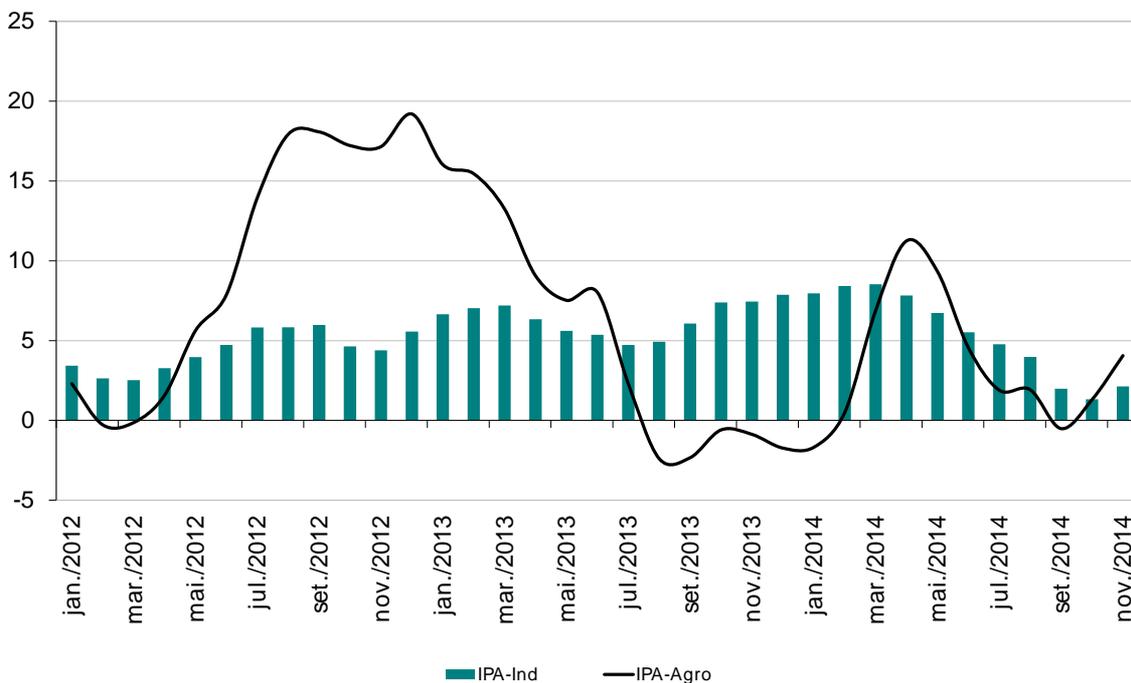
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

**PREÇOS AO PRODUTOR**

Em que pese a aceleração na margem, a trajetória do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) em 2014, divulgado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), vem se mostrando bastante favorável (gráfico 3.4). Após iniciarem o segundo trimestre do ano com uma inflação acumulada em doze meses de 11,3%, os preços agrícolas (IPA-Agro) apresentaram, em novembro, alta de apenas 2,1%. Esta melhora significativa reflete a boa safra de cereais e grãos, além da melhora no comportamento dos preços das aves e do leite *in natura*. Por sua vez, o menor crescimento dos preços industriais (IPA-Ind) vem sendo propiciado pela forte desaceleração das matérias-primas – como minério de ferro e, mais recentemente, petróleo – sem demonstrar ainda impactos da recente desvalorização do câmbio.

De modo similar aos dados da FGV, o Índice de Preços ao Produtor (IPP), divulgado pelo IBGE, também revela um forte arrefecimento dos preços industriais no atacado. Em janeiro de 2014, os preços na indústria de transformação medidos pelo IPP apontavam uma alta em doze meses de 7,3%, que recuou progressivamente até atingir 4,3% em outubro. De fato, dos 23 setores industriais pesquisados, dezenove apresentaram, neste mesmo mês, variações acumuladas em doze meses acima das verificadas em janeiro.

GRÁFICO 3.4  
**IPA/FGV (janeiro/2012-novembro/2014)**  
 (Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



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

## PERSPECTIVAS

Com o ano praticamente no fim, a alta de 6,57% do IPCA acumulado em doze meses até novembro indica que a inflação brasileira irá encerrar 2014 com uma variação superior à observada em 2013 (5,9%) e bem próxima do teto da meta inflacionária. Não obstante a melhora no comportamento dos preços livres, principalmente no segundo semestre, a aceleração dos preços administrados, impactados pelos reajustes de energia, combustíveis e transporte público, foi a principal responsável pelo incremento da inflação ao longo do ano.

Para 2015, a expectativa é de um cenário de inflação muito parecido com o observado este ano. Mais uma vez, o foco de pressão inflacionária deve residir no conjunto de preços administrados, repercutindo uma nova rodada de reajustes das tarifas públicas. No entanto, há indícios de que os preços livres podem continuar dando algum alívio sobre a inflação durante o próximo ano. De fato, as previsões para o comportamento dos alimentos mostram que não há, por enquanto, qualquer indício de problemas de safra, ainda que os efeitos da depreciação da taxa de câmbio possam se fazer presentes com mais intensidade em 2015. Adicionalmente, mesmo com o aumento de 8,8% do SM, a continuidade do processo de arrefecimento do mercado de trabalho deve gerar uma desaceleração dos rendimentos, a qual, aliada à intensificação dos ajustes monetário e fiscal, tenderá a proporcionar uma desaceleração da demanda doméstica por bens e serviços.



# 4 SETOR EXTERNO

## SUMÁRIO

A situação das contas externas brasileiras inspira cuidados em vista de um *deficit* em transações correntes que permanece em nível relativamente elevado – 3,7% do produto interno bruto (PIB) nos doze meses encerrados em outubro – e da ausência de melhora na balança comercial. As entradas de capital, porém, cresceram ao longo do ano, garantindo, com folga, o financiamento do *deficit*. Os investimentos diretos estrangeiros (IDEs) permaneceram em um patamar da ordem de US\$ 66 bilhões nesse período e houve importante recuperação dos fluxos líquidos de empréstimos e títulos de longo prazo, que somaram US\$ 21,2 bilhões, além do crescimento dos investimentos estrangeiros em carteira (US\$ 41,2 bilhões).

A taxa de câmbio, contudo, sofreu desvalorização significativa desde o início de setembro, passando de pouco mais de R\$ 2,25/US\$ para cerca de R\$ 2,60/US\$ (variação de 15,5%) e interrompendo período relativamente longo de estabilidade – durante cinco meses a taxa oscilou no intervalo de R\$ 2,20 a R\$ 2,30. Tal movimento não parece resultar de uma eventual escassez de moeda estrangeira, mas, sim, de outros fatores conjunturais relevantes para a formação da taxa. Citam-se como exemplos o aumento das incertezas associadas ao processo eleitoral, a queda adicional dos preços das *commodities*, o movimento global de valorização do dólar e o aumento da aversão ao risco associado a países emergentes.

Os fluxos de comércio mostram uma dinâmica pouco animadora. Os números da balança comercial apresentam um saldo acumulado até novembro deficitário em US\$ 4,2 bilhões, o pior resultado desde 1998. As exportações permanecem com baixo dinamismo (o *quantum* teve crescimento zero no acumulado do período janeiro-outubro), especialmente nos bens manufaturados, que este ano ainda vêm sendo prejudicados pela menor exportação de plataformas de petróleo. Na verdade, poucos produtos apresentam desempenho positivo no ano, com destaque para petróleo, soja, carnes, café, produtos de ferro e aço.

A queda do saldo comercial vem sendo contida pelo fraco desempenho das importações, cujo *quantum* acumula queda de 2,7% até outubro. Inicialmente, a retração das compras externas concentrava-se nos bens de capital e nos bens de consumo duráveis, em reação à queda da formação bruta de capital fixo (FBCF) da economia (que já se iniciara no ano passado) e à desaceleração do consumo das famílias. As compras de combustíveis também perderam fôlego, após uma alta extraordinária em 2013. Mais recentemente, também o crescimento das importações de bens intermediários entrou em terreno negativo, reagindo, ainda que tardiamente, à retração da produção industrial doméstica. O crescimento mais lento das remessas de lucros e dividendos ao exterior das importações de serviços também vem colaborando para suavizar a pressão sobre as transações correntes do balanço de pagamentos, mas não o suficiente para evitar o gradual aumento do *deficit*.

## BALANÇO DE PAGAMENTOS

O saldo em transações correntes do balanço de pagamentos foi negativo em US\$ 70,7 bilhões no período janeiro-outubro de 2014, valor equivalente a 3,7% do PIB e que apresentou aumento de 4,9% em relação ao mesmo período do ano passado (tabela 4.1). Os números foram especialmente negativos nos meses de setembro e outubro, com *deficit* médio, em termos dessazonalizados, de US\$ 8,7 bilhões, em contraste com os valores da ordem de US\$ 6 bilhões a US\$ 7 bilhões mensais verificados até agosto. Em compensação, o saldo líquido da conta capital e financeira também se elevou no

bimestre, para um valor médio de mais de US\$ 10 bilhões em termos dessazonalizados. No acumulado até outubro, essa conta foi superavitária em US\$ 86,6 bilhões, com expressivo crescimento de 36,6% ante o observado nos primeiros dez meses de 2013. O resultado líquido do balanço foi positivo em US\$ 20,3 bilhões.

TABELA 4.1  
Balanço de pagamentos (janeiro-outubro)

Contas	Janeiro-outubro			Variação (%)
	2012	2013	2014	2014-2013
<b>Resultado global</b>	<b>23.431</b>	<b>(2.171)</b>	<b>20.255</b>	<b>(1.032,8)</b>
<b>Transações correntes</b>	<b>(39.580)</b>	<b>(67.378)</b>	<b>(70.697)</b>	<b>4,9</b>
Balança comercial	17.345	(1.990)	(1.873)	(5,9)
Serviços	(33.464)	(39.429)	(39.957)	1,3
Rendas	(25.897)	(28.815)	(30.326)	5,2
Transferências unilaterais	2.436	2.855	1.458	(48,9)
<b>Conta capital e financeira</b>	<b>60.479</b>	<b>63.389</b>	<b>86.574</b>	<b>36,6</b>
IDE	55.327	49.186	51.194	4,1
Investimentos estrangeiros em carteira	7.625	37.800	41.489	9,8
Empréstimos e títulos de médio e longo prazo (líquido)	11.617	(3.962)	17.754	-
Investimentos brasileiros no exterior	(22.113)	(38.128)	(51.067)	33,9
Outros capitais	8.022	18.492	27.204	47,1
<b>Erros e omissões</b>	<b>2.532</b>	<b>1.818</b>	<b>4.378</b>	<b>140,8</b>
<b>Variação de reservas</b>	<b>23.431</b>	<b>(2.171)</b>	<b>20.255</b>	<b>-</b>

Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).  
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

No acumulado de doze meses até outubro, o *deficit* em transações correntes acumulou o recorde histórico de US\$ 84,4 bilhões, equivalentes a 3,7% do PIB, porcentagem mais elevada desde 2001. No entanto, o resultado geral do balanço de pagamentos foi ainda bastante positivo, em virtude do crescimento concomitante das entradas líquidas de capital, que alcançaram US\$ 97,4 bilhões – US\$ 24,5 bilhões a mais do que nos doze meses encerrados em outubro de 2013.

O aumento do *deficit* em transações correntes foi causado basicamente pelo aumento de 5,2% do *deficit* de rendas e pela redução, quase à metade, das entradas líquidas de recursos na forma de transferências unilaterais. Houve ainda pequeno aumento do *deficit* dos serviços (1,3%) e ligeira redução do *deficit* da balança comercial – cujo saldo até outubro foi negativo em US\$ 1,9 bilhão. Nos fluxos de capital, o desempenho em 2014 tem sido mais favorável em todas as principais rubricas quando comparado ao ano passado, mas o grande destaque são os empréstimos e títulos de médio e longo prazos, cuja entrada de US\$ 17,8 bilhões no ano, já líquida de amortizações, contrasta com o saldo negativo registrado em janeiro-outubro de 2013. Os

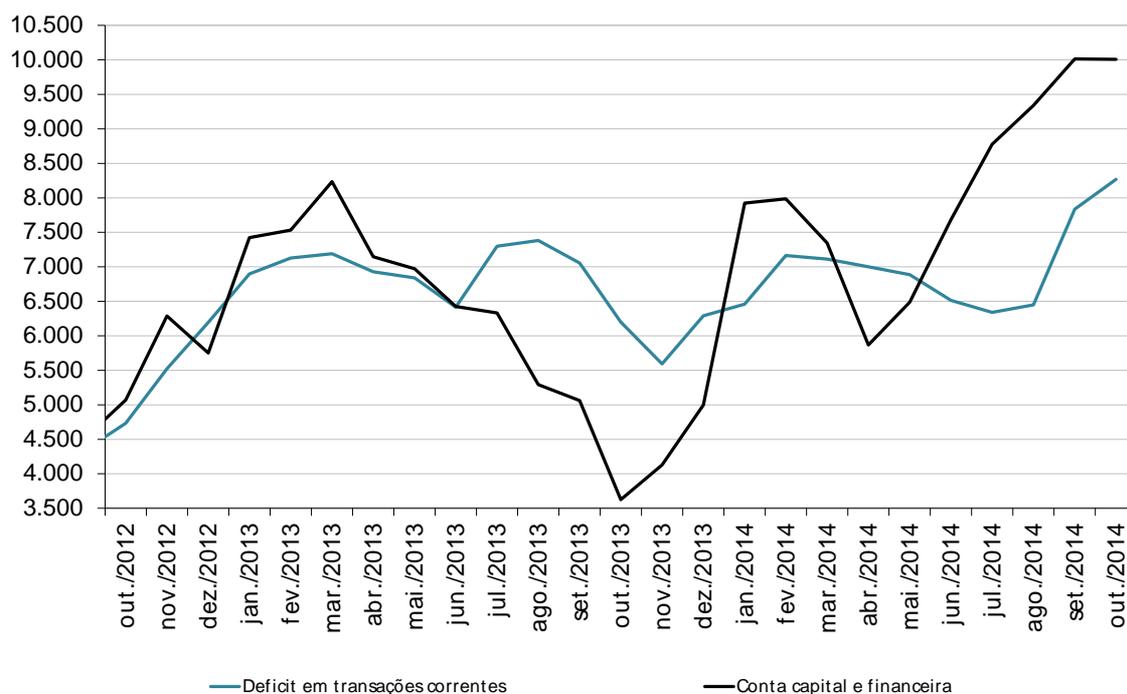
IDEs tiveram crescimento de 4,1% na mesma comparação, e os investimentos em carteira, de 9,8%. Vale destacar, contudo, o forte crescimento dos investimentos brasileiros no exterior (33,9%), cujo montante foi praticamente igual à entrada de IDEs.

O gráfico 4.1, que apresenta as séries dessazonalizadas do *deficit* em transações correntes e do saldo da conta capital e financeira (em médias móveis de três meses), evidencia a melhoria do desempenho dos fluxos de capital de abril para cá, cujos saldos mensais alcançaram, nos últimos meses, o patamar de US\$ 10 bilhões, após terem se reduzido para US\$ 4 bilhões a US\$ 5 bilhões no final do ano passado. O *deficit* em transações correntes, que se mantinha razoavelmente estável no patamar de US\$ 6 bilhões a US\$ 7 bilhões desde o final de 2012, saltou para mais de US\$ 8 bilhões recentemente.

GRÁFICO 4.1

**Balço de pagamentos: transações correntes e conta capital e financeira (out./2012-out./2014)**

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses, em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

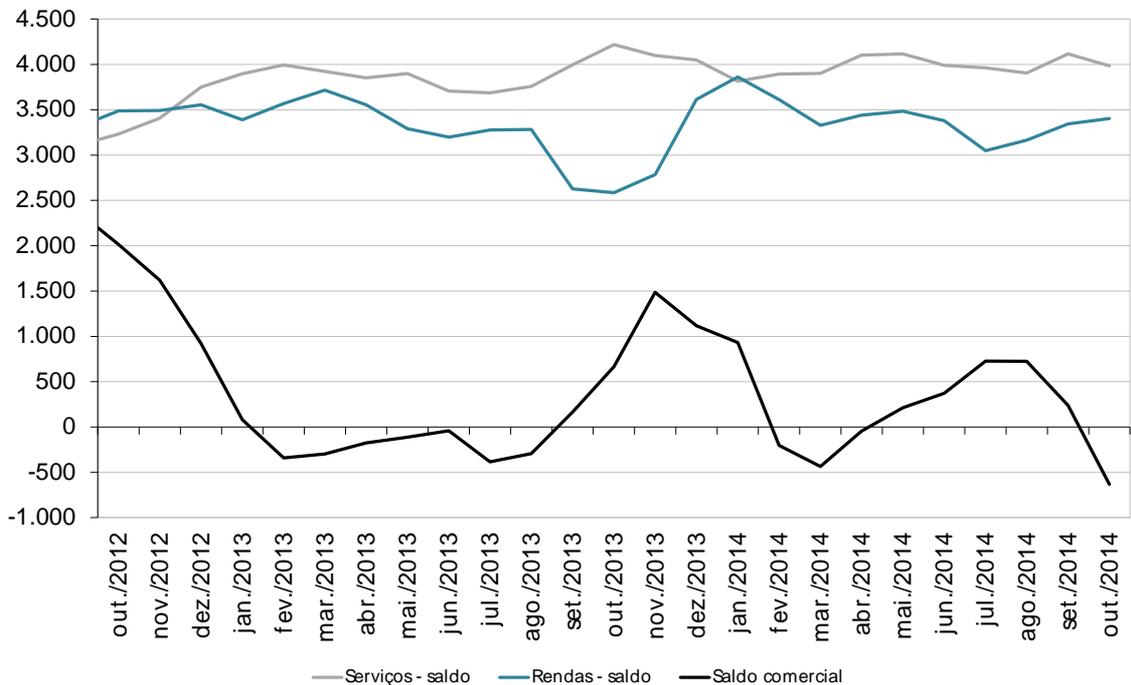
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O gráfico 4.2 deixa claro que o crescimento recente do *deficit* está ligado diretamente ao desempenho da balança comercial, que retornou a terreno negativo, em virtude dos maus resultados ocorridos especialmente em setembro e outubro (*deficit* médio da ordem de US\$ 1 bilhão). O *deficit* de serviços permanece oscilando em torno de US\$ 4 bilhões mensais, e o de rendas, ainda que tenha subido para US\$ 3,5 bilhões, mantém-se em um patamar não muito diferente do que se observa há cerca de dois anos.

GRÁFICO 4.2

**Saldo comercial e deficit de serviços e de rendas (out./2012-out./2014)**

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses, em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

## CÂMBIO

O desempenho favorável dos fluxos de capital e a continuidade do programa de *swaps* cambiais por parte do BCB não impediram que a taxa de câmbio sofresse desvalorização significativa nos últimos meses. Entre o início de setembro e o início de dezembro, a cotação passou de pouco mais de R\$ 2,25/US\$ para cerca de R\$ 2,60/US\$, com variação de 15,5%. Esse movimento interrompeu um período relativamente longo de estabilidade – durante cinco meses a taxa oscilou no intervalo de R\$ 2,20 a R\$ 2,30. O gráfico 4.3 mostra que este movimento não teve relação com as taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos, como tipicamente acontecia nos últimos anos. Na verdade, entre setembro e novembro, a remuneração do título do Tesouro norte-americano reduziu-se de cerca de 2,5% para 2,2%, movimento que, normalmente, colaboraria para a valorização do real.

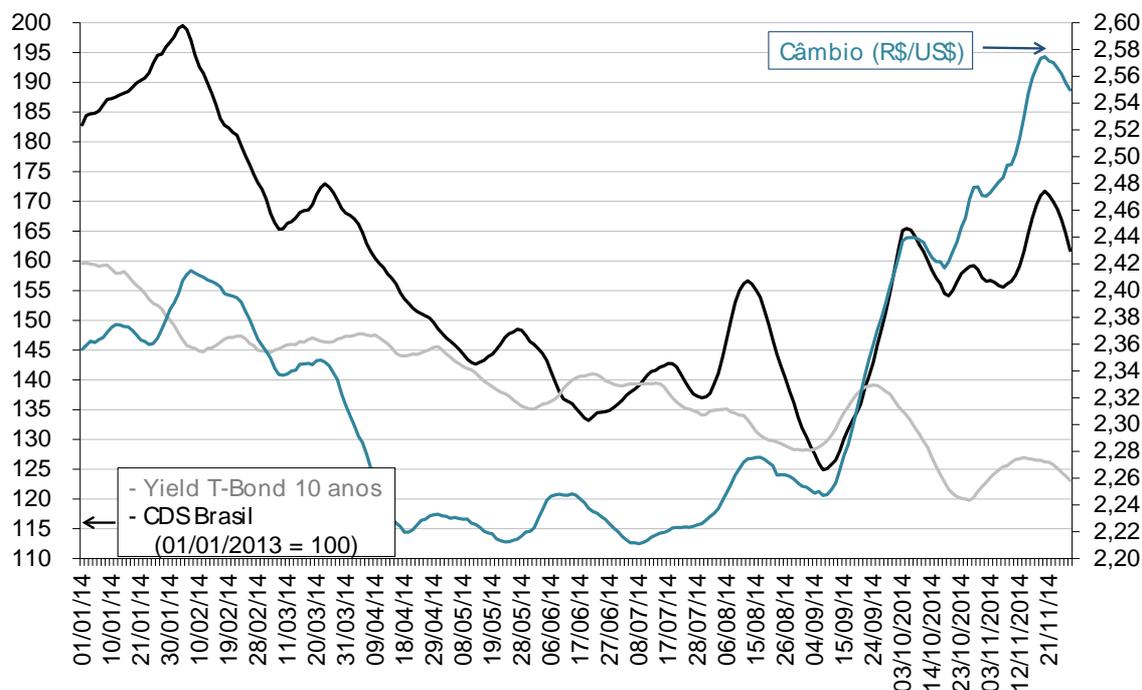
É possível que este movimento esteja, em alguma medida, associado às incertezas geradas pelo processo eleitoral no país, que também trouxe grande volatilidade às bolsas de valores. Ele também foi influenciado, provavelmente, pela redução dos preços das *commodities* e pela valorização do dólar diante das demais moedas internacionais, em virtude do desempenho mais favorável da atividade econômica nos Estados Unidos, bem como pelo movimento generalizado de aumento da aversão ao risco associado a países emergentes nos meses de setembro e outubro. O

gráfico 4.3 ilustra o forte aumento do risco Brasil medido pelo *spread* dos *credit default swaps* (CDS) a partir de setembro, claramente correlacionado à trajetória da taxa de câmbio. Vale destacar que o risco país permanece abaixo dos níveis alcançados no início do ano.

GRÁFICO 4.3

**Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$), rendimento dos títulos do Tesouro norte-americano de dez anos e *spread* do CDS brasileiro (jan./2014-nov./2014)**

(1ª jan./2013 = 100)



Fonte: BCB e Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos.  
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em termos reais, a taxa de câmbio média em outubro estava no mesmo nível de dezembro de 2013, considerando-se a taxa de câmbio efetiva deflacionada pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) da Fundação Getulio Vargas (FGV).<sup>1</sup> Na média do período janeiro-outubro deste ano em relação ao mesmo período do ano passado, o câmbio real deflacionado pelo IPA acumulava desvalorização de 1,0%. Em termos históricos, o nível do câmbio real em outubro era semelhante ao observado no final de 2007 e acima do verificado durante quase todo o período entre 2009 e 2013.

## BALANÇA COMERCIAL

O saldo comercial do período janeiro-novembro foi deficitário em US\$ 4,2 bilhões, o que representou uma mudança importante em relação ao resultado quase equilibrado do mesmo período de 2013 (*deficit* de US\$ 96 milhões). As exportações tiveram redução de 6,2% no período, superando o ritmo de queda das importações (-4,3%). Com efeito,

1. Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

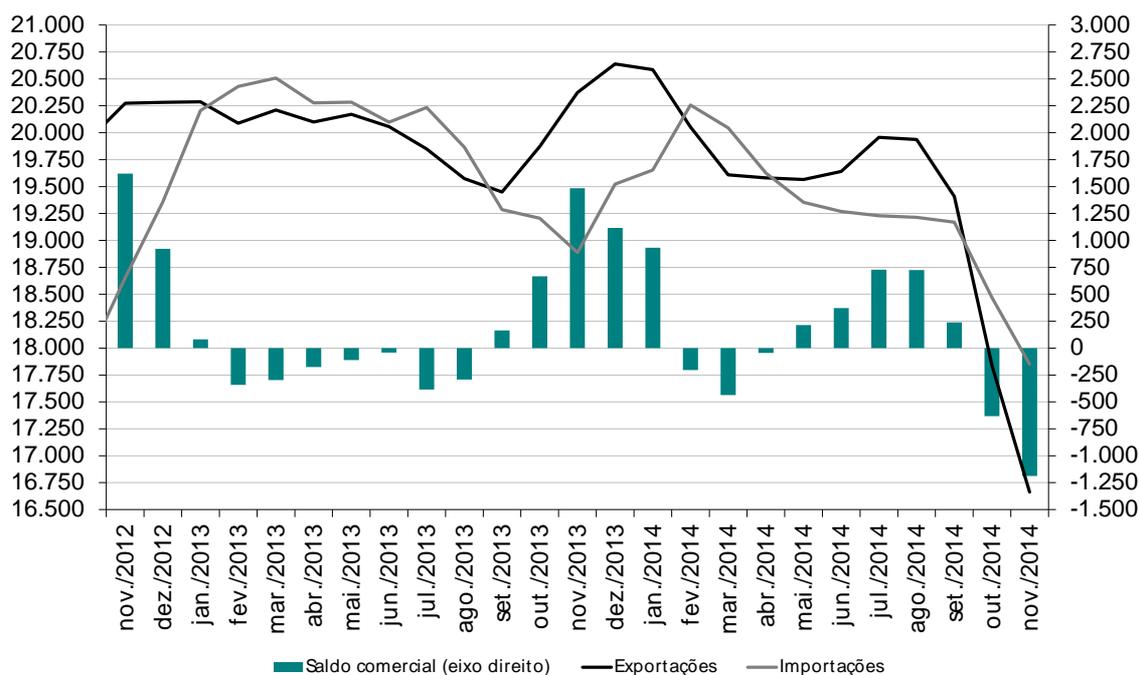
os fluxos de comércio estão em franco processo de desaceleração. Nos doze meses encerrados em novembro, as exportações somaram US\$ 228,5 bilhões, o valor mais baixo desde meados de 2011, ao passo que as importações ficaram em US\$ 230 bilhões, com redução de 3,7% em relação aos doze meses encerrados em novembro do ano passado. O saldo comercial foi negativo em US\$ 1,6 bilhão.

Embora venha sendo negativo ao longo de todo o ano, o desempenho dos fluxos comerciais foi especialmente fraco nos meses de setembro, outubro e novembro. Nesse trimestre, a média mensal das exportações, com ajuste sazonal, foi de apenas US\$ 16,6 bilhões, e a das importações ficou em US\$ 17,9 bilhões. Até meados deste ano, ambos os fluxos registravam valores mensais da ordem de US\$ 19 bilhões a US\$ 20 bilhões. O gráfico 4.4 ilustra a queda recente, que levou a um *deficit* comercial mensal superior a US\$ 1 bilhão.

GRÁFICO 4.4

**Exportações, importações e saldo comercial (nov./2012-nov./2014)**

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



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (Secex/MDIC).  
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

É possível que os últimos números estejam abaixo da tendência em virtude de fenômenos pontuais, entre os quais pode-se citar a aparente antecipação de vendas de soja; a desaceleração das vendas de petróleo; a expressiva queda das cotações de diversos produtos agrícolas recentemente, a exemplo do milho e da própria soja; menores exportações de plataformas (que haviam sido especialmente importantes em outubro e novembro de 2013); a incorporação de novas reduções nos preços do minério

de ferro; e uma possível retração mais acentuada das importações em virtude do aumento dos níveis de estoques na indústria. Entretanto, o fato é que as exportações continuam sem dinamismo, em especial os produtos manufaturados, que acumularam redução de 12,9% no período janeiro-novembro. Os básicos e semimanufaturados também sofreram queda (-2,4% e -4,4%, respectivamente), mas provocadas principalmente por reduções de preços. As importações, por sua vez, têm seu desempenho condicionado diretamente ao baixo dinamismo da atividade econômica, não apenas em termos da produção industrial – afetando diretamente a importação de bens intermediários – mas também da retração do investimento e do baixo crescimento do consumo.

A tabela 4.2 mostra os produtos que deram as maiores contribuições (positivas e negativas) para a variação das exportações e das importações no período janeiro-novembro. Somente o minério de ferro foi responsável por uma perda de vendas equivalente a US\$ 5,5 bilhões, por conta da forte queda dos preços. As plataformas de exploração de petróleo tiveram redução de 70%, com perda de US\$ 4,6 bilhões. O resultado também foi bastante negativo nas exportações de milho em grão (-42,3%, com perda de US\$ 2,4 bilhões), de açúcar bruto e refinado (-20,5%, com perda de US\$ 2,2 bilhões) e no complexo automotivo, em que a redução das vendas de automóveis, veículos de carga, autopeças e motores representou redução de US\$ 3,8 bilhões. Entre os poucos produtos que tiveram expansão significativa das vendas, em termos absolutos, destacam-se o petróleo, com ganho de US\$ 3,7 bilhões, e o café em grão, com US\$ 1,2 bilhão. A soja (inclusive farelo) rendeu ganho de US\$ 725 milhões, bem como os semimanufaturados de ferro e aço e as ferro-ligas (US\$ 833 milhões) e as carnes (US\$ 517 milhões).

Do lado das importações, a queda no período janeiro-novembro deste ano também foi generalizada e alcançou todas as categorias de uso, com destaque para matérias-primas e bens intermediários (-3,1%, com redução absoluta de US\$ 3,0 bilhões) e bens de capital (-7,0%, com redução de US\$ 3,3 bilhões). A menor importação de automóveis promoveu redução de US\$ 1,3 bilhão e, no petróleo, houve queda de US\$ 676 milhões.

A redução dos fluxos de comércio também foi generalizada entre os principais países e blocos econômicos com os quais o país transaciona. Pelo lado das importações, houve queda das compras oriundas de todos os principais países, à exceção da China, com virtual estabilidade (0,8%), e do Oriente Médio. A Argentina mais uma vez se destacou, com retração de 14,2% nas importações.

TABELA 4.2

**Exportações, importações e saldo comercial, segundo produtos selecionados**

Setores	Valor jan.-nov. 2014	Variação 2014-2013	
	US\$ milhões	%	Absoluta (US\$ milhões)
<b>Exportações</b>	<b>207,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-13,6</b>
Minério de ferro	23,8	-18,6	-5,5
Plataformas de petróleo	2,0	-69,9	-4,6
Milho em grão	3,3	-42,3	-2,4
Açúcar (em bruto e refinado)	8,6	-20,5	-2,2
Automóveis	3,0	-40,7	-2,0
Autopeças e motores para veículos	4,4	-19,9	-1,1
Veículos de carga	1,4	-32,0	-0,6
Carnes (frango, bovina e suína)	13,0	4,2	0,5
Soja (grão + farelo)	29,8	2,5	0,7
Ferro e aço/ferro-ligas	5,5	18,0	0,8
Café em grão	5,4	27,9	1,2
Petróleo	14,9	33,3	3,7
<b>Importações</b>	<b>211,8</b>	<b>-4,3</b>	<b>-9,6</b>
Bens de capital	44,1	-7,0	-3,3
Bens intermediários	95,7	-3,1	-3,0
Automóveis	7,1	-15,1	-1,3
Demais bens duráveis	11,8	-3,5	-0,4
Petróleo	14,3	-4,5	-0,7
Demais combustíveis	21,8	-3,1	-0,7
Bens de consumo não duráveis	17,1	-1,2	-0,2
<b>Saldo comercial</b>	<b>-4,2</b>	<b>1.475,0</b>	<b>-4,0</b>

Fonte: Secex/MDIC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nas exportações, os Estados Unidos foram a grande exceção, com crescimento de 9,6% das vendas brasileiras no período janeiro-novembro, determinada basicamente por quatro produtos: semimanufaturados de ferro e aço; aviões; café em grão; e soja em grão. O destaque negativo ficou por conta da Argentina, com redução de 26,9% das vendas, e a União Europeia (UE), com -11,5%. Estes dois parceiros representaram, juntos, uma perda de exportações da ordem de US\$ 10 bilhões em relação ao mesmo período de 2013.

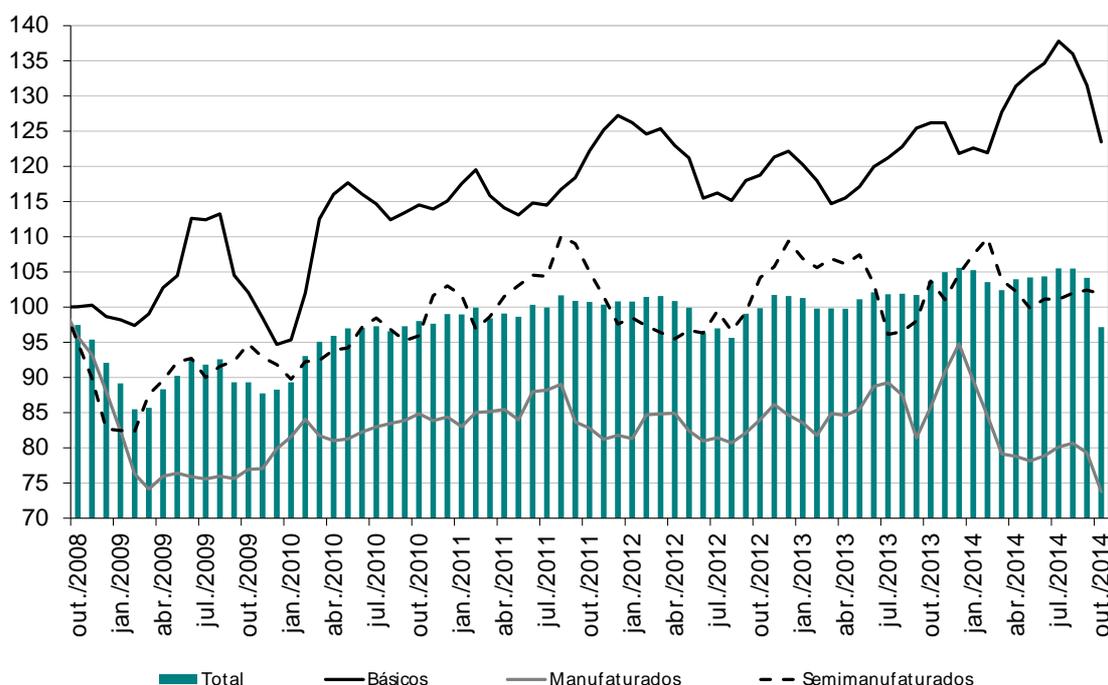
**ÍNDICES DE PREÇOS E DE QUANTUM DO COMÉRCIO EXTERIOR**

A redução das exportações no período janeiro-outubro deste ano deveu-se exclusivamente à queda dos preços, de 4,2% em comparação ao mesmo período do ano passado, uma vez que o *quantum* total teve variação zero. A redução dos preços foi mais forte entre os produtos básicos (-7,0%), refletindo a queda das cotações do minério de ferro, dos produtos agrícolas e, mais recentemente, também do petróleo. Em compensação, o *quantum* exportado de básicos teve alta de 7,8%, em contraste com a

redução de 10,4% referente aos produtos manufaturados. Mesmo com a exclusão das exportações de plataformas (que se reduziram a menos da metade do observado no período janeiro-outubro do ano passado), a queda do *quantum* de manufaturados é expressiva: 7,2%.

O gráfico 4.5 evidencia o mau desempenho recente dos manufaturados, mesmo em comparação aos anos de 2011 a 2013, quando se mantiveram virtualmente estáveis. Com efeito, no trimestre encerrado em outubro, o nível do *quantum* regrediu ao nível mais baixo desde setembro de 2008 (imediatamente antes da eclosão da crise financeira internacional), acumulando retração de 26%. Os semimanufaturados estão em nível próximo ao de seis anos atrás, e apenas os básicos apresentam crescimento desde então, da ordem de 25%, ainda que com importante retração nos últimos três meses.

GRÁFICO 4.5  
**Índices de *quantum* de exportações, segundo classes de produtos (out./2012-out./2014)**  
 (Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses, set./2008 = 100)

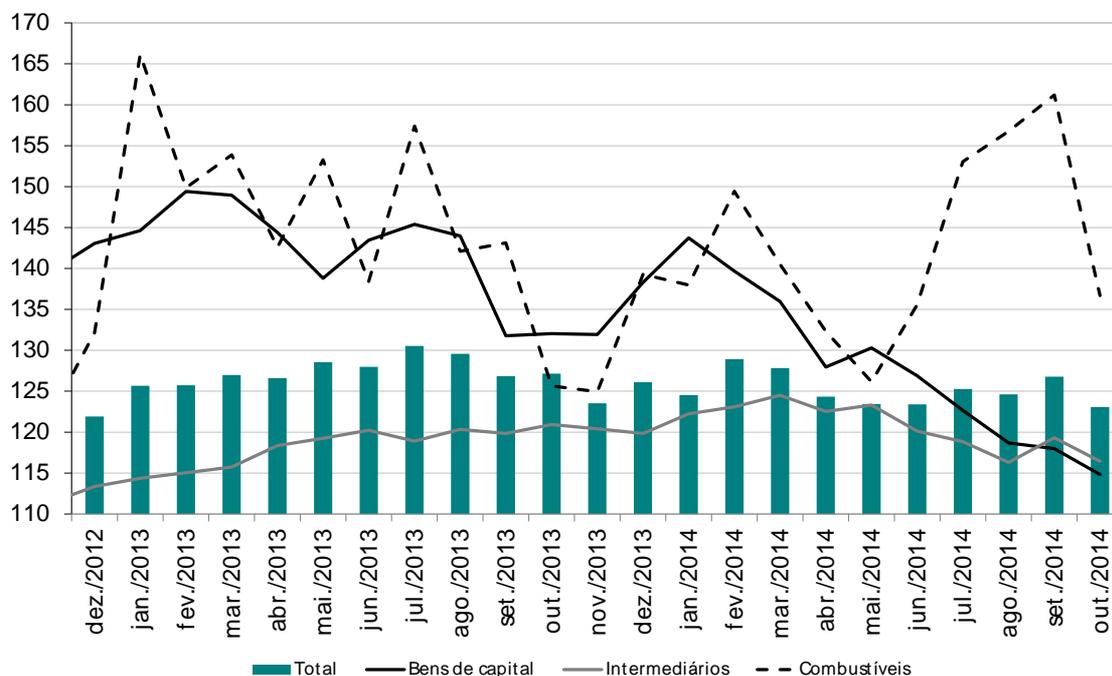


Fonte: Funcex.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Quanto às importações, a queda no período janeiro-outubro combinou retração de 2,7% do *quantum* com redução de 1,5% nos preços. Esta última esteve concentrada nos bens intermediários (-3,3%), que é a única categoria de uso a ainda apresentar algum crescimento no período (0,9%). A retração do *quantum* foi especialmente forte nos bens de capital (-11,8%) e nos bens de consumo duráveis (-13,4%). O gráfico 4.6, que utiliza a média móvel de três meses das séries dessazonalizadas, ilustra com clareza o movimento de retração do *quantum* de importações que se iniciou, a rigor, em meados

do ano passado. Inicialmente, o movimento foi puxado pela queda das importações de bens de capital e de combustíveis, mas suavizado pelo crescimento dos intermediários. Ao longo de 2014, os bens intermediários passaram a apresentar também tendência de queda, intensificando o movimento do *quantum* total. A desaceleração do *quantum* importado de bens intermediários acompanha, como de costume, a evolução negativa da produção física da indústria de transformação doméstica (gráfico 4.7).

**GRÁFICO 4.6**  
**Índices de *quantum* de importações, segundo categorias de uso selecionadas**  
**(out./2012-out./2014)**  
 (Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses, 2006 = 100)



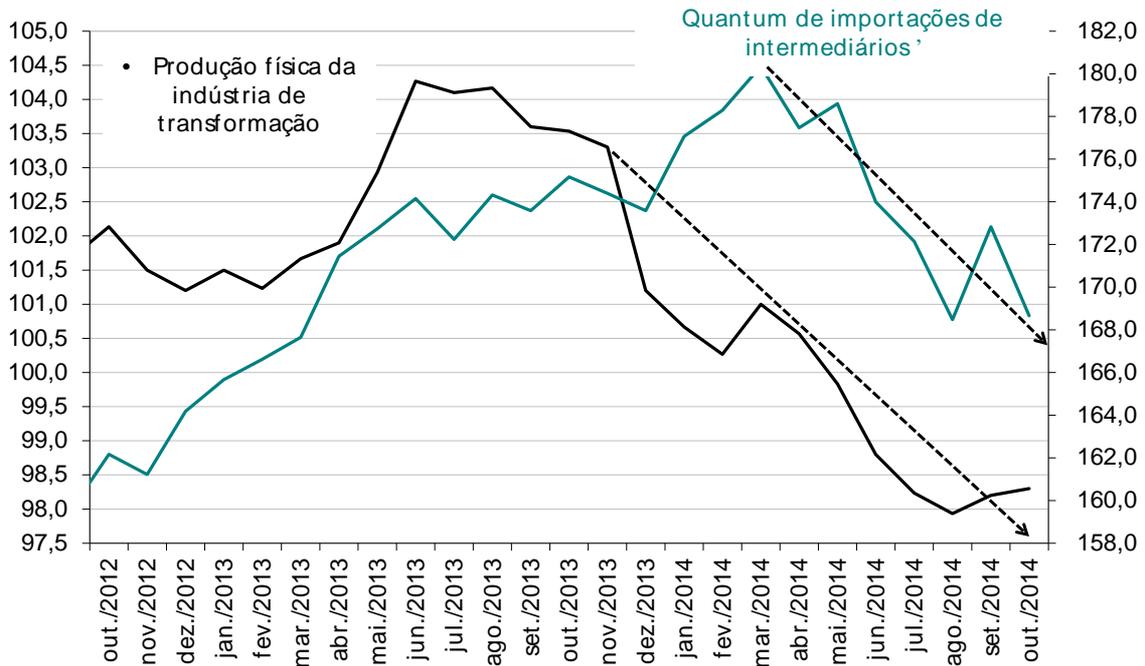
Fonte: Funcex.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Os termos de troca (TTs) do país permaneceram em trajetória de queda nos últimos meses, acumulando variação negativa de 2,7% no período janeiro-outubro. Desde o final de 2011, quando alcançaram o nível mais elevado em trinta anos, os TTs acumularam perda de 15%. No período janeiro-outubro de 2014, a queda dos TTs foi neutralizada pelo aumento de 2,8% da razão de *quantum* (RQ), devido à queda do *quantum* importado (gráfico 4.8). O resultado foi a virtual estabilidade do saldo comercial em relação ao mesmo período de 2013.

GRÁFICO 4.7

**Quantum de importações de bens intermediários (2006 = 100) e produção física da indústria de transformação (out./2012-out./2014)**

(Séries dessazonalizadas, em média móvel de três meses, 2012 = 100)

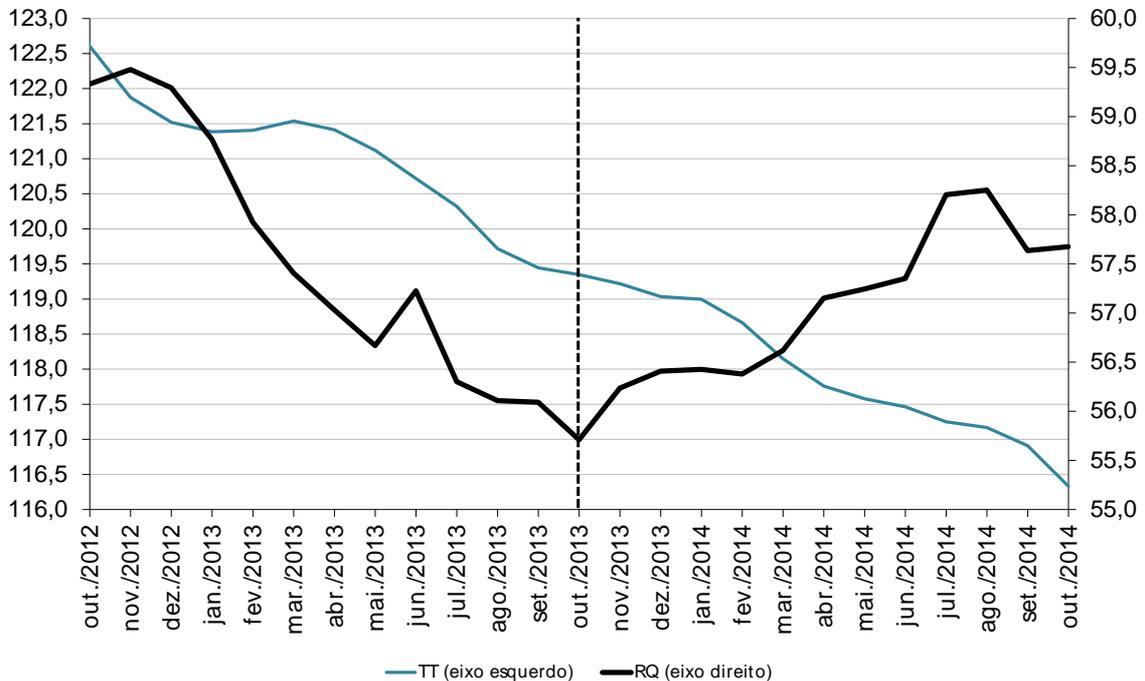


Fonte: Funcex e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).  
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4.8

**Evolução dos TTs e da RQ (out./2012-out./2014)**

(Média móvel de doze meses, 2006 = 100)



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

## BALANÇA DE SERVIÇOS E DE RENDAS

O *deficit* de US\$ 70,3 bilhões nas contas de serviços e de rendas do balanço de pagamentos representou um crescimento de 3,0% em relação ao mesmo período de 2013 (tabela 4.3). O aumento do saldo negativo de aluguel de equipamentos (17,3%) foi o principal responsável pelo aumento, ao lado das maiores despesas líquidas com remessas de lucros e dividendos (7,4%). Vale notar que as despesas com aluguel de equipamentos voltaram a crescer de forma relativamente rápida este ano, após desacelerar em 2013. Este aumento já era esperado em virtude do número crescente de plataformas de exportação em operação (que são alugadas) e de outros equipamentos utilizados nas atividades de exploração e produção de petróleo e gás. Já a conta de lucros e dividendos registra um *deficit* de US\$ 27,4 bilhões nos últimos doze meses, montante ainda bem inferior ao recorde alcançado em 2011, de US\$ 38 bilhões.

TABELA 4.3  
Balança de serviços e de rendas (janeiro-outubro)

Contas	Janeiro - outubro			Variação (%)
	2012	2013	2014	2014-2013
<b>Serviços e rendas</b>	<b>(59.361)</b>	<b>(68.243)</b>	<b>(70.283)</b>	<b>3,0</b>
<b>Serviços</b>	<b>(33.464)</b>	<b>(39.429)</b>	<b>(39.957)</b>	<b>1,3</b>
Viagens internacionais	(12.874)	(15.367)	(15.850)	<b>3,1</b>
Aluguel de equipamentos	(15.453)	(15.527)	(18.220)	<b>17,3</b>
Transportes	(7.225)	(8.443)	(7.576)	<b>(10,3)</b>
Empresariais, profissionais e técnicos	9.643	8.539	9.832	<b>15,1</b>
Demais serviços	(7.554)	(8.631)	(8.144)	<b>(5,6)</b>
<b>Rendas</b>	<b>(25.897)</b>	<b>(28.815)</b>	<b>(30.326)</b>	<b>5,2</b>
Lucros e dividendos	(17.706)	(18.373)	(19.724)	<b>7,4</b>
Juros	(8.623)	(10.859)	(10.897)	<b>0,4</b>
Salários	432	417	295	<b>(29,2)</b>

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

A conta de viagens internacionais teve aumento modesto no ano (3,1%) e demonstra importante desaceleração em relação aos anos anteriores, fenômeno que está em linha com a desaceleração do consumo doméstico revelado nas contas nacionais. As despesas líquidas com juros também tiveram pequeno crescimento (0,4%), assim como os demais serviços (5,6%). A conta de transportes, por sua vez, contribuiu positivamente para o saldo total, com *deficit* 10,3% menor do que no mesmo período do ano passado, reagindo, como de praxe, à evolução do volume de comércio de mercadorias. A conta de serviços empresariais, profissionais e técnicos também contribuiu positivamente, com um *superavit* 15,1% maior do que o do ano passado.

## FLUXOS DE CAPITAL

O fraco desempenho da atividade econômica doméstica, a piora de alguns indicadores econômicos (como o resultado fiscal) e as incertezas trazidas pelo processo eleitoral parecem não ter afetado a capacidade de financiamento externo do país. Ao contrário, o saldo geral da conta capital e financeira do balanço de pagamentos vem tendo recuperação expressiva ao longo do ano, após a retração observada em 2013. Nos doze meses encerrados em outubro, o saldo total acumula US\$ 97,4 bilhões, o nível mais elevado em quase três anos. O desempenho foi especialmente favorável nos meses entre julho e outubro, quando, em valores dessazonalizados, a média mensal ficou acima de US\$ 10 bilhões, contra US\$ 7,5 bilhões no período janeiro-junho. Ainda assim, o nível atual permanece inferior ao recorde alcançado na virada de 2010 para 2011 (valores mensais da ordem de US\$ 10 bilhões a US\$ 12 bilhões).

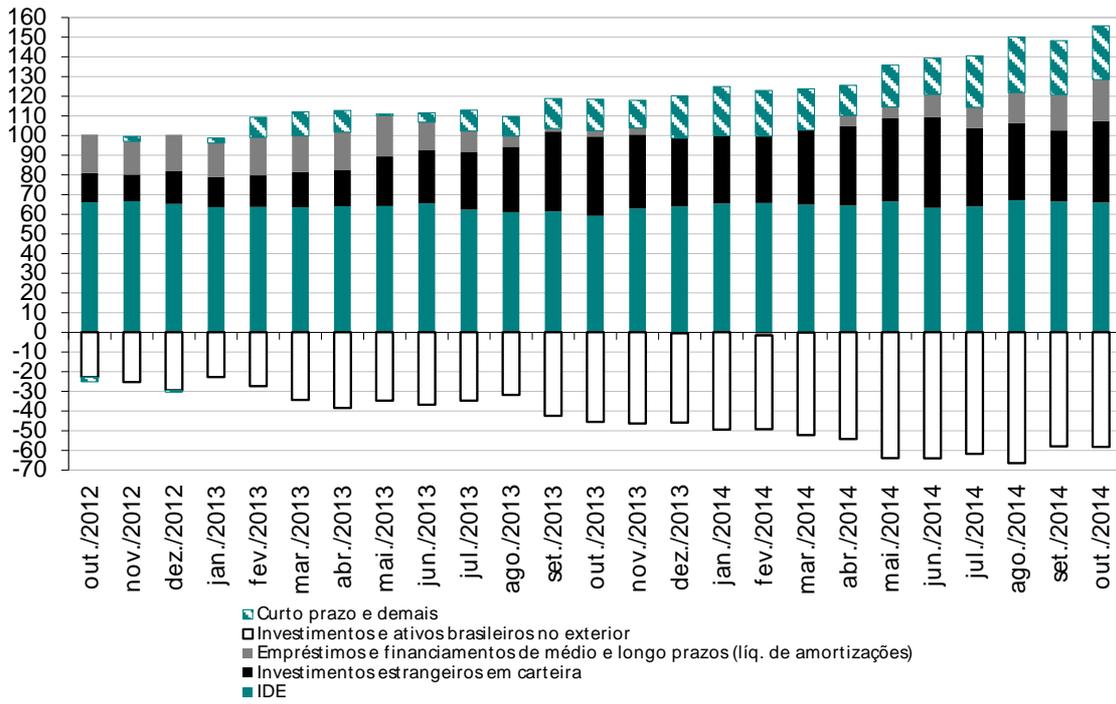
O gráfico 4.9 mostra que os IDEs continuam sendo o principal sustentáculo dos fluxos de capitais, mantendo-se em um patamar da ordem de US\$ 66 bilhões em doze meses. Contudo, o crescimento recente deriva fundamentalmente da recuperação dos fluxos líquidos de empréstimos e títulos de longo prazo, que somaram US\$ 21,2 bilhões nos doze meses até outubro último, contra saldo próximo de zero em todo o ano de 2013. Mais importante é que isso se deu em um contexto de elevação das amortizações, que somaram US\$ 54,7 bilhões no período – quase US\$ 20 bilhões a mais do que se registrava há apenas dois anos. Com efeito, as captações cresceram sobremaneira este ano, para US\$ 75,9 bilhões, aproximando-se do recorde alcançado em 2011 (US\$ 83,6 bilhões). Destaca-se também o crescimento dos investimentos estrangeiros em carteira (US\$ 41,2 bilhões em doze meses).

É importante observar, ainda, o expressivo crescimento dos investimentos brasileiros no exterior, que somaram US\$ 58,3 bilhões nos doze meses até outubro. Segundo a contabilidade do BCB, esses recursos concentram-se em duas modalidades: concessão de empréstimos e financiamento de curto prazo (cerca de US\$ 35 bilhões); e depósitos e aquisição de moedas no exterior pelo setor privado não financeiro (cerca de US\$ 16 bilhões).

GRÁFICO 4.9

**Conta capital e financeira: principais rubricas**

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



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

# 5 MOEDA E CRÉDITO

## SUMÁRIO

De forma surpreendente, a julgar pelos sinais que havia emitido, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a meta Selic de 11,00% para 11,25% na reunião do fim de outubro. Tanto o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado em doze meses quanto as expectativas doze meses à frente elevaram-se depois da reunião anterior, realizada em setembro, o que pode ajudar a explicar esse movimento da autoridade monetária. Não foi exatamente a elevação que surpreendeu, mas, sim, o momento: o boletim *Focus*/Banco Central do Brasil (BCB) já captava a avaliação de que o nível anteriormente vigente era insuficiente para conduzir a inflação à meta, mas novas elevações eram esperadas apenas para meados de 2015. Na reunião de 3 de dezembro, o Copom deu continuidade à alta, intensificando o ritmo e passando a meta Selic para 11,75%. No comunicado que se seguiu à reunião, o comitê disse que intensificou o ajuste da taxa “neste momento” e que “o esforço adicional de política monetária tende a ser implementado com parcimônia”. Assim, ao mesmo tempo em que acelerou o ritmo da elevação da taxa de juros básica, o BCB indicou pouco ímpeto para os passos futuros.

Em outubro, a taxa média de juros das operações de crédito de todo o Sistema Financeiro Nacional (SFN) subiu para 21,3%, partindo de 21,0% em setembro. O saldo total de crédito na economia cresceu 12,2% – desde setembro esse percentual voltou a crescer, após longo período em queda. O responsável por essa mudança foi o crédito direcionado; dentro deste, destacou-se o concedido pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). As novas concessões de crédito, ajustadas pelo número de dias úteis do mês e deflacionadas pelo IPCA, continuaram em queda em relação ao mesmo mês do ano anterior, pelo sexto mês consecutivo. A taxa de inadimplência total do SFN ficou estável em outubro, em relação a setembro, ao ser aferida em 3,0%. A inadimplência tem ficado estável faz cerca de um ano.

O endividamento total das famílias foi de 45,9% em setembro, estável em relação ao dado de agosto, e apenas 0,5 ponto percentual (p.p.) acima do mesmo mês de 2013. O comprometimento da renda das famílias com serviço de dívidas com o SFN foi de 21,9% em setembro, com elevação de 0,5 p.p em relação ao mesmo mês de 2013.

## JUROS

O código de linguagem dos comunicados divulgados após as reuniões do Copom indicou, entre as reuniões de 16 de julho e 3 de setembro, que o BCB não pretendia alterar a meta para a Selic em breve.<sup>1</sup> Porém, na reunião seguinte, em 29 de outubro, o comitê decidiu “elevar a taxa Selic para 11,25% ao ano (a.a.), sem viés, por cinco votos a favor e três votos pela manutenção da taxa Selic em 11,00% a.a.” (texto do comunicado). Na reunião de 3 de dezembro, o Copom deu continuidade à alta, intensificando o ritmo e passando a meta Selic para 11,75%. No comunicado que se seguiu à reunião, o comitê disse que intensificou o ajuste da taxa “neste momento” e que “o esforço adicional de política monetária tende a ser implementado com parcimônia”. Assim, ao mesmo tempo em que acelerou o ritmo da elevação da taxa de juros básica, o BCB indicou pouco

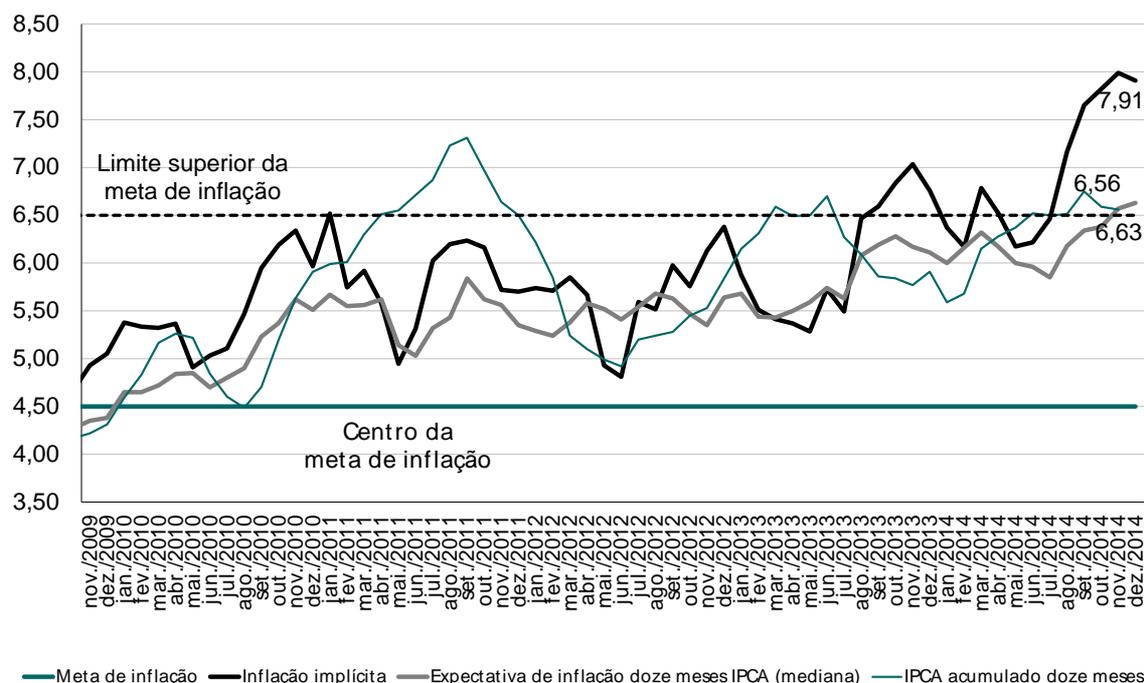
---

1. A retirada, entre uma reunião e outra, da expressão “neste momento” da frase “Avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, *neste momento*, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés” foi assim entendida.

ímpeto para os passos futuros. O que parece certo é que 50 pontos-base (pb) é o máximo de aumento que se deve esperar para a próxima reunião (em 21 de janeiro), com chances grandes também para 25. Essas palavras e a menção aos “efeitos cumulativos e defasados da política monetária” fazem supor que a autoridade monetária não pretende ir muito além neste novo ciclo de alta.

O gráfico 5.1 mostra que tanto a inflação acumulada em doze meses quanto as expectativas de inflação doze meses à frente (a coletada no boletim *Focus*/BCB e a implícita em títulos públicos) aumentaram depois da reunião de setembro. Esta deterioração pode ter influenciado o BCB em sua decisão de contrariar os sinais que havia emitido e retomar logo as elevações da Selic.

**GRÁFICO 5.1**  
**Meta de inflação, IPCA acumulado em doze meses e expectativas de inflação para doze meses (nov./2009-dez./2014)**  
 (Em %)

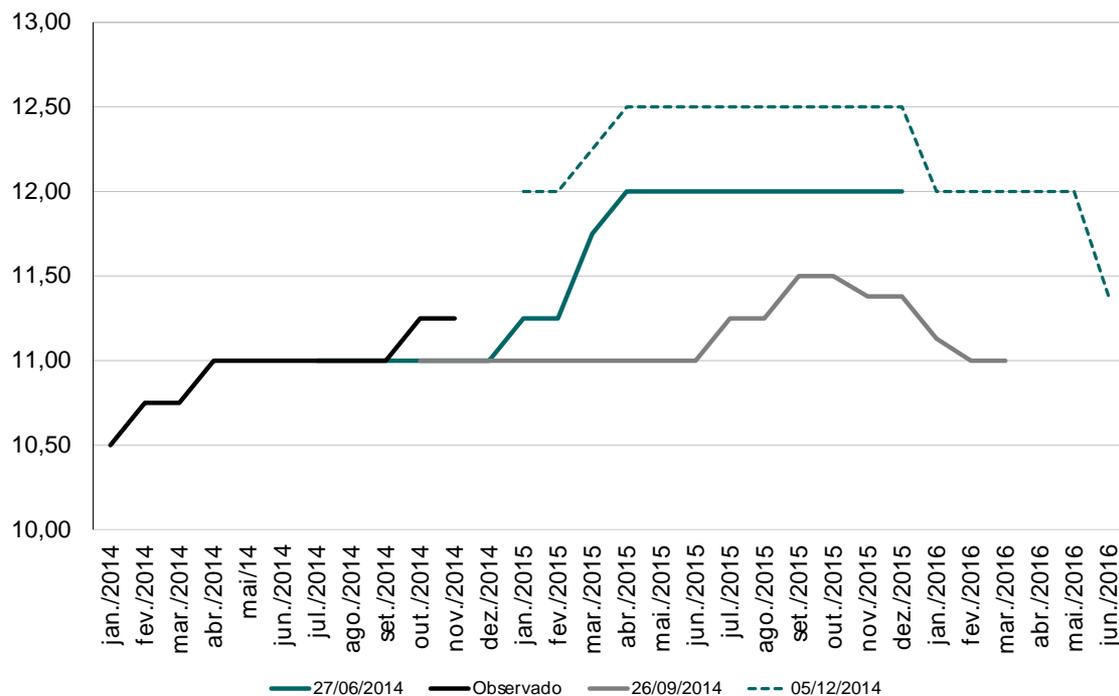


Fonte: Ambima, BCB e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Por outro lado, o nível de 11,00% já era visto como insuficiente para levar a inflação até a meta, pois novas elevações eram esperadas para 2015. Como o gráfico 5.2 mostra, em junho de 2014 esperava-se, segundo o boletim *Focus*/BCB, que as elevações fossem retomadas em janeiro e levassem a meta Selic até 12% em abril de 2015. Em setembro de 2014, o início dos aumentos passou a ser esperado somente para julho de 2015, e o máximo, de 11,5%, seria alcançado em setembro de 2015. Agora, com o início da elevação já tendo ocorrido, e também a segunda elevação, a trajetória esperada supera àquela de junho de 2014, com o máximo de 12,5% sendo atingido em abril de

2015. Esse valor seria mantido até o final de 2015, para em janeiro de 2016, começar a redução.

GRÁFICO 5.2  
**Expectativa Focus/BCB para a meta Selic (jan./2014-jun./2016)**  
 (Em %)



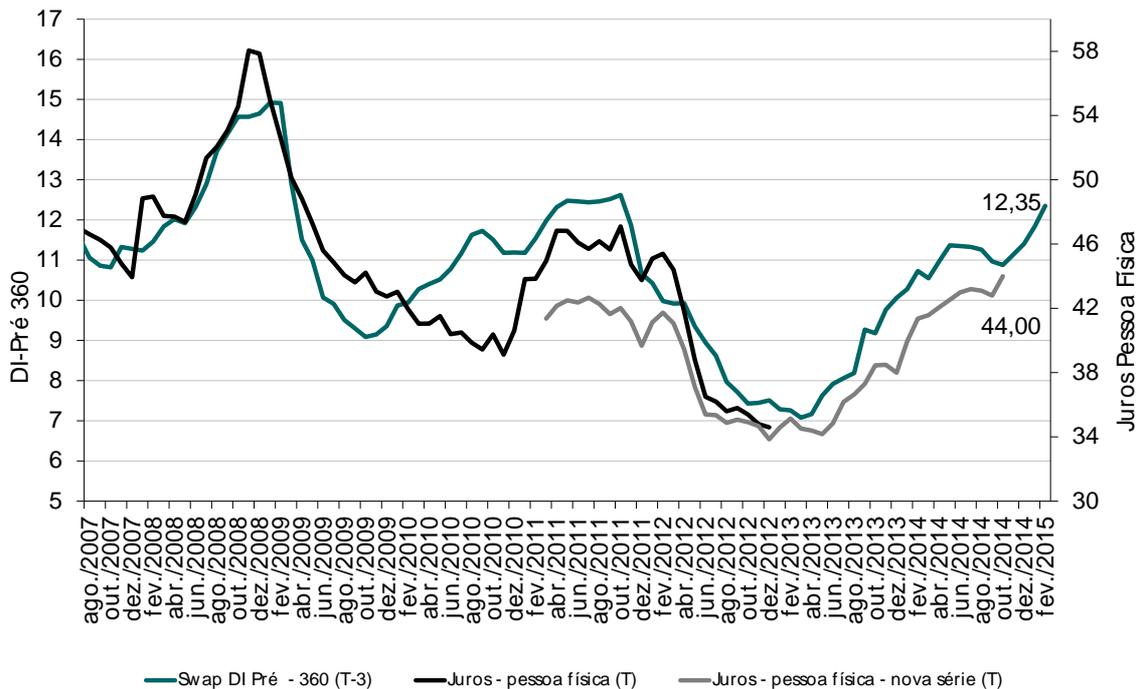
Fonte: BCB.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A taxa média de juros das operações de crédito de todo o SFN subiu de 21,0% em setembro para 21,3% em outubro, permanecendo ainda na faixa dentro da qual vem oscilando desde fevereiro último, entre 21,0% e 21,4%. A taxa média para pessoas jurídicas subiu de 15,8% para 15,9% entre setembro e outubro, e a de pessoas físicas, de 27,5% para 28,1%. Esse maior aumento para pessoas físicas adveio do aumento nos recursos livres, cuja taxa subiu de 42,8% para 44,0% (a taxa dos direcionados para pessoas físicas subiu apenas de 7,9% para 8,0%). O gráfico 5.3 mostra que o movimento da taxa para pessoas físicas com recursos livres acompanha o do *swap* DI x pré com defasagem de três meses e indica continuidade da elevação.

GRÁFICO 5.3

Taxa média de juros para pessoa física: recursos livres versus swap DI x pré com prazo de 360 dias (ago./2007-nov./2014)

(Em %)



Fonte: BCB, BMFBovespa e Banco BTG Pactual.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

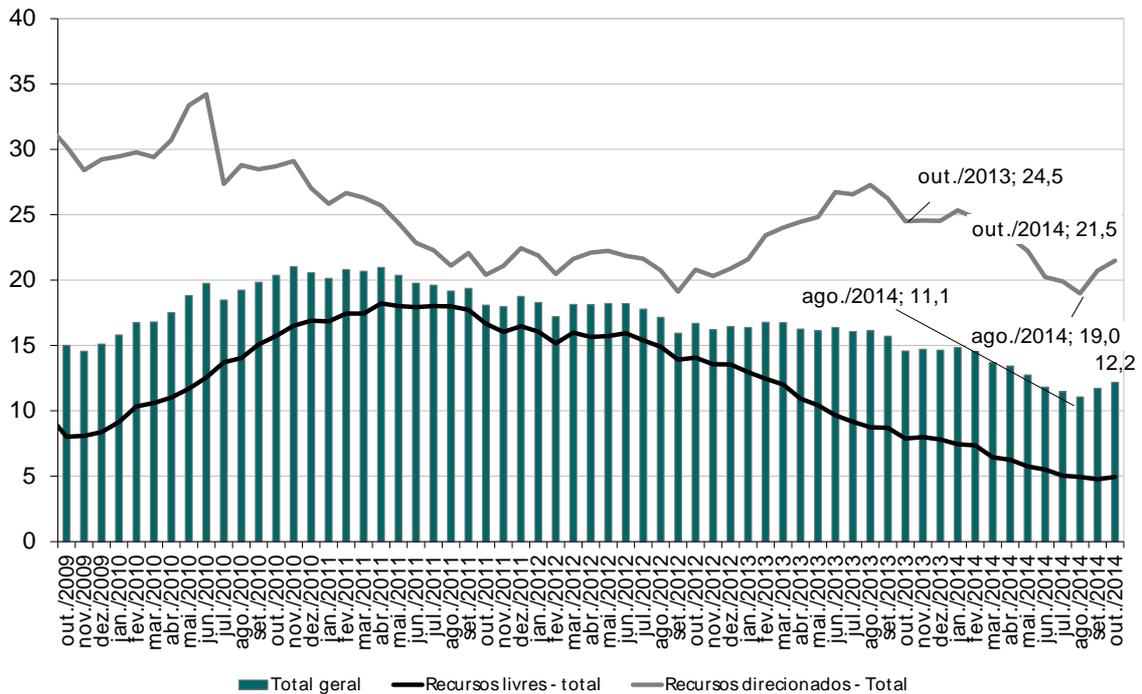
## CRÉDITO

Uma novidade nos dados de crédito desde a última edição desta *Carta* foi a interrupção do processo de queda da taxa de crescimento interanual (mês/mesmo mês do ano anterior). Em agosto, essa taxa, no crédito total, foi de 11,1%; cresceu para 11,7% em setembro; e novamente para 12,2% em outubro. No gráfico 5.4, pode-se perceber que o principal responsável foi o crédito direcionado, cuja taxa passou de 19% em agosto para 21,5% em outubro – sendo que o direcionado corresponde a 47% do saldo total. A taxa de crescimento do crédito livre apenas oscilou de 4,9% em agosto para 4,8% em setembro e novamente para 4,9% em outubro. Dentro do crédito direcionado, destaque para o crédito concedido pelo BNDES a pessoas jurídicas, cuja taxa de crescimento (relacionado sempre a do mesmo mês do ano anterior) cresceu de 10,4% em agosto para 16,1% em outubro – o saldo de crédito do BNDES a pessoas jurídicas corresponde a 41% do saldo do crédito direcionado total.

GRÁFICO 5.4

**Saldo das operações de crédito: livres e direcionados (out./2009-out./2014)**

(Mês sobre o mesmo mês do ano anterior, em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O saldo de crédito para pessoas físicas cresceu 13,4% em outubro de 2014, na comparação com o mesmo mês de 2013, quase o mesmo percentual observado em agosto (13,3%), último dado disponível quando publicada a *Carta de conjuntura* anterior. Em setembro, o crescimento foi de 13,2%, ou seja, não houve quase nenhuma alteração nos últimos três meses. Para pessoas jurídicas, os números são: 9,2% em agosto, 10,4% em setembro e 11,1% em outubro, crescimento que reflete o dos empréstimos do BNDES já citados. A taxa de crescimento dos empréstimos concedidos por instituições financeiras públicas foi de 16,1% em agosto de 2014 para 18,3% em outubro, passando por 17,4% em setembro. Nas instituições públicas, exceto o BNDES, a taxa de crescimento caiu de 19,7% em agosto para 19,5% em outubro. A taxa de crescimento do saldo das instituições privadas nacionais também subiu, passando de 6,2% em agosto para 6,5% em outubro. O movimento do crédito concedido por instituições estrangeiras foi de desaceleração: de 5,2% em agosto último para 4,8% em outubro.

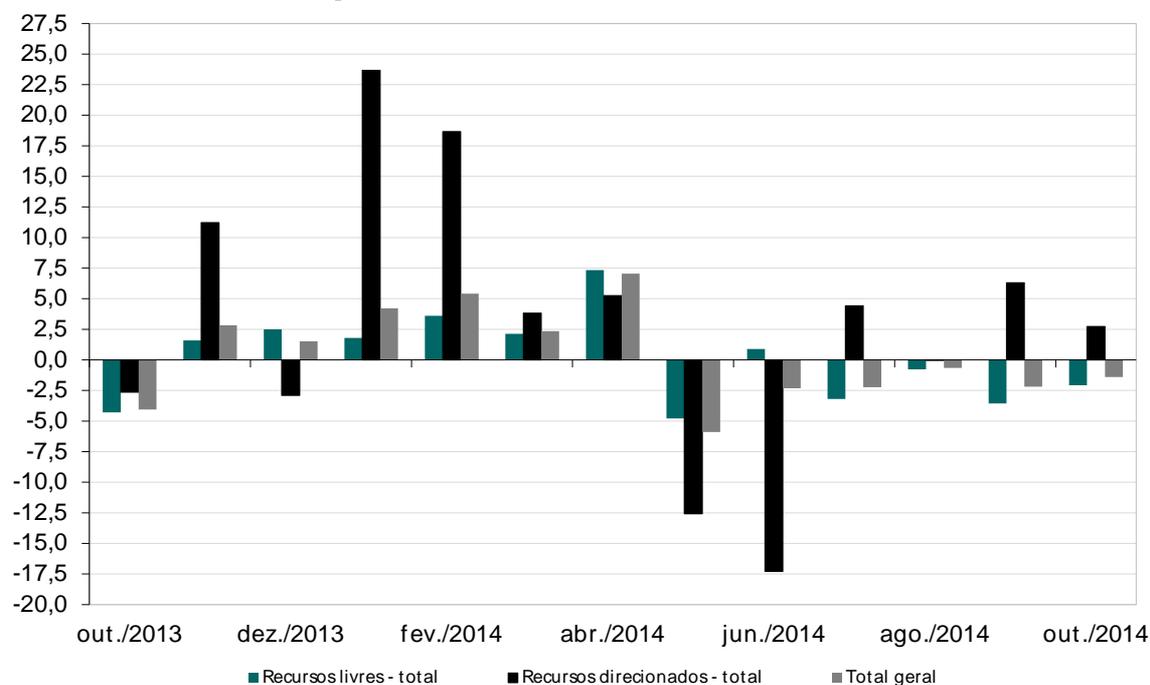
As novas concessões de crédito, ajustadas pelo número de dias úteis do mês e deflacionadas pelo IPCA, continuaram em queda em relação ao mesmo mês do ano anterior, pelo sexto mês consecutivo. As concessões totais, em outubro, caíram 1,4%, na mesma comparação. As concessões para pessoas jurídicas caíram 9,1% em outubro, queda bem maior que a de 6,2%, observada em setembro. Já a taxa de crescimento das

novas concessões para pessoas físicas em agosto, sempre em relação ao mesmo mês do ano anterior, foi positiva em 6,3%, com avanço significativo em relação à taxa de setembro, que havia sido de 1,9%. O crescimento de novas concessões de crédito direcionado em outubro foi de 2,7%, depois de crescer 6,3% em setembro. Os créditos livres apresentaram queda de 2,1% em outubro, depois de caírem 3,6% em setembro (gráfico 5.5).

GRÁFICO 5.5

**Operações de crédito do SFN: média diária das concessões (out./2013-out./2014)**

(Valores deflacionados pelo IPCA, mês/mesmo mês do ano anterior, em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A taxa de inadimplência total do SFN de outubro ficou estável em 3,0% em comparação a de setembro. Na verdade, essa taxa tem oscilado apenas entre 3,0 e 3,1% desde novembro de 2013 – há um ano, portanto. A inadimplência no crédito livre para pessoas físicas caiu de 6,6% em setembro para 6,4% em outubro, mas o quadro principal é também de estabilidade há cerca de um ano. A estabilidade nesse período é também a regra para as demais categorias (o número entre parênteses é o dado de outubro): recursos livre-pessoa jurídica (3,4%); recursos direcionados-pessoa física (1,7%); e direcionados-pessoa jurídica (0,5%).

O endividamento total das famílias foi de 45,9%<sup>2</sup> em setembro, estável em relação ao dado de agosto, e apenas 0,5 p.p. acima do mesmo mês de 2013. Esse incremento foi composto de +2,3 p.p. no crédito habitacional e -1,8 p.p. no restante. O

2. Porcentagem em relação à renda acumulada dos últimos doze meses.

comprometimento da renda das famílias com serviço de dívidas com o SFN foi de 21,9% em setembro, configurando elevação de 0,5 p.p em relação ao mesmo mês de 2013. Em setembro, o pagamento de amortização do principal comprometeu 12,8% da renda, e as despesas com serviço da dívida e os juros, 9,2%. Doze meses antes, estas porcentagens eram de 12,7% e 8,7%, respectivamente.



# 6 FINANÇAS PÚBLICAS

## SUMÁRIO

Os resultados fiscais dos últimos meses aprofundaram o quadro de redução do resultado primário do setor público que já se observa desde 2012, registrando o primeiro resultado negativo desde 1997:  $-0,27\%$  do produto interno bruto (PIB) no acumulado do ano até outubro, levando o *deficit* nominal a alcançar  $5,7\%$  do PIB. A despeito do pequeno *superavit* registrado em outubro, as contas primárias do governo central acumularam *deficit* de R\$ 11,6 bilhões no ano, mesmo contando com receitas de dividendos e concessões de R\$ 20,6 bilhões. Os estados também registraram queda expressiva do resultado primário, com saldo ainda positivo no acumulado janeiro–outubro, mas negativo quando se considera a soma dos últimos doze meses.

A redução do resultado primário do governo central é explicada por uma expansão das despesas a um ritmo consistentemente maior do que o das receitas. As receitas vêm se ressentindo do fraco desempenho da atividade econômica, reduzindo a arrecadação de tributos relativos à produção e aos lucros, mas ainda encontram alguma sustentação nos tributos incidentes sobre os salários, em vista de um mercado de trabalho essencialmente favorável, com baixo desemprego e aumento da massa real de salários. Há ainda um efeito negativo expressivo das desonerações tributárias introduzidas principalmente a partir de 2012, cujo impacto em 2014 é estimado pela Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB) na casa dos R\$ 100 bilhões. Nos últimos anos, o crescimento das despesas tem sido explicado principalmente pela expansão das transferências às famílias, o que tem contribuído para o aumento real do salário mínimo (SM) e o aumento contínuo do número de beneficiários. Em 2014, porém, as despesas foram pressionadas também pela expansão dos investimentos públicos, fenômeno típico de anos eleitorais, e por despesas extraordinárias, como o auxílio à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE).

Diante da impossibilidade de cumprir a meta de *superavit* primário fixada na Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2014 (LDO/2014), o Poder Executivo enviou ao Congresso Nacional um projeto de lei que altera a LDO-2014 (PLN nº 36/2014), de forma a permitir que sejam abatidos da meta todos os gastos relativos às desonerações de tributos e ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Essa medida, na prática, exime o governo de ter um *superavit* primário em 2014, uma vez que números da RFB e do SIGA Brasil dão conta de que a soma das desonerações de tributos e das despesas pagas do PAC em 2014 excedem os R\$ 116 bilhões previstos no Artigo 2º da LDO. Ainda assim, a se considerar a reprogramação orçamentária estabelecida no Decreto nº 8.367/2014 – que incorpora redução de redução de R\$ 38,4 bilhões na previsão de receita líquida e aumento de R\$ 32,3 bilhões nas despesas previstas, em relação à última reprogramação feita em julho – o governo estima atingir R\$ 10,1 bilhões de resultado primário em 2014, ou  $0,2\%$  do PIB previsto na versão original da LDO.

Independentemente do resultado que for registrado em 2014, o alcance da meta de *superavit* primário de  $1,0\%$  do PIB para o governo central em 2015, prevista na atualização do projeto da LDO/2015, feita pela nova equipe econômica – à qual se somará  $0,2\%$  de *superavit* previsto nos estados e municípios – exigirá um importante esforço fiscal e, em particular, uma significativa elevação real das receitas. Isso, por sua vez, deverá implicar aumento da carga tributária, tendo em vista a revisão do crescimento do PIB real para  $0,8\%$  em 2015 no novo projeto.

## RESULTADO DO GOVERNO CENTRAL

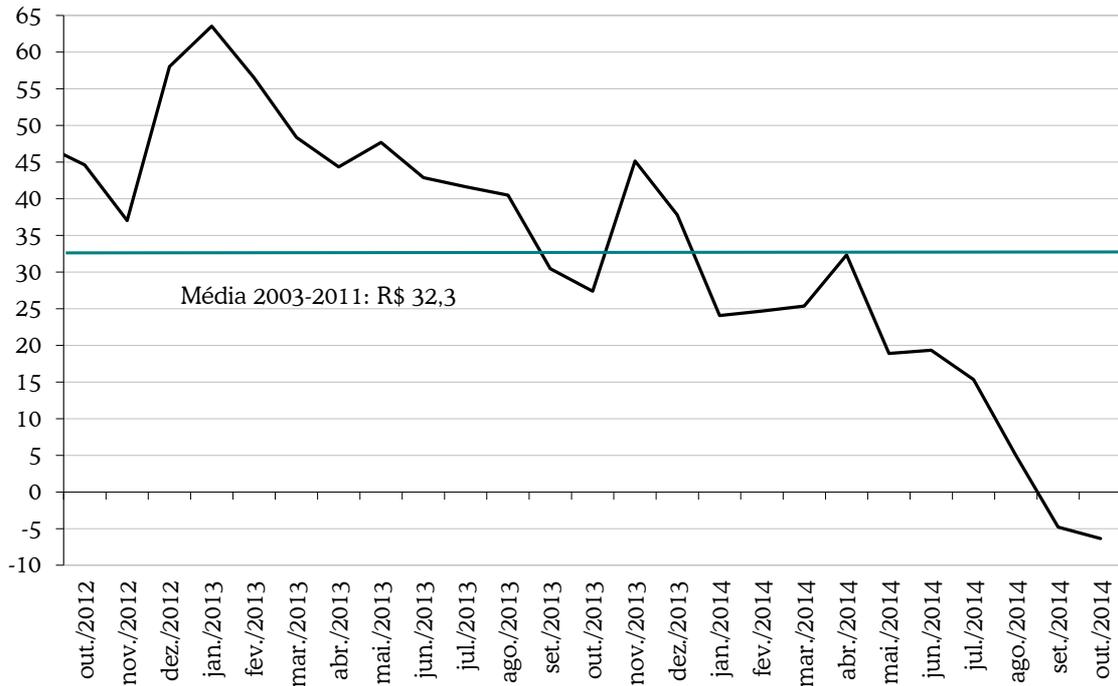
O *superavit* de R\$ 4,1 bilhões das contas primárias do governo central em outubro foi o primeiro número positivo em seis meses, mas, ainda assim, ficou 26,4% abaixo do registrado no mesmo mês de 2013 e não alterou muito o resultado acumulado em 2014, que é deficitário em R\$ 11,6 bilhões – o pior resultado da série histórica do Tesouro, iniciada em 1997. O *deficit* foi atenuado por receitas de dividendos e concessões da ordem de R\$ 20,6 bilhões, montante que ficou um pouco abaixo do que foi obtido no mesmo período de 2013 (R\$ 21,6 bilhões). O gráfico 6.1 ilustra a evolução dos saldos do governo central acumulados em doze meses, com a exclusão de todos os dividendos e concessões (uma medida conservadora das receitas não recorrentes). A trajetória de queda do resultado é observada desde o final de 2011, mas acelerou-se fortemente de abril para cá, quando caiu de cerca de R\$ 32 bilhões anuais (valor igual à média de todo o período 2003–2011) para um valor negativo de R\$ 6,4 bilhões.

As receitas, exclusive dividendos e concessões, acumularam crescimento real de 1,0% no período janeiro–outubro, o qual esteve fortemente concentrado no mês de agosto, quando houve arrecadação adicional de R\$ 7,1 bilhões referentes ao Programa de Recuperação Fiscal (Refis). Em setembro e outubro, registrou-se queda, em termos reais, em relação aos mesmos meses de 2013, apesar da reabertura do Refis – que gerou, em outubro, uma arrecadação adicional estimada em apenas R\$ 1,7 bilhão, abaixo das expectativas da Receita Federal. Do lado das despesas, houve importante desaceleração em outubro, com crescimento real de apenas 0,5% em comparação a outubro de 2013, ante uma expansão acumulada no ano de 5,9%. É importante destacar o forte crescimento das despesas com abono salarial e com seguro–desemprego no mês, em relação ao mesmo mês de 2013, praticamente dobrando em termos reais. Em contrapartida, o auxílio à CDE caiu a menos da metade na mesma comparação, e as despesas do PAC se reduziram de forma significativa.

GRÁFICO 6.1

**Resultado primário do governo central, exclusive receitas com dividendos e concessões (out./2012–out./2014)**

(Valores acumulados em doze meses, em R\$ bilhões)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).  
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

**PROGRAMAÇÃO ORÇAMENTÁRIA**

O *deficit* primário do governo central acumulado até outubro mostrou ser inviável o alcance da meta de *superavit* de R\$ 80,8 bilhões que constava do decreto de programação orçamentária publicado no último mês de julho (Decreto nº 8.260). Ocorreu não apenas uma frustração de receitas – que tiveram queda real de 0,7% até outubro, contra um aumento previsto de 2,3% para o ano – mas também um crescimento maior do que o esperado das despesas – 9,0% até outubro, contra 5,4% para todo o ano. Houve também um sensível aumento do *deficit* da previdência, que já acumulava R\$ 50,6 bilhões até outubro, contra R\$ 40,6 bilhões previstos originalmente.

Diante desses números, o *Relatório de avaliação de receitas e despesas primárias*, referente ao quinto bimestre de 2014, incorporou novas previsões orçamentárias para 2014, com redução de R\$ 38,4 bilhões na previsão de receita líquida e aumento de R\$ 32,3 bilhões nas despesas. Entre os principais parâmetros macroeconômicos utilizados nas previsões destacam-se crescimento do PIB para 0,5% (contra 0,9% anteriormente), redução da previsão de variação do Índice Geral de Preços–Disponibilidade Interna (IGP–DI) para 3,0% (contra 4,6%) e aumento da inflação prevista do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) para 6,45% (contra 6,2%). Mantém-se também a previsão de saque de R\$ 3,5 bilhões do

Fundo Soberano do Brasil (FSB). Entre os principais elementos de receita e despesas, as maiores alterações em relação à previsão anterior foram as seguintes:

- redução de R\$ 17,7 bilhões da previsão de receitas tributárias (exceto previdência);
- redução de R\$ 15,2 bilhões na previsão de receitas de concessões e dividendos;
- redução de R\$ 15,2 bilhões na previsão de outras receitas, como cota-parte das compensações financeiras e operações com ativos;
- redução de R\$ 10 bilhões na previsão de transferências a estados e municípios;
- aumento de R\$ 8,8 bilhões na previsão de despesas com abono salarial e seguro-desemprego;
- aumento de R\$ 8,1 bilhões na previsão de benefícios da previdência;
- aumento de R\$ 3,6 bilhões nas despesas previstas com a compensação ao Regime Geral da Previdência Social (RGPS) pelas desonerações da folha salarial.

Essas alterações foram oficializadas pelo governo no Decreto nº 8.367/2014, cujos números são apresentados na tabela 6.1. Entretanto, um *superavit* primário de apenas R\$ 10 bilhões implicaria o descumprimento da LDO/2014 (tal como aprovada em dezembro de 2013), com consequentes sanções. A LDO previa um *superavit* primário mínimo de R\$ 49 bilhões, já considerando abatimento máximo de R\$ 67 bilhões (somando-se as despesas do PAC com parte da renúncia total de receitas, advinda de desonerações tributárias), aplicados sobre uma meta “cheia”, de R\$ 116,1 bilhões. Em vista disso, o Poder Executivo enviou ao Congresso Nacional um projeto de lei que altera a LDO/2014 (PLN nº 36/2014), de forma a permitir que fossem abatidos da meta todos os gastos relativos às desonerações de tributos e ao PAC. A aprovação desse projeto no início de dezembro, essencialmente, exime o governo de produzir um *superavit* primário em 2014.

Registre-se, entretanto, que a previsão para a receita de impostos e contribuições que consta no Decreto nº 8.367/2014 (de R\$ 747,9 bilhões, com queda real de 2,7% em relação a 2013) parece perfeitamente factível, incorporando, inclusive, uma queda maior do que a observada até outubro – o que parece levar em conta a previsão menos otimista

de ingresso de novos recursos pelo Refis nos últimos meses do ano, comparativamente ao que se arrecadou no mesmo período de 2013. O mesmo vale para as despesas, para as quais também se prevê um crescimento no ano maior do que o observado até outubro. Apenas no caso da previdência parece haver algum excesso de otimismo, prevendo-se um *deficit* inferior ao acumulado até outubro.

TABELA 6.1

**Resultado do governo central e previsão para o ano**

(Estimativas para o ano constantes do Decreto nº 8.367/2014 da SPE/MF de novembro de 2014)

Item	Janeiro-outubro		Ano	
	Valor	Variação % <sup>1</sup>	Valor	Variação % <sup>1</sup>
1. Receita total	732,9	-0,7	899,0	-2,0
1.1 Impostos e contribuições	635,0	-1,4	747,9	-2,7
1.2 Dividendos, concessões e Petrobras	20,6	-23,7	25,7	-37,7
1.3 Demais	77,4	14,6	125,4	16,9
2. Transferências a Estados e Municípios	169,5	2,7	199,7	-0,2
3. Receita líquida (1 - 2)	563,4	-1,7	699,3	-2,5
4. Despesas	524,5	9,0	643,5	10,5
4.1 Pessoal e encargos sociais	175,3	0,6	218,0	2,1
4.2 Custeio e capital	349,2	13,8	425,4	16,1
5. FSB	0,0	-	3,5	-
6. Resultado do tesouro (3 - 4 + 5)	38,9	-57,8	59,3	-56,1
7. Resultado da previdência (7.1 - 7.2)	-50,6	7,1	-49,2	-6,3
7.1 Arrecadação líquida INSS	265,0	3,8	346,3	7,1
7.2 Benefícios da previdência	315,5	4,3	395,5	5,2
8. Resultado primário tesouro + previdência	-11,7	-	10,1	-87,5

Fonte: STN e Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (SPE/MF).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: <sup>1</sup> Variação real em relação ao mesmo período de 2013. Deflator: IPCA.

Com relação ao orçamento de 2015, o governo enviou ao Congresso uma proposta de alteração da LDO que reduz a previsão de *superavit* primário do governo central para R\$ 55,3 bilhões. Esse passará a ser o valor oficial da meta, sem quaisquer dos descontos que vinham sendo permitidos nos últimos anos. Segundo informações veiculadas na imprensa, a proposta incluiria uma revisão para baixo das receitas da ordem de R\$ 30 bilhões, resultante da queda da previsão de crescimento do PIB para 0,8% – na proposta anterior, previa-se crescimento de 2%. Considerando-se a receita total esperada para 2014, o novo orçamento para 2015 embutiria um crescimento real da ordem de 9% nas receitas e de 4% nas despesas.

## RECEITAS E DESPESAS DA UNIÃO

Como apontado em seguidas edições desta *Carta*, a redução do resultado primário do governo central é reflexo de uma expansão das despesas a um ritmo consistentemente maior do que o das despesas desde meados de 2012. As despesas do Tesouro Nacional continuam crescendo a uma taxa real da ordem de 6% a 7% ao ano (a.a.), como o fazem há cerca de dois anos (gráfico 6.2). Já a variação real das receitas, que havia melhorado

sensivelmente entre o início de 2013 (quando estava em terreno negativo) e o início de 2014, voltou a perder fôlego nos últimos meses, tendo ficado em 3,25% até outubro. É provável que esta taxa se reduza ainda mais nos dois últimos meses do ano, uma vez que, no final de 2013, registrou-se uma arrecadação extraordinariamente elevada de tributos em função do Refis, fato que não deve se repetir na mesma magnitude neste ano.

GRÁFICO 6.2

**Taxa de crescimento real de receitas e despesas da União (out./2012–out./2014)**  
(Variação % acumulada em doze meses)



Fonte: STN.

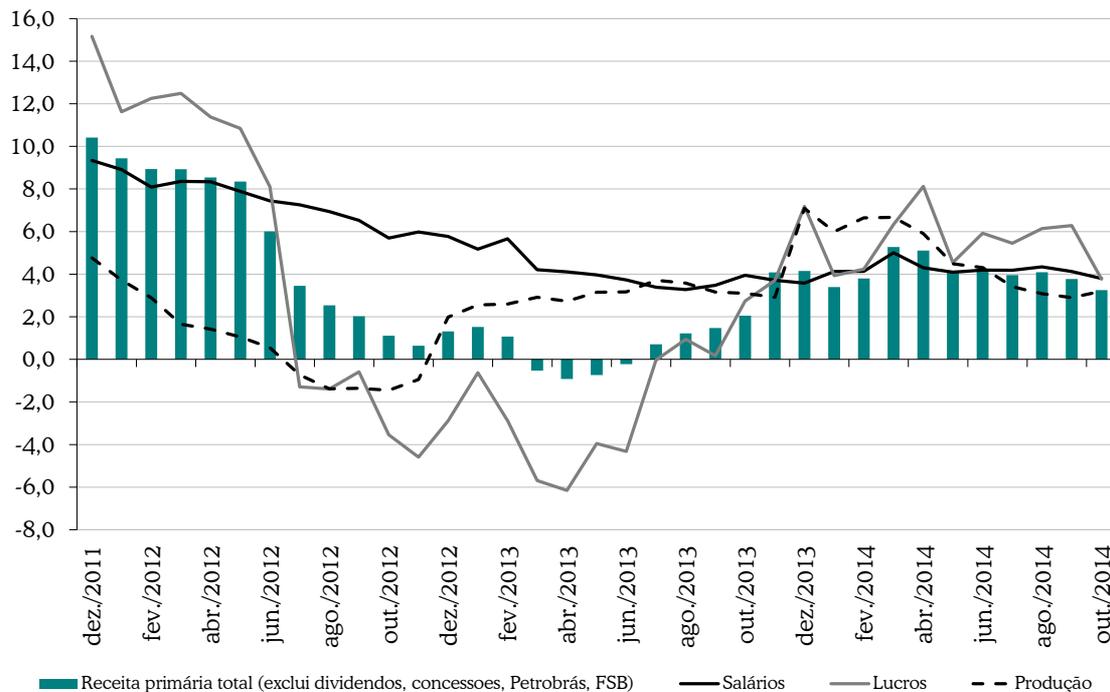
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O desempenho recente das receitas revela um ritmo de crescimento semelhante entre as diferentes modalidades de tributos, ao menos em termos do crescimento acumulado em doze meses (gráfico 6.3). Os tributos associados aos lucros das empresas – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) – cresceram 3,8% em termos reais nos doze meses até outubro, com nítida trajetória de recuperação desde meados do ano passado, quando estavam em território negativo. A mesma taxa de crescimento se verifica nos tributos sobre salários – em que se destacam a previdência social e o Imposto de Renda de Pessoa Física (IRPF). Os tributos sobre a produção – como o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), o Programa de Integração Social (PIS) e a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) – ensaiaram uma recuperação no início do ano, mas voltaram a desacelerar nos últimos meses, crescendo 3,2% até outubro, desempenho que

está alinhado com a desaceleração das vendas no comércio e da atividade do setor de serviços.

GRÁFICO 6.3

**Taxa de crescimento real das receitas primárias da União (exclusive dividendos, concessões, FSB e Petrobras), segundo principais componentes (out./2012–out./2014)**  
(Variação % acumulada em doze meses)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Entretanto, a arrecadação extraordinariamente elevada, alcançada no final de outubro de 2013, graças ao Refis, causa uma distorção nesses números, mais especificamente nos tributos associados aos lucros e à produção (destacadamente PIS–Cofins). Com efeito, a análise dos dados referentes apenas ao período janeiro–outubro deste ano, comparativamente ao mesmo período de 2013, mostra um quadro um pouco diferente. A tabela 6.2 evidencia que todo o crescimento da receita nesse período adveio dos tributos sobre salários, que cresceram 3,8% em termos reais, com destaque para a arrecadação da previdência (alta de 4,0%). Os tributos sobre os lucros tiveram redução de 1,0%, e aqueles incidentes sobre a produção se reduziram em 2,2%. Houve queda também dos impostos incidentes sobre as importações (–5,8%) e sobre as operações financeiras (–5,1%).

Em valores absolutos, a última coluna da tabela mostra que o crescimento de pouco mais de R\$ 9 bilhões da receita primária federal ajustada (que exclui concessões e dividendos) deveu-se principalmente à arrecadação da previdência, que aumentou R\$ 9,9 bilhões – devendo-se lembrar de que, deste valor, quase R\$ 7 bilhões referem-se não à arrecadação direta da previdência, mas à compensação paga pelo Tesouro por

conta da desoneração da folha de pagamentos. Houve crescimento significativo também das demais receitas provenientes do trabalho (basicamente o imposto de renda), refletindo a continuidade do processo de crescimento da massa real de salários. Vale destacar, também, o crescimento da receita de IPI vinculado à produção, que havia caído sensivelmente em 2012 e 2013, por conta das desonerações. Por outro lado, a Cofins foi responsável, sozinha, por uma queda de arrecadação de mais de R\$ 5 bilhões este ano, e os impostos sobre os lucros acumulam perda de R\$ 2 bilhões.

TABELA 6.2

**Taxa de crescimento real das receitas primárias da União, segundo principais componentes (janeiro–outubro)**

Elementos	Variação % a.a. biênio 2012–2013	Variação % 2014	Variação Absoluta 2014 (R\$ Milhões constantes de jan/14)
<b>RPFT Ajustada</b>	<b>1,5</b>	<b>1,0</b>	<b>9.174,6</b>
Salários	3,7	3,8	13.461,3
Previdência	4,5	4,0	9.902,7
Demais s/ salários	1,8	3,4	3.558,7
Lucros	1,0	-1,0	-2.047,7
Produção	0,1	-2,2	-5.134,8
IPI–Produção	1,8	4,4	1.182,6
Cofins	-0,2	-3,2	-5.148,2
Demais s/ produção	-0,2	-2,7	-1.169,2
Importação	2,8	-5,8	-1.829,4
Operações Financeiras	-8,8	-5,1	-1.273,9
Demais receitas	0,6	6,3	5.998,9
Dividendos	-10,6	15,4	2.319,7
Concessões	7,3	-62,3	-4.533,9

Fonte: STN.

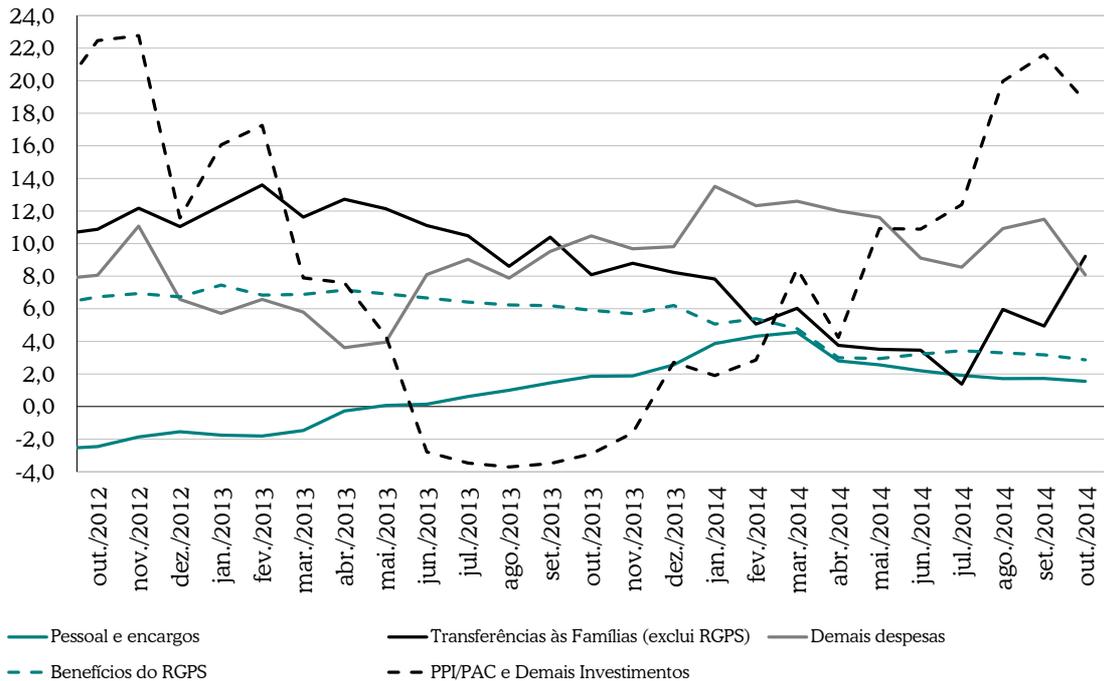
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Com relação aos componentes das despesas, o gráfico 6.4 ilustra que as despesas com investimentos vêm liderando o crescimento, com variação real de 18,8% nos doze meses até outubro, contrastando com a alta de apenas 2,7% registrada em 2013. Em contrapartida, o menor reajuste do SM, entre outros fatores, contribuiu para uma desaceleração dos gastos com a previdência social (alta real de 2,9% nos doze meses até outubro). No caso das demais transferências, o reajuste dos benefícios do Programa Bolsa Família (PBF) fez com que as despesas voltassem a se acelerar a partir do meio do ano, tendo crescido 9,2% nos doze meses até outubro – pressionados, também, por uma forte expansão dos gastos com abono salarial e seguro–desemprego. As despesas com pessoal e encargos permanecem crescendo lentamente, à taxa real de 2,0% a.a., e as demais despesas tiveram variação real de 8,1.

GRÁFICO 6.4

**Taxa de crescimento real das despesas primárias da União, segundo principais componentes (out./2012–out./2014)**

(Variação % acumulada em doze meses)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: <sup>1</sup> Projeto Piloto de Investimento.

Embora o ritmo de crescimento das demais despesas seja relativamente elevado, é importante destacar que grande parte dele esteve associado a duas rubricas extraordinárias: a compensação ao RGPS, por conta das desonerações – despesa intraorçamentária, sem impacto fiscal – e o auxílio à CDE. A tabela 6.3 mostra que, no acumulado do período janeiro–outubro, essas rubricas foram responsáveis por um aumento de R\$ 9,1 bilhões (20% da variação da receita total), e as rubricas restantes das “demais despesas” cresceram R\$ 7 bilhões (ou 4,9% em termos reais). Os investimentos – incluindo as despesas com o programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV) – foram, individualmente, os maiores responsáveis pelo aumento absoluto das despesas reais entre 2013 e 2014, com variação de R\$ 12 bilhões, ou 26% da variação total. As transferências às famílias, inclusive os benefícios previdenciários, geraram um aumento absoluto de 15,5 bilhões.

TABELA 6.3

**Taxa de crescimento real das despesas primárias da União, segundo principais componentes (janeiro–outubro)**  
(Em %)

Elementos	Variação % a.a. biênio 2012–2013	Variação % 2014	Valor absoluto 2014 (R\$ Milhões constantes de jan./2014)
DPFT	6,9	5,9	45.662,8
Investimentos	12,6	22,2	12.061,1
Transferências às famílias (exceto RGPS)	10,3	9,6	8.560,5
Benefícios previdenciários	6,9	2,3	6.907,6
Compensação RGPS	–	95,1	6.919,1
Auxílio à CDE	–	33,0	2.175,1
Pessoal e encargos sociais	0,2	1,1	1.823,3
Demais despesas	6,3	4,9	7.216,3

Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

## ESTADOS E MUNICÍPIOS

Os governos estaduais e municipais e suas empresas estatais acumularam resultado primário negativo de R\$ 5,6 bilhões no bimestre setembro–outubro, que se seguiu ao resultado também negativo de R\$ 2,7 bilhões de agosto, de acordo com os dados do Banco Central do Brasil (BCB). Com isso, o resultado acumulado no período janeiro–outubro, embora ainda superavitário, reduziu–se para R\$ 4,2 bilhões, o mais baixo em muitos anos. No acumulado em doze meses, o resultado está ligeiramente positivo, mas somente em virtude do *superavit* de cerca de 0,1% registrado pelos municípios. O gráfico 6.5 mostra que a posição fiscal dos estados teve importante deterioração, com o resultado primário já passando para território negativo, em 0,08% do PIB.

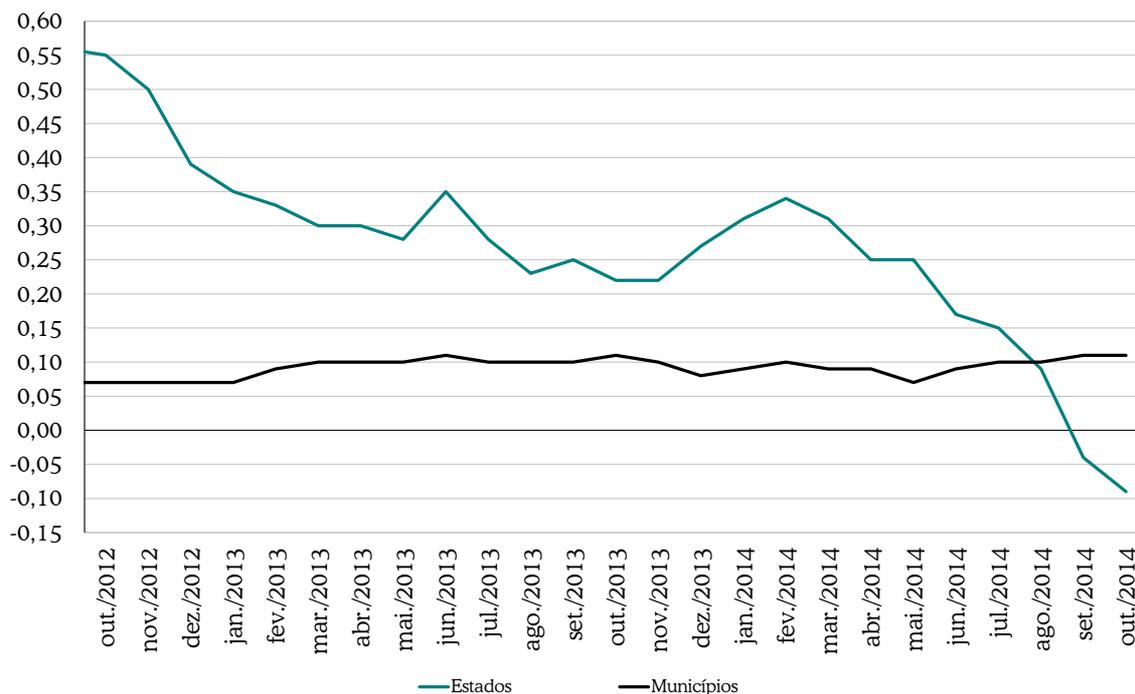
A consolidação dos dados dos Relatórios resumidos da execução orçamentária (RREOs) divulgados bimestralmente pelos estados e municípios brasileiros permite uma aproximação, ainda que imperfeita, da evolução do resultado primário “acima da linha” dos entes subnacionais.<sup>1</sup> Os dados referentes ao período janeiro–agosto de 2014 consolidados para os estados (tabela 6.4) sugerem um quadro muito semelhante ao observado no nível federal. A redução do *superavit* primário em relação ao ano passado deve–se a um aumento expressivo das despesas (7,2% em termos reais) e a um desempenho modesto das receitas (1,9%), especialmente do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS). Do lado das despesas, houve forte crescimento dos investimentos (42,9%), ainda que, em termos absolutos, a maior parte do aumento das despesas totais esteja relacionada aos gastos com pessoal e encargos, que tiveram expansão real de 7,4%.

1. A aproximação é imperfeita porque os dados dos RREOs são baseados em conceitos orçamentários – por oposição ao critério “de caixa” utilizado nas LDOs para fixar a meta de *superavit* primário – e porque subsistem diferenças de interpretação dos conceitos da contabilidade pública entre os vários estados e municípios, diferenças que devem necessariamente ser identificadas e corrigidas em estimativas mais refinadas.

GRÁFICO 6.5

**Resultado primário de estados e municípios (out./2012–out./2014)**

(Fluxos acumulados em doze meses, em % do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 6.4

**Receitas e despesas dos estados, segundo principais componentes (janeiro–junho)**

(Em R\$ bilhões)

Receitas e despesas <sup>1</sup>	4º Bimestre 2013	4º Bimestre 2014	Valor real (%) <sup>2</sup>
<b>Receita primaria total</b>	<b>434,9</b>	<b>443,1</b>	<b>1,9</b>
Receita tributária	257,8	261,6	1,5
ICMS	205,8	207,3	0,7
Demais receitas tributárias	52,0	54,3	4,3
Transferências correntes	87,7	91,4	4,3
Demais receitas primárias	89,4	90,1	0,8
<b>Despesa primaria total</b>	<b>393,1</b>	<b>421,3</b>	<b>7,2</b>
Pessoal e encargos sociais	201,6	216,5	7,4
Investimentos	21,0	30,1	42,9
Transferências constitucionais e legais	66,6	66,8	0,3
Demais despesas	103,9	107,9	3,8
<b>Resultado primário</b>	<b>41,8</b>	<b>21,9</b>	<b>(47,6)</b>

Fonte: RREOs dos estados.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

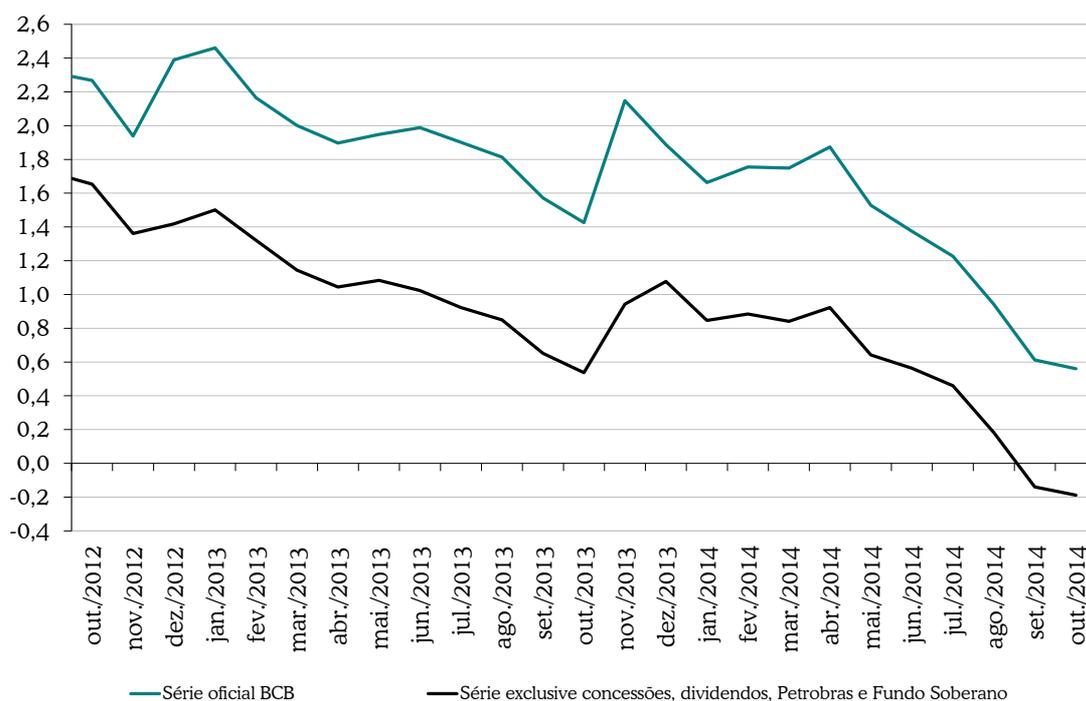
Nota: <sup>1</sup> Os estados do Amapá, da Paraíba e de Roraima foram retirados da amostra porque ainda não disponibilizaram o RREO para o quarto bimestre de 2014.<sup>2</sup> Deflator: IPCA.**NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO E DÍVIDA PÚBLICA**

O setor público consolidado registrou, segundo dados do BCB, *superavit* primário de R\$ 3,7 bilhões em outubro, interrompendo uma sequência de cinco meses de resultado negativo. No acumulado do período janeiro–outubro, contudo, o resultado primário foi

negativo em US\$ 11,6 bilhões (0,27% do PIB), com o *superavit* de 0,1% do PIB nos níveis estadual e municipal sendo mais do que compensado pelo *deficit* de R\$ 0,37% no nível federal. No acumulado em doze meses até outubro, o resultado primário consolidado ainda é positivo em 0,56% do PIB. Com os gastos equivalentes a 5,57% com pagamentos de juros da dívida pública, o resultado nominal ficou negativo em 5,01% do PIB, percentual mais elevado desde 2003.

O gráfico 6.6 ilustra o movimento contínuo de queda do resultado primário ao longo de 2014. Descontando-se as receitas extraordinárias obtidas com concessões e dividendos da União nos últimos doze meses (de R\$ 38,2 bilhões), o resultado primário “recorrente” torna-se negativo em 0,19% do PIB.

GRÁFICO 6.6  
**Superavit primário do setor público consolidado (out./2012–out./2014)**  
 (Fluxos acumulados em doze meses, em % do PIB)



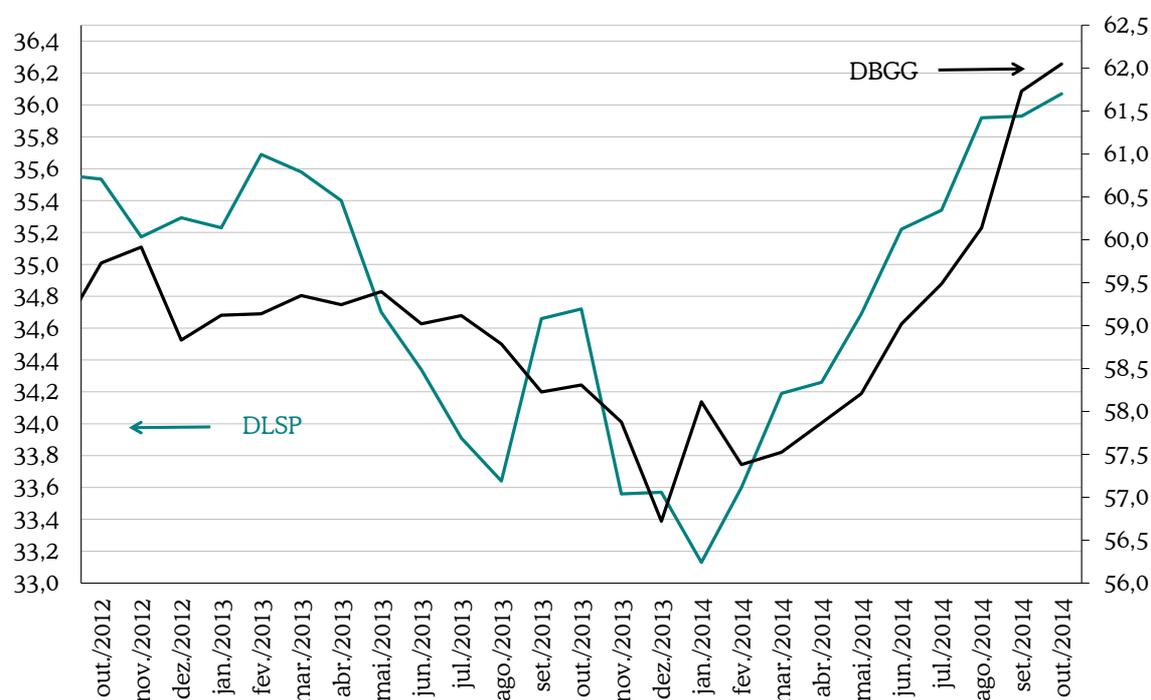
Fonte: BCB.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A piora do resultado primário vem resultando em aumento da dívida pública ao longo de 2014, seja em valores absolutos, seja quando medida como percentual do PIB (gráfico 6.7). A dívida bruta do governo geral (DBGG) chegou a 62,1% do PIB em outubro, com variação de 5,3 pontos percentuais (p.p.) em relação ao final de 2013. A dívida líquida do setor público (DLSP) ficou em 36,1% do PIB, com alta de 2,5 p.p. no período.

O gráfico 6.8 ilustra como a mudança de comportamento do *superavit* primário impactou a evolução da DLSP como proporção do PIB. Até alguns meses atrás, ele

contribuía com 0,15 p.p. a 0,20 p.p. para a redução da relação dívida líquida/PIB, ao passo que, nos doze meses até outubro, a contribuição foi de apenas 0,05 p.p. Já o ajuste cambial voltou a contribuir para a redução da dívida nos últimos meses (–0,13 p.p. do PIB até outubro), em vista da desvalorização do real registrada, principalmente, em setembro e outubro – o que aumenta o valor em reais dos ativos do governo denominados em moeda estrangeira, basicamente as reservas internacionais. A variação do PIB nominal permanece contribuindo com cerca de 0,2 p.p. para a redução da dívida, ao passo que os juros continuam sendo o grande fator de crescimento da dívida, colaborando com algo entre 0,40 p.p. e 0,50 p.p..

GRÁFICO 6.7  
**DBGG e DLSP (out./2012–out./2014)**  
 (Em % do PIB)

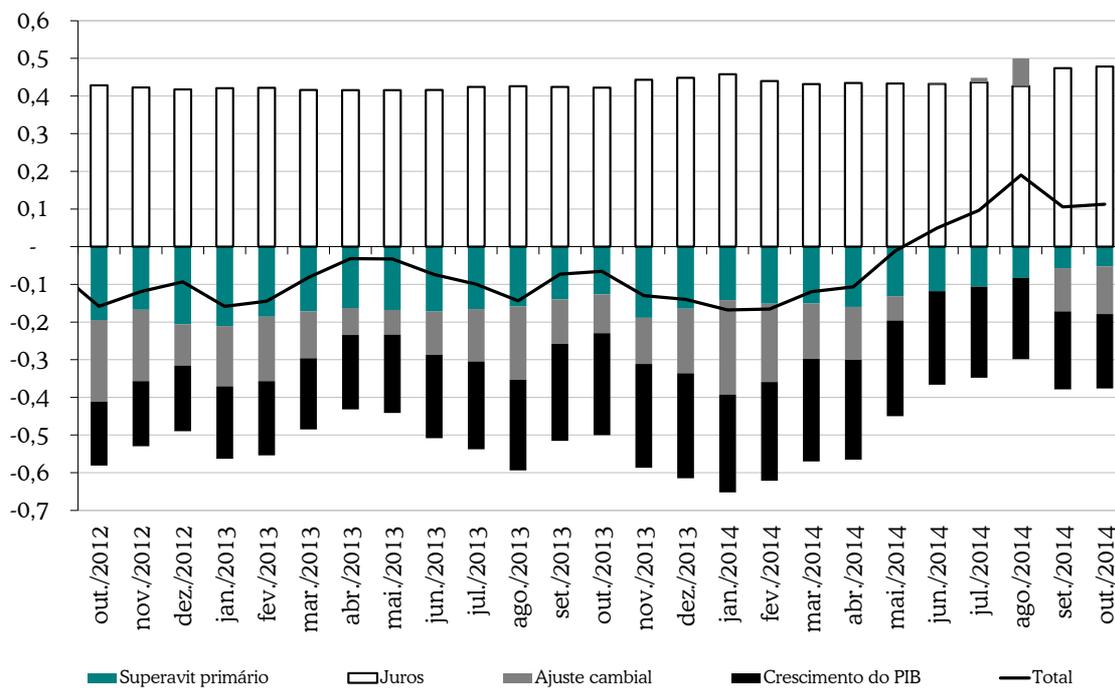


Fonte: BCB.  
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 6.8

**Fatores condicionantes da variação da DLSP (out./2012–out./2014)**

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



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

# 7 ECONOMIA MUNDIAL

## SUMÁRIO

A evolução recente da economia internacional foi marcada, do ponto de vista da atividade econômica, pela consolidação da recuperação nos Estados Unidos, pela debilidade do crescimento na Europa, por novos sinais de desaceleração na China e pela recessão no Japão. Nesse contexto, o receio de deflação intensificou-se na Europa e no Japão. Desenha-se assim um contraste entre a política monetária dos Estados Unidos – que se tornará, gradualmente, mais apertada – e a da Área do Euro e do Japão, onde os mecanismos de afrouxamento quantitativo, envolvendo a aquisição de ativos pelos respectivos bancos centrais, tendem a ser ampliados. Por sua vez, a política fiscal em quase todos os países industrializados vem se caracterizando pela redução dos *deficit* públicos, num esforço para estabilizar a relação dívida/Produto Interno Bruto (PIB), o que significa que a postura nessa área tende a passar de contracionista para neutra.

Na China, o governo reduziu a taxa de juros como forma de se contrapor à desaceleração do crescimento. Contudo, essa tendência deve prosseguir, ainda que de forma gradual, devido à reestruturação econômica em curso, especialmente pela redução do peso do setor da construção – tanto residencial quanto de infraestrutura – e da indústria. À queda do crescimento dos investimentos residenciais e das exportações deve se suceder o aumento do peso do consumo e dos serviços enquanto motores do crescimento.

O dólar norte-americano apresentou forte valorização a partir de julho, refletindo as expectativas com relação à política monetária nos Estados Unidos. Isso e mais a perspectiva de desaceleração do crescimento na China têm afetado negativamente os preços de *commodities*, como se verá a seguir. Para os países emergentes, esse quadro resulta em perspectivas que dependem da posição de cada um no comércio internacional: para os que dependem de exportações de *commodities* em geral, e de petróleo em particular, a perspectiva não é das mais favoráveis. Para os países consumidores de *commodities* e exportadores de manufaturados, como é o caso da maior parte da Ásia, a tendência é de alívio na balança comercial e de estímulo à demanda interna. Como visto na *Carta de conjuntura* nº 24, de outubro, o Fundo Monetário Internacional (FMI) projeta uma aceleração do crescimento dos países emergentes, em 2015, de 4,4% para 5%, enquanto o crescimento da economia mundial passaria de 3,3% este ano para 3,8% no ano que vem. Para a América Latina, em particular, as projeções são de que o crescimento acelere de 1,3% para 2,2%.

## COMMODITIES

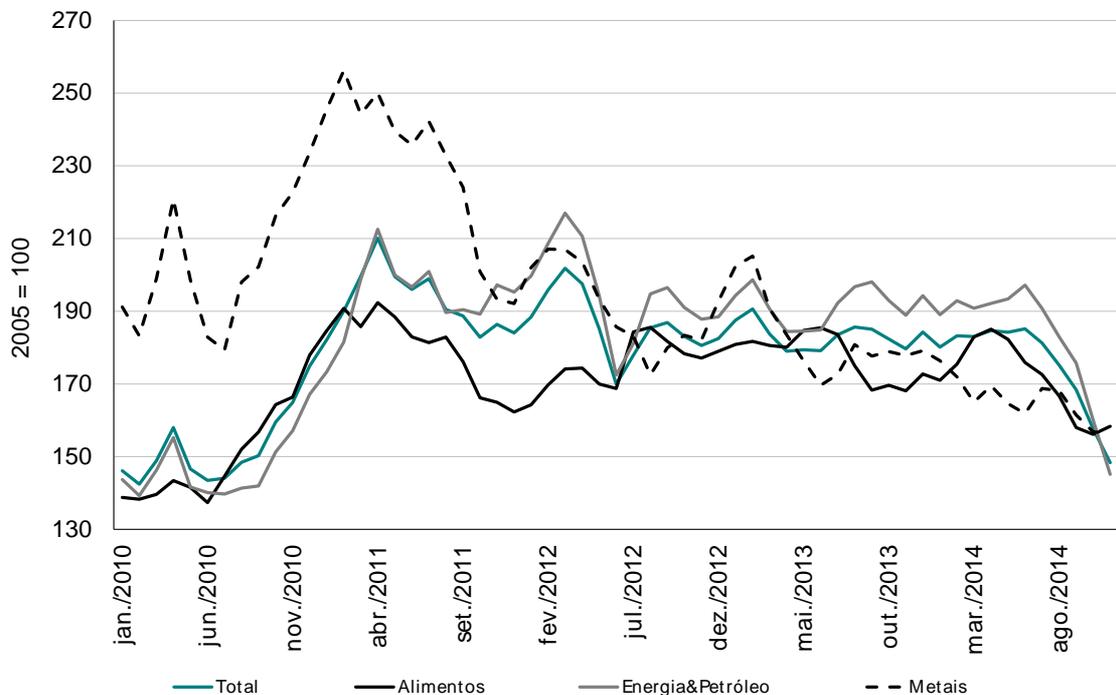
Os preços de *commodities* vêm caindo, em parte como resposta à valorização do dólar em comparação às demais moedas. O gráfico 7.1 mostra a evolução do dólar norte-americano relação a uma cesta de moedas de seus principais parceiros comerciais, e o gráfico 7.2 apresenta a evolução recente dos preços de *commodities* segundo os principais grupos de produtos.

GRÁFICO 1  
Taxa de câmbio efetiva – USD (jan./2010-out./2014)



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

GRÁFICO 7.2  
Índice de preços de commodities (jan./ 2010-ago./2014)



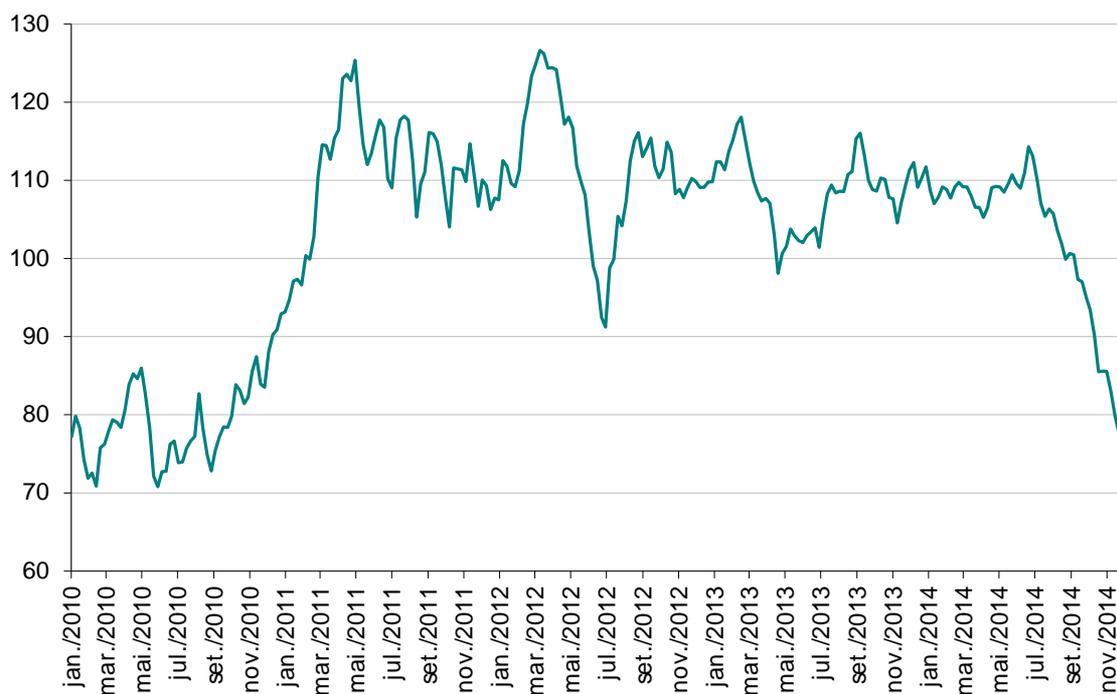
Fonte: FMI.

A evolução do dólar mostra forte movimento ascendente a partir de julho de 2014, refletindo a evolução mais favorável da economia norte-americana, especialmente no que se refere ao mercado de trabalho, como será comentado a seguir. Essa tendência

reflete também a relativa debilidade do desempenho econômico nos demais países industrializados – com destaque para o resultado decepcionante do Japão – e a desaceleração do crescimento na China.

Os preços de *commodities* tiveram um pico no primeiro semestre de 2011, declinando a partir daí: lentamente no caso dos alimentos e da energia, e de forma acentuada no caso dos metais. Uma nova rodada de queda começou em meados deste ano, envolvendo, além dos metais, alimentos e energia. Os preços de alimentos se estabilizaram nos últimos meses, mas os da energia continuaram a cair de forma acentuada, como se pode ver no gráfico 7.3, que mostra a evolução dos preços do petróleo. A forte queda dos preços do petróleo no mercado internacional reflete tanto a desaceleração da demanda quanto o aumento da oferta.

GRÁFICO 7.3  
Preço do petróleo – Brent – USD/barril (jan./2010-nov./2014)



Fonte: FRED.

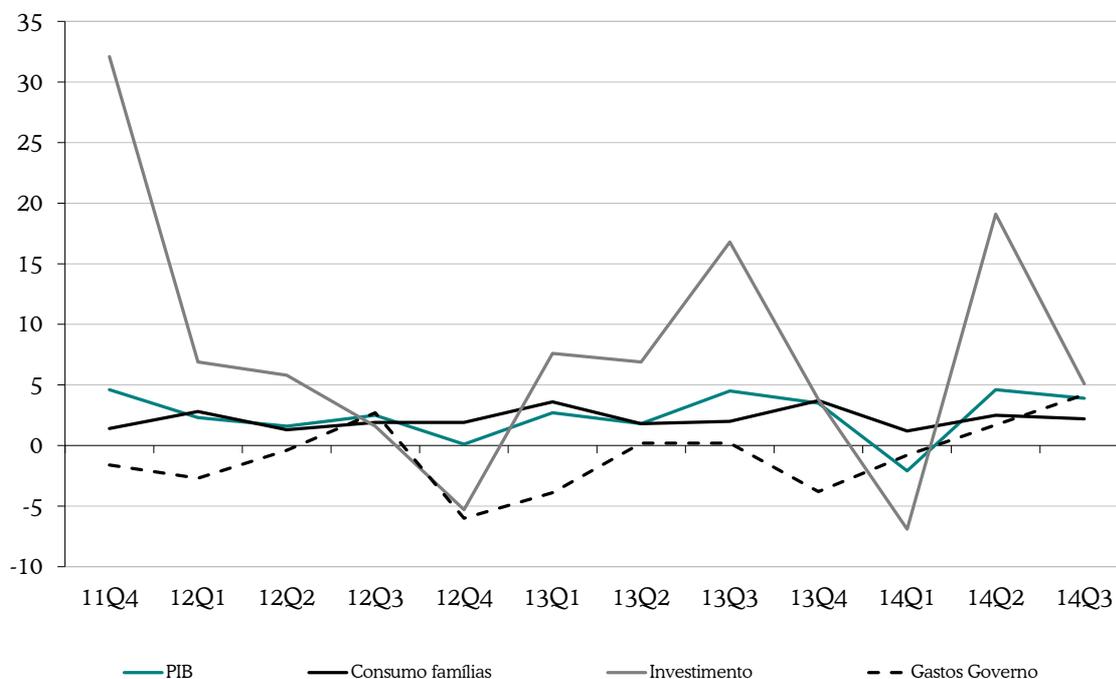
## ESTADOS UNIDOS

A economia norte-americana manteve um ritmo de crescimento elevado no terceiro trimestre do ano. Conforme os dados da segunda revisão do PIB, a taxa no período foi de 3,9%, ante 4,6% no segundo trimestre. Não obstante, os sinais ainda não são inteiramente claros quanto ao ritmo dessa recuperação à frente. Por um lado, a queda surpreendente dos preços do petróleo no mercado internacional pode representar um estímulo poderoso à expansão do consumo. Por outro, com o Federal Reserve (Fed) já tendo interrompido o mecanismo de expansão quantitativa de moeda, a alta da taxa de juros em algum momento de 2015 pode atuar no sentido de esfriar a demanda. O FMI

projeta para os Estados Unidos um crescimento de 2,2% este ano e de 3,1% no ano que vem.

Em termos de desempenho, o PIB do terceiro trimestre trouxe uma surpresa positiva, com crescimento superior às expectativas. O gráfico 7.4 mostra as taxas de crescimento trimestrais dessazonalizadas e anualizadas dos componentes da demanda interna. O consumo das famílias desacelerou em relação ao segundo trimestre, de 2,5% para 2,2% ao ano (a.a.), mas o ritmo ainda é superior ao do primeiro trimestre do ano. Os investimentos também desaceleraram fortemente, de 19% no segundo trimestre para 5% no terceiro. Essa desaceleração, contudo, decorre muito mais do menor ritmo de acumulação de estoques que do comportamento dos investimentos em ativos fixos, como se pode ver na tabela 7.1, que mostra as contribuições dos diversos componentes do PIB para a formação da taxa de variação trimestral. Por fim, destaca-se a mudança de sinal da variação do gasto público, que após um longo período em terreno negativo ou próximo de zero, cresceu 1,7% no segundo trimestre e 4,2% no terceiro.

**GRÁFICO 7.4**  
**Estados Unidos: PIB – variações trimestrais dessazonalizadas e anualizadas dos**  
**componentes da demanda interna (2011-2014)**  
 (Em %)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Como observado acima, a forte queda da taxa de crescimento dos investimentos refletiu principalmente o comportamento dos estoques. Isso pode ser visto mais claramente na tabela 7.1, em que se observa que a contribuição desse componente da demanda se reduziu de 1,4 ponto percentual (p.p.) no segundo trimestre para -0,1 p.p. no terceiro. Observa-se também uma redução da contribuição dos investimentos

residenciais de 0,27 p.p. para 0,09 p.p. no mesmo período. Essa queda corresponde a uma desaceleração da taxa de crescimento desse componente do investimento de 8,8% para 2,7% a.a., e reflete o comportamento ainda incerto do setor da construção nos Estados Unidos. De fato, indicadores mais recentes específicos ao setor, como construção (autorizações) e vendas de novas residências, registraram pequena desaceleração na variação anual da média móvel de três meses, embora ainda apresentassem crescimento elevado, de 3,9% e 11,2%, respectivamente, em outubro. Também a recuperação dos preços dos imóveis parece ter perdido fôlego, registrando-se quedas na margem de maio a agosto, para um acumulado de -1,1%, mas em setembro a variação voltou a ser positiva. No acumulado no ano, o preço dos imóveis ainda sobe 9,3% em relação a janeiro-setembro de 2013, mas em setembro o aumento havia se reduzido para 4,9% ante setembro do ano passado.

Por fim, vale notar, na composição do crescimento do PIB norte-americano no terceiro trimestre, a contribuição positiva das exportações líquidas, que passou de -0,34 p.p. para +0,78 p.p. Essa reversão decorreu do crescimento das exportações (que, embora desacelerando, ainda permanece positivo, passando de 11,1% para 4,5% entre o segundo e o terceiro trimestres), mas principalmente da queda da taxa de crescimento das importações, de 11,3% para -0,7%.

TABELA 7.1

**Estados Unidos: PIB – contribuições para a variação trimestral anualizada (2012-2014)**

(Em % e p.p.)

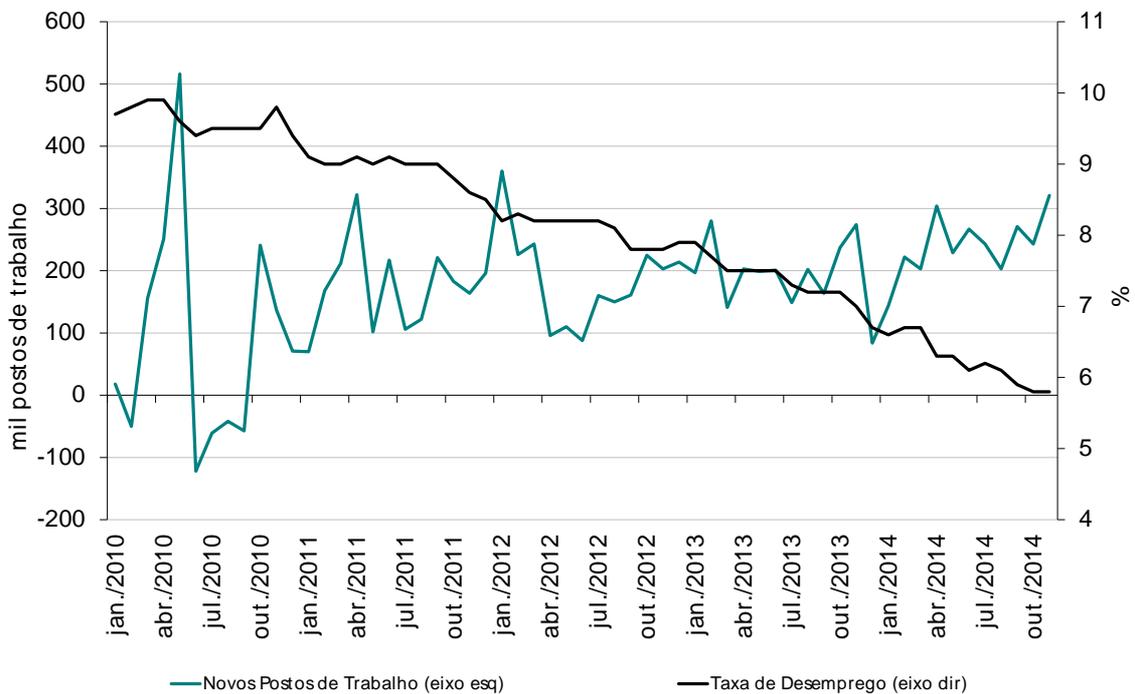
	4º tri./ 2012	1º tri./ 2013	2º tri./ 2013	3º tri./ 2013	4º tri./ 2013	1º tri./ 2014	2º tri./ 2014	3º tri./ 2014
<b>PIB</b>	<b>0,10</b>	<b>2,70</b>	<b>1,80</b>	<b>4,50</b>	<b>3,50</b>	<b>-2,10</b>	<b>4,60</b>	<b>3,90</b>
<b>Consumo das famílias</b>	<b>1,32</b>	<b>2,45</b>	<b>1,23</b>	<b>1,39</b>	<b>2,51</b>	<b>0,83</b>	<b>1,75</b>	<b>1,51</b>
<b>Investimento privado</b>	<b>-0,84</b>	<b>1,12</b>	<b>1,03</b>	<b>2,50</b>	<b>0,62</b>	<b>-1,13</b>	<b>2,87</b>	<b>0,85</b>
Investimento fixo	0,96	0,42	0,74	1,01	0,95	0,03	1,45	0,97
Não residencial	0,44	0,20	0,21	0,67	1,23	0,20	1,18	0,88
Residencial	0,52	0,22	0,53	0,34	-0,28	-0,17	0,27	0,09
Variação de estoques	-1,80	0,70	0,30	1,49	-0,34	-1,16	1,42	-0,12
<b>Exportações líquidas de bens e serviços</b>	<b>0,79</b>	<b>-0,08</b>	<b>-0,54</b>	<b>0,59</b>	<b>1,08</b>	<b>-1,66</b>	<b>-0,34</b>	<b>0,78</b>
Exportações	0,19	-0,12	0,82	0,67	1,30	-1,30	1,43	0,65
Importações	0,59	0,04	-1,36	-0,09	-0,22	-0,36	-1,77	0,12
<b>Gastos do governo – consumo e investimento</b>	<b>-1,20</b>	<b>-0,75</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,71</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,31</b>	<b>0,76</b>

Fonte: BEA.

O cenário favorável para a economia americana se completa com a melhoria do mercado de trabalho ao longo dos dois últimos trimestres: a taxa de desemprego manteve a tendência de queda, alcançando 5,8% em novembro, o menor valor desde julho de 2008, enquanto a geração de postos de trabalho não agrícolas atingiu a marca de 321 mil novos postos em novembro, o que gera um crescimento no acumulado do ano de 22% (gráfico 7.5).

GRÁFICO 7.5

Estados Unidos: geração de postos de trabalho não agrícolas e taxa de desemprego (jan.2010-out./2014)



Fonte: Bureau of Labor Statistics (BLS).

Em outubro, o Fed encerrou as aquisições de títulos públicos e de títulos privados lastreados por ativos, e a expectativa em relação à política monetária é a de que o próximo passo envolveria um aumento da taxa de juros, especialmente diante de dados favoráveis no mercado de trabalho. No entanto, as taxas de juros de prazo mais longo ainda não parecem ter reagido com a intensidade que se esperava há alguns meses (gráfico 7.6). Isso talvez se explique pelo comportamento favorável da inflação – não apenas do Índice de preços dos Gastos com Consumo Pessoal (PCE) cheio, que reflete a queda dos preços do petróleo e dos combustíveis, mas também do seu núcleo, que exclui energia e alimentação, e que tem se mantido bastante estável no período recente, e abaixo da meta informal de 2% estabelecida pelo Fed (gráfico 7.7).

GRÁFICO 7.6

**Estados Unidos: taxa de juros – rendimento do título do tesouro americano de dez anos (jan./2010-nov./2014)**  
(Em % a.a.)



Fonte: FRED.

GRÁFICO 7.7

**Estados Unidos: taxa de inflação – variação anual do deflator dos gastos de consumo – índice cheio e núcleo (jan./2010-set./2014)**  
(Em %)



Fonte: FRED.

## ÁREA DO EURO

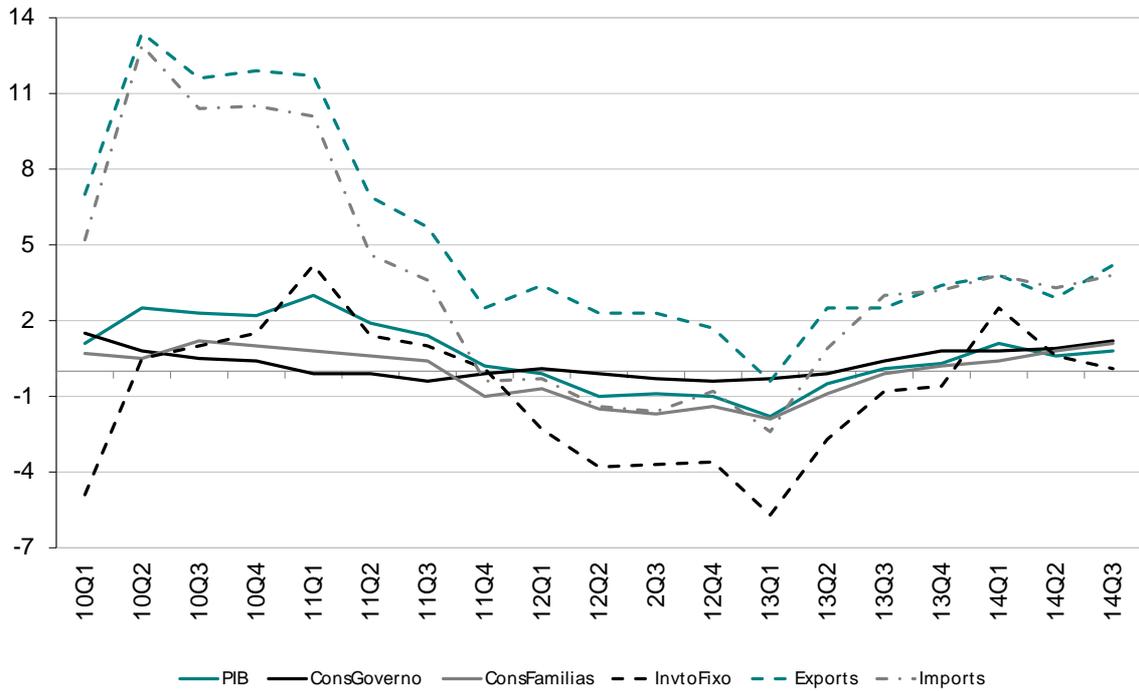
A atividade econômica na Área do Euro surpreendeu favoravelmente no terceiro trimestre, registrando crescimento de 0,4% anualizado, taxa igual à do segundo trimestre. A expectativa era de que o crescimento ficaria mais próximo de zero. Na União Europeia o crescimento foi de 1,2% anualizado, mais alto que o registrado no segundo trimestre (0,8%). Na comparação com mesmo trimestre de 2013, as variações foram de 0,8% e 1,5% na Área do Euro e União Europeia, respectivamente.

O gráfico 7.8 mostra a taxa de crescimento dos componentes do PIB na Área do Euro em termos da variação anual. Observa-se que a desaceleração do crescimento tem início em 2011, ficando negativo por seis trimestres consecutivos e voltando a ficar positivo no terceiro trimestre de 2013. Boa parte da retração, nessa base de comparação, é explicada pelo investimento, cujas taxas de variação tornaram-se fortemente negativas. O efeito sobre o PIB só não foi mais forte porque as exportações líquidas atuaram como amortecedor, ainda que sua contribuição também tenha se reduzido fortemente no período mais recente. Ao longo de 2013 e no início de 2014, o crescimento do investimento foi se recuperando, até voltar a ficar positivo no primeiro trimestre deste ano (2,5%). Porém, essa recuperação parece ter perdido o ímpeto, e o crescimento voltou a se reduzir até tornar-se praticamente nulo no terceiro trimestre. Quem voltou a crescer a partir da segunda metade de 2013 foi o consumo do governo, tendo apresentado variação de 1,2% no terceiro trimestre de 2014, a taxa mais alta desde o primeiro trimestre de 2010. Da mesma forma, o consumo das famílias também se recuperou a partir do final de 2013, tendo crescido 1,1% no terceiro trimestre deste ano em relação a igual período do ano passado. Por fim, vale notar que as exportações e importações apresentaram forte redução de crescimento ao longo de 2011 e 2012, e sua recuperação no ano passado e neste ano vem se fazendo de modo bem menos dinâmico que no período precedente. O gráfico 7.9 apresenta a variação do PIB na Área do Euro e sua decomposição em termos das contribuições da demanda interna e das exportações líquidas.

GRÁFICO 7.8

Área do Euro: PIB e componentes – variação anual (2010-2014)

(Em %)



Fonte: Eurostat (<http://ec.europa.eu/eurostat/help/new-eurostat-website>).

GRÁFICO 7.9

Área do Euro: variação anual do PIB (%) e contribuições da demanda interna e das exportações líquidas (p.p.)

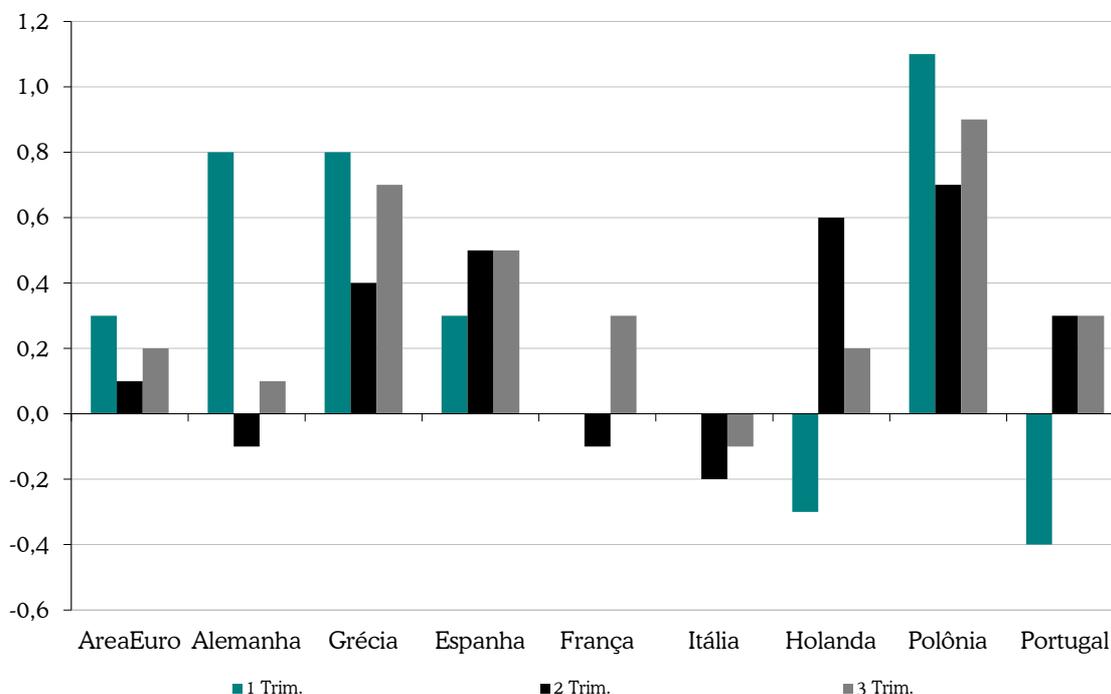


Fonte: Eurostat.

Em termos do comportamento dos diferentes países da Área do Euro, destaca-se o crescimento dos países ditos periféricos: certamente por terem sido os mais afetados

pela crise a partir de 2011, Grécia, Espanha, Polônia e, em menor grau Portugal, foram os que apresentaram maior crescimento nos dois últimos trimestres. Holanda também teve bom desempenho no período, enquanto a Alemanha, que teve forte crescimento (0,8%) no primeiro trimestre, ficou praticamente estagnada nos dois trimestres seguintes (gráfico 7.10).

GRÁFICO 7.10  
**Área do Euro: variações trimestrais dessazonalizadas do PIB (2014)**  
 (Em %)

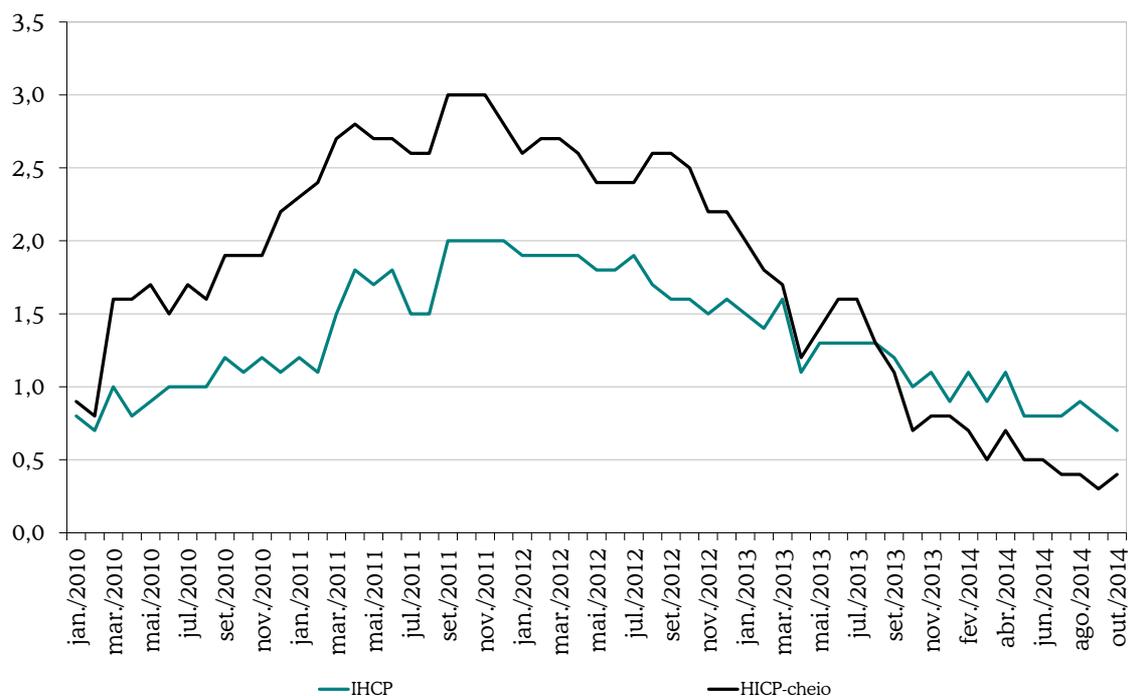


Fonte: Eurostat.

As perspectivas para o crescimento na Europa como um todo e na Área do Euro em particular parecem condicionadas à possibilidade de se acelerar a demanda, em especial os investimentos. As projeções do Banco Central Europeu (BCE) apontam para crescimento de 0,8% em 2014 e 1,0% em 2015 – neste caso, um pouco mais baixa que a previsão de 1,3% feita pelo FMI em outubro. Em adição ao programa direcionado de recompras de longo prazo – *Targeted longer-term refinancing operations (TLTRO)* –, o BCE passou a executar recentemente programas de aquisição de títulos lastreados por ativos (*covered bonds* e *asset-backed securities*). No entanto, o receio de que a região volte a enfrentar uma recessão devido à tendência deflacionária em curso tem levado à expectativa de que o BCE implementará, a partir do próximo ano, um programa ampliado de aquisições que inclua também títulos públicos. De fato, como se pode ver no gráfico 7.11, a inflação na Área do Euro vem declinando de forma acentuada, inclusive no seu núcleo: em outubro, as variações anuais foram de 0,4% no Índice Harmonizado de Preços ao Consumidor (IHCP) cheio e de 0,7% no núcleo, o que

aumenta a necessidade de medidas que impeçam que essa perspectiva contamine as expectativas. A primeira estimativa de novembro é de uma inflação anual de apenas 0,3%.

GRÁFICO 7.11  
 Área do Euro: inflação – índice cheio e núcleo (jan./2010-out./2014)



Fonte: Eurostat.

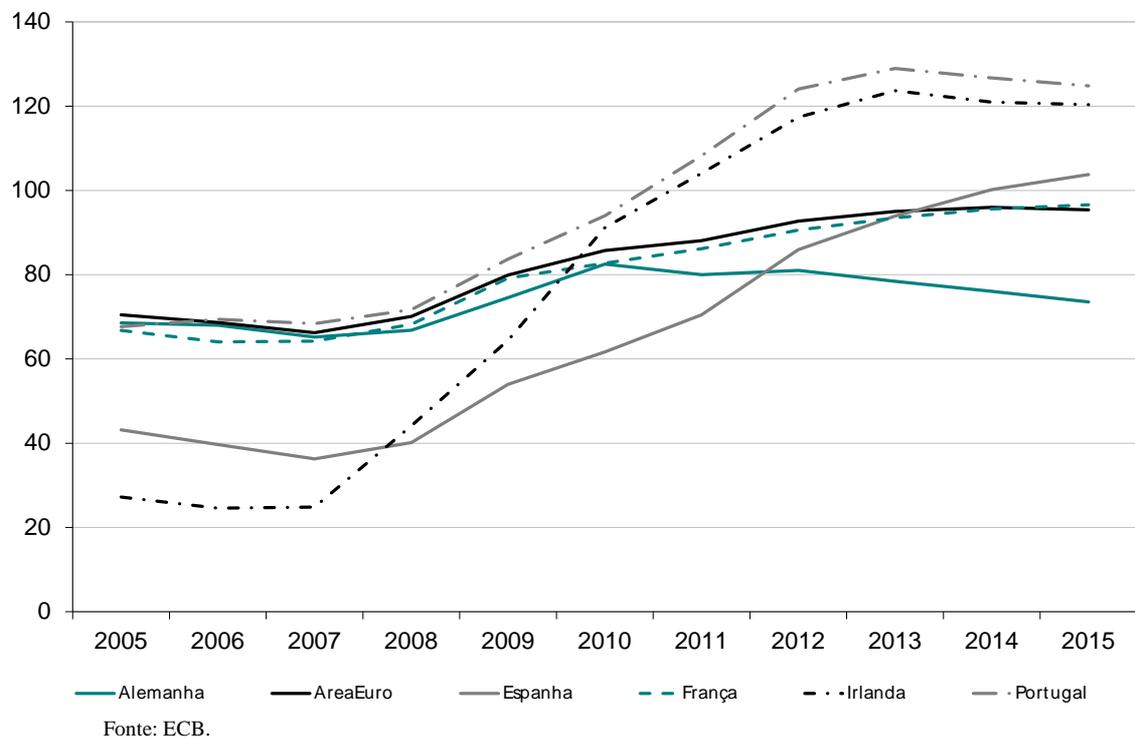
Pelo lado fiscal, pode-se argumentar que a maior parte do esforço de ajuste, após a explosão dos *deficit* públicos no imediato pós-crise, já foi realizada. Isso, por seu turno, significa que há espaço para que a política fiscal se torne menos contracionista, contribuindo para a expansão da demanda agregada. Os gráficos 7.12 e 7.13, a seguir, apresentam o comportamento recente do *deficit* público e da dívida pública para a Área do Euro e alguns países selecionados. O que se observa em relação aos *deficit* é que houve um ajuste importante: para a média da Área do Euro, os resultados projetados para 2015 pelo BCE indicam uma redução de 3,9 p.p. do PIB em relação a 2010, mas ela alcançou 26,3 p.p. do PIB na Irlanda, 9,8 p.p. na Grécia e 7,4 p.p. em Portugal. Na Espanha e na Alemanha, o ajuste foi semelhante à média da Área do Euro.

Não obstante esse esforço, os níveis da dívida pública ainda permanecem extremamente elevados. No entanto, para alguns países a dívida parece ter se estabilizado – caso de Irlanda e Portugal, em níveis próximos a 120% do PIB – e em outros, inclusive, já declina, como é o caso da Alemanha, onde a dívida recuou quase 9 p.p. do PIB no período. Para a média da Área do Euro e para a Espanha em particular, a relação dívida/PIB continua aumentando – no caso da Espanha, superando os 100% do PIB, ante 40% do PIB antes da crise.

GRÁFICO 7.12  
**Área do Euro: deficit fiscais (2005-2015)**  
 (Em % do PIB)



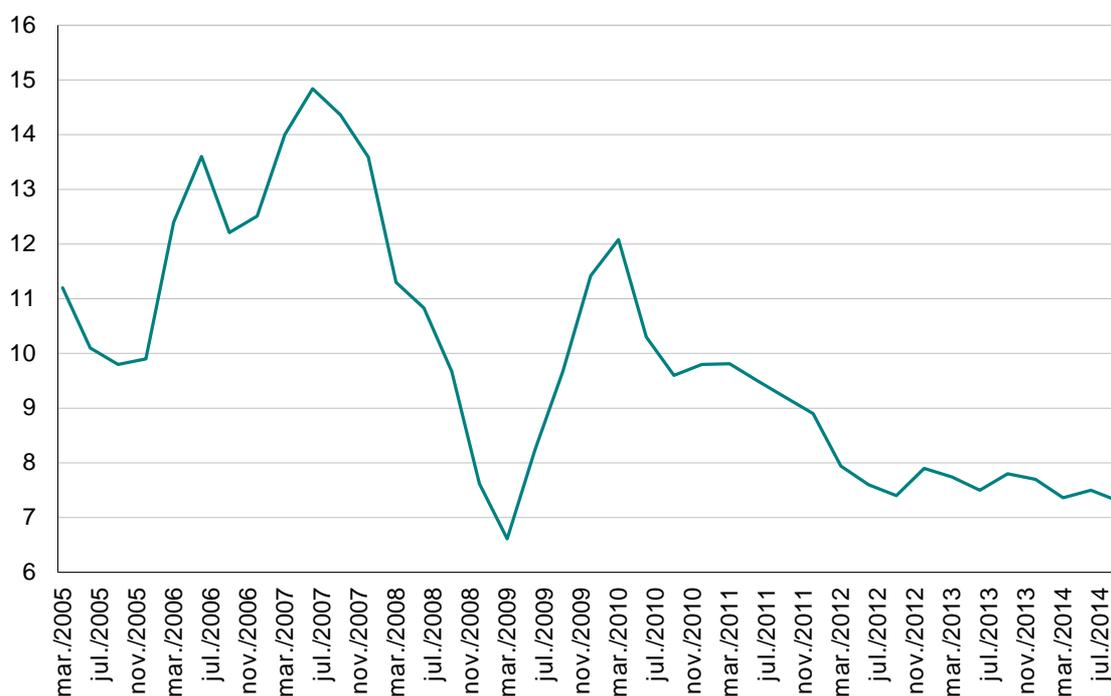
GRÁFICO 7.13  
**Área do Euro: dívida pública (2005-2015)**  
 (Em % do PIB)



## CHINA

O crescimento do PIB chinês no terceiro trimestre foi de 7,3% em comparação ao mesmo período de 2013, apenas um pouco inferior aos 7,5% do segundo trimestre (gráfico 7.14). Não obstante, quando se observam outros indicadores, como a produção industrial, há uma clara percepção de que se encontra em curso um processo de desaceleração de crescimento da economia chinesa. A taxa de crescimento anual da produção industrial em outubro foi de 7,7% e, na média de três meses, atingiu o menor valor desde fevereiro de 2009. O Purchasing Managers Index (índice PMI) de novembro ficou em 50 pontos, quando a média de longo prazo é de 51,4 pontos.

GRÁFICO 7.14  
China: variação anual do PIB (mar.2005-jul./2014)  
(Em %)



Fonte: CEIC.

Outros indicadores, como a evolução do crédito e o crescimento de exportações e importações, apontam no mesmo sentido, havendo dúvidas apenas quanto à intensidade da desaceleração e quanto à capacidade e desejo do governo de reverter o processo.

Em relação ao primeiro ponto, o espaço para uma maior utilização da política monetária parece existir diante dos resultados favoráveis da inflação. Como se pode ver no gráfico 7.15, as taxas de inflação anual, tanto para o índice de preços ao consumidor (IPC) cheio quanto para o núcleo têm revelado grande estabilidade. Em outubro, o índice cheio teve variação anual de 1,7%, e o núcleo, de 1,4%. O índice de preços ao produtor (IPP), por sua vez, tem se mantido em deflação por mais de dois anos, com

valor médio de  $-2\%$  anual, indicando ausência de pressões de curto prazo devido a aumentos de custos. Obviamente, como o segundo maior importador de petróleo do mundo, a China tende a se beneficiar fortemente das acentuadas quedas de preço registradas nos últimos meses. Nessa perspectiva, o Banco Popular da China (PBoC, o banco central chinês) recentemente reduziu a taxa de juros para empréstimos de um ano em 40 pontos-base – primeira redução desde 2012.

GRÁFICO 7.15  
**China: inflação (jan./2010-set./2014)**  
 (Em %)

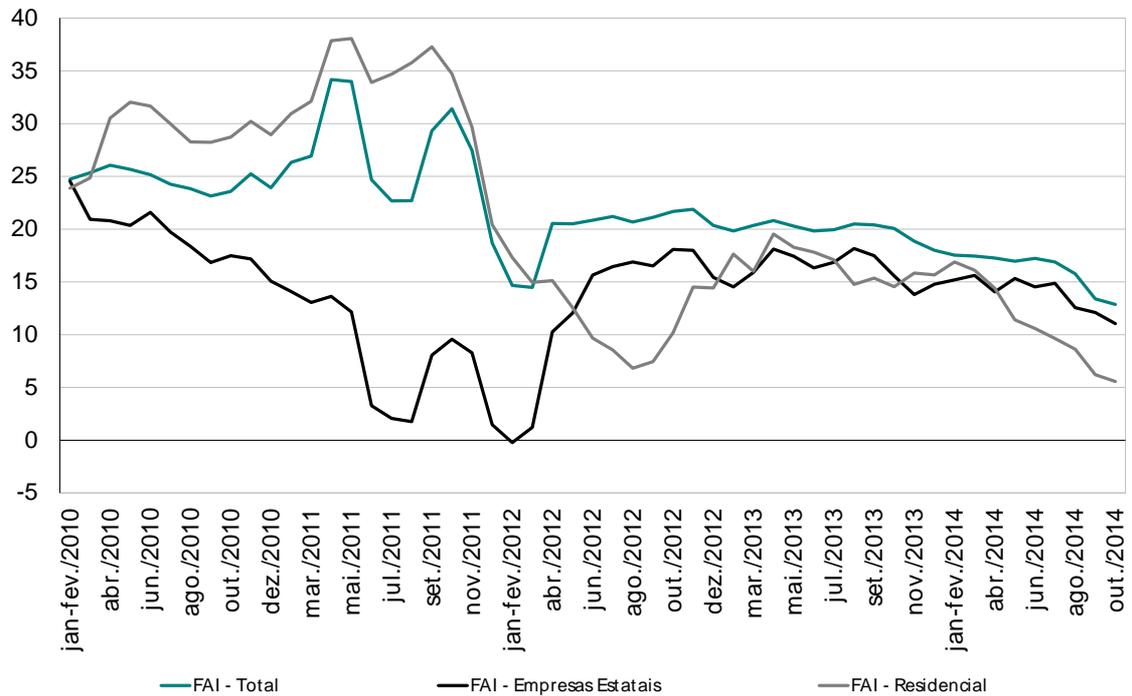


Fonte: CEIC.

No entanto, se políticas monetária e fiscal mais expansionistas podem e devem influenciar a trajetória da economia chinesa no curto prazo, a perspectiva de manutenção de uma taxa de crescimento entre  $7,0\%$  e  $7,5\%$  a.a. esbarra no processo de reestruturação do país, que caminha no sentido de reduzir o peso elevado da indústria de transformação, por um lado, e do investimento e das exportações líquidas, por outro. Nesse processo, alguma desaceleração é inevitável, já que a transição envolve uma realocação dos recursos produtivos e mudanças institucionais que induzam a um aumento do consumo, os quais tendem a ocorrer apenas gradualmente. Em particular, o setor residencial, depois de responder ativamente aos incentivos gerados durante a fase de resposta à crise internacional por meio das políticas fiscal e de crédito, parece ter perdido fôlego no período recente, indicando que a transição para um novo modelo, menos dependente deste setor, encontra-se em curso (gráfico 7.16).

GRÁFICO 7.16

China: investimentos em ativos fixos (jan./2010-out./2014)



Fonte: CEIC.

Em resumo, no momento em que os formuladores de política econômica chineses encontram-se reunidos para definir as metas e diretrizes para a economia no próximo ano, coloca-se o *trade off* entre promover as mudanças necessárias à consolidação do crescimento no longo prazo e sustentar taxas de crescimento elevadas no curto prazo de modo a minimizar as tensões, especialmente no mercado de trabalho, associadas à transição desejada. Por isso, é razoável esperar que a desaceleração ocorra gradualmente e que as medidas recém-adotadas de apoio à economia surtam efeito ao longo do próximo ano, revertendo em parte a desaceleração da atividade industrial registrada nos últimos meses.



# **NOTAS TÉCNICAS**

## **MULTIPLICADORES DOS GASTOS PÚBLICOS: ESTIMATIVAS A PARTIR DE UM MODELO DSGE PARA O BRASIL**

MARCO A. F. H. CAVALCANTI  
LUCIANO VEREDA

## **IMPACTOS DO DECLÍNIO DO BÔNUS DEMOGRÁFICO SOBRE A OFERTA DE MÃO DE OBRA E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO PERÍODO 2014-2030**

JOSÉ RONALDO DE CASTRO SOUZA JÚNIOR  
PAULO MANSUR LEVY



# NOTA TÉCNICA

## MULTIPLICADORES DOS GASTOS PÚBLICOS: ESTIMATIVAS A PARTIR DE UM MODELO DSGE PARA O BRASIL

Marco A. F. H. Cavalcanti<sup>1</sup>

Luciano Vereda<sup>2</sup>

### 1 INTRODUÇÃO

A crise global iniciada em 2008 reacendeu o interesse dos economistas e *policymakers* no uso da política fiscal com o objetivo de estimular a atividade econômica no curto e médio prazo. Em uma conjuntura na qual a política monetária se revelava ineficaz para combater os efeitos perversos da crise financeira sobre a economia real, a maioria dos países atingidos pela crise recorreu a diversos estímulos fiscais visando evitar quedas mais fortes no nível de atividade. Segundo estimativa da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o tamanho dos pacotes de estímulo fiscal adotados para combater a crise nos países associados chegou, em média, a 2,5% do produto interno bruto (PIB) no período 2008-2009 (OECD, 2009). No Brasil, as medidas anticíclicas de desoneração tributária e aumento de gastos públicos teriam atingido no mesmo período, segundo Pires (2009), R\$ 43,4 bilhões – ou aproximadamente 1,4% do PIB. Após a adoção de medidas contracionistas que resultaram em significativo aumento do *superavit* primário do setor público em 2011, a política fiscal brasileira voltou a assumir caráter expansionista a partir de 2012, com o intuito de sustentar os níveis de atividade e renda da economia.

Há, porém, grande incerteza entre os economistas quanto ao efeito da política fiscal sobre o nível de atividade – e, portanto, quanto à eficácia e à adequação das medidas de estímulo fiscal adotadas nos últimos anos. Visando contribuir para esta discussão, Cavalcanti e Vereda (2014) analisaram os efeitos de diferentes tipos de gastos públicos – compras de bens e serviços, investimentos, transferências sociais e gastos com o funcionalismo público – no contexto de um modelo dinâmico estocástico

---

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

2. Professor da Universidade Federal Fluminense (UFF).

de equilíbrio geral – *dynamic stochastic general equilibrium* (DSGE) – desenvolvido e calibrado para o Brasil. Esta nota técnica resume os principais resultados do trabalho.

## 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 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 esta 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; 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; e fatores externos, como flutuações na propensão ao risco dos investidores internacionais. O aparato de política fiscal incluído no modelo se baseia em Forni, Monteforte e Sessa (2009), Stähler e Thomas (2012), Castro *et al.* (2011), Leeper, Walker e Yang (2010) e Carvalho e Valli (2011). Neste 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 se dividem, de um lado, em atacadistas e varejistas, e, de outro, em produtoras de bens 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 a custo zero para as firmas. Supõe-se que o investimento público se torne 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 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).

O modelo é calibrado em conformidade com a literatura nacional e internacional relevante,<sup>3</sup> visando garantir que, no equilíbrio de estado estacionário do modelo, as razões entre os principais agregados macroeconômicos correspondam, aproximadamente, aos valores observados nos dados brasileiros em anos recentes.

### 3 SIMULAÇÕES DE POLÍTICA FISCAL

Analisa-se os efeitos de choques em três diferentes tipos de gastos públicos: investimentos (IG), transferências sociais (WM) e gastos com o funcionalismo público (LG). Todos os choques são normalizados de modo que sua magnitude corresponda a 1% do valor do PIB no estado estacionário. *Ceteris paribus*, dado um choque positivo em uma das variáveis de gasto público, o *superavit* primário sofreria redução, que deveria ser financiada pelo aumento da dívida pública. Considera-se, porém, que o governo busque compensar o aumento do gasto em questão por meio da redução de algum outro item de despesa ou via aumento da taxa de imposto. A compensação pode ser feita de tal forma que o equilíbrio do *superavit* primário nunca seja rompido (equilíbrio orçamentário permanente) ou de forma paulatina, ou seja, as medidas fiscais compensatórias são projetadas para garantir um retorno gradual do *superavit* primário ao seu valor de estado estacionário (ajuste fiscal defasado e gradual). Mais especificamente, são consideradas regras fiscais a seguir descritas.

---

3. Para mais detalhes, ver a resenha da literatura de Cavalcanti e Vereda (2011).

- 1) Regra fiscal I: em resposta ao aumento de gasto público, as alíquotas de impostos sobre a renda do trabalho e a renda do capital são aumentadas na mesma proporção; o *superavit* primário é mantido em equilíbrio de forma permanente.
- 2) Regra fiscal II: em resposta ao aumento de gasto público, o consumo público de bens e serviços é reduzido, e o *superavit* primário é mantido em equilíbrio de forma permanente.
- 3) Regra fiscal III: em resposta ao aumento de gasto público, as alíquotas de impostos sobre a renda do trabalho e a renda do capital são aumentadas na mesma proporção, e o *superavit* primário retorna ao equilíbrio gradualmente.
- 4) Regra fiscal IV: em resposta ao aumento de gasto público, o consumo público de bens e serviços é reduzido, e o *superavit* primário retorna ao equilíbrio gradualmente.

A tabela 1 quantifica e compara os multiplicadores dos diferentes itens de gastos públicos acumulados em um, três e cinco anos após os choques, apresentando, para cada horizonte de tempo, o desvio percentual médio do PIB em relação a seu nível de estado estacionário e o multiplicador do gasto público total, que corresponde à razão entre a variação acumulada do PIB no período e a variação acumulada do gasto público total – considerando não apenas a variação do item específico de gasto que sofre o choque, mas também a variação endógena dos demais itens de gasto.

TABELA 1  
Efeitos dos choques de gastos públicos sobre o PIB

Item do gasto público	Regra fiscal	Desvio percentual médio do PIB em relação ao estado estacionário			Multiplicador acumulado dos gastos públicos totais		
		Após um ano	Após três anos	Após cinco anos	Após um ano	Após três anos	Após cinco anos
Transferências sociais	I	0,21	-0,07	-0,09	0,47	-0,22	-0,39
	II	0,32	0,02	-0,02	0,76	0,07	-0,13
	III	0,27	-0,02	-0,06	0,57	-0,05	-0,25
	IV	0,28	0,01	-0,03	0,60	0,04	-0,15
Investimento público	I	-0,12	-0,17	0,02	-0,20	-0,43	0,05
	II	-0,01	0,08	0,20	1,96 <sup>1</sup>	5,46 <sup>1</sup>	4,80 <sup>1</sup>
	III	0,32	0,10	0,17	0,51	0,24	0,53
	IV	0,47	0,23	0,26	0,76	0,55	0,83
Emprego público	I	-0,28	-0,38	-0,30	-0,33	-0,66	-0,71
	II	-0,17	-0,02	0,00	14,22 <sup>1</sup>	-5,38 <sup>1</sup>	-0,21 <sup>1</sup>
	III	0,33	0,02	-0,05	0,37	0,04	-0,10
	IV	0,53	0,20	0,09	0,62	0,35	0,21

Elaboração dos autores.

Nota: <sup>1</sup>Estes multiplicadores estão associados a variações negativas ou muito pequenas do PIB e/ou dos gastos acumulados no período, o que pode distorcer os valores calculados. Sendo assim, é necessário cuidado na interpretação desses resultados e na comparação com os demais valores da tabela.

Os principais resultados da tabela 1 estão listados a seguir.

- 1) Sob as regras de ajuste fiscal I e II (*superavit* primário em equilíbrio permanente), os multiplicadores são positivos no curto prazo apenas no caso de um choque de transferências e, no médio prazo, apenas no caso de um choque de investimento público.
- 2) Sob as regras de ajuste fiscal III e IV (*superavit* primário retorna ao equilíbrio gradualmente), os multiplicadores são positivos no curto prazo para os três choques considerados e, no médio prazo, permanecem positivos para choques de investimento público (sob ambas as regras) e de gastos com o funcionalismo público (sob a regra IV).
- 3) Para todos os horizontes temporais considerados, os efeitos sobre o PIB dos choques de gastos públicos são mais positivos (ou menos negativos) sob as regras II e IV (ajuste fiscal baseado na redução de gastos de consumo público) que sob as regras I e III (ajuste fiscal baseado no aumento da tributação).
- 4) Os multiplicadores fiscais se aproximam ou tornam-se maiores que 1 apenas no caso de choques de investimento público.
- 5) Sob todas as regras de ajuste fiscal consideradas, choques de transferências geram multiplicadores positivos no curto prazo, mas negativos no médio prazo.
- 6) No curto prazo, choques de investimento público podem gerar multiplicadores positivos ou negativos, dependendo da regra fiscal adotada; no médio prazo, porém, os multiplicadores são sempre positivos.
- 7) Choques de gastos com o funcionalismo público podem gerar multiplicadores positivos ou negativos tanto no curto como no médio prazo, a depender da regra fiscal adotada.

As políticas fiscais analisadas correspondem basicamente a realocações de recursos na economia e só deverão gerar efeitos positivos sobre o produto quando implicarem transferências de recursos de atividades menos produtivas para atividades mais produtivas. Este é o caso, em particular, da política de aumento do investimento público compensada pela redução do consumo público de bens e serviços. No curto prazo, enquanto ainda não se tornaram produtivos, os gastos de investimento público

são indistinguíveis de gastos de consumo, e o efeito líquido desta política sobre a economia é nulo; no médio prazo, porém, à medida que o capital público se expande, a produtividade total dos fatores (PTF) é incrementada, levando ao aumento da produção e da renda. A explicação para os efeitos adversos das transferências sociais sobre o produto no médio prazo está baseada, em parte, no fato de que esta política beneficia explicitamente a população não ricardiana em detrimento da população ricardiana; como esta última é a detentora e a responsável pela acumulação do estoque de capital privado, a redução de sua renda gera impacto negativo sobre o investimento e a produção. Além disso, a redução da oferta de trabalho não ricardiano, associada ao efeito riqueza positivo advindo do aumento das transferências, também contribui para a queda do produto.

Por motivos de espaço, esta nota técnica não discute os impactos dos choques fiscais sobre outras variáveis macroeconômicas, como a inflação, o consumo e o investimento privados, nem seus possíveis impactos distributivos e setoriais. Cabe citar apenas alguns resultados interessantes.

Primeiro, todos os choques que levam ao aumento do produto no curto prazo também elevam a inflação. Sob as regras de ajuste baseadas no aumento da tributação, porém, os choques fiscais considerados podem levar ao aumento da inflação concomitantemente à redução do produto. Isto ocorre porque a maior taxa de distorção incidente sobre a renda do trabalho e do capital – necessária para manter o *superavit* primário em equilíbrio – contribui para elevar os custos de produção, que são repassados aos preços.

Segundo, enquanto o choque de transferências sociais representa uma realocação de recursos em detrimento da população ricardiana, o aumento dos gastos com o funcionalismo público tem o efeito inverso, expandindo a renda relativa desta população – pois, por hipótese, os ricardianos são os únicos agentes que trabalham para o governo. Tendo em vista que o capital privado da economia é detido pela população ricardiana, as duas políticas tendem a afetar de forma diferenciada o investimento privado – que é relativamente mais prejudicado pela expansão das transferências sociais.

Terceiro, todos os choques fiscais considerados tendem a elevar o custo do capital, por meio do aumento da tributação requerida para equilibrar o orçamento ou do aumento dos juros para controlar a inflação. Quanto maior for o aumento do custo de capital relativamente à elevação do custo do trabalho, maior será o impacto adverso sobre a produção relativa do setor de bens comercializáveis – relativamente mais intensivo em capital.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os exercícios de simulação apresentados indicam que as magnitudes dos multiplicadores dos gastos públicos em uma economia com as características típicas da economia brasileira podem variar significativamente em função do tipo de gasto considerado e da regra fiscal adotada para estabilizar o orçamento público. Estes resultados podem ser úteis na discussão dos custos e benefícios associados a políticas de expansão dos gastos públicos no país.

Evidentemente, é importante considerar que o modelo utilizado nesses exercícios é bastante estilizado e pode desconsiderar aspectos relevantes para a discussão. Além disso, os resultados obtidos dependem crucialmente dos valores atribuídos a alguns parâmetros do modelo – em particular, ao peso do capital público na função de produção utilizada pelas firmas produtoras de bens intermediários e ao grau de substituição entre lazer e trabalho por parte da população não ricardiana. Dada a incerteza quanto aos valores mais adequados destes parâmetros para a economia brasileira, os resultados apresentados devem ser interpretados com a devida cautela.

#### REFERÊNCIAS

CALVO, G. A. Staggered price setting in a utility-maximizing framework. **Journal of monetary economics**, v. 12, p. 383-398, 1983.

CARVALHO, F.; VALLI, M. **Fiscal policy in Brazil through the lens of an estimated DSGE model**. Banco Central do Brasil, 2011. (Texto para Discussão, n. 240).

CASTRO, M. *et al.* **SAMBA: stochastic analytical model with a bayesian approach**. Banco Central do Brasil, 2011. (Texto para Discussão, n. 239).

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. 1.588).

\_\_\_\_\_. **Multiplicadores dos gastos públicos em um modelo DSGE para o Brasil**. Ipea, 2014. (Texto para Discussão, a ser publicado).

CHRISTIANO, L.; 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.

DIB, A. Monetary policy in estimated models of small open and closed economies. **Economies review**, v. 22, n. 5, p. 769-796, 2011.

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.

LEEPER, E.; WALKER, T.; YANG, S. Government investment and fiscal stimulus. **Journal of monetary economics**, v. 57, p. 1.000-1.012, 2010.

MEDINA, J.; SOTO, C. **Model for analysis and simulations**: a small open economy DSGE for Chile. Central Bank of Chile, 2006.

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD economic outlook**: interim report. OECD, Mar. 2009.

PIRES, M. C. C. Multiplicadores fiscais no Brasil: uma contribuição ao debate sobre políticas fiscais anticíclicas. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 37., 2009, Foz do Iguaçu, Paraná. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPEC, 2009.

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. 1.123-1.175, 2003.

STÄHLER, N.; THOMAS, C. FiMod – a DSGE model for fiscal policy simulations. **Economic modelling**, v. 29, n. 2, p. 239-261, 2012.

# NOTA TÉCNICA

## IMPACTOS DO DECLÍNIO DO BÔNUS DEMOGRÁFICO SOBRE A OFERTA DE MÃO DE OBRA E O CRESCIMENTO ECONÔMICO NO PERÍODO 2014-2030<sup>1</sup>

José Ronaldo de Castro Souza Júnior<sup>2</sup>

Paulo Mansur Levy<sup>3</sup>

### 1 INTRODUÇÃO

O Brasil está passando por um período de intensas mudanças demográficas, com importantes efeitos macroeconômicos. Após um período de intenso crescimento populacional, que durou até meados dos anos 1970, a taxa de fecundidade no país caiu, diminuindo o crescimento populacional e produzindo o gradual envelhecimento da população (Camarano, Kanso e Fernandes, 2014). A etapa atual corresponde à fase final do processo de transição demográfica com importantes efeitos sobre a disponibilidade de mão de obra nas próximas décadas, entre vários outros efeitos macroeconômicos – como destacado por Souza-Júnior e Levy (2014).

O impacto da dinâmica demográfica sobre a oferta de mão de obra pode se dar por duas vias. Por um lado, conforme as coortes nascidas no período de alta fecundidade e crescimento populacional elevado chegam à idade adulta, a taxa de dependência total da população cai, pois o número de adultos em idade laboral cresce mais rápido que o de crianças e idosos. Com o contínuo envelhecimento destas coortes, a taxa de dependência volta a aumentar, desta vez devido ao crescimento mais rápido do número de idosos. Por outro lado, com a diminuição no tamanho das famílias, as mulheres têm mais tempo livre para se dedicarem ao mercado de trabalho. Isto gera um efeito adicional: além do aumento da sua taxa de atividade, o investimento em educação aumenta a escolaridade da força de trabalho feminina e, portanto, a torna mais produtiva (Bloom, Canning e Sevilla, 2001, p. 21).

---

1. Baseada em Souza-Júnior e Levy (2014).

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

3. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Dimac do Ipea.

Embora haja outros efeitos importantes do novo regime demográfico sobre o crescimento econômico – entre os quais se destaca o comportamento da poupança agregada em função da mudança na estrutura etária da população –, o objetivo desta nota técnica é concentrar a análise nas possíveis implicações desta dinâmica sobre a oferta de mão de obra e as perspectivas de crescimento da economia até 2030. Para isso, depois desta breve introdução, a segunda seção apresenta a definição de bônus demográfico e alguns dados referentes ao caso brasileiro. Em seguida, na terceira seção, faz-se uma análise de cenários prospectivos para a oferta de trabalho, tendo como base as projeções demográficas do Ipea apresentadas por Camarano (2014) para o período de 2010 a 2030. Por último, as considerações finais deste estudo são apresentadas na quarta seção.

## 2 O BÔNUS DEMOGRÁFICO

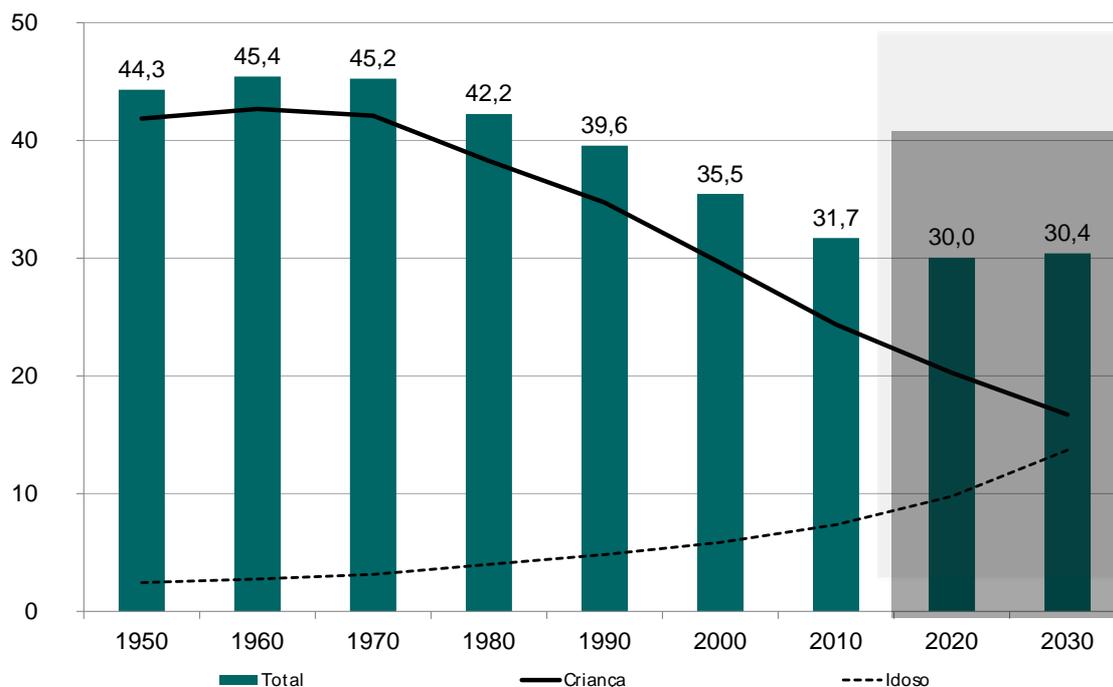
Em decorrência da redução da taxa de crescimento populacional, durante certo período, a taxa de crescimento da força de trabalho se mostra superior à da população. Como consequência, a taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) *per capita* apresenta-se superior à da produtividade. Esse efeito é conhecido como bônus demográfico ou primeiro dividendo demográfico (Lee e Manson, 2006) e pode ser importante do ponto de vista quantitativo, embora seja, por sua própria natureza, transitório. Com o tempo, a taxa de fecundidade decrescente acabará por reduzir o crescimento da força de trabalho, enquanto reduções contínuas nas taxas de mortalidade levarão ao crescimento da população idosa e a um aumento da razão de dependência.

O primeiro dividendo demográfico, portanto, está associado à redução da taxa de dependência: o declínio da população infantil, de 0 a 14 anos, e idosa, de 65 anos ou mais, em relação à população em idade ativa (PIA), de 15 a 64 anos. Alternativamente, a literatura utiliza o conceito de razão de suporte, que mede a razão entre o número de trabalhadores efetivos e o de consumidores efetivos. O termo efetivo capta o efeito de se ponderar sobre a distribuição da população pelos níveis de produtividade (obtidos pela renda do trabalho) e de consumo por faixa etária em relação à média. Nessa perspectiva, o primeiro dividendo demográfico, então, corresponderia à taxa de crescimento da razão de suporte.

O gráfico 1, elaborado com os dados dos Censos Demográficos de 1950 a 2010 do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e com as projeções populacionais para 2030 feitas por Camarano (2014), apresenta o comportamento tanto observado quanto esperado da razão de dependência total, de crianças e idosos. Este gráfico mostra que a tendência declinante da razão, iniciada a partir da década de 1970, deve se reverter a partir de 2020. Isto significa que a continuação da redução da razão

de dependência só poderá ser esperada por mais alguns anos. No período subsequente, a tendência é que o primeiro dividendo demográfico comece a reverter, tornando-se marginalmente negativo.

GRÁFICO 1  
Razão de dependência<sup>1</sup> (1950-2030)  
(Em %)



Fonte: Censos Demográficos de 1950 a 2010/IBGE e Camarano (2014).

Elaboração dos autores.

Nota: <sup>1</sup> Razão de dependência é o peso da população considerada inativa sobre a PIA.

### 3 CENÁRIOS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA (2010-2030)

A proposta desta seção é avaliar os possíveis impactos do novo regime demográfico brasileiro sobre o mercado de trabalho e, por conseguinte, sobre o crescimento econômico até 2030. Primeiro, serão construídos cenários para a oferta de força de trabalho. Em seguida, estes cenários serão combinados com outros três, para o crescimento do investimento, e um, para o crescimento constante da produtividade total dos fatores (PTF). Dessa forma, serão obtidas simulações para a evolução da economia brasileira (PIB e renda *per capita*) no período de 2010 a 2030.

É importante ressaltar, no entanto, que não se pretende fazer aqui previsões para a renda *per capita* e o PIB. A ideia é somente analisar a sensibilidade destas variáveis macroeconômicas em relação aos dividendos demográficos. Os cenários para os dividendos são obtidos por meio de hipóteses sobre o crescimento da oferta de força de trabalho e da poupança nacional. Com base na combinação destes cenários, torna-se possível ter uma indicação sobre as tendências de longo prazo e sobre o potencial de influência direta da demografia sobre o crescimento da renda.

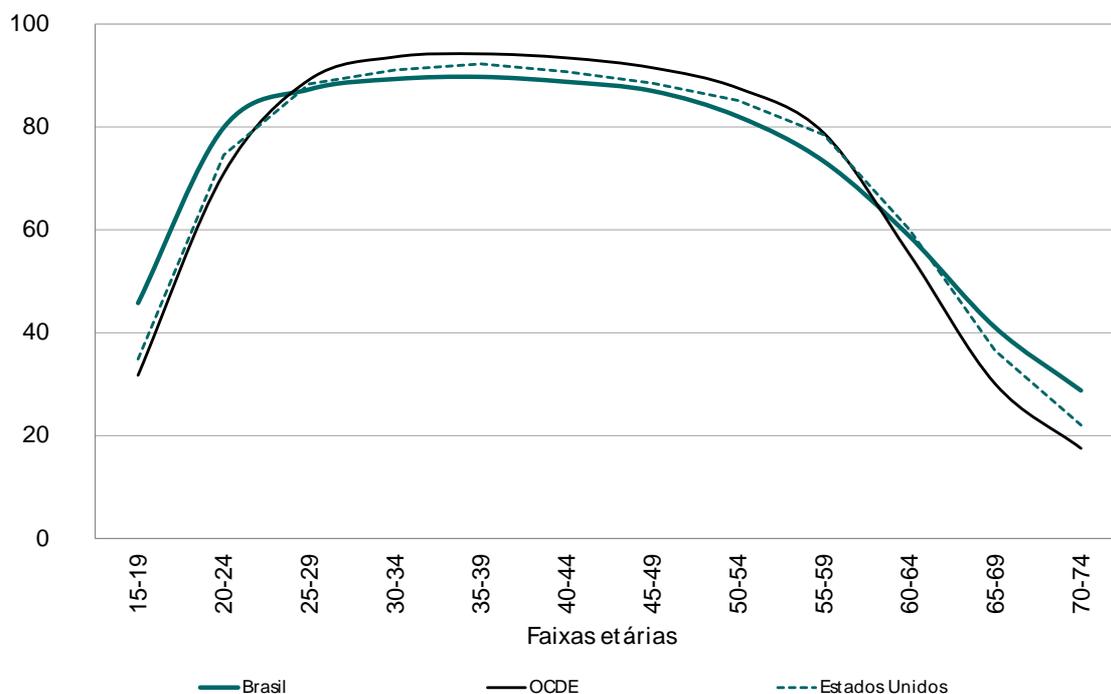
### 3.1 Oferta de força de trabalho

A composição da população por faixa etária vai se alterar significativamente nas próximas décadas. Esta mudança, somada à queda da taxa de crescimento da PIA, gera perspectivas ruins para o crescimento da oferta de mão de obra – população economicamente ativa (PEA). Se as taxas de atividade<sup>4</sup> por faixa etária e sexo se mantivessem constantes nos níveis de 2010, haveria uma queda da taxa de atividade total (neste caso, da população com 15 anos ou mais), de 63,7%, em 2010, para 60,3%, em 2030 – considerando-se como PIA as pessoas com 15 anos ou mais.

Entretanto, é razoável supor que as taxas de atividade por faixa etária e sexo não se mantenham constantes. No caso dos homens, estas taxas já são similares às dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e aos Estados Unidos, como pode ser visto no gráfico 2. Já em relação às mulheres, há diferenças importantes. As taxas de atividade brasileiras entre as mulheres de 40 a 64 anos são visivelmente menores que as dos Estados Unidos e dos países da OCDE, como pode ser visto no gráfico 3.

GRÁFICO 2

**Brasil, Estados Unidos e OCDE: taxa de atividade dos homens (2010)**  
(Em %)

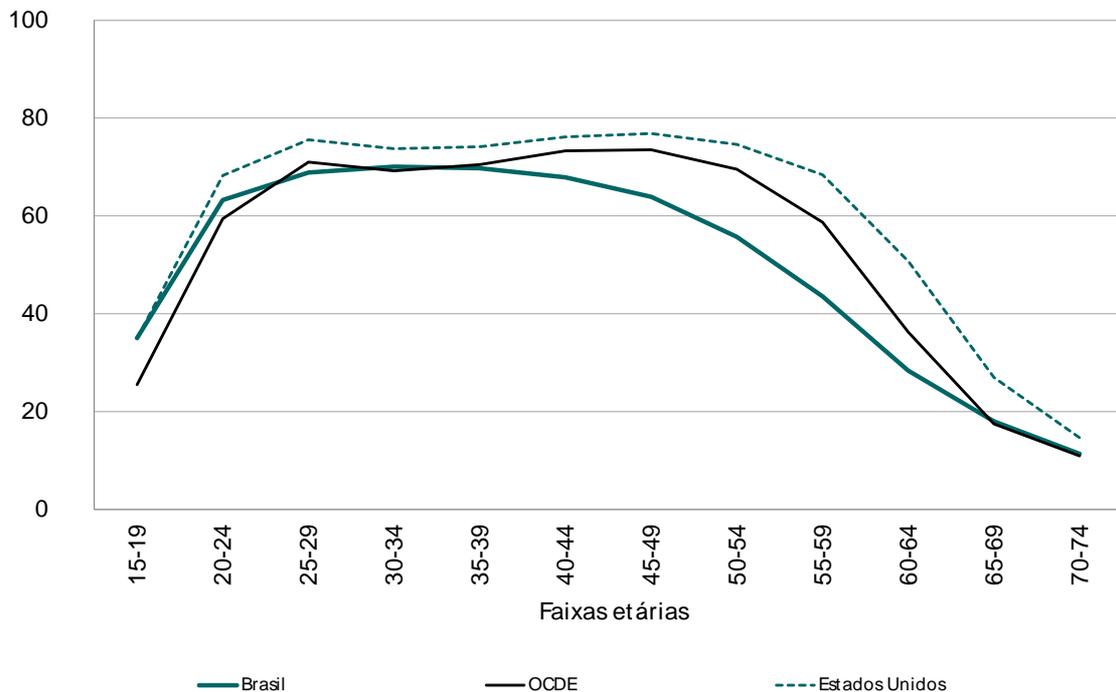


Fonte: Censo Demográfico de 2010/IBGE e OCDE.  
Elaboração dos autores.

4. Taxa de atividade corresponde à razão entre as pessoas efetivamente engajadas no mercado de trabalho, ocupadas ou em busca de trabalho (PEA) e a PIA.

GRÁFICO 3

**Brasil, Estados Unidos e OCDE: taxa de atividade das mulheres (2010)**  
(Em %)



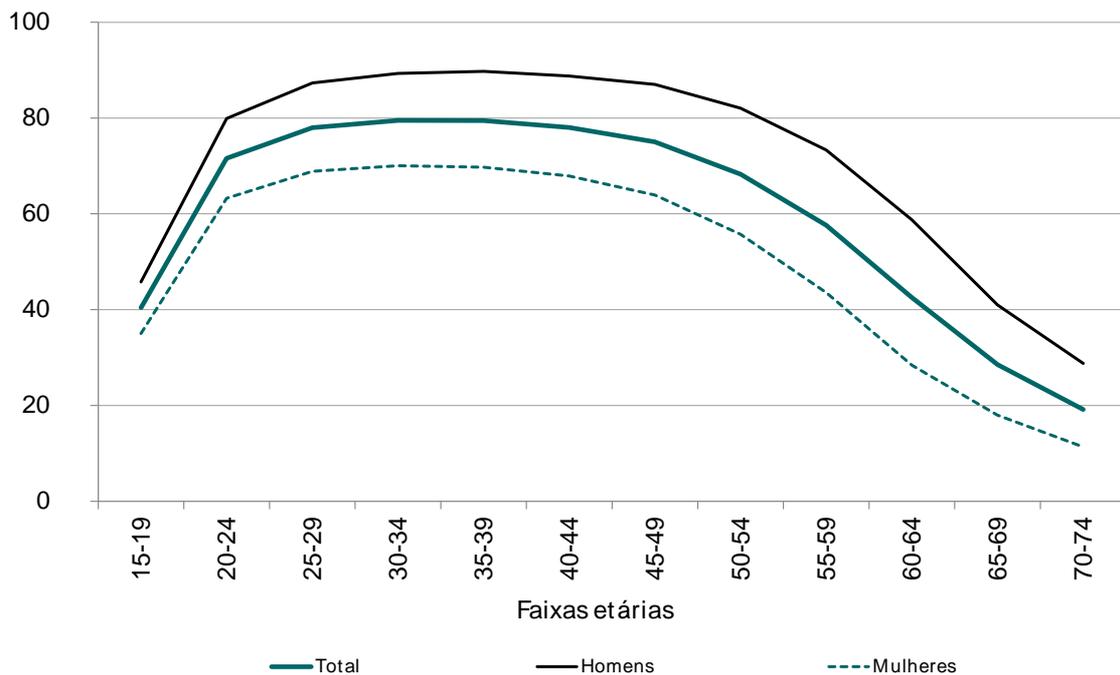
Fonte: Censo Demográfico de 2010/IBGE e OCDE.  
Elaboração dos autores.

O gráfico 4 mostra ainda que as mulheres brasileiras têm participação menor que a dos homens em todos os grupos de idade, uma diferença que se amplia a partir dos 45 anos. Entende-se, assim, que as mulheres saem do mercado de trabalho antes dos homens. Nos países desenvolvidos, observa-se uma leve redução da participação na idade reprodutiva e, em seguida, uma recuperação e manutenção em níveis elevados até cerca de 50 anos de idade.

Uma forma factível de se minimizar essa possível tendência de redução da taxa de atividade média no Brasil seria aumentando a participação das mulheres e postergando sua saída do mercado de trabalho. Estas alterações poderiam ser estimuladas por meio de políticas públicas específicas, como criação e ampliação de creches; implantação de mudanças institucionais, como reformas da previdência que alterassem a idade mínima de aposentadoria; e aumento da escolaridade, já que pessoas com maior escolaridade tendem a participar mais do mercado de trabalho.<sup>5</sup> Aliás, o aumento da escolaridade estimula não só a elevação da taxa de atividade, especialmente das pessoas mais velhas, como também aumenta a produtividade.

5. Barbosa (2014) analisa detalhadamente os determinantes da participação feminina no mercado de trabalho.

GRÁFICO 4  
**Brasil: taxa de atividade total (2010)**  
 (Em %)



Fonte: Censo Demográfico de 2010/IBGE.  
 Elaboração dos autores.

### 3.1.1 Cenários para 2030

Parece razoável, portanto, prever a possibilidade de que a taxa de atividade das mulheres por faixa etária cresça nas próximas décadas. A grande dúvida que permanece é sobre a ordem de grandeza dos impactos deste aumento sobre o crescimento da PEA como um todo. Para ajudar a esclarecer esta questão, propõem-se aqui três cenários para as taxas de atividade brasileiras nas próximas décadas – nos moldes de Souza-Júnior e Levy (2014). Para tanto, supõe-se que as taxas de atividade dos homens por faixa etária mantenham-se constantes nos níveis de 2010, enquanto as das mulheres evoluíam segundo três alternativas, conforme resumido a seguir.<sup>6</sup>

- 1) Cenário-base: taxas específicas de atividade (por faixa etária) das mulheres no Brasil em 2050 iguais às do próprio país em 2010.
- 2) Cenário OCDE: taxas específicas de atividade (por faixa etária) das mulheres no Brasil em 2050 iguais às da OCDE em 2010.
- 3) Cenário Estados Unidos: taxas específicas de atividade (por faixa etária) das mulheres no Brasil em 2050 iguais às dos Estados Unidos em 2010.

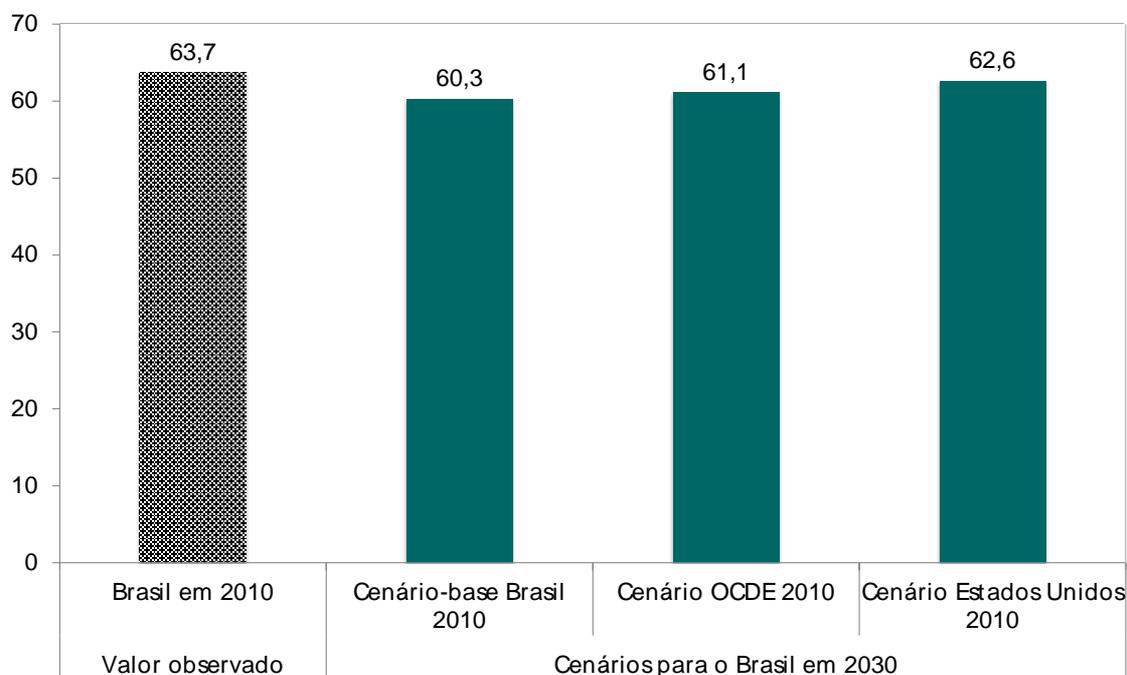
6. As mudanças das taxas de atividade por faixa etária dos níveis de 2010 para os níveis propostos para 2050 seriam diferidas gradualmente ao longo de todo o período.

O gráfico 5 mostra que, caso as taxas específicas de atividade se mantivessem constantes em níveis iguais aos de 2010, haveria uma redução de 3,4 pontos percentuais (p.p.) na taxa média de participação. Esta redução seria amenizada nos dois cenários alternativos, ainda assim, mesmo no melhor cenário (Estados Unidos 2010), a média cairia de 63,7% para 62,6% em 2030.

GRÁFICO 5

**Brasil: três cenários para a taxa de atividade média (2010 versus 2030)**

(Em %)



Elaboração dos autores.

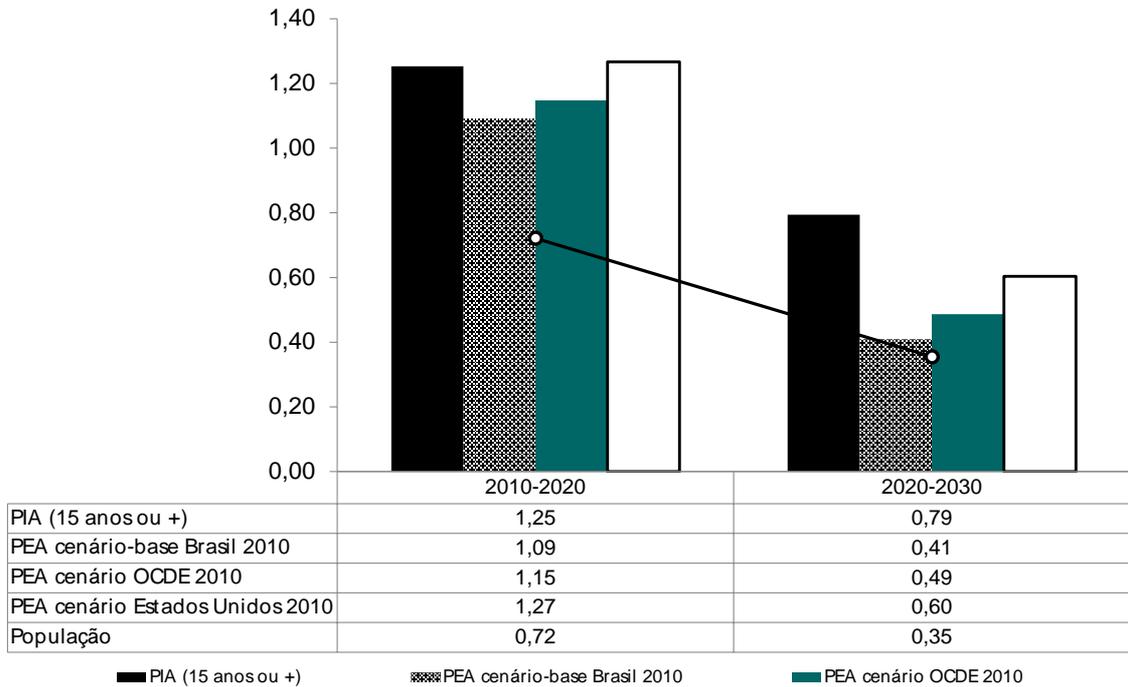
O resultado direto dessa possível queda da taxa de atividade é a redução mais acentuada do crescimento da PEA em relação àquele já previsto para o crescimento da PIA, como pode ser verificado no gráfico 6. Mesmo no melhor cenário, a taxa de crescimento da PEA ficaria menor que a da PIA em todos os períodos de 2020 a 2030. Na comparação da PEA com a população total, o que se observa é que o primeiro dividendo demográfico tende a ficar próximo de zero nas próximas décadas.<sup>7</sup>

7. De acordo com o conceito original do primeiro dividendo, mencionado nas seções anteriores, a comparação deveria ser feita entre o crescimento da população total e o da PIA, ou seja, haveria dividendo positivo caso a razão de dependência diminuísse.

GRÁFICO 6

**Três cenários para a taxa de crescimento média anual por período: PIA e PEA**

(Em % ao ano – a.a.)



Elaboração dos autores.

Uma questão importante que não está sendo considerada neste estudo é que essa desaceleração do crescimento da força de trabalho é apenas quantitativa. Não foram levadas em consideração as prováveis mudanças qualitativas da futura força de trabalho, que terá um nível de escolaridade maior e, por isso, tenderá a ser mais produtiva. O objetivo aqui é apenas isolar os efeitos puramente demográficos.

### 3.2 PIB e renda *per capita*

A análise é feita supondo-se que a estrutura produtiva da economia possa ser representada por uma função de produção Cobb-Douglas, que se caracteriza por apresentar elasticidade de substituição unitária, retornos constantes em escala e, por conseguinte, retornos marginais decrescentes de cada insumo:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \tag{1}$$

onde  $0 < \alpha < 1$ ;  $Y_t$  é o PIB;  $K_t$  representa o estoque de capital;  $L_t$  é a oferta de trabalho (PEA);  $A_t$  é a PTF; e o subscrito  $t$  representa o ano.

O parâmetro  $\alpha$  nesta nota técnica foi estimado pressupondo-se que a remuneração de cada fator de produção seja igual à sua produtividade marginal. Dessa forma, de acordo com dados do Sistema de Contas Nacionais (SCN) do IBGE (referência 2000), o valor de  $\alpha$  foi fixado em 0,4, com base na parcela média do

excedente operacional bruto (excluído o rendimento misto) na renda do período de 1995 a 2009.

Quanto à PTF, supõe-se que será mantido o crescimento de 1,00% a.a., valor próximo às médias históricas estimadas por Bonelli e Bacha (2012), de 0,89% a.a. para o período de 1948 a 2011, e por Souza-Júnior e Caetano (2014), de 0,70% a.a. de 1993 a 2013. Ambos os trabalhos utilizam a mesma função de produção Cobb-Douglas.

Os três cenários para o crescimento da formação bruta de capital fixo (FBCF) – cenário I, a 2% a.a.; cenário II, a 4% a.a.; e cenário III, a 6% a.a. – foram escolhidos de forma a se ter um cenário-base (cenário I) no qual a taxa de investimento ficasse com um valor próximo à atual (18,2% em 2013). Os demais cenários foram feitos para avaliar os possíveis impactos de um aumento da poupança e do investimento resultantes de um possível segundo dividendo demográfico, associado ao aumento da taxa de poupança agregada da economia. Os resultados da simulação para o crescimento do PIB e da renda *per capita* estão sintetizados na tabela 1. O gráfico 7 mostra as taxas de investimento compatíveis com os diferentes níveis de PIB reportados na tabela 1.

Um primeiro fato que chama atenção nesses resultados é que, devido à redução do crescimento da população, a taxa de crescimento da renda *per capita* fica muito próxima à do PIB. Isto significa que, para melhorar o bem-estar do país, medido pela renda *per capita*, o crescimento do PIB total não precisa mais ser tão elevado como anteriormente.

Uma questão fundamental a ser destacada é a baixa sensibilidade do crescimento aos diferentes cenários para a taxa de atividade. Isto quer dizer que, mesmo que haja um aumento significativo da participação feminina no mercado de trabalho, não se deve esperar que o primeiro dividendo continue a ajudar o Brasil a crescer.

TABELA 1

**Análise da sensibilidade da taxa de crescimento do PIB e do PIB *per capita* a variações nos cenários de investimento e de taxa de atividade**

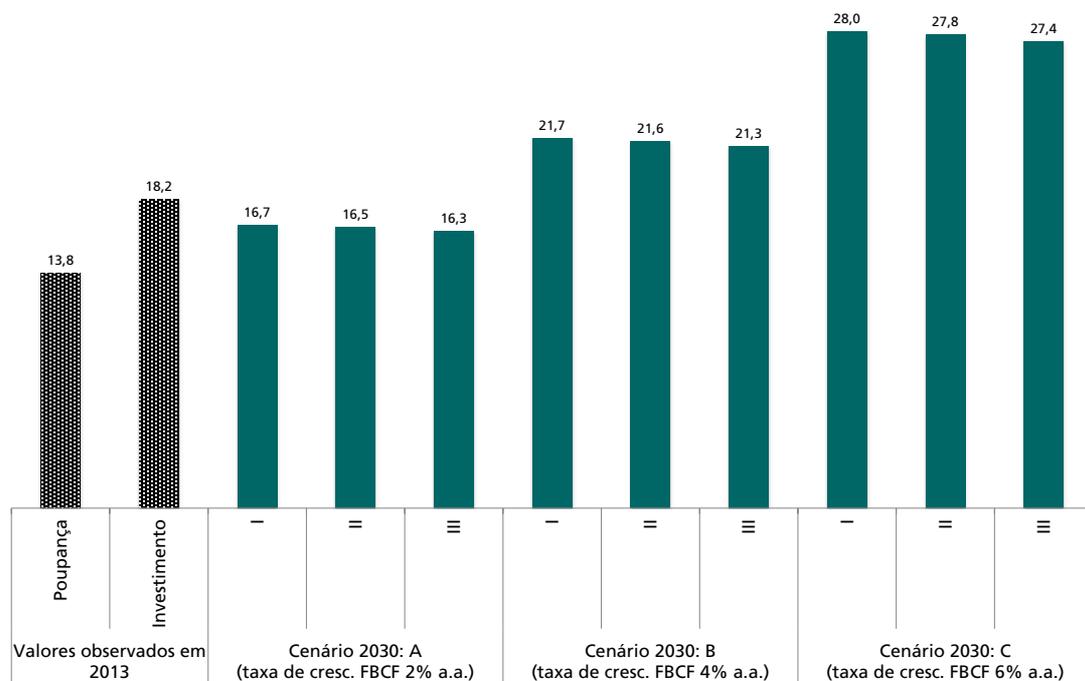
(Em % a.a.)

Período	Cenários para a taxa média de crescimento da FBCF (pós-2013) (% a.a.)	Taxa média de crescimento do estoque de capital consistente com o cenário de FBCF (% a.a.)	Crescimento médio de acordo com os cenários para a taxa de participação feminina (2030) <sup>1</sup>						
			Cenário I: Brasil 2010		Cenário II: OCDE 2010		Cenário III: Estados Unidos 2010		
			PIB	PIB <i>per capita</i>	PIB	PIB <i>per capita</i>	PIB	PIB <i>per capita</i>	
2010-2020	A	2,0	3,5	2,6	1,8	2,6	1,9	2,7	1,9
2020-2030				2,3	2,0	2,4	2,0	2,4	2,1
2010-2020	B	4,0	3,9	2,7	2,0	2,8	2,0	2,8	2,1
2020-2030				2,8	2,5	2,9	2,5	2,9	2,6
2010-2020	C	6,0	4,3	2,9	2,2	2,9	2,2	3,0	2,3
2020-2030				3,4	3,0	3,4	3,1	3,5	3,1

Elaboração dos autores.

Nota: <sup>1</sup> Considerando-se que a PTF tenha caído em média 0,6% a.a. no período de 2010 a 2013, baseado em Souza-Júnior e Caetano (2014) e supondo-se que, a partir de 2014, seu crescimento será de 1,0% a.a.

GRÁFICO 7

**Taxas de investimento compatíveis com os nove cenários (2030)**

Elaboração dos autores.

**4 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O crescimento da economia brasileira na segunda metade do século XX recebeu uma contribuição positiva significativa da dinâmica demográfica. O crescimento da força de trabalho em ritmo superior ao da população total permitiu que a renda *per capita*, a partir da década de 1970, continuasse crescendo, mesmo com uma produtividade do

trabalho expandindo-se lentamente. Este fenômeno deve se esgotar ao longo da próxima década, o que implica um grande desafio do ponto de vista do crescimento de longo prazo.

Do ponto de vista apenas do crescimento projetado da força de trabalho, a nova dinâmica demográfica, tudo o mais constante – em particular, as atuais taxas de investimento –, aponta para taxas de crescimento econômico ao redor de 2% a.a. Este resultado é pouco sensível a alterações nas hipóteses relativas às taxas de atividade por faixa etária.

Taxas de crescimento mais elevadas dependem criticamente de um aumento das taxas de investimento. Esta dependência, no entanto, esbarra no problema dos baixos níveis de poupança domésticos. O aumento destes, por sua vez, poderia ocorrer em função do amadurecimento da força de trabalho e do aumento da expectativa de vida. Entretanto, este efeito depende da estrutura de incentivos associada aos mecanismos de transferência intergeracional.

As simulações apresentadas neste estudo devem ser entendidas como indicativas de tendências que dependem dos pressupostos adotados. Outros fatores não considerados, como a acumulação de capital humano e a aceleração do crescimento da PTF via reformas econômicas e institucionais, podem gerar trajetórias de crescimento mais favoráveis, mesmo diante de fatores demográficos que atuem no sentido de reduzir o crescimento da renda *per capita*.

## REFERÊNCIAS

BARBOSA, A. L. N. Participação feminina na força de trabalho brasileira: evolução e determinantes. *In*: CAMARANO, A. A. (Org.). **Novo regime demográfico**: uma nova relação entre população e desenvolvimento. Rio de Janeiro: Ipea, 2014. p. 407-442.

BLOOM, D. E.; CANNING, D.; SEVILLA, J. **Economic growth and the demographic transition**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2001.

BONELLI, R.; BACHA, E. Crescimento brasileiro revisitado. *In*: VELOSO, F. *et al.* (Org.). **Desenvolvimento econômico**: uma perspectiva brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

CAMARANO, A. A. (Org.). **Novo regime demográfico**: uma nova relação entre população e desenvolvimento. Rio de Janeiro: Ipea, 2014.

CAMARANO, A. A.; KANSO, S.; FERNANDES, D. A população brasileira e seus movimentos ao longo do século XX. *In*: CAMARANO, A. A. (Org.). **População e desenvolvimento econômico em um contexto de redução populacional**: novas relações? Rio de Janeiro: Ipea, 2014. p. 81-116.

LEE, R.; MANSON, A. Back to basics: what is the demographic dividend? **Finance and development**, v. 43, n. 3, 2006. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2006/09/basics.htm>>.

SOUZA-JÚNIOR, J. R. C.; CAETANO, S. M. Produto potencial como ferramenta de análise da política monetária: um estudo do caso brasileiro. *In*: SOUZA-JÚNIOR, J. R. C. (Org.). **Evolução recente das políticas monetárias e cambial e do mercado de crédito no Brasil**. Rio de Janeiro: Ipea, 2014. p. 145-176.

SOUZA-JÚNIOR, J. R. C.; LEVY, P. M. Impactos do novo regime demográfico brasileiro sobre o crescimento econômico: 2010-2050. *In*: CAMARANO, A. A. (Org.). **Novo regime demográfico: uma nova relação entre população e desenvolvimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2014. p. 213-240.



## **EDITORIAL**

### **Coordenação**

Cláudio Passos de Oliveira

### **Supervisão**

Andrea Bossle de Abreu

### **Revisão**

Carlos Eduardo Gonçalves de Melo

Camilla de Miranda Mariath Gomes

Elaine Oliveira Couto

Elisabete de Carvalho Soares

Lucia Duarte Moreira

Luciana Bastos Dias

Luciana Nogueira Duarte

Miriam Nunes da Fonseca

Vivian Barros Volotão Santos (estagiária)

### **Editoração**

Roberto das Chagas Campos

Aeromilson Mesquita

Aline Cristine Torres da Silva Martins

Carlos Henrique Santos Vianna

Nathália de Andrade Dias Gonçalves (estagiária)

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

Livraria

SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES - Térreo

70076-900 - Brasília - DF

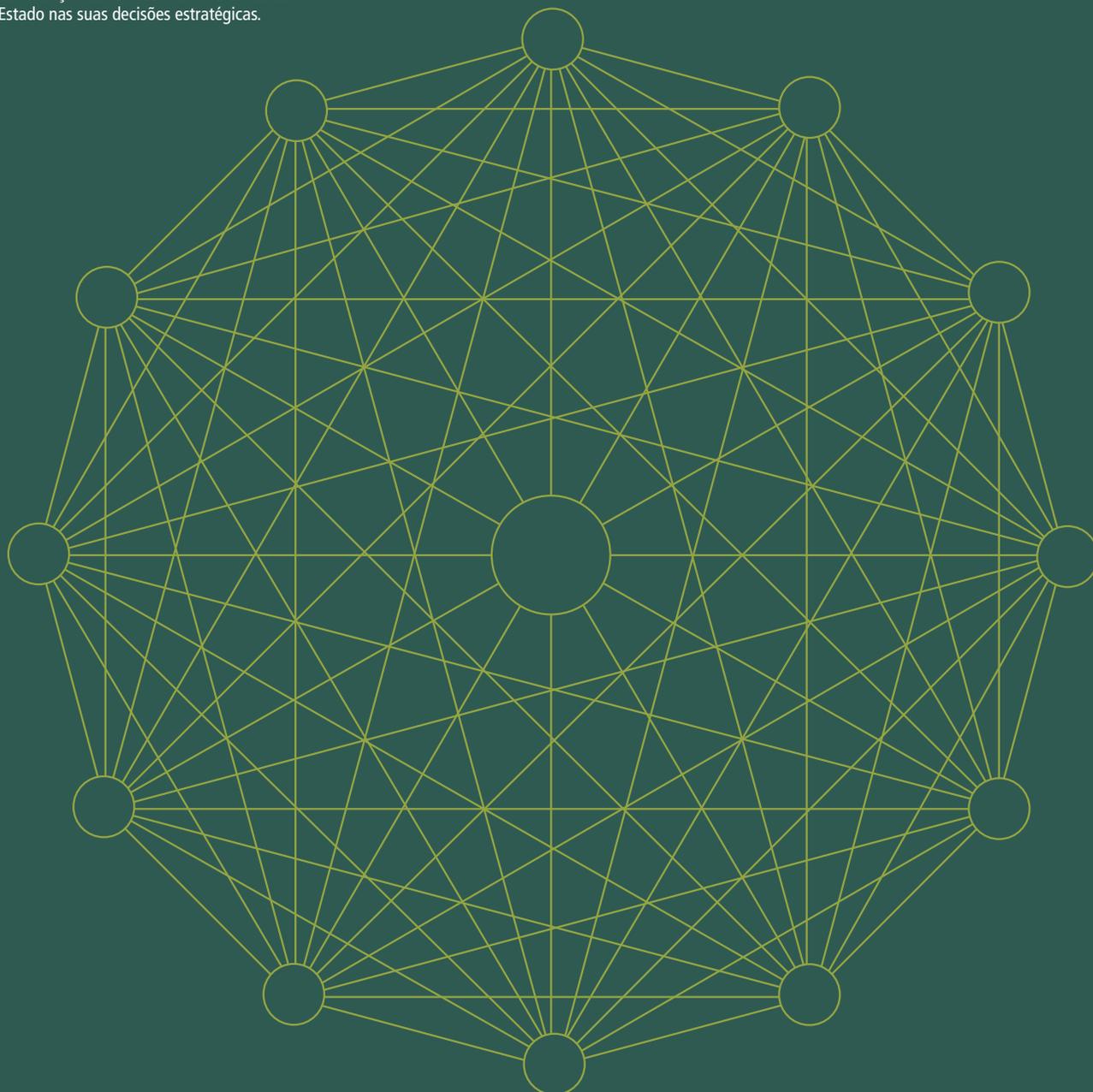
Tel.: (61) 3315-5336

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

Secretaria de  
**Assuntos Estratégicos**

GOVERNO FEDERAL



PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA