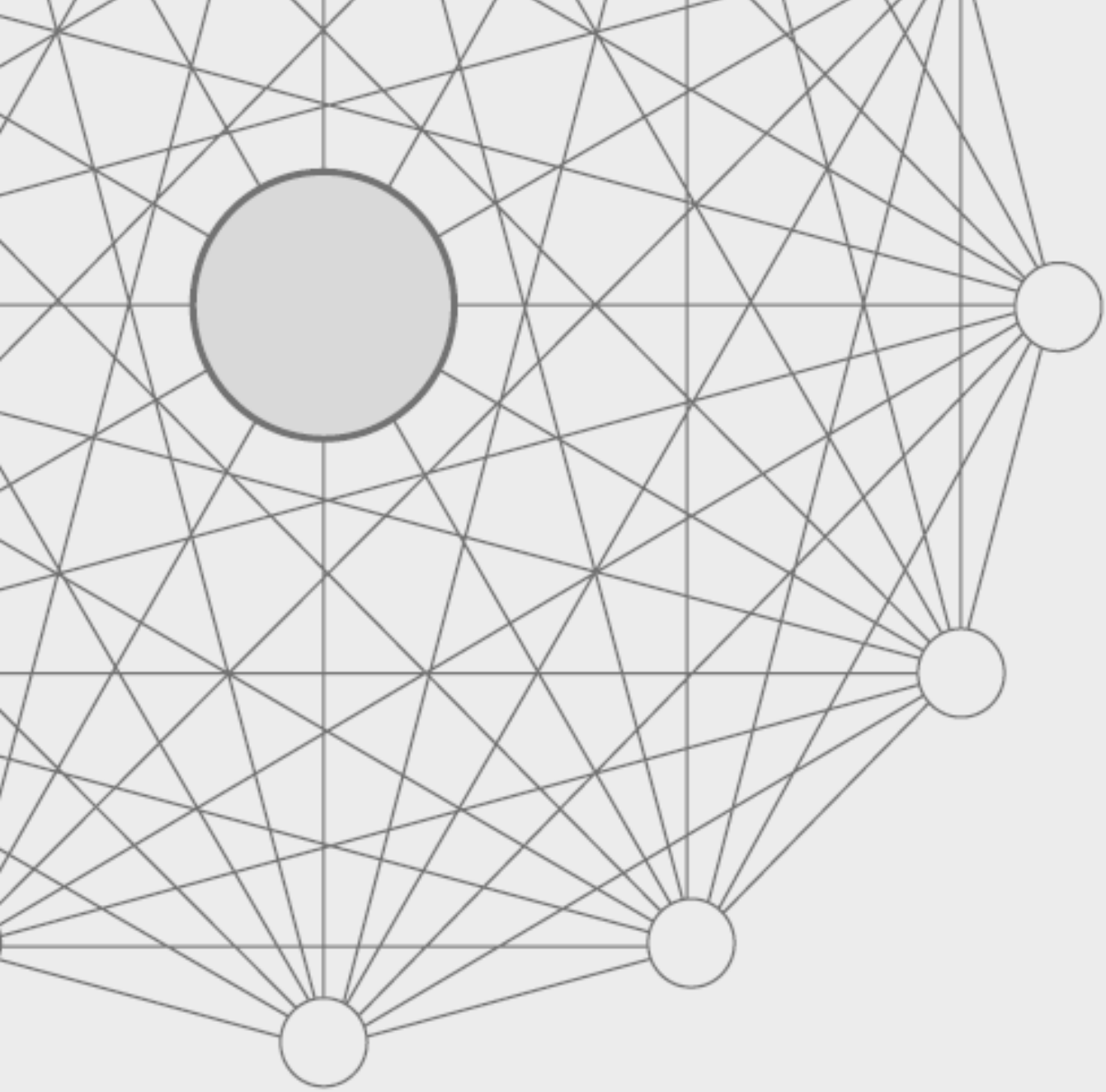
CARTA DE CONJUNTURA

abril

2016

30

ipea



CARTA DE CONJUNTURA

abril

2016

30

ipea

SUMÁRIO EXECUTIVO DA CONJUNTURA

José Ronaldo de Castro Souza Júnior[1]

A economia brasileira encontra-se em um longo período de recessão e já acumula uma queda de mais de 7% nos últimos sete trimestres. Apesar da contração da demanda, a inflação se mantém em níveis elevados, acima do teto da meta no acumulado em doze meses desde o início de 2015 – ano em que o IPCA acumulou uma inflação de dois dígitos. Os resultados fiscais também continuam a mostrar números negativos e, por enquanto, sem sinal de melhora devido à recessão e ao cenário político conturbado. Os dados positivos, por sua vez, vêm das contas externas, com a redução consistente do déficit em conta corrente.

As taxas de variação interanuais do PIB e da demanda interna pioraram ao longo do ano passado atingindo os valores de -5,9% e -9,7%, respectivamente, no último trimestre de 2015 (Gráfico 1), fechando o ano com variações acumuladas de -3,8% e -6,3%. Pelo lado da oferta, o destaque foi a queda de 6,2% da indústria. Já, pela ótica das despesas, o que mais influenciou negativamente foi o comportamento da formação bruta de capital fixo (FBCF), que caiu 14,1% em 2015, contribuindo com -2,72 p.p. para a queda do PIB, já descontado o efeito das importações – como mostra a Tabela 1 extraída de uma nota técnica publicada nesta Carta de Conjuntura. Se a FBCF se estabilizasse no nível do último trimestre de 2015, a queda para este ano seria de 7,8%, mas o Indicador Ipea de FBCF mostra que os investimentos continuaram a cair nos dois primeiros meses deste ano – na comparação da média de janeiro e fevereiro de 2016 com o último trimestre de 2015 – indicando que a queda no ano pode ser ainda maior.

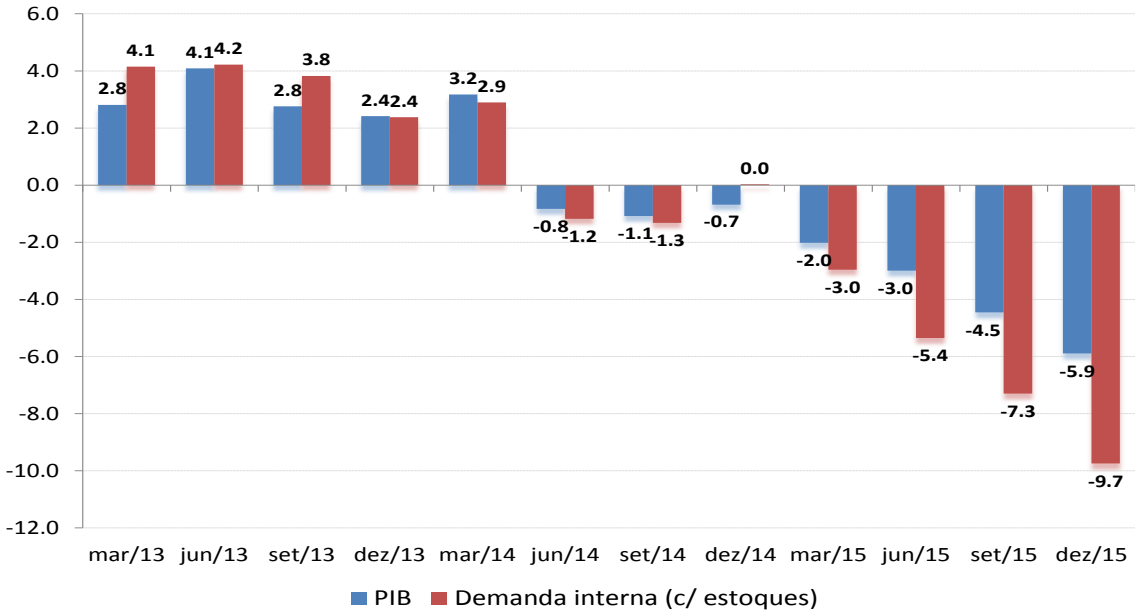
TABELA 1
Contribuições para o crescimento do PIB pelo lado da demanda

Ano	Consumo das famílias (em p.p.)	Consumo do governo (em p.p.)	Formação bruta de capital (em p.p.)	Exportações (em p.p.)	PIB (%)
2010	2,42	0,61	3,65	0,84	**7,53**
2011	2,33	0,38	0,81	0,39	**3,91**
2012	1,92	0,41	-0,45	0,03	**1,92**
2013	1,71	0,24	0,87	0,19	**3,01**
2014	0,52	0,25	-0,53	-0,10	**0,15**
2015	-1,72	-0,13	-2,72	0,73	**-3,85**

Fonte: nota técnica desta Carta de Conjuntura elaborada por José Bruno Fevereiro.
Nota: contribuições ao crescimento do PIB já descontado o conteúdo importado de cada componente da demanda final.

[1] Coordenador do Grupo de Estudos de Conjuntura (Gecon) da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <ronaldo.souza@ipea.gov.br>.

GRÁFICO 1
Taxas de crescimento: PIB *versus* demanda interna
(Taxa de variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, em %)

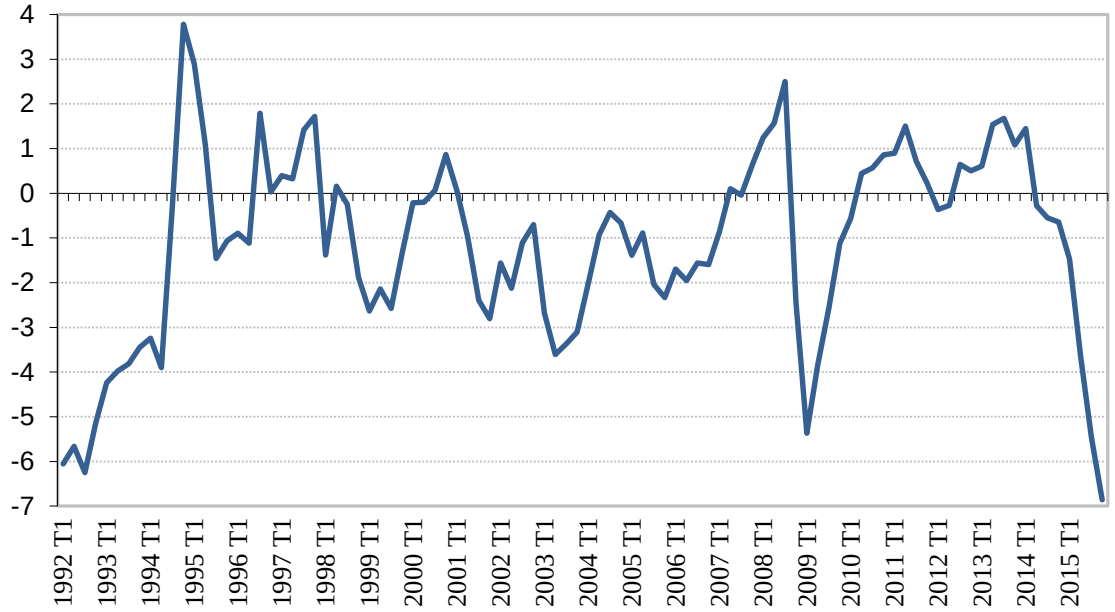


Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Essa redução da FBCF, aliada ao contínuo aumento dos gastos com depreciação, fez com que os investimentos líquidos sofressem uma perda de 40% no ano passado – de acordo com cálculos feitos em outra nota técnica desta Carta de Conjuntura. O resultado disso é a redução acentuada da taxa de crescimento do estoque de capital, que, em conjunto com a desaceleração do crescimento da oferta de mão de obra e da piora da produtividade geral da economia, vem reduzindo a taxa de crescimento do produto potencial para valores abaixo de 1% a.a.. Este fato não comprometeria uma eventual retomada do crescimento no curto prazo, pois o grau de ociosidade da capacidade produtiva é atualmente muito elevado – estima-se que o hiato do produto estaria em 6,9% (Gráfico 2) –, mas uma eventual retomada sustentável do crescimento teria de ser acompanhada de uma recuperação expressiva dos investimentos e/ou uma reversão significativa da tendência da produtividade, uma vez que o crescimento da oferta de mão de obra deve seguir numa trajetória de desaceleração imposta por fatores demográficos.

GRÁFICO 2
Hiato do produto (1992-2015)

(Em %)



Fonte: nota técnica desta Carta de Conjuntura elaborada por José Ronaldo de C. Souza Jr.

Os dados mais recentes de nível de atividade mostram que o ambiente recessivo ainda se mantém. A produção industrial e o setor de serviços continuam a sofrer perdas significativas. Já o comércio apresentou melhora na margem em fevereiro, porém insuficiente para repor a perda de janeiro. Os dados de emprego, por sua vez, mostram um saldo negativo de mais de 1,8 milhão de trabalhadores formais no acumulado em doze meses até março, de acordo com os dados do CAGED. A taxa de desemprego da PNADC aumentou de 7,4% no trimestre móvel encerrado em fevereiro de 2015 para 10,2% no mesmo período deste ano, uma alta de quase 3 p.p. em apenas um ano. O rendimento real habitual aferido pela mesma pesquisa também piorou, caindo 3,9% na mesma comparação de períodos.

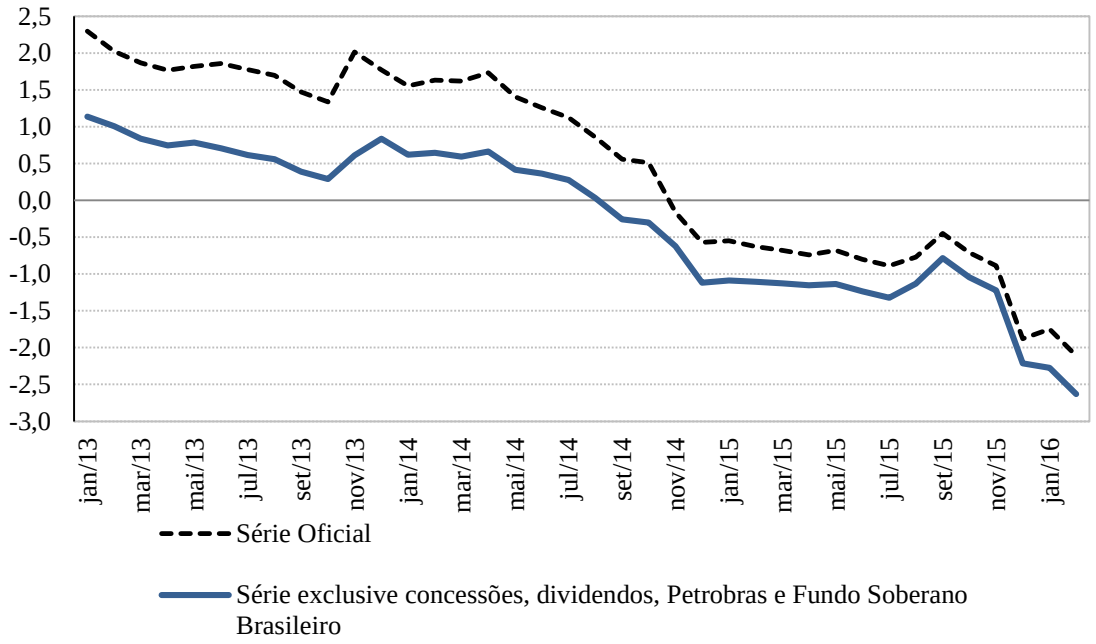
Os desempenhos negativos do mercado de trabalho e da demanda interna foram potencializados pela política monetária restritiva, que colocou os juros em patamar elevado e contribuiu para a diminuição das concessões de crédito. No período recente, houve uma redução especialmente elevada do crédito direcionado, que havia sido o destaque positivo nos anos anteriores, mas sofreu restrições devido à falta de recursos disponíveis para empréstimos (*funding*) – que afetou a oferta – e à piora da confiança dos empresários e dos consumidores – que afetou a demanda por crédito.

Mesmo com esse cenário de retração do crédito e da renda, a inflação persiste em níveis elevados – acima do teto da banda inflacionária e mais que o dobro da meta fixada pelo Conselho Monetário Nacional (4,5% a.a.). Os dados mais recentes, no entanto, mostram uma desaceleração gradual da alta dos preços ao consumidor, embora ainda insuficiente para aproximar o IPCA da meta. Dentre os principais motivos dessa

desaceleração, destacam-se: o fim dos ajustes de preços administrados e a redução da inflação de serviços, que parece estar refletindo diretamente a queda da demanda.

A alta dos preços administrados no ano de 2015 está diretamente relacionado com o processo de ajuste fiscal iniciado no ano passado. Os subsídios dados anteriormente para reduzir os preços da energia elétrica, por exemplo, foram retirados e provocaram imediato impacto sobre a inflação. Apesar desse e de outros ajustes realizados, a forte redução da arrecadação (ocorrida em função da queda do nível de atividade) aliada à excessiva rigidez dos gastos públicos impediram a melhora do resultado primário (Gráfico 3). Uma série de medidas propostas pelo governo com o objetivo de melhorar as contas públicas encontram dificuldades devido ao ambiente político conturbado.

GRÁFICO 3
Resultado Primário do setor público consolidado (exclusive Petrobras e Eletrobrás), acumulado em doze meses e dividido pelo PIB acumulado em doze meses (jan/2013-fev/2016)
(Em % do PIB)



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

O cenário político tem impedido também que se façam discussões técnicas mais aprofundadas sobre mudanças necessárias para evitar problemas ainda mais graves nas contas públicas no longo prazo. Dada a ordem de grandeza do ajuste que seria necessário para o equilíbrio fiscal no curto prazo, que o torna pouco factível, a maior preocupação atual é justamente quanto à sustentabilidade das contas públicas no longo prazo. Devido às rápidas mudanças da dinâmica demográfica pelas quais o país está passando, a dinâmica dos gastos previdenciários, tanto no regime geral quanto nos regimes próprios dos servidores públicos, é particularmente preocupante. Com efeito, a piora recente do mercado de trabalho está mudando a percepção – generalizada nos anos de bonança - de que reformas paramétricas nos regimes previdenciários poderiam ser postergadas para futuros

distantes. No primeiro trimestre deste ano, por exemplo, as receitas previdenciárias arrecadadas pela Receita Federal reduziram-se em 5,7% em relação ao mesmo período de 2015 – já descontada a inflação medida pelo IPCA.

Outro fator que contribuiu para reduzir a arrecadação foi a queda expressiva das importações, que resultou na redução da receita com o imposto de importação – de 24,2% no primeiro trimestre de 2016 em relação ao mesmo período do ano passado – e de outros impostos (como o IPI) que também são cobrados dos produtos importados. O desempenho das importações deve-se não só à redução da demanda interna como também à variação cambial, que tornou os produtos importados menos competitivos internamente. O resultado direto do desempenho das importações foi a mudança de sinal da balança comercial, que passou a acumular superávits desde março do ano passado. O déficit em conta corrente do Balanço de Pagamentos foi beneficiado também pela redução do déficit de serviços, especialmente, por causa da redução dos gastos com viagens internacionais.

Desafortunadamente, esse ajuste das contas externas não tem contado com a ajuda da demanda internacional. Nos mercados financeiros internacionais, apesar da pequena melhora nas últimas semanas relativamente ao início de ano turbulento, ainda há grande incerteza quanto ao desempenho da economia mundial tanto no curto quanto no longo prazo. A boa notícia é que os mercados de commodities apresentaram altas de preços nas últimas semanas, embora não se saiba quanto por quanto tempo essa reação irá durar.

A superação do atual quadro recessivo, dificilmente, será simples ou rápida. Uma agenda mínima nessa direção inclui o restabelecimento das condições para o equilíbrio fiscal no médio prazo, a retomada da capacidade do executivo federal de aprovar medidas de política econômica no Congresso Nacional e a mitigação do atual quadro recessivo. Por óbvio, a recuperação da atividade econômica pressupõe que esta pare de piorar, o que, infelizmente, ainda não aconteceu.

É provável que o debate dos próximos meses se concentre sobre a combinação de medidas que, simultaneamente, estejam voltadas para a estabilidade econômica no médio prazo e que permitam a recuperação da atividade econômica no prazo mais curto possível. Espera-se que o consenso sobre as graves carências de infraestrutura do país – e dos impactos negativos destas últimas para o incremento da produtividade da economia – seja levado em consideração nestas discussões. Nesse contexto, parece importante evitar que os investimentos públicos – que já caíram 35% em 2015 – venham a sofrer novas quedas neste ano e que se redobrem os esforços de atração de investimentos privados em concessões públicas.

SETOR EXTERNO

Marcelo Nonnenberg[1]

SUMÁRIO

A forte volatilidade cambial parece ter se arrefecido discretamente nos últimos 5 meses, após um período de grande instabilidade e com significativa desvalorização do real. Esses movimentos parecem estar fortemente correlacionados com a variação do risco país. Tanto a desvalorização cambial quanto a recessão estão provocando uma intensa mudança nas principais contas do Balanço de Pagamentos. A Balança Comercial vem apresentando superávits sucessivos desde março do ano passado. No acumulado do ano até fevereiro, passou de um déficit de US$ 6,0 bilhões em 2015 para um superávit de US$ 4,0 bilhões. Entre 2014 e 2015, o saldo comercial passou de um déficit de US$ 6,6 bilhões para um superávit de US$ 17,7 bilhões. O déficit da conta de serviços foi reduzido em US$ 11,1 bilhões e o da renda primária em 9,8 bilhões, no mesmo período. Desta forma, o déficit em conta corrente passou de US$ 104,2 bilhões em 2014, equivalente a 4,3% do PIB, para US$ 58,9 bilhões em 2015, ou 3,3% do PIB. Do lado da conta financeira, há uma redução em virtualmente todos os componentes, mas numa dimensão maior em Outros Investimentos, com queda de US$ 23,8 bilhões no ano passado e em Investimentos em Carteira, com queda de US$ 18 bilhões no ano passado. Nos dois primeiros meses deste ano, a redução dos fluxos líquidos de Outros Investimentos foi de US$ 3,6 bilhões e nos Investimentos em Carteira, de impressionantes US$ 22,5 bilhões. A maior parte desta queda foi em títulos de renda fixa. Em compensação, houve um forte aumento no saldo líquido de investimentos diretos em janeiro e fevereiro, num total de US$ 11,1 bilhões. Para 2016, enquanto o Banco Central prevê um déficit em transações correntes de US$ 41,0 bilhões, as projeções mais recentes do mercado financeiro, conforme o boletim Focus, já apontam para cerca de US$ 20 bilhões, em parte graças a um superávit comercial previsto de US$ 44 bilhões, contra US$ 30,0 bilhões na projeção oficial do Banco Central. Alguns analistas já preveem mesmo um saldo próximo a zero em conta corrente em 2016.

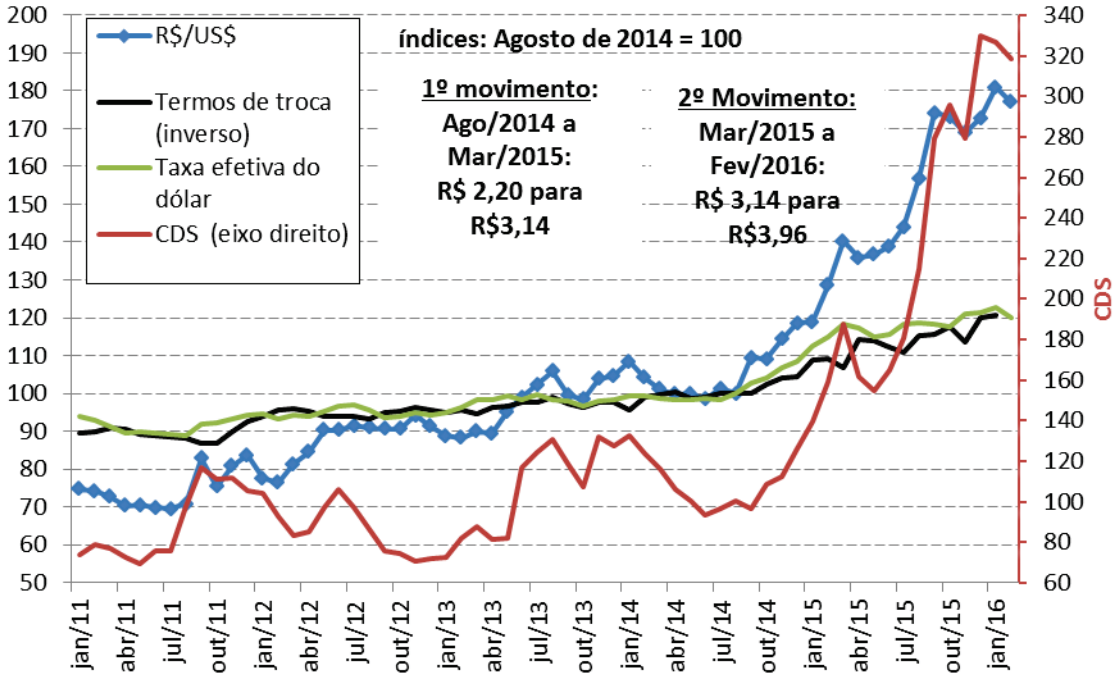
CÂMBIO

Após uma forte desvalorização entre agosto de 2014 e setembro de 2015 − que atingiu 74% − a taxa de câmbio real/dólar parece ter se estabilizado um pouco nos últimos cinco meses, após um período de forte volatilidade. Conforme pode ser visto no Gráfico 1, a taxa de câmbio acompanha muito de perto o risco país, medido pelo CDS de cinco anos. Suas variações são quase simultâneas. Portanto, ao contrário do que alguns analistas consideram, o câmbio não parece ter variado em função de um menor aporte de divisas que, por sua vez, seria influenciado pelo aumento do risco país (ainda que esse canal de transmissão também deva estar funcionando). Nesse caso, certamente haveria alguma defasagem temporal, o que não é o caso, como pode ser observado no Gráfico 1. A valorização da taxa efetiva real do dólar americano e a queda dos termos

[1] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <marcelo.nonnenberg@ipea.gov.br>.

de troca do Brasil também devem estar contribuindo para a forte desvalorização do real verificada desde 2014. O alto grau de incertezas presente na economia brasileira, no entanto, parece apontar para uma volta de períodos de grande volatilidade cambial nos próximos meses.

GRÁFICO 1
Taxa de Câmbio Nominal, spread do CDS, Taxa Efetiva Real do US$ e Termos de Troca.
(R$/US$$; Índices, agosto de 2014=100)



Fonte: BCB, FMI, Bloomberg e Federal Reserve Bank of Saint Louis
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

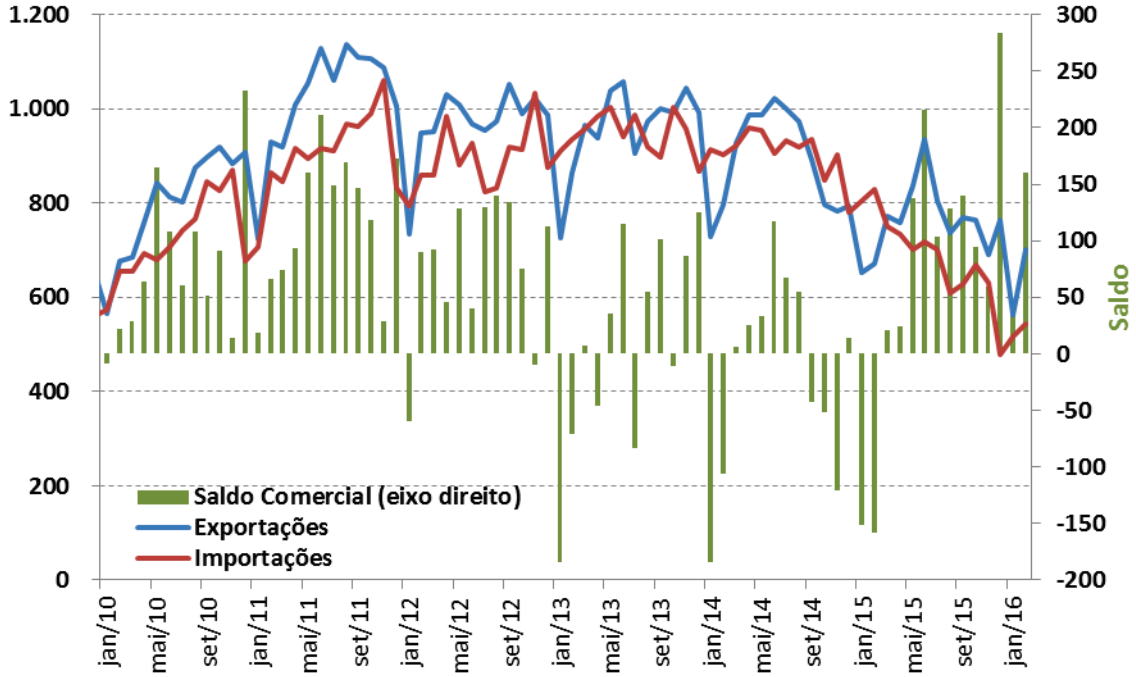
No entanto, deve-se notar que, nos últimos meses, a variação do câmbio não tem acompanhado tão de perto o movimento dos CDS. Nos últimos 6 meses, por exemplo, enquanto o CDS aumentou 76%, a taxa de câmbio desvalorizou-se apenas 23%. Em parte, essa menor variação pode ser atribuída a uma postura mais agressiva por parte do Banco Central do Brasil. Apesar de ele não intervir no mercado à vista desde 2012, tem feito sucessivas intervenções em linhas com recompra. E, entre setembro de 2015 e fevereiro de 2016, o total de venda de moeda estrangeira nessa modalidade totalizou US$ 9,8 bilhões, enquanto nos primeiros oito meses de 2015 ele havia comprado US$ 8,1 bilhões.

BALANÇA COMERCIAL

O superávit comercial, em fevereiro, atingiu US$ 3,0 bilhões, uma inversão com relação ao mesmo mês do ano passado, quando houve um déficit de US$ 2,8 bilhões. No acumulado do ano, também ocorreu esta inversão, passando de um déficit de US$

6,0 bilhões em 2015 para um superávit de US$ 4,0 bilhões. O Gráfico 2 apresenta os dados de exportação, importação e saldo comercial com base nas médias diárias dessazonalizadas, que permite observar um forte aumento do superávit comercial a partir de maio do ano passado.

GRÁFICO 2
Exportações, Importações e Saldo Comercial- Médias Diárias Dessazonalizadas.
(Em US$ milhões)



Fonte: SECEX/MDIC;
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

As exportações alcançaram US$ 13,3 bilhões em fevereiro, totalizando US$ 24,6 bilhões no acumulado do ano. O resultado de fevereiro ficou 10,4% acima do verificado no mesmo mês de 2015, mas, pelo critério das médias diárias, esse aumento é de apenas 4,6%. Entretanto, no acumulado do ano, as exportações tiveram uma queda de 4,7%, resultado praticamente idêntico ao obtido pelas médias diárias.

A liderança do crescimento das exportações, em fevereiro, com relação ao mesmo mês do ano anterior, coube aos manufaturados, com aumento de 13,9%, tendo inclusive superado o valor absoluto dos básicos. Estes cresceram 5,1%, enquanto os semimanufaturados tiveram uma elevação de 20,4%, no mesmo período. No acumulado do ano, no entanto, os manufaturados praticamente não tiveram crescimento, ao mesmo tempo que os básicos caíram 7,8% e os semimanufaturados 5,4%.

TABELA 1
Exportações por Categorias de produtos – 2016 e 2015
(Em US$ milhões)

Categoria	2016		2015		Variação %	
	Janeiro-Fevereiro	Fevereiro	Janeiro-Fevereiro	Fevereiro	Janeiro-Fevereiro	Fevereiro
Básicos	9.998	5.245	10.842	4.992	-7,8	5,1
Semimanufaturados	4.136	2.283	4.370	1.897	-5,4	20,4
Manufaturados	9.881	5.543	9.834	4.867	0,5	13,9
Op. Especiais	579	277	751	336	-22,8	-17,6
Total	24.594	13.348	25.796	12.092	-4,7	10,4

Fonte: Secex/MDIC;
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

No acumulado do ano, os maiores destaques positivos entre os básicos foram o milho em grão, com crescimento de 103% com relação ao mesmo período de 2015, soja em grão, com 126% e algodão em bruto, com 64%. Do lado negativo, destacam-se minério de ferro, com queda de 46% e petróleo em bruto, com 29%. Entre os manufaturados, merecem destaque positivo os automóveis de passageiros e aviões, com crescimento de 80% e 25%, respectivamente. Do lado negativo, óxidos e hidróxidos de alumínio, com queda de 13%. Já entre os semimanufaturados, deve-se mencionar o aumento de 28% na celulose.

Por países e regiões de destino, merece destaque o crescimento das exportações para a China (incluindo Hong Kong e Macau), de 8,6% no acumulado do ano, com base nas médias diárias, apesar de toda a desaceleração da economia chinesa. De resto, as exportações para a Ásia cresceram 4,9% no mesmo período, sendo a única região em que houve crescimento. Por outro lado, as exportações para os Estados Unidos caíram 16%, levando as vendas para a América do Norte a cair 13,3%. As exportações para o Mercosul, União Europeia e Oriente Médio seguem decepcionando, com quedas de 8,7%, 9,2% e 12,4% no período.

As importações sofreram uma queda expressiva em fevereiro, na comparação com o mesmo mês de 2015, passando de US$ 14,9 bilhões para US$ 10,3 bilhões, uma redução de 31%. Pelo critério de médias diárias, essa queda foi ainda maior, de 34,6%. Quando se consideram os valores acumulados no ano, a queda foi semelhante, de 35,1%, tanto no total quanto com base nas médias diárias. Certamente uma redução dessa magnitude é explicada tanto pela continuidade de redução da atividade econômica ocorrida e esperada, como pela desvalorização cambial em curso desde o final de 2014. É possível esperar assim, que as importações continuem a cair nos próximos meses, uma vez que esses fenômenos deverão persistir por algum tempo.

Praticamente todas as grandes categorias experimentaram fortes quedas. Considerando apenas o mês de fevereiro, a exceção foram os bens de consumo semiduráveis e não duráveis, com redução de apenas 3,6%. A maior queda foi em combustíveis, com 52,1%, seguida por bens de consumo duráveis, com 49,6%. No acumulado do ano, a queda foi de mesma magnitude, atingindo 35,1%. As maiores

reduções foram também em bens de consumo duráveis (53,8%) e combustíveis e lubrificantes (57,0%).

TABELA 2
Importações por Grandes Categorias Econômicas 2016 e 2015
(Em US$ milhões)

Categoria	2016		2015		Variação %	
	Janeiro-Fevereiro	Fevereiro	Janeiro-Fevereiro	Fevereiro	Janeiro-Fevereiro	Fevereiro
Bens de consumo semiduráveis e não duráveis	2.879	1.545	3.342	1.603	-13,8	-3,6
Bens de consumo duráveis	556	301	1.203	597	-53,8	-49,6
Combustíveis e Lubrificantes	2.080	1.234	4.834	2.576	-57,0	-52,1
Bens de Capital	3.128	1.195	4.291	1.697	-27,1	-29,6
Bens Intermediários	11.975	6.027	18.131	8.459	-34,0	-28,7
Total Geral	20.628	10.305	31.806	14.932	-35,1	-31,0

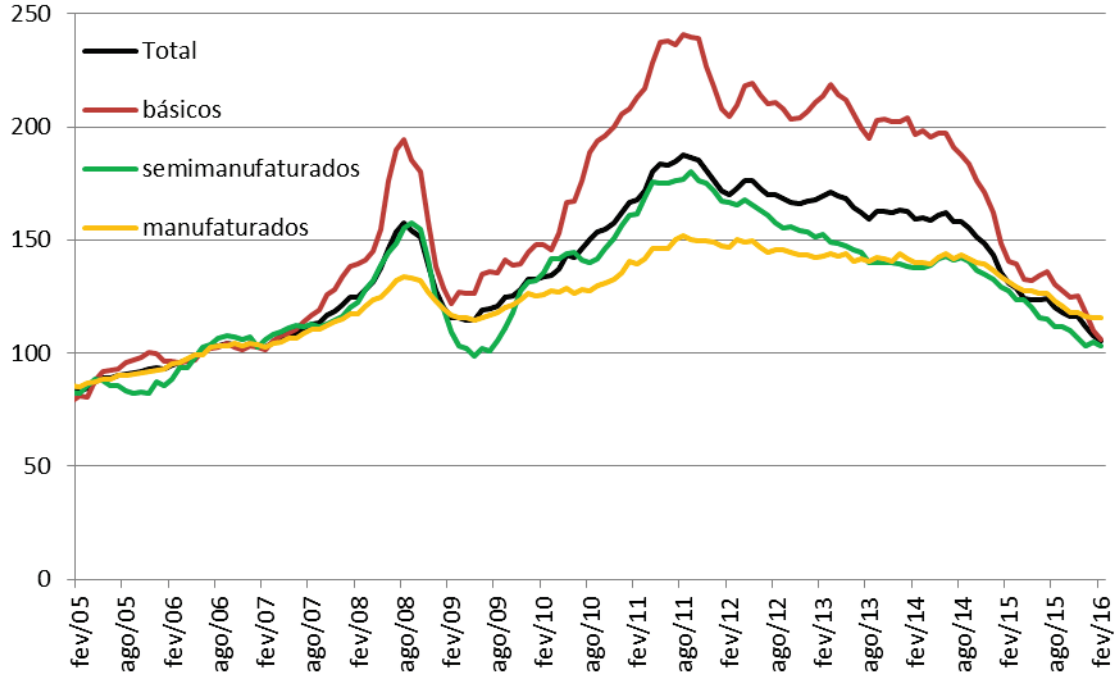
Fonte: Secex/MDIC;
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

Examinando-se as categorias a um nível mais desagregado, é possível perceber que a queda foi disseminada em praticamente todos os grupos de produtos. Entre os bens de consumo, os duráveis foram os mais afetados, destacando-se os automóveis de passageiros (57,9%) e os semiduráveis (37,5%), sempre com base nas médias diárias.

Dentre os principais países fornecedores do Brasil, as quedas também são disseminadas. Com base nas médias diárias no acumulado do ano, as compras oriundas da China (incluindo Hong Kong e Macau) sofreram queda de 41,7%, as da União Europeia, de 25,7%, dos Estados Unidos, de 21,3% e do Mercosul, de 26,4%.

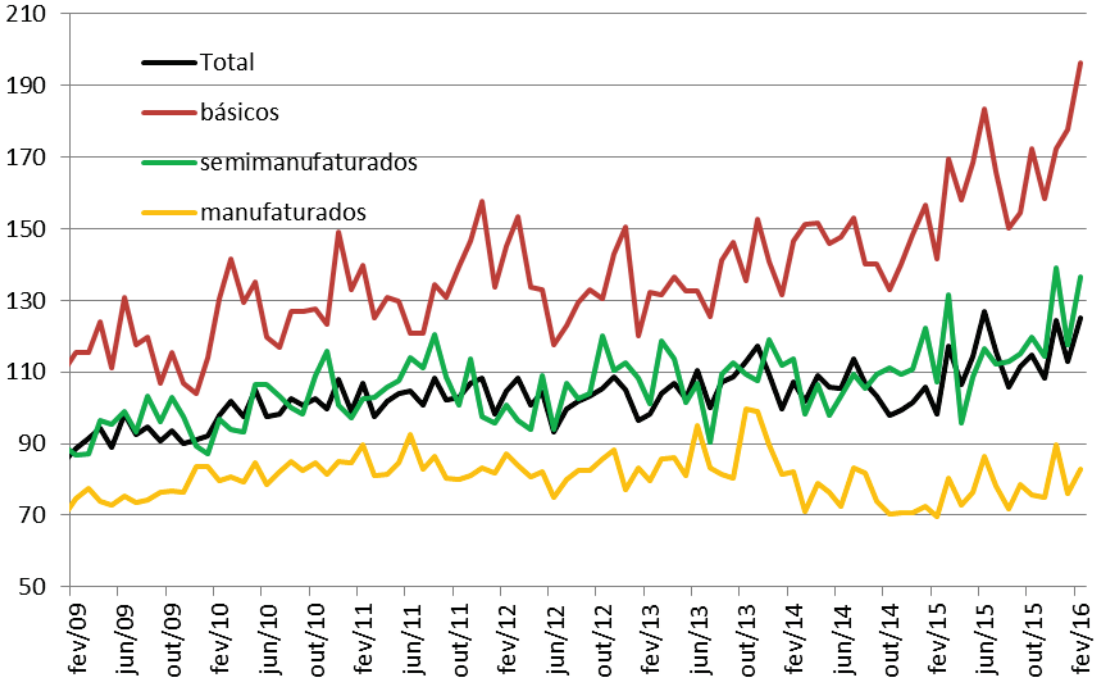
Como mostram os Gráficos 3 e 4, a queda das exportações vinha sendo resultado da redução dos preços, que é muito forte e estava sobrepujando a elevação das quantidades. Entretanto, em fevereiro, ao mesmo tempo que os preços das exportações caíram 19% na comparação com o mesmo mês de 2015, as quantidades deram um salto de 37%, resultado tanto das elevações de básicos quanto de manufaturados, que aumentaram, respectivamente, 40% e 48%. Essa elevação se deve principalmente ao comportamento dos produtos da agropecuária e pecuária e dos derivados de petróleo. Numa perspectiva mais ampla, contudo, essa alta em fevereiro ainda não é capaz de superar as quedas de preços que ocorrem desde meados de 2011. Obviamente, a queda dos preços dos produtos básicos foi muito mais pronunciada. Mas os produtos manufaturados não escaparam dessa queda. Tomando como ponto de referência agosto de 2011 (máximo dos preços totais), até fevereiro de 2016, a queda foi de 43,7% (na série corrigida de variações sazonais) para os preços totais e de 54,3 % para os produtos básicos. Visto de outra forma, os preços nominais em fevereiro de 2016 voltaram ao nível observado em abril de 2007.

GRÁFICO 3
Índices de Preços de Exportação – por Categoria de Produtos.
(2006=100, Índices dessazonalizados)



Fonte: FUNCEX;
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

GRÁFICO 4
Índices de Quantum de Exportação – por Categoria de Produtos.
(2006=100, Índices dessazonalizados)



Fonte: FUNCEX;
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

Um quadro totalmente distinto transparece da análise dos índices de quantum de exportação. Neste caso, as quantidades de produtos básicos vêm mantendo uma tendência de alta desde o início do século, levando as quantidades totais a também observarem esta tendência (após a queda em 2008/2009). Essa elevação acentuou-se a partir do final de 2014. Os semimanufaturados também vêm apresentando um comportamento bastante dinâmico. Já os manufaturados, após um forte tombo entre o final de 2008 e o início de 2009, nunca mais se recuperaram. Ressalte-se, no entanto, que, desde o início de 2015, esses produtos começam a mostrar uma retomada, ainda que tímida.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

O fato mais notável no balanço de pagamentos do Brasil foi a forte e simultânea redução tanto do déficit em conta corrente quanto do superávit da conta capital e financeira em 2015, quando comparado com 2014, conforme a Tabela 3. O déficit corrente caiu de US$ 104,2 bilhões para US$ 58,9 bilhões entre os dois anos, ao mesmo tempo em que o influxo líquido de capitais reduziu-se de US$ 100,8 bilhões para US$ 55,1 bilhões. Deve ser notado que nestes números está considerado o ganho de reservas, que caiu de US$ 10,8 bilhões para apenas US$ 1,6 bilhão no período. No acumulado dos dois primeiros meses de 2016, o déficit corrente reduziu-se em US$ 12,6 bilhões, na comparação com o mesmo período do ano passado, alcançando US$ 6,7 bilhões. No mesmo período, o influxo líquido de capitais caiu de US$ 19,7 bilhões para US$ 5,9 bilhões, uma redução de US$ 13,8 bilhões.

Do lado das transações correntes, a redução do déficit é devida a todos os componentes, com aumento de US$ 24,3 bilhões no saldo comercial e queda do déficit de US$ 11,2 bilhões na conta de serviços e de US$ 9,8 bilhões na renda primária. Nos dois primeiros meses do ano, o saldo comercial e a conta de serviços também aumentaram em, respectivamente, US$ 9,5 bilhões e US$ 3,1 bilhões. No entanto, a renda primária foi levemente inferior.. Do lado da conta financeira, entre 2014 e 2015, houve uma redução em virtualmente todos os componentes, mas numa dimensão maior em Outros Investimentos, com queda de US$ 27,3 bilhões e em Investimentos em Carteira, com queda de US$ 16,7 bilhões no ano passado. No acumulado de janeiro e fevereiro, houve um aumento no ingresso de Investimentos Diretos, de US$ 11,1 bilhões. Ao mesmo tempo, os Investimentos em Carteira caíram US$ 22,5 bilhões e os Outros Investimentos foram reduzidos em US$ 3,6 bilhões.

Até que ponto esses dois movimentos simultâneos estão correlacionados? A primeira e mais óbvia ligação é por meio da taxa de câmbio. Com a elevação do risco país a partir do final de 2014, como já analisado na seção sobre Câmbio, começa a haver uma desvalorização cambial cada vez mais forte. O aumento da percepção de risco também reduz os fluxos de capital para o país, contribuindo para a desvalorização cambial. Tudo isso influencia praticamente todas as contas da balança corrente, reduzindo o déficit ou aumentando o superávit. Assim, a resposta àquela pergunta parece ser positiva. No entanto, outros fatores também contribuíram para a redução do

déficit em conta corrente e a redução dos influxos de capital, sendo o mais importante a recessão ora em curso na economia brasileira. Ela afeta principalmente a conta corrente, mas também tem impactos sobre a conta capital, como será visto a seguir.

TABELA 3
Balanço de Pagamentos – Principais contas – 2015 e 2016
(Em US$ milhões)

Discriminação	2014	2015*		2016*	Variação 2014-2015	Variação jan-fev2016 x jan - fev2015
		Jan-Fev	Ano	Jan-Fev		
1.Transações correntes	**- 104 181**	**- 19 340**	**- 58 882**	**- 6 736**	**45 299**	**12 604**
Balança comercial (bens)	- 6 629	- 5 963	17 670	3 512	24 299	9 475
Exportações[1/]	224 098	25 639	190 092	24 452	- 34 006	- 1 187
Importações[2/]	230 727	31 602	172 422	20 940	- 58 305	- 10 662
Serviços	- 48 107	- 6 406	- 36 919	- 3 309	11 188	3 097
Renda primária	- 52 170	- 7 334	- 42 357	- 7 453	9 813	- 119
Renda secundária	2 725	362	2 724	513	- 1	151
2. Conta Capital e Financeira	**100 830**	**19 685**	**55 174**	**5 878**	**- 45 656**	**- 13 807**
Conta capital	**231**	**63**	**440**	**68**	209	5
Conta financeira[3/]	**100 599**	**19 622**	**54 734**	**5 811**	**- 45 865**	**- 13 812**
Investimentos diretos	70 855	309	61 576	11 433	- 9 279	11 124
Investimentos em carteira	38 708	15 451	22 047	- 7 055	- 16 661	- 22 506
Derivativos – ativos e passivos	1 568	613	3 450	319	1 882	- 294
Outros investimentos	3 436	6 044	- 23 871	2 422	- 27 307	- 3 622
Ativos de reserva	10 833	1 569	1 569	670	- 9 264	- 899
					-	-
Erros e omissões	**3 351**	**- 344**	**3 708**	**858**	**357**	**1 202**
Memo:						
Transações correntes / PIB (%)	- 4,31		- 3,33			
Investimento direto no país / PIB (%)	4,01		4,24			

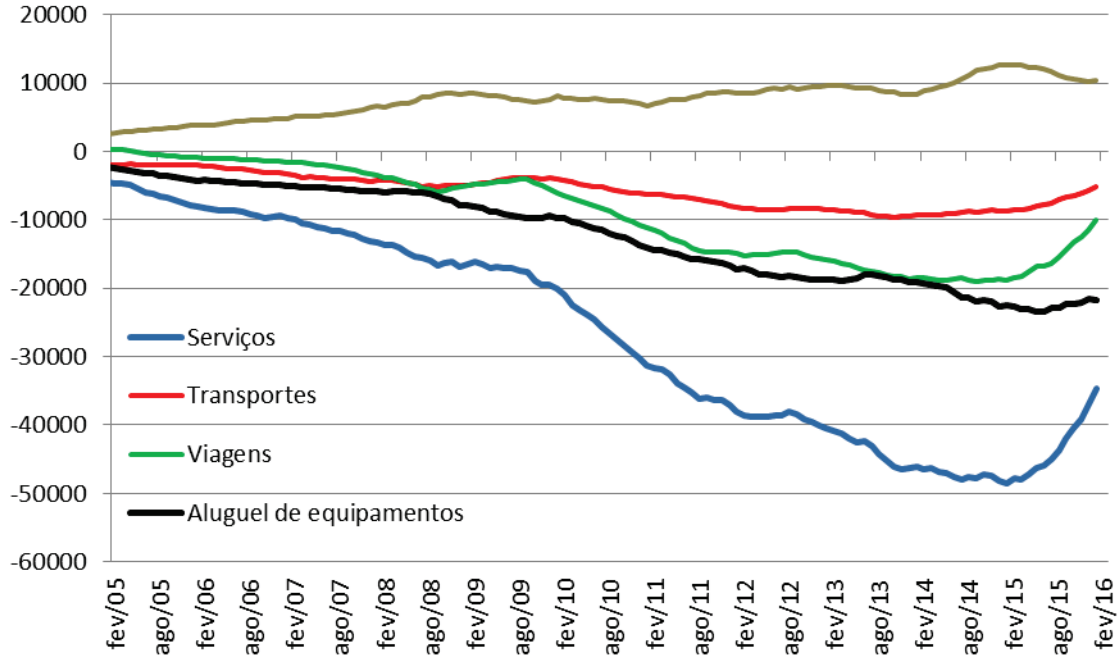
Fonte: Banco Central do Brasil

1/ Exclui mercadorias deixando o território nacional sem mudança de proprietário. Inclui mercadorias entregues no território nacional (exportação ficta), encomendas postais,
e outros ajustes.
2/ Exclui mercadorias ingressando no território nacional sem mudança de proprietário. Inclui mercadorias entregues fora do território nacional (importação ficta),
importação de energia elétrica sem cobertura cambial,
encomendas postais e outros ajustes.
3/ Para contas de ativo e de passivo, + = aumento de estoque e - = redução de estoque. Conta financeira = fluxos de investimentos passivos - fluxos de investimentos ativos
4/ Inclui, entre outras, transações em que o cotista residente no Brasil possui 10% ou mais do patrimônio líquido do fundo de investimento no exterior.
5/ Inclui, entre outras, transações em que o cotista residente no exterior possui 10% ou mais do patrimônio líquido do fundo de investimento no Brasil.
6/ Inclui depósitos, empréstimos, créditos
comerciais e outros.
***** Dados preliminares.

CONTA DE SERVIÇOS E RENDA PRIMÁRIA

O déficit da conta de serviços, após atingir um máximo de US$ 48,5 bilhões no acumulado em 12 meses em janeiro de 2015, vem caindo sistematicamente desde então, para alcançar US$ 33,8 bilhões em fevereiro deste ano, uma redução de US$ 14,6 bilhões, como pode ser visto no Gráfico 5. Dentre os principais itens desta conta, a maior redução foi no item de Viagens Internacionais, que passou de um déficit de US$ 18,5 bilhões nos 12 meses até fevereiro de 2015 para US$ 9,3 bilhões até fevereiro deste ano, influenciado tanto pela forte desvalorização cambial quanto pela redução da renda das famílias no período. O déficit de Transportes também sofreu queda, de US$ 8,6 bilhões para US$ 4,8bilhões no mesmo período. Já aluguel de equipamentos mostrou relativa estabilidade, passando de um saldo negativo de US$ 22,6 bilhões para US$ 21,7 bilhões nos mesmos meses, por ser constituído basicamente por aluguel de plataformas de petróleo, atividade que foi relativamente pouco influenciada pela recessão ora em curso. O único item (entre os maiores) que possui superávit é o de Outros Serviços de Negócio, que inclui serviços de engenharia, que também foi pouco afetado, caindo de US$ 12,7 para US$ 10,0 bilhões no período.

GRÁFICO 5
Conta de Serviços – valores acumulados em 12 meses – 2005-2016
(Em US$ milhões)

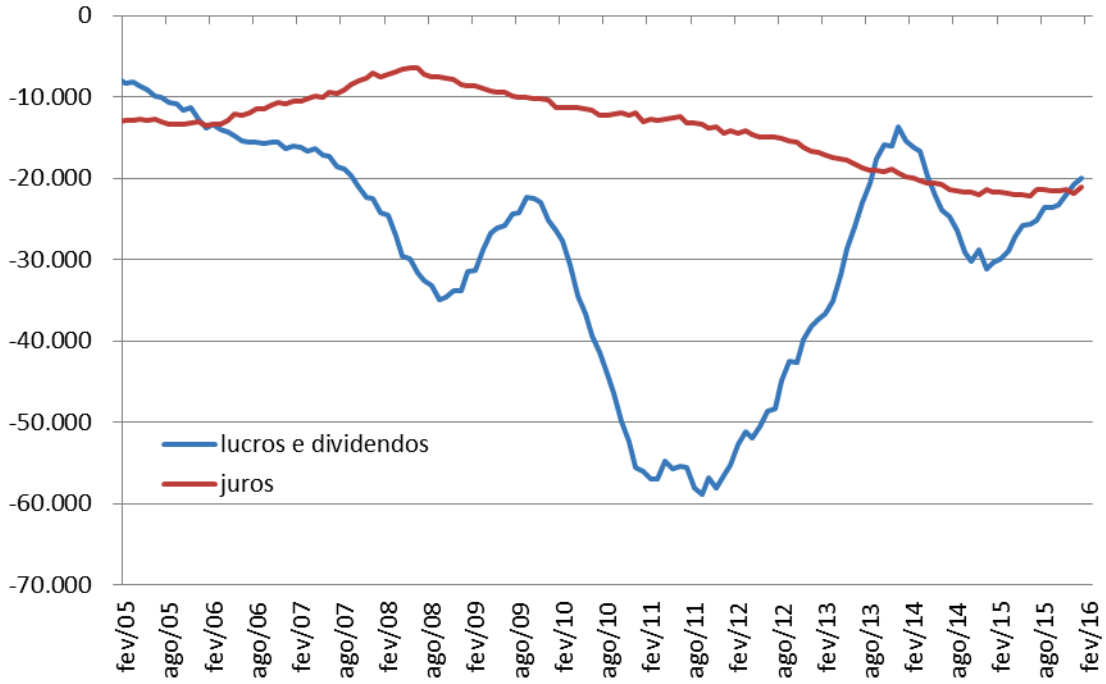


Fonte Banco Central do Brasil.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

A conta de renda primária também sofreu os efeitos da recessão e da desvalorização cambial, como pode ser visto no Gráfico 6. O déficit desta conta caiu de US$ 51,3 bilhões em fevereiro de 2015 para US$ 42,5 bilhões em fevereiro de 2016, uma redução de US$ 8,8 bilhões, sempre no acumulado em 12 meses. A principal razão

foi a forte queda experimentada pelo déficit de lucros e dividendos, que passou de US$ 29,8 bilhões para US$ 22,1bilhões neste período. Ao mesmo tempo em que os lucros das empresas caíram, em decorrência da redução da atividade econômica, os valores em dólares também caíram devido à desvalorização cambial. Já os juros praticamente não se alteraram nesse período, permanecendo em torno de um saldo negativo de US$ 21 bilhões em 12 meses.

GRÁFICO 6
Renda Primária – Juros, Lucros e Dividendos - valores acumulados em 12 meses – 2005-2016
(Em US$ milhões)



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

CONTA FINANCEIRA

A Tabela 4 apresenta os investimentos diretos, no exterior e no país. De 2014 para 2015, o ingresso líquido caiu de US$ 70,9 bilhões para US$ 61,6 bilhões. No entanto, nos dois primeiros meses do ano, o ingresso líquido foi de US$ 11,4 bilhões, muito acima do valor observado no mesmo mês do ano anterior, quando atingiuapenas US$ 0,3 bilhão. Entre 2014 e 2015, houve dois movimentos simultâneos e na direção oposta. Os investimentos no exterior (que configuram uma saída líquida de recursos) passaram de US$ 26,0 bilhões para US$ 13,5 bilhões. No acumulado dos dois primeiros meses deste ano, o saldo foi praticamente zero, contra uma saída de US$ 8,6 bilhões no mesmo período de 2015. No ano passado, ao mesmo tempo em que houve uma menor aplicação no exterior, aumentaram os regressos ao Brasil Isso certamente reflete uma piora da situação de liquidez e de rentabilidade das empresas residentes no Brasil. Já

nos dois primeiros meses do ano, na comparação com igual período de 2015, a aplicação no exterior desabou de US$ 8,2 bilhões para US$ 1 bilhão, enquanto os regressos ao Brasil aumentaram ligeiramente.

Ao mesmo tempo, os investimentos no país caíram US$ 21,8 bilhões entre 2014 e 2015, que se registra tanto nas participações no capital quanto nas operações intercompanhia. Neste caso, a redução foi causada basicamente pelas operações intercompanhia, que passaram de US$ 39 bilhões em 2014 para US$ 18,7 bilhões em 2015. Nos dois primeiros meses do ano, no entanto, houve um aumento dos ingressos de investimentos, que passaram de US$ 8,9 bilhões, em igual período de 2015 para US$ 11,4 bilhões este ano. Este aumento se dá tanto em participação no capital quanto em operações intercompanhia. Muito provavelmente, essa queda nos investimentos diretos externos entre 2014 e 2015 refletiu o aumento da percepção de risco da economia brasileira e uma menor oportunidade de investimentos, ao menos no curto prazo. Contudo, parece que estaria havendo um aumento do interesse por investimentos no Brasil, talvez motivados pela forte desvalorização cambial e também pela queda dos preços dos ativos, que tornam os investimentos rentáveis numa perspectiva de longo prazo. É isso que está justificando previsões de aumento dos ingressos de investimentos no país este ano.

TABELA 4
Investimentos Diretos
(Em US$ milhões)

Discriminação	2014	2015		2016	Variação 2015-2014	Variação jan-fev 2016 X jan-fev 2015
		Jan-Fev	Ano	Jan-Fev		
Total	**70 855**	**309**	**61 576**	**11 433**	**- 9 279**	**11 124**
Ativos (no exterior)	**26 040**	**8 578**	**13 498**	**- 58**	**- 12 541**	**- 8 636**
Participação no capital – total[1/]	**25 328**	**8 793**	**14 337**	**- 54**	**- 10 991**	**- 8 848**
Participação no capital, exceto lucros reinvestidos	19 318	7 783	9 832	- 216	- 9 487	- 8 000
Aplicação no exterior	23 891	8 231	20 428	970	- 3 463	- 7 261
Regressos ao Brasil	4 572	448	10 597	1 186	6 024	739
Participação no capital – lucros reinvestidos no exterior	6 010	1 010	4 506	162	- 1 504	- 848
Operações intercompanhia	**712**	**- 216**	- 839	- 4	- 1 551	212
Créditos concedidos ao exterior	3 260	120	1 172	159	- 2 088	39
Amortizações recebidas do exterior	2 549	336	2 011	163	- 538	- 173
					-	-
					-	-
Passivos (no país)	**96 895**	**8 887**	**75 075**	**11 375**	**- 21 820**	**2 488**
Participação no capital – total[1/]	**57 918**	**3 812**	**56 421**	**6 774**	- 1 497	2 962
Participação no capital, exceto lucros reinvestidos	47 220	3 737	49 276	4 581	2 056	844
Participação no capital – lucros reinvestidos no Brasil	10 698	75	7 145	2 193	- 3 553	2 118
Operações intercompanhia	**38 977**	**5 075**	**18 653**	**4 601**	- 20 323	- 474
Créditos recebidos do exterior	63 828	10 197	58 522	7 732	- 5 306	- 2 464
Amortizações pagas ao exterior	24 852	5 122	39 869	3 131	15 017	- 1 991

1/ Inclui, entre outras, transações em que o cotista residente no Brasil possui 10% ou mais do patrimônio líquido do fundo de investimento no exterior.
Fonte: Banco Central do Brasil

A evolução dos investimentos em carteira é apresentada na Tabela 5. A redução dos ingressos líquidos nesse segmento, no ano passado, foi bem mais expressiva do que nos investimentos diretos, atingindo US$ 16,7 bilhões entre 2014 e 2015 e US$ 22,5 bilhões nos dois primeiros meses deste ano, na comparação com igual período do ano anterior, devida basicamente aos títulos de renda fixa

TABELA 5
Investimentos em Carteira
(Em US$ milhões)

Discriminação	2014	2015		2016*	Variação 2015-2014	Variação jan-fev 2016 X jan-fev 2015
		Jan-Fev	Ano	Jan-Fev		
Total	**38 708**	**15 451**	**22 047**	**- 7 055**	**- 16 660**	**- 22 507**
Ativos	**2 820**	**- 715**	**- 3 548**	**- 282**	**- 6 368**	**433**
Investimentos em ações	**60**	**- 137**	**163**	**72**	**103**	**209**
Fundos de investimento[1/]	2 084	- 151	- 261	- 352	**- 2 346**	**- 201**
Títulos de renda fixa	**675**	**- 427**	**- 3 450**	**- 3**	**- 4 125**	**425**
Curto prazo	50	- 22	- 260	0	**- 311**	22
Longo prazo	625	- 405	- 3 190	- 3	**- 3 815**	402
Passivos	**41 527**	**14 736**	**18 500**	**- 7 338**	**- 23 028**	**- 22 074**
Investimentos em ações	**10 873**	**2 732**	**6 528**	**636**	**- 4 345**	**- 2 097**
Negociadas no mercado doméstico	9 897	2 751	6 171	676	- 3 725	- 2 074
Negociadas no mercado externo (*Depositary Receipts*)	977	- 19	357	- 41	- 620	- 22
Fundos de investimentos[1/]	**900**	**115**	**3 502**	**239**	**2 602**	**124**
Títulos de renda fixa	**29 754**	**11 889**	**8 469**	**- 8 212**	**- 21 285**	**- 20 101**
Negociados no mercado doméstico[2/]	27 068	13 506	16 296	- 5 105	- 10 772	- 18 610
Ingressos	109 361	26 467	103 036	9 649	- 6 324	- 16 818
Saídas	82 292	12 962	86 740	14 754	4 448	1 792
Negociados no mercado externo	2 686	- 1 617	- 7 827	- 3 107	- 10 513	- 1 491
Títulos soberanos	2 510	- 696	- 3 418	- 823	- 5 927	- 127
Outros títulos	176	- 84	- 4 410	- 312	- 4 586	- 228

1/ Inclui transações em que o cotista residente no exterior possui menos de 10% do patrimônio líquido do fundo de investimento no Brasil.
2/ Inclui juros reinvestidos.
* Dados preliminares.
Fonte: Banco Central do Brasil

Como pode ser visto na Tabela 6, o principal responsável pela forte contração dos ingressos líquidos de capital foi a conta Outros Investimentos, com queda de US$ 27,3 bilhões no ano passado e US$ 3,6 bilhões nos dois primeiros meses do ano, sempre na comparação com idêntico período anterior.. As saídas de capital nesse item, em 2015, se reduziram em US$ 6,7 bilhões, muito abaixo, no entanto, das contas passivas, que despencaram de US$ 54,1 bilhões em 2014, para US$ 20,1 bilhões no ano passado. Os créditos comerciais de curto prazo até tiveram um aumento significativo, de US$ 10,2 bilhões no ano. Contudo, os saldos dos empréstimos sofreram uma queda

estonteante, de US$ 43,8 bilhões para US$ 2,6 bilhões, uma redução de US$ 46,4 bilhões. Basicamente, essa diferença é explicada pelo brutal aumento das amortizações, que, incluindo curto e longo prazos, se elevaram em US$ 53,9 bilhões de um ano para o outro. Essa redução de ingressos líquidos continuou bastante intensa nos dois primeiros meses do ano. O total de passivos caiu US$ 8,8 bilhões nesse período, na comparação com o mesmo período anterior, resultado de uma queda de US$ 6,5 bilhões nos empréstimos e de US$ 2,7 bilhões nos créditos comerciais e adiantamentos. Todas essas movimentações foram influenciadas tanto pela desvalorização do real, que tornou mais caro o endividamento externo, quanto pela recessão.

TABELA 6
Outros Investimentos
(Em US$ milhões)

Discriminação	2014	2015		2016*	Variação 2015-2014	Variação jan-fev 2016 X jan-fev 2015
	Ano	Jan-Fev	Ano	Jan-Fev		
Total	**3 436**	**6 044**	**- 23 871**	**2 422**	**- 27 308**	**- 3 622**
Ativos	**50 667**	**2 338**	**44 001**	**- 2 819**	**- 6 666**	**- 5 157**
Outras participações em capital	95	**-**	**172**	**150**	**77**	150
Moeda e depósitos	15 072	1 870	15 934	- 7 160	**862**	- 9 030
Empréstimos	- 166	- 216	- 526	694	**- 360**	910
Créditos comerciais e adiantamentos	35 343	683	28 406	3 414	**- 6 937**	2 731
Outras contas a receber[/1]	323	0	16	82	**- 308**	81
					-	-
Passivos	**54 103**	**8 382**	**20 130**	**- 397**	**- 33 973**	**- 8 779**
Outras participações em capital	-	-	-	-	**-**	-
Moeda e depósitos	- 3 562	- 280	- 861	167	2 701	447
Empréstimos	43 795	4 425	- 2 577	- 2 062	- 46 372	- 6 487
Curto prazo	**24 440**	**2 942**	**- 7 149**	**3 309**	**- 31 589**	**368**
Ingressos	25 173	4 932	24 413	6 151	- 760	1 219
Amortizações	734	1 991	31 562	2 842	30 828	851
Longo prazo	**19 355**	**1 484**	**4 572**	**- 5 371**	**- 14 783**	**- 6 855**
Ingressos	54 147	13 173	62 410	7 435	8 263	- 5 738
Amortizações	34 791	11 689	57 838	12 806	23 047	1 116
Créditos comerciais e adiantamentos	13 869	4 236	23 544	1 494	9 675	- 2 742
Curto prazo	12 592	4 000	22 750	1 359	10 159	- 2 641
Longo prazo	1 278	236	794	135	- 484	- 101
Outras contas a pagar[/1]	- 0	0	23	3	**23**	3

1/ Inclui seguros, fundos de pensão e garantias.
* Dados preliminares.
Fonte: Banco Central do Brasil

FINANÇAS PÚBLICAS

Marco Aurélio Alves de Mendonça[1]

SUMÁRIO

As contas públicas brasileiras foram fortemente afetadas pela redução da atividade econômica do país em 2015. Não houve a esperada recuperação do quadro fiscal, a despeito do controle de gastos observado e da aprovação de várias das propostas de aumento das receitas públicas enviadas pelo Executivo ao Congresso Nacional ao longo do ano.

O desempenho da arrecadação de tributos, em particular, apresentou-se inferior ao esperado, mesmo após majorações de alíquotas e de bases tributárias. A arrecadação foi afetada pela redução das vendas e dos lucros. Já o controle das despesas, em função das dificuldades de redução, em alguns casos, até mesmo legais, dos gastos com custeio acabou levando o governo a diminuir significativamente os investimentos.

Ademais, o exercício de 2015 foi marcado por seguidos contingenciamentos de gastos e pela propositura, pelo governo, de várias medidas visando o incremento da arrecadação, tais como: a recuperação de créditos atrasados; a obtenção de receitas advindas da regularização de ativos de brasileiros no exterior; e também recursos oriundos de concessões, cujos recursos entraram no caixa apenas em janeiro de 2016.

Com isso, o déficit primário do setor público consolidado fechou em R$ 106,95 bilhões, equivalente a 1,9% do PIB. Para este ano, a meta de resultado primário foi inicialmente estabelecida pela LDO em R$ 30,554 bilhões (equivalente a 0,5% do PIB), sendo R$ 24 bilhões a cargo da União. No entanto, a própria equipe econômica passou a trabalhar com um quadro bem mais recessivo, fruto da incerteza sobre a evolução da receita primária e expectativa de redução da atividade.

Por conta disso, a programação orçamentária e financeira do exercício já sofreram duas modificações, inclusive com o contingenciamento de gastos na ordem de R$23,4 bilhões. De qualquer forma, é relevante enfatizar que o governo conta com a recriação da CPMF, com a previsão já inclusa na LDO. No entanto, a recriação da contribuição ainda depende da aprovação de uma Proposta de Emenda à Constituição (PEC), que precisa passar pela Câmara e pelo Senado.

Ainda em fevereiro, o Ministério da Fazenda apresentou uma proposta de readequação fiscal. No momento, a equipe econômica possui estimativas de frustração de receitas na ordem de R$ 84,2 bilhões, o que poderia requerer – na visão do governo – uma redução da meta de até R$ 120,65 bilhões para o exercício de 2016.

GOVERNO FEDERAL

Segundo o Banco Central do Brasil (BCB), o governo central fechou o exercício de 2015 com déficit primário de R$ 116,65 bilhões, enquanto Estados e Municípios registraram superávit de R$ 9,70 bilhões. Com isso, o resultado primário do setor público consolidado fechou negativo em R$ 106,95 bilhões ou 1,82% do PIB.

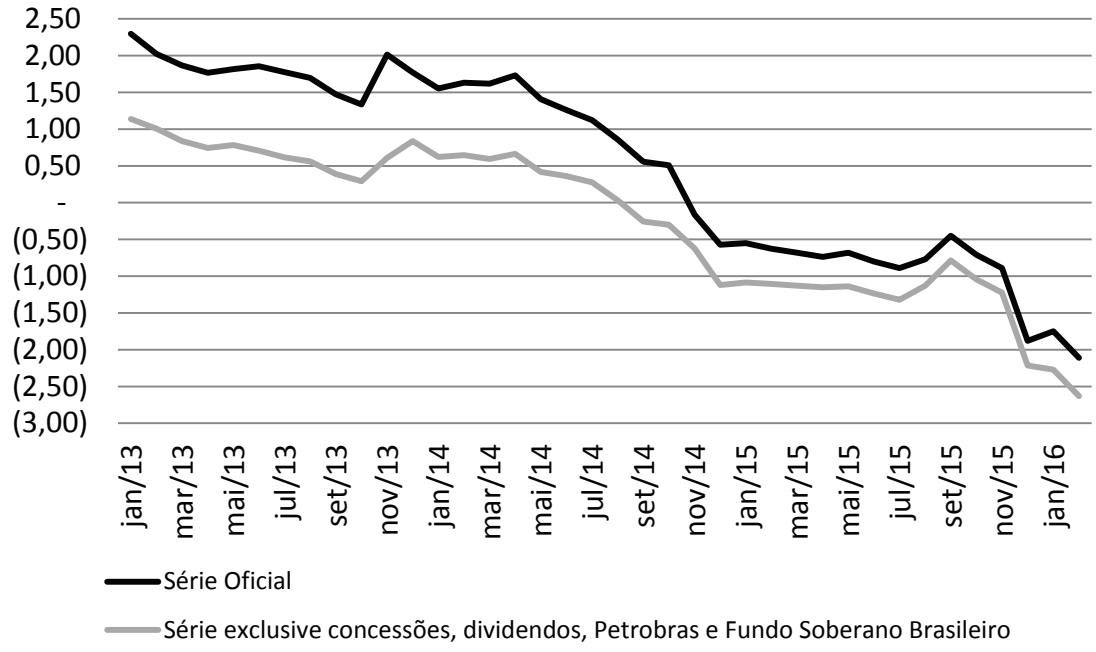
Em janeiro de 2016, o resultado apresentou-se superavitário em R$ 14,8 bilhões

[1] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <marco.mendonca@ipea.gov.br>.

(+28,60% em relação a janeiro de 2015). Isto porque a receita líquida elevou-se 6,3%, por conta do recebimento de R$ 11 bilhões referente ao bônus de outorga da concessão de 29 usinas hidrelétricas, realizada por meio de leilão em novembro de 2015. No entanto, já em fevereiro, o setor público consolidado registrou déficit primário de R$23 bilhões. O Governo Central apresentou déficit de R$26,4 bilhões, e os governos regionais e as empresas estatais, superávits respectivos de R$2,7 bilhões e R$662 milhões, em decorrência, sobretudo, da persistente queda na arrecadação.

Em 2016, portanto, o superávit primário acumulado é de R$4,9 bilhões, ante superávit de R$18,8 bilhões no primeiro bimestre de 2015. No acumulado em doze meses, registrou-se déficit primário de R$125,1 bilhões (2,11% do PIB), 0,34 p.p. do PIB superior ao valor registrado em janeiro.

GRÁFICO 1
Resultado Primário do setor público consolidado (exclusive Petrobras e Eletrobrás), acumulado em doze meses e dividido pelo PIB acumulado em doze meses (jan/2013-fev/2016).



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

Embora ainda seja precipitado realizar maiores comentários acerca da execução orçamentária em 2016 – os dados disponíveis referem-se apenas ao mês de fevereiro -, é importante ressaltar duas questões. A primeira diz respeito aos decretos de arrecadação: o governo já reviu as estimativas da LDO 2016 três vezes, de forma que a meta que orienta a arrecadação atualmente refere-se ao Decreto 8.700/2016, editado em 30 de março de 2016, cujas estimativas se reduziram se comparadas aos dois primeiros decretos (8.670 e 8.676/2016). O segundo ponto é a comparação entre o primeiro bimestre deste ano e de 2015. A TABELA 1 indica que as receitas administradas pela Receita Federal apresentaram queda de 8,64% na comparação bimestral.

TABELA 1
Resultado do Governo Central – Janeiro/Fevereiro 2016 e Decretos de Arrecadação 2016

Item	Jan- Fev.		Jan-Dez			Var. %
	Realizado*	Var (%) em relação a 2015	Previsto Decreto 8.670	Previsto Decreto 8.676	Previsto Decreto 8.700	Realizado / Previsto no Decreto 8.700
1. RECEITA TOTAL	176.692	-3,15	1.089.234	1.068.573	1.050.588	16,82
1.1 Receitas Administradas pela RFB	145.401	-8,64	889.549	870.183	861.497	16,88
1.2 Receitas não Administradas	31.291	34,42	199.685	198.389	189.091	16,55
2. TRANSFERÊNCIAS A ESTADOS E MUNIC.	39.621	-13,89	232.336	229.380	225.281	17,59
3. RECEITA LÍQUIDA (1-2)	137.071	0,47	856.898	839.192	825.307	16,61
4. DESPESAS	202.581	5,67	703.112	685.503	665.262	30,45
4.1 Pessoal e Encargos Sociais	41.187	-2,59	254.033	255.342	255.342	16,13
4.2 Outras Correntes e de Capital	161.394	8,00	449.079	430.161	409.920	39,37
5. RESULTADO DO TESOURO (3-4)	-25.890	178,94	153.786	153.689	160.045	-16,18
6. RESULTADO DA PREVIDÊNCIA (6.1-6.2)	-18.785	46,79	-129.785	-129.689	-136.043	13,81
6.1 Arrecadação Líquida INSS	55.370	-5,73	362.712	366.765	360.412	15,36
6.2 Benefícios da Previdência	74.155	3,67	492.497	496.454	496.454	14,94
7. RES. PRIM. TESOURO + PREVIDÊNCIA	-44.675	102,34	24.001	24.000	24.003	-186,12

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

Como a equalização dos passivos[2] do Tesouro Nacional concentrou-se no mês de dezembro de 2015, houve grande agrupamento de gastos nas "Demais Despesas" no mês citado. Tal registro implicou a piora significativa no resultado primário obtido pelo governo no exercício (Tabela 2).

Em termos acumulados, 2015 fechou com queda de 6,25% nas receitas primárias e elevação de 2,08 nas despesas primárias. O exercício de 2016, entretanto, teve início um pouco mais favorável com o fechamento de janeiro, quando se observou crescimento de 1,70% nas receitas primárias[3], acompanhado de elevação das despesas primárias na ordem de 3,80%. No entanto, com o fechamento do primeiro bimestre, o quadro se mostrou mais pessimista, pois – em fevereiro - enquanto as receitas primárias apresentaram queda de 11,37%, as despesas primárias cresceram 7,97%. No acumulado

[2] As despesas de equalização dos passivos do Tesouro Nacional se concentraram na conta Subsídios, Subvenções e Proagro, que totalizou em dezembro de 2015 o total de R$ 35,029 bilhões, sendo dos quais R$ 22,852 bilhões relativos ao Programa de Sustentação do Investimento (PSI) e R$ 6,129 relativos ao Programa de Agricultura Familiar (PRONAF). Além disso, o governo dispendeu R$ 11,458 bilhões referentes ao Complemento do FGTS (Lei nº 110/01).

[3] Conforme já mencionado, esta melhora é fruto de arrecadação de concessões de hidrelétricas.

em 12 meses o panorama continua deficitário, fruto da queda das receitas primárias (-6,13%) e alta nas despesas primárias (+3,10%).

TABELA 2
Resultados Primários do Governo Central

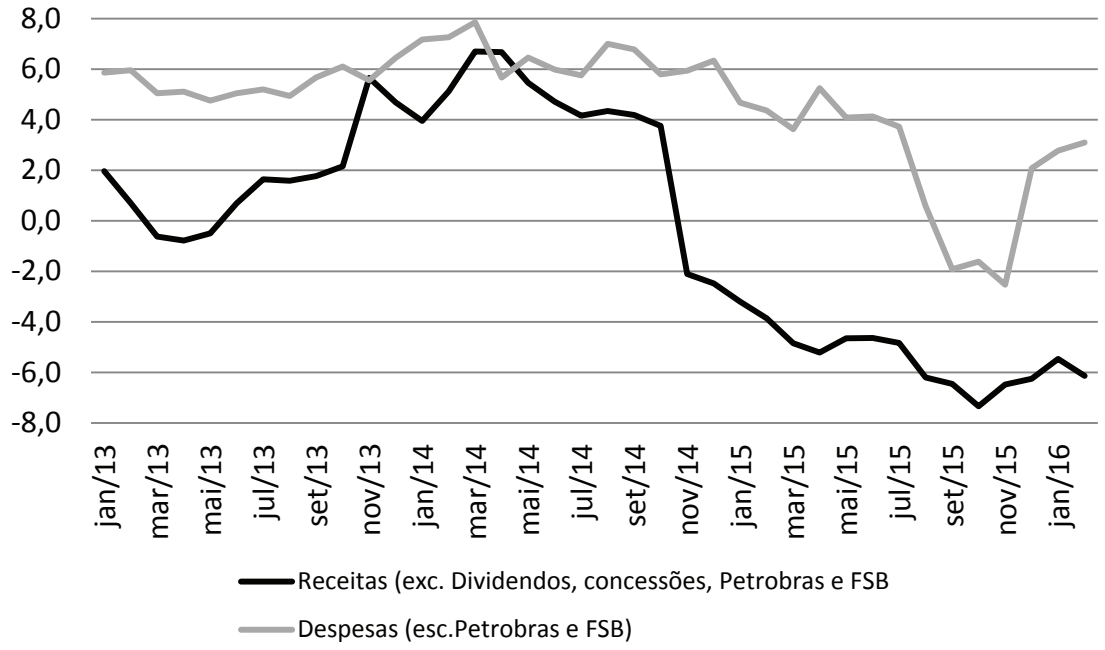
	Valor Real (R$ milhões)			Variação Real (%)					
				Mês/mês do ano anterior			Acumulado		
	dez/15	jan/16	fev/16	dez/15	jan/16	fev/16	Em 2015	Em 2016	Em 12 meses
Resultado Primário	**- 61.955,92**	**14.929,58**	**- 25.070,30**	**-5253,56**	**28,26**	**205,71**	**517,10**	**-394,89**	**377,09**
Receita Primária Total	**132.695,56**	**142.453,68**	**89.608,03**	**-2,75**	**1,70**	**-11,37**	**-6,25**	**-3,78**	**-6,13**
Impostos sobre Salários	58.577,89	42.478,86	37.671,08	-2,02	-4,17	-5,67	-5,06	-4,88	-5,57
Impostos sobre Lucro	26.809,17	43.025,76	15.669,03	-4,97	-1,43	-19,66	-0,98	-7,06	-5,36
Impostos sobre Produção	25.053,38	27.159,55	21.979,09	-18,01	-10,22	-13,21	-7,64	-11,58	-9,39
Impostos sobre Importação	3.928,39	4.162,17	3.786,44	-16,04	-21,04	-17,91	3,37	-19,58	-1,45
Impostos sobre Operações Financeiras	3.127,46	3.156,82	2.657,63	6,65	15,46	-15,66	7,02	-1,20	5,81
Concessões, Dividendos, Fundo Soberano Nacional	7.216,20	11.473,62	202,35	3,87	3303,72	-3,95	-33,76	2031,55	15,41
Previdência	49.757,68	27.355,32	28.014,73	0,64	-5,51	-5,94	-4,83	-5,73	-5,51
Demais Receitas	- 41.774,61	-16.358,43	- 20.372,31	-9,40	5,87	-4,88	3,83	-0,37	-2,31
Transferências a estados e Municípios	**22.032,26**	**17.410,22**	**22.210,90**	**-8,53**	**-22,09**	**-6,15**	**-6,02**	**-13,89**	**-8,15**
Despesa Primária Total	**173.492,87**	**110.113,88**	**92.467,43**	**56,07**	**3,80**	**7,97**	**2,08**	**5,67**	**3,10**
Pessoal e Encargos Sociais	25.869,85	21.918,08	19.269,14	-1,86	-3,32	-1,75	-1,69	-2,59	-1,82
Transferências as Famílias	9.048,36	13.406,48	12.433,35	-7,97	16,81	43,74	-8,28	28,39	-4,45
Benefícios do RGPS	46.649,50	35.877,42	38.277,62	-1,66	1,75	5,54	1,40	3,67	1,20
PPI/PAC e Demais Investimentos	14.714,28	6.680,53	5.393,17	195,50	11,06	40,45	-15,34	22,51	-7,69
Demais Despesas	77.210,88	32.231,37	17.094,16	242,37	5,14	-1,01	16,21	2,92	17,09

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

No gráfico 2 são ilustradas as taxas de crescimento real, deflacionadas pelo IPCA, das receitas e das despesas primárias da União, acumuladas em 12 meses. O forte impacto da equalização de passivos do Tesouro Nacional, concentrado nos meses de novembro e dezembro de 2015, alterou a tendência de queda observada no quinto bimestre do referido ano. A execução observada nos dois primeiros meses de 2016, embora de forma mais branda, continuou contribuindo para a elevação das despesas no acumulado em 12 meses. Do lado das receitas, a ligeira melhora no indicador (-6,25% em dezembro/2015 para -5,47% em janeiro/2016), impulsionada pelo resultado deste último mês, foi revertida já em fevereiro (-6,13%).

Deve-se ressaltar que a taxa de variação real das receitas acumuladas em doze meses encontra-se em terreno negativo desde novembro de 2014 e abaixo da taxa de crescimento das despesas desde julho de 2012.

GRÁFICO 2
Taxas de variação reais – deflacionadas pelo IPCA – das receitas e das despesas primárias da União, acumuladas em doze meses (exclusive dividendos, concessões, FSB e capitalização da Petrobras) (jan/2013-fev/ 2016).



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

Conforme foi observado ao longo do ano de 2015, a persistência da queda da atividade econômica (ver seção Atividade Econômica) continua afetando negativamente a arrecadação federal.

O exame dos dados relacionados às receitas primárias da União acumuladas em 2015 indica queda real de 6,25% − o que equivale a uma perda de R$ 87,84 bilhões −, em decorrência, principalmente, de significativa queda na arrecadação dos tributos sobre salários (-5,06% ou R$ 26,63 bilhões); dos tributos que incidem sobre a produção (-7,64% ou R$ 25,16 bilhões); e dos impostos sobre o lucro (-1,22% ou R$ 3,35 bilhões). A significativa melhora na arrecadação de IOF (+7,00% ou R$ 2,405 bilhões), por conta da elevação de alíquotas (Decreto nº 8.392); na arrecadação de imposto de importação (+3,15% ou R$ 1,80 bilhão). Por isso, não foram suficientes para cobrir a queda na arrecadação dos outros grupos de tributos citados. Com relação às receitas de concessões, estas se concentraram no mês de janeiro de 2016, conforme já mencionado.

Os impostos incidentes sobre a produção – Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

(Cofins) e contribuições para os Programa de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) – permanecem em desaceleração, mesmo com o fim das desonerações em vários setores da economia. A arrecadação de IPI registrou queda de 16,74% em 2015 e a Cofins caiu 6,35%. Em decorrência disso, o exercício de 2015 fechou com queda de 6,81% na receita acumulada destes tributos em doze meses (gráfico 3).

A evolução dos tributos ligados ao lucro das empresas – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e Imposto de Renda (IR) exclusive o IR sobre os rendimentos do trabalho retido na fonte e o IR pessoa física – também continua desfavorável. Com contração acumulada em doze meses da ordem de 7,65% (gráfico 3), em termos reais.

Refletindo, em alguma medida, a piora no mercado de trabalho, o desempenho das receitas dos tributos sobre os salários[4] mostrou que o crescimento acumulado nos últimos doze meses, que era positivo até julho, fechou 2015 em terreno negativo (-4,26%).

Por fim, o panorama da arrecadação dos tributos incidentes sobre as importações e o crédito vem mostrando os primeiros sinais de recuperação decorrentes das elevações de alíquotas instituídas por conta do ajuste fiscal. Com efeito, os tributos sobre as importações fecharam o mês de dezembro de 2015 com queda de 1,20% no acumulado dos últimos 12 meses. Já os impostos sobre operações financeiras mostraram crescimento de 6,87%, também no acumulado nos últimos 12 meses.

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

Com relação ao primeiro bimestre de 2016, o quadro sucinta pessimismo. Com exceção dos impostos sobre operações financeiras (IOF), cuja variação no primeiro bimestre do ano foi praticamente nula, os demais impostos apresentaram queda significativa na comparação bimestral, a saber: queda de 4,88% nos tributos sobre salários, com piora significativa em fevereiro (-5,67); redução bimestral de7,06% nos impostos sobre o lucro, impulsionada por expressiva queda em fevereiro (-19,66%); diminuição de 11,58% nos tributos sobre a produção, cuja queda foi de 13,21% no segundo mês do ano; e queda de quase 20% nos impostos sobre importação.

A Tabela 3 discrimina a arrecadação e apresenta as variações reais, absoluta e percentual, das receitas primárias da União.

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

TABELA 3

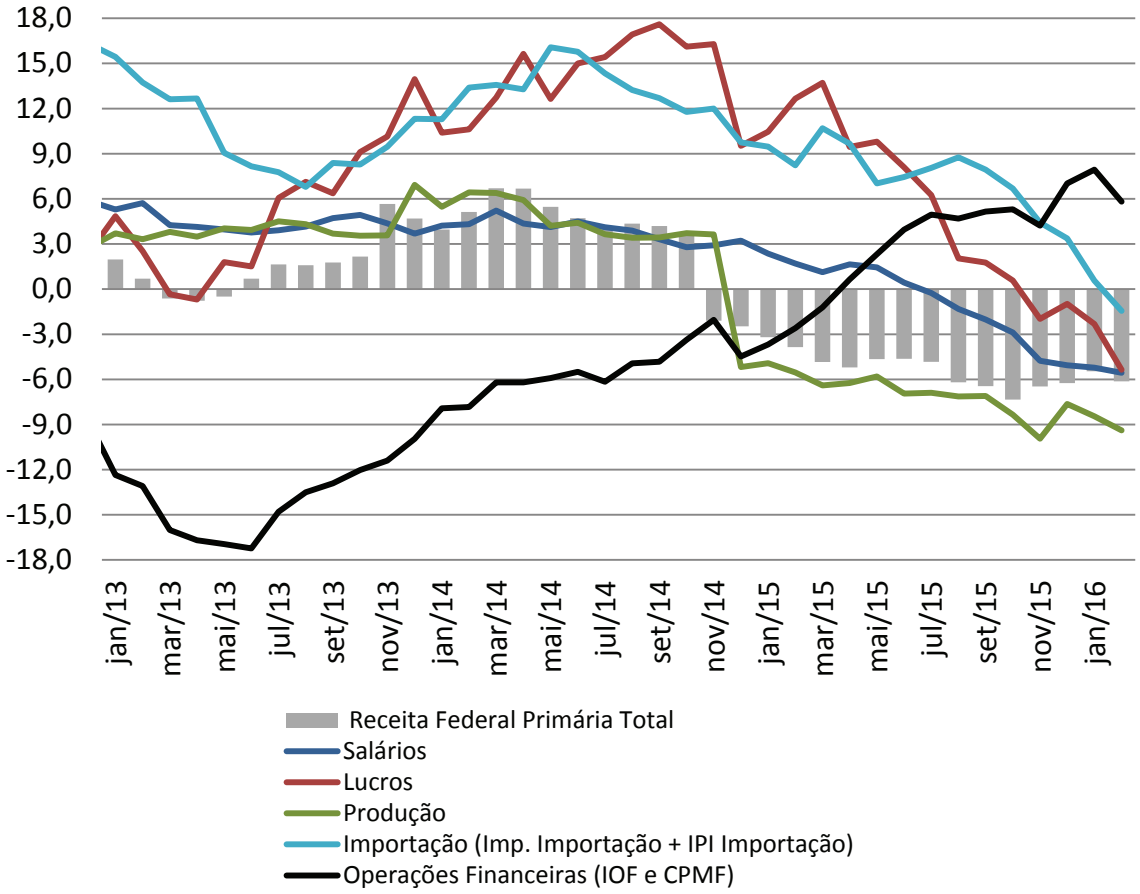
Arrecadação dos principais componentes das Receitas Primárias Federais Totais (RPFT) e respectivas variações

	Valor Real (R$ milhões)			Variação Real (%)					
				Mês/mês do ano anterior			Acumulado		
	dez/15	jan/16	fev/16	dez/15	jan/16	fev/16	Em 2015	Em 2016	Em 12 meses
RPFT	**132.695,56**	**142.453,68**	**89.608,03**	**-2,75**	**1,70**	**-11,37**	**-6,25**	**-3,78**	**-6,13**
Salários	**58.577,89**	**42.478,86**	**37.671,08**	**-2,02**	**-4,17**	**-5,67**	**-5,06**	**-4,88**	**-5,57**
Previdência	49.757,68	27.355,32	28.014,73	0,64	-5,51	-5,94	-4,83	-5,73	-5,51
Demais s/ salários	8.820,21	15.123,54	9.656,35	-14,78	-1,66	-4,87	-5,72	-2,93	-5,72
Lucros	**26.809,17**	**43.025,76**	**15.669,03**	**-4,97**	**-1,43**	**-19,66**	**-0,98**	**-7,06**	**-5,36**
Produção	**25.053,38**	**27.159,55**	**21.979,09**	**-18,01**	**-10,22**	**-13,21**	**-7,64**	**-11,58**	**-9,39**
IPI-Produção	3.228,50	2.861,85	2.085,96	-28,61	-31,26	-9,71	-16,74	-23,57	-19,99
Cofins	17.314,43	19.125,61	15.527,64	-16,04	-6,94	-14,66	-6,35	-10,56	-8,09
Demais s/ produção	4.510,46	5.172,10	4.365,50	-16,68	-6,57	-9,40	-6,44	-7,89	-7,25
Importação	**3.928,39**	**4.162,17**	**3.786,44**	**-16,04**	**-21,04**	**-17,91**	**3,37**	**-19,58**	**-1,45**
Operações Financeiras	**3.127,46**	**3.156,82**	**2.657,63**	**6,65**	**15,46**	**-15,66**	**7,02**	**-1,20**	**5,81**
Demais receitas	**8.856,72**	**10.996,89**	**7.642,41**	**165,76**	**-18,53**	**-8,67**	**-16,69**	**-14,76**	**-10,25**
Dividendos	**6.146,56**	**1,51**	**1,14**	**424,24**	**98513,49**	**-99,23**	**-42,76**	**-98,20**	**-33,50**
Concessões	**195,99**	**11.472,12**	**201,21**	**-96,61**	**3303,29**	**214,43**	**-30,48**	**2810,46**	**105,17**

*Valores deflacionados pelo IPCA
Fonte: BCB e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O gráfico 3 ilustra o que vem ocorrendo com as Receitas Primárias Federais Totais (RPFT), no acumulado em 12 meses.

GRÁFICO 3
Evolução das taxas de crescimento dos principais componentes das RPFTs: taxa de crescimento de valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (Jan/2013-Fev/ 2016).



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

Com relação às despesas primárias totais da União (TABELA 4), houve, em 2015, crescimento real de 2,08% (R$ 24,89 bilhões). Mesmo assim, o ajuste realizado neste exercício foi bastante severo, principalmente nos investimentos (-15,34%), o que representou economia de R$ 11,54 bilhões. De forma menos incisiva (-1,69%), o mesmo ocorreu na rubrica "Pessoal e Encargos Sociais", com economia de R$ 4,31 bilhões.

Conforme já mencionado em edições anteriores desta *Carta*, o fim dos repasses para a Conta de Desenvolvimento Energético contribuiu fortemente para o ajuste. Em 2015, a queda nos repasses remontou quase 87%, implicando economia de R$ 9,21 bilhões. No entanto, na contramão do ajuste, os dados indicam que houve forte crescimento real (+29,14%) nos gastos de Compensação do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), que acarretou despesa adicional para o Tesouro de R$ 6,04

bilhões, além do aumento de 1,40% (+ R$ 6,36 bilhões) nos Benefícios Previdenciários, principalmente em decorrência do reajuste do salário mínimo. No primeiro bimestre de 2016, o crescimento respectivo destas duas últimas despesas ficou em 6,86% e 3,67%.

Deve-se ressaltar, ainda, o intenso crescimento (+24,14%) observado nas Demais Despesas, o que representa variação real absoluta de R$ 48,51 bilhões. O equacionamento dos passivos do Tesouro Nacional é enquadrado neste grupo de despesas.

Já em 2016, o que se observa é um crescimento acumulado de 5,67% no primeiro bimestre, puxado pela execução de fevereiro que, sozinha, apresentou elevação de quase 8% em relação ao mesmo período do ano anterior. No entanto, as rubricas que mais variaram positivamente foram benefícios previdenciários e transferências às famílias, afetadas pelo aumento do salário mínimo e reajuste dos benefícios do RGPS, o que configura efeito *once-for-all*.

Outro fato digno de nota é o crescimento expressivo do investimento: 27,27%, em fevereiro, e 10,74%, no primeiro bimestre. Aqui se deve levar em conta o efeito base decorrente da forte contração nos gastos federais ocorrida nos primeiros meses do ano de 2015, principalmente em decorrência dos decretos de contingenciamento editados pelo governo[5].

TABELA 4
Gastos dos principais componentes das Despesas Primárias Federais Totais (DPFT) e respectivas variações

	Valor Real (R$ milhões)			Variação Real (%)					
				Mês/mês do ano anterior			Acumulado		
	dez/15	jan/16	fev/16	dez/15	jan/16	fev/16	Em 2015	Em 2016	Em 12 meses
DPFT	173.492,87	110.113,88	92.467,43	56,07	3,80	7,97	2,08	5,67	3,10
Benefícios Previdenciários	46.649,50	35.877,42	38.277,62	-1,66	1,75	5,54	1,40	3,67	1,20
Pessoal e Encargos Sociais	25.869,85	21.918,08	19.269,14	-1,86	-3,32	-1,75	-1,69	-2,59	-1,82
Transferências às Famílias (exc. RGPS)	9.048,36	13.406,48	12.433,35	-7,97	16,81	43,74	-8,28	28,39	-4,45
Investimentos	14.714,28	6.680,53	5.393,17	167,00	0,32	27,27	-22,90	10,74	-16,43
Compensação RGPS	6.326,37	2.029,89	1.909,03	214,91	8,49	5,18	29,14	6,86	22,40
Auxílio à CDE	-	34,46	-	-100,00	-97,53	-	-86,86	-97,53	-99,58
Demais despesas	70.884,52	30.167,03	15.185,13	258,98	12,83	0,86	24,14	8,51	26,09

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

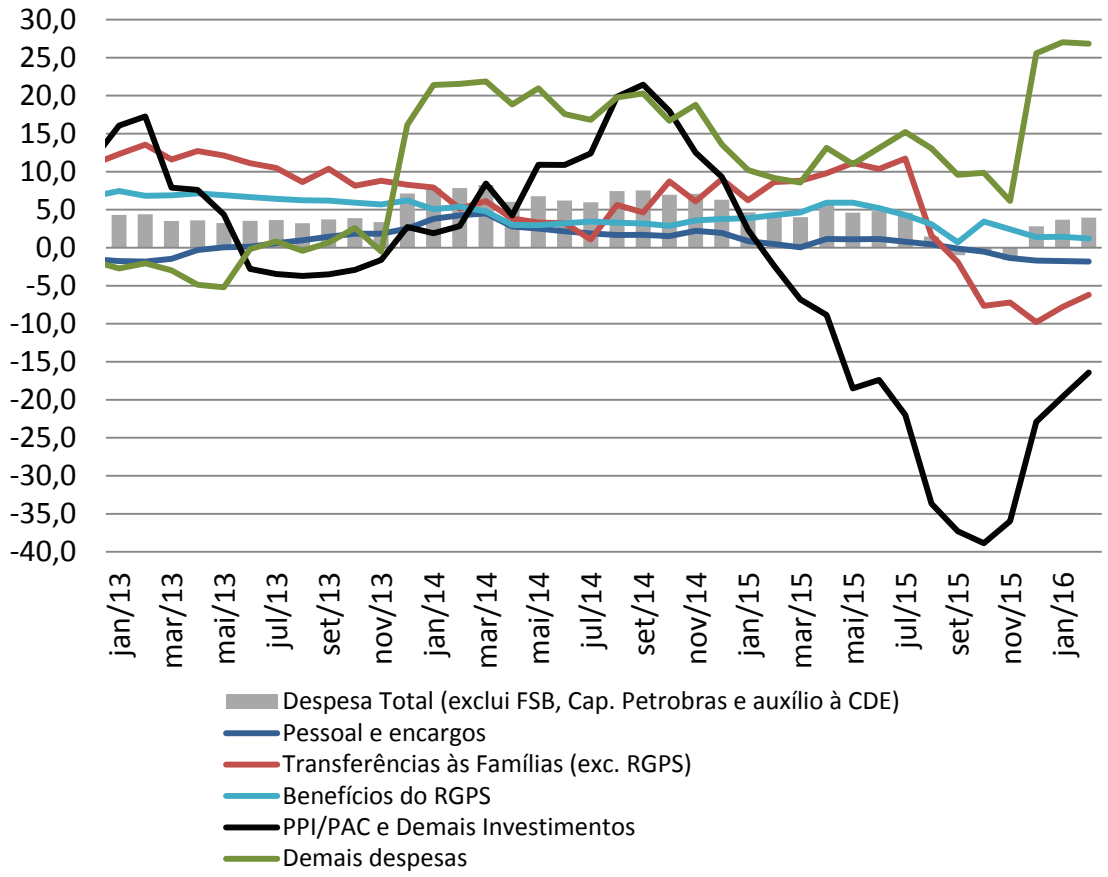
Como se sabe, houve ao longo do ano de 2015 um rígido controle da despesa primária federal total (DPFT), de forma que apenas no último bimestre do ano, por conta da equalização dos passivos do Tesouro Nacional, concentradas nas "Demais Despesas", houve pressão de alta, de forma que estas apresentaram elevação real (+24,14%) no acumulado do ano, e de 26,09%, no acumulado em doze meses.

[5] Antes disso, os decretos nº 8.389 e nº 8412 permitiram a União controlar as despesas na "boca do caixa".

A desagregação das DPFT em cinco componentes (gráfico 4) reitera que os investimentos foram a grande variável sacrificada no ajuste. As despesas com o PAC e demais investimentos – que somadas representaram 6,11% da DPFT em 2015 – tiveram desaceleração tão drástica no atual exercício que a queda acumulada de 15,34%. Em janeiro de 2016, entretanto, houve elevação de 11,06% e, nos últimos 12 meses, a queda atinge 11,43%.

Os gastos com Pessoal e Encargos Sociais, que representam aproximadamente 18,91% da DPFT, caíram 1,77% nos últimos doze meses. Já os Benefícios do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), que respondem atualmente por 32,65% da DPFT, apresentaram variação positiva (1,45%), no acumulado em 12 meses.

GRÁFICO 4
Evolução dos principais componentes das DPFTs: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (jan/2013-fev/ 2016).



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

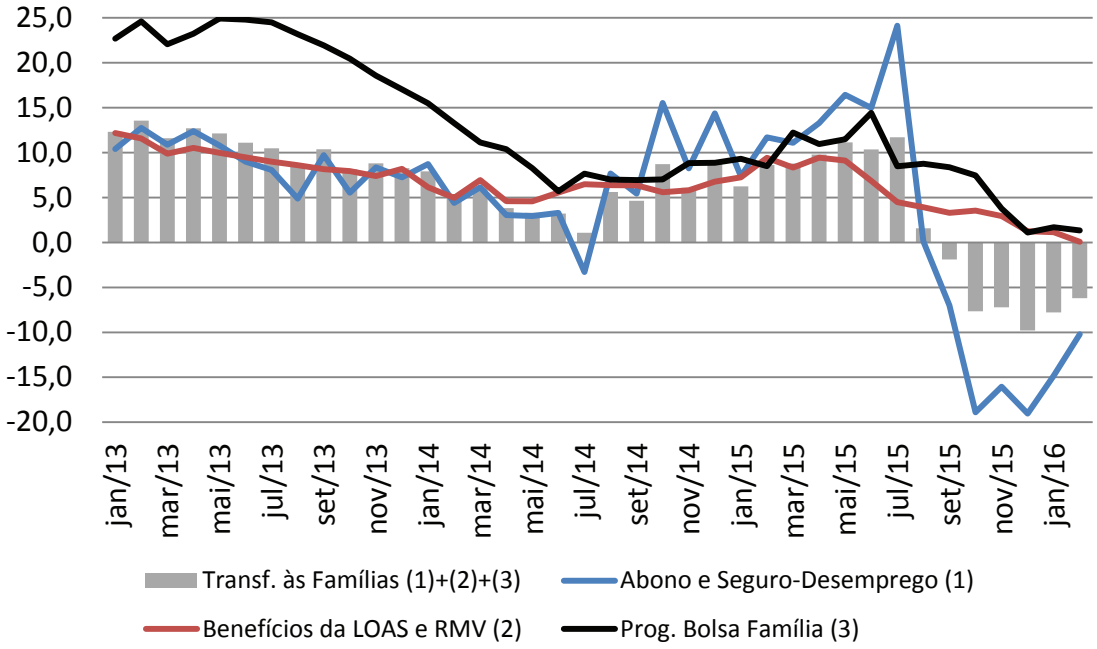
Por fim, é importante focalizar os gastos com programas de Transferências de Rendas às Famílias (TFs), exclusive o RGPS, os quais apresentaram queda de 8,28%, em 2015, mas sofreram forte crescimento no primeiro bimestre de 2016 (+28,39%). No acumulado dos últimos doze meses os gastos caíram 4,45%.

O gráfico 5 segmenta as TFs em Abono Salarial e Seguro Desemprego, Benefícios da LOAS e RMV e no Programa Bolsa Família. Os gastos com Abono

Salarial e Seguro Desemprego apresentaram queda significativa e esperada em razão das mudanças recentes ocorridas na legislação – representaram, em fevereiro de 2016, cerca de 43,11% da TFs, com taxa de variação real acumulada nos últimos 12 meses de -10,22%. Esta queda tende a ser revertida no primeiro semestre de 2016, uma vez que o governo postergou pagamentos do abono de 2015 para este período do atual exercício.

O Programa Bolsa Família, que tem atualmente o menor peso relativo dos três no total das TFs (21,66%), apresentou, até fevereiro de 2016, elevação real acumulada nos últimos 12 meses de 1,34%. Com relação aos gastos com os Benefícios da LOAS e RMV – cujo peso nas TFs é de 35,23% – o crescimento no acumulado em 12 meses foi praticamente nulo (0,07%).

GRÁFICO 5
Evolução dos principais componentes das TFs: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (jan/2013-fev/ 2016)

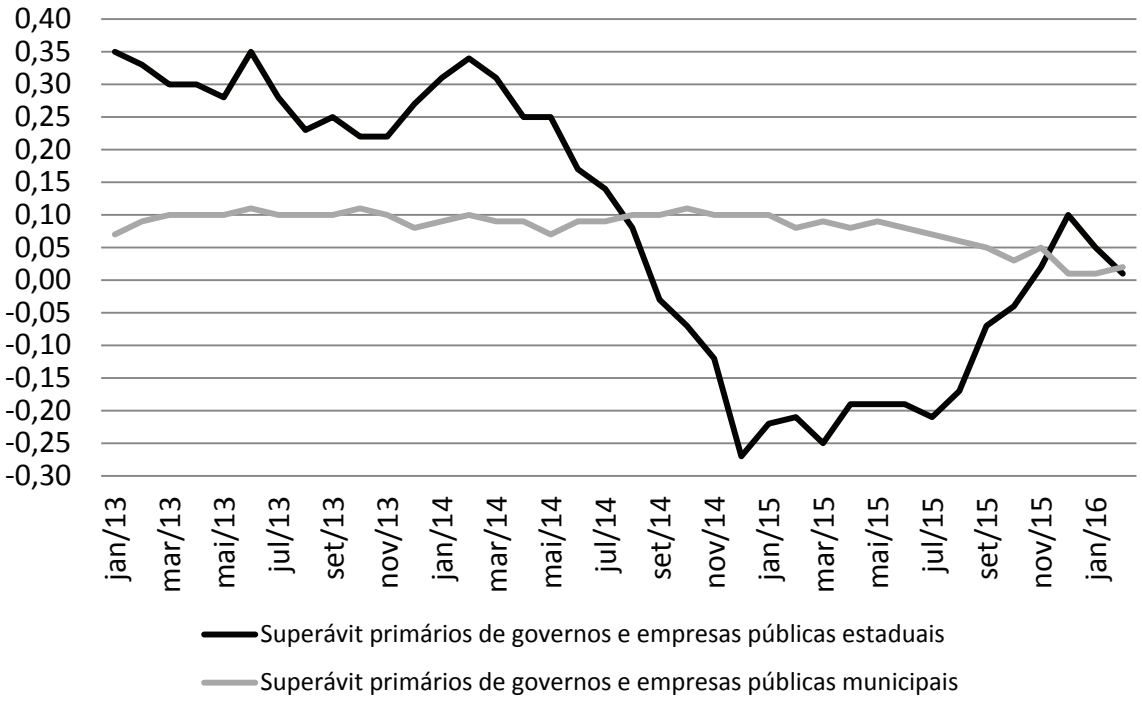


Fonte: BCB e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

ESTADOS E MUNICÍPIOS

Os Estados e Municípios contribuíram positivamente para amenizar o déficit primário do setor público consolidado, em 2015, acumulando superávit de R$ 9,70 bilhões (0,11% do PIB) segundo dados do BCB. Em janeiro de 2016, entretanto, houve redução de cinco pontos percentuais, e, em fevereiro de mais quatro p.p., por conta da piora do resultado ocorrida nos Estados. O resultado recente parece indicar inversão da tendência de elevação do superávit subnacional observado ao longo de 2015, como pode ser visto no Gráfico 6.

GRÁFICO 6
Resultado primário de estados e municípios (Jan./2013-Fev./2016)
(Fluxos acumulados em doze meses, em % do PIB)



Fonte: BCB
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

O exame das despesas e as receitas dos estados relativos ao exercício de 2015 – com o uso dos dados dos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária (RREOs) – permite afirmar que as receitas apresentaram queda no período de 4,6% (ou R$ 28,9 bilhões). Esta queda foi resultante principalmente da diminuição na arrecadação do ICMS, principal tributo de competência dos estados (Tabela 5). Com o fechamento do ano, observa-se que apenas as "demais receitas tributárias" (IPVA, ITCD e taxas) apresentaram singela elevação (+0,4%).

Já pelo lado da despesa, o comportamento dos principais componentes dos gastos estaduais, disponíveis nos RREOs mostra que a queda é generalizada. No total, a despesa diminuiu 6,7% (R$ 42,9 bilhões) quando comparada com 2014. Essa queda é puxada fortemente pelos investimentos, reduzidos em mais de 41%, e pelas demais despesas. O único componente a se elevar no período foram despesas com Pessoal e Encargos Sociais (+4,2%).

Já com relação ao observado no primeiro bimestre de 2016, o quadro continua pessimista. Houve uma queda real de 7,4% nas receitas primárias, impulsionadas pela piora da arrecadação tributária (-6,0%), notadamente do ICMS (7,4%), e das transferências correntes (-15,7%).

Do lado da despesa, houve ligeira queda real nas despesas primárias (-2,8%), mas, por conta da rigidez das despesas, houve redução razoável nas despesas de pessoal (-2,9%); nos investimentos (-39,2%), em que pese a base deprimida em 2015; e nas transferências constitucionais aos municípios (-1,3%), por conta de sua vinculação à receita dos estados.

TABELA 5
Aproximações da dinâmica "acima da linha" das finanças públicas estaduais construídas a partir dos dados dos RREO. (Jan-Fev 2015 e 2016)
(Em R$ bilhões)

Receitas e despesas	Até 1ºbim. 2015	Até 1ºbim. 2016	Var. Real (%)*
Receita Primaria Total	**91,5**	**84,7**	**(7,4)**
Receita Tributaria	56,0	52,6	(6,0)
ICMS	41,6	38,5	(7,4)
Demais receitas tributárias	14,4	14,1	(2,1)
Transferências correntes	20,5	17,3	(15,7)
Demais receitas primárias	15,0	14,8	(1,3)
Despesa Primaria Total	**72,0**	**70,0**	**(2,8)**
Pessoal e Encargos Sociais	43,4	42,1	(2,9)
Investimentos	1,4	0,9	(39,2)
Transferências Constitucionais e Legais	14,3	14,1	(1,3)
Demais despesas	13,0	13,0	0,2
Resultado Primário	**19,5**	**14,7**	**(24,7)**

*Valores deflacionados pelo IPCA
** Excluidos da séries: AL, AP, CE, MA, MG, MS, MT, PR, RJ, RN e RR
Fonte: RREOs dos estados.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

Devido a seu tamanho e comportamento individual, as despesas dos estados com pessoal e encargos sociais merecem foco maior, a partir dos dados dos portais de transparência estaduais. Com os dados disponíveis em 10 portais de transparência estaduais selecionados[6], foi possível separar as despesas de Pessoal e Encargos Sociais entre aquelas com servidores ativos e inativos.

A Tabela 6 mostra elevação nos gastos com salários (6,4%); benefícios previdenciários (14,1%); e crescimento bastante significativo (+27,5%) nas 'Demais Despesas', que envolvem auxílios e rubricas indenizatórias, o que pode indicar a tentativa de alguns dos estados presentes na amostra selecionada de concederem aumentos de rendimentos a servidores, sem contrapartida na previdência.

TABELA 6
Aproximações de despesas selecionadas dos estados construídas a partir dos dados dos portais de transparência dos estados
(Em R$ bilhões)

[6] Esta seleção se deveu exclusivamente por conta da disponibilidade dos dados.

Despesas	1º Bim 2015	1º Bim 2016	Var. Real (%)*
Pessoal e Encargos Sociais	35,0	39,2	12,2
Salários	18,7	19,9	6,4
Aposentadorias	10,5	12,0	14,1
Demais	5,8	7,3	27,5

Fonte: Portais de Transparência dos estados do Acre, Amazonas, Minas Gerais, Paraíba, Paraná, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, Santa Catarina, São Paulo e Tocantins
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

DÍVIDA PÚBLICA

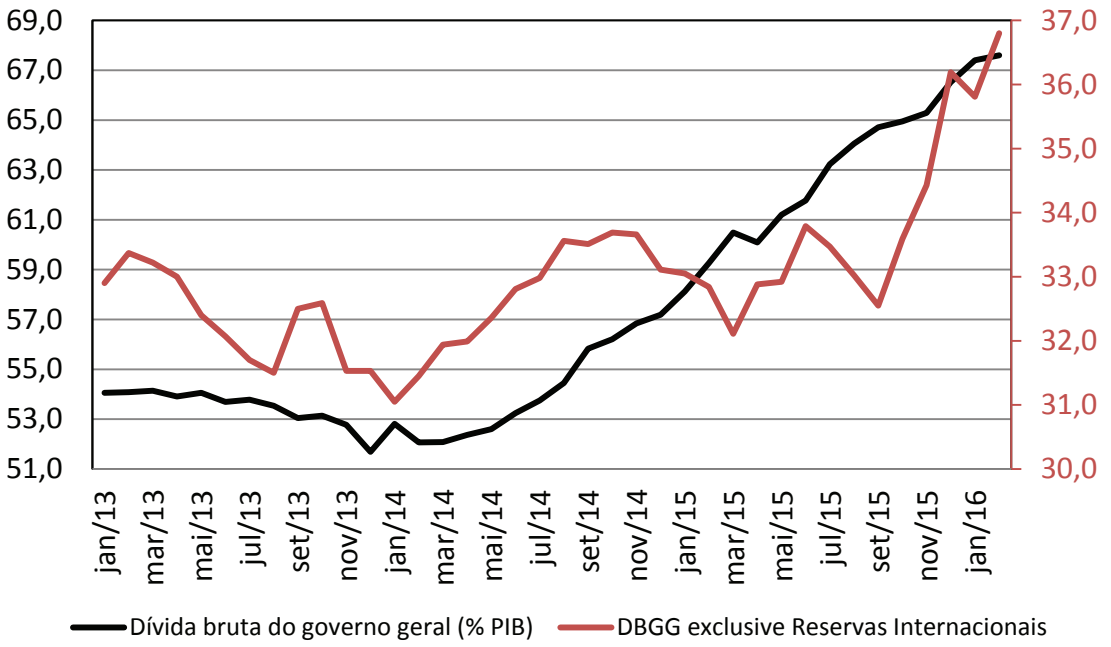
Segundo dados do BCB, o governo central apresentou *superávit* primário de R$ 20,16 bilhões em janeiro de 2016 enquanto os entes subnacionais registraram um superávit de R$ 7,75 bilhões. O resultado primário do setor público consolidado foi positivo em R$ 27,91 bilhões ou 0,05% do PIB. Esse foi o melhor resultado para o mês de janeiro desde 2013.

Entretanto, o déficit primário do setor público consolidado registrou déficit primário de R$23 bilhões, em fevereiro. O Governo Central exibiu déficit de R$26,4 bilhões, e os governos regionais e as empresas estatais, superávits respectivos de R$2,7 bilhões e R$662 milhões, em decorrência, sobretudo, da persistente queda na arrecadação.

Assim, o primeiro bimestre de 2016 acumulou superávit primário de R$4,9 bilhões, ante superávit de R$18,8 bilhões no primeiro bimestre de 2015. No acumulado em doze meses, registrou-se déficit primário de R$125,1 bilhões (2,11% do PIB.

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) fechou exercício de 2015 em 66,23% do PIB, mantendo-se em trajetória ascendente iniciada ainda em 2014. Em janeiro de 2016, o percentual elevou-se a 67,03% e, em fevereiro a 67,60%. Enquanto isso, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) encerrou o ano de 2015 no patamar de 36,04% do PIB. Em janeiro de 2016, houve queda para 35,61%, mas em fevereiro voltou a subir para 36,80% (gráfico 7).

GRÁFICO 7
DBGG e DLSP (jan./2013-fev./2016)
(Em % do PIB)



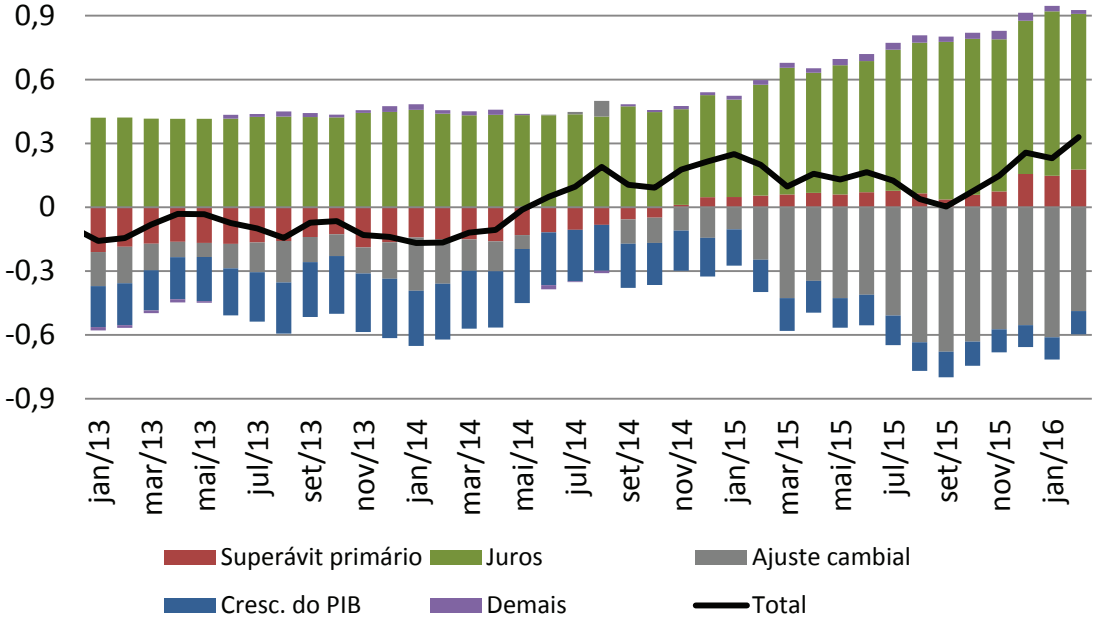
Fonte: BCB

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

Com relação à DBGG, o mês de fevereiro apresentou alta de 0,20 % do PIB, dos quais o efeito do crescimento econômico sobre a Dívida acarretou queda de 0,11% do PIB. Ademais, houve acréscimo de 0,42% do PIB relativos a outros fatores condicionantes. Destes, a emissão líquida da dívida bruta do governo geral contribuiu com uma elevação de 0,18% do PIB, e os juros nominais contribuíram com uma alta de 0,73% do PIB. Por fim, os ajustes metodológicos e cambiais foram responsáveis por uma redução de 0,49% do PIB.

A DLSP apresentou, em janeiro de 2016, ligeira queda (0,26 p.p. do PIB) em relação ao último mês de 2015. No entanto, em fevereiro, a queda foi revertida e a DLSP cresceu quase 1,1% do PIB. A contribuição média nos últimos 12 meses dos principais fatores condicionantes da DLSP pode ser vista no gráfico 8. O superávit primário, os juros e o ajuste cambial contribuíram com elevações de, respectivamente, 0,39% do PIB; 0,50% do PIB; e 0,32% do PIB. Já o crescimento do PIB nominal contribuiu para o decréscimo da DLSP, em 0,11% do PIB.

GRÁFICO 8
Fatores condicionantes da variação da DLSP (dez./2012-out./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em p.p. do PIB)



Fonte: BCB
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

BOX 1: PROGRAMAÇÃO ORÇAMENTÁRIA E AJUSTE FISCAL

A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO)[7] de 2015, publicada em dois de janeiro, estabelecera meta de superávit primário do setor público consolidado de R$ 66,325 bilhões – ou 1,11 % do PIB nominal estimado para o ano naquele momento – já descontados R$ 28,8 bilhões em gastos do PAC (Programa de Aceleração de Crescimento). Na ocasião, governo e mercado trabalhavam com expectativa de crescimento de 0,80% do PIB em 2015 e de 2,0% em 2016 (conforme apontado pelo relatório Focus de 21/11/2014).

Ao longo do tempo, entretanto, o governo se viu obrigado a rever as estimativas de arrecadação e, consequentemente, uma série de gastos vinculados à receita e, ainda, outros, de cunho discricionário. A Tabela 1 enumera as peças legais editadas e elucida as metas de superávit primário estipuladas e revisadas ao longo do exercício de 2015.

[7] A mesma lei previa que estados e municípios se responsabilizassem por parte da meta (R$11,046 bilhões), deixando para a União a tarefa de poupar R$ 55,279 bilhões. Entretanto, caso os entes subnacionais não conseguissem cumprir sua parte, a União deveria se responsabilizar sozinha pelos R$ 66,325 bilhões (LDO 2015, Art. 2º, § 3º).

TABELA 1 – Metas de Superávit Primário 2015

Decreto/Lei	R$ bilhões	% PIB
LDO 2015	66,325	1,11%
Decreto 8.456	55,279	0,93%
Decreto 8.496	5,831	0,10%
Decreto 8.532	5,831	0,10%
Decreto 8.580	-38,936	-0,65%
Decreto 8.581	-51,825	-0,87%
Lei 13.199	-116,971	-1,96%
Resultado	-115,746	-1,94%

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Inicialmente, o governo adotou um conjunto inicial de medidas para reduzir despesas e para elevar a arrecadação. No lado dos gastos, algumas medidas alcançaram relativo sucesso: o maior rigor na concessão do seguro-desemprego, do abono salarial, do seguro defeso e das pensões por morte, além do aumento das taxas de juros em diversas linhas de crédito para reduzir os subsídios pagos pelo Tesouro Nacional e do fim do subsídio à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) no valor de R$ 9,0 bilhões. Adicionalmente, houve o contingenciamento de gastos do poder executivo no valor de R$ 69,9 bilhões, estabelecido pelo Decreto nº 8.456, de 22 de maio de 2015, que estipulou a programação orçamentária e financeira da União para o exercício.

Com relação às receitas, foram promovidos novos arranjos (mudanças de alíquotas e bases de incidência) para arrecadação dos seguintes tributos: IPI para automóveis, móveis, laminados e painéis de madeira e cosméticos; PIS/Cofins sobre importação; IOF-Crédito para pessoa física; e PIS/Cofins e CIDE sobre combustíveis. Ademais, foram enviadas propostas legislativas para reversão de parte da desoneração da folha de pagamento (projeto de Lei 863/2015) e a Medida Provisória 675, que aumentou a CSLL cobrada das instituições financeiras de 15% para 20%.

Entretanto, ainda no mês de julho de 2015, o governo reconheceu ser inexequível o cumprimento da meta prevista na LDO 2015. Isto porque, no lado da arrecadação, o painel se mostrou muito mais difícil devido à queda maior que prevista da atividade econômica e do insucesso na aprovação de algumas medidas propostas ao Congresso para aumentar a arrecadação.

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

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

Adicionalmente, o governo anunciou que poderia reduzir o primário em R$ 26,4 bilhões adicionais no caso de frustração de um conjunto específico de receitas, a saber:

(i) recebimentos de débitos atrasados, (ii) receitas advindas da regularização de ativos de brasileiros no exterior e (iii) receitas com dividendos e concessões.

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

As alterações nas metas para 2015 foram então incluídas no Projeto de Lei do Congresso Nacional (PLN) nº5 de 2015, enviado pelo Executivo ao Congresso em 23 de julho, mas aprovado pelo Congresso Nacional apenas em dia dois de dezembro. O texto aprovado apresentou-se bem mais flexível do que a proposta de julho, uma vez que esta previa déficit primário da ordem de R$ 48,9 bilhões (ou pouco mais de 0,8% do PIB esperado para 2015). Adicionalmente, a nova LDO autorizava pagamentos de "passivos e valores devidos" a bancos e fundos públicos da ordem de R$ 57 bilhões e previra uma possível frustração de R$ 11 bilhões em receitas com leilões de usinas hidrelétricas. Na prática, portanto, o governo foi autorizado pelo Congresso Nacional a apresentar um déficit primário de R$ 119,9 bilhões (ou 2% do PIB) em 2015.

Antes disso, no final de agosto de 2015, o governo enviara a proposta da LDO 2016, com previsão de déficit primário na ordem de 0,5% do PIB, fato que ocasionou reação negativa do mercado – posto que o valor contrastava negativamente com os números que o próprio governo anunciara no mês anterior. Com isso, houve, no início de setembro, a piora na avaliação do quadro fiscal brasileiro por parte de uma agência de risco internacional, que elevou o risco de crédito do Brasil e retirou do país o "grau de investimento".

Na segunda quinzena de setembro, o governo reforçou seu compromisso com a meta de 0,7% do PIB em 2016, enviando ao Congresso Nacional uma série de medidas adicionais, tanto do lado do gasto (postergação do reajuste salarial do funcionalismo, cancelamento de concursos, etc.) como do lado da arrecadação (com cortes adicionais de subsídios e a recriação da CPMF) com o intuito de viabilizá-la.

Com o fim do exercício de 2015, o governo apresentou déficit primário de R$ 116,65 bilhões[8], tendo, portanto, cumprido a meta. Parte relevante do déficit do governo central foi oriunda do equacionamento de passivos do Tesouro Nacional, que perfez um total de R$ 72,4 bilhões (ou 1,2% do PIB). Se essa equalização fosse excluída da contabilidade do Banco Central do Brasil, o déficit teria sido de 0,70% do PIB.

A LDO 2016, por sua vez, previu uma meta de superávit primário do setor público não financeiro consolidado de R$ 30.554 milhões, equivalente a 0,5% do PIB nominal estimado para o ano, e está dividida em R$ 24 bilhões para o Governo Central, e R$ 6,554 bilhões para os Estados e Municípios. O cenário macroeconômico de referência para estas metas envolveram queda de 1,9% no PIB; inflação (IPCA) de 6,47%; SELIC de 13,25% e câmbio de 4,19, ambos no fim do período.

[8] Os governos subnacionais (Estados e Municípios) pouparam R$ 9,7 bilhões. Com isso o déficit do setor público consolidado atingiu R$ 106,95 bilhões.

No entanto, já em fevereiro, o governo reviu a estimativa do PIB para queda de 2,9% e da inflação, para 7,10%. Com isso, decidiu-se por um contingenciamento de R$ 23,408 bilhões nas despesas discricionárias, equivalente a 0,4% do PIB. A revisão das receitas, apresentada pelos ministros da Fazenda e do Planejamento, previu uma queda de R$ 16,6 bilhões em relação ao que estava previsto na lei orçamentária aprovada pelo Congresso. Já as despesas foram reestimadas e terão uma queda de R$ 13,6 bilhões também em relação à LOA.

De qualquer forma, deve-se ressaltar a importância da aprovação da CPMF, já prevista na LDO 2016. A recriação da contribuição é fundamental para o equilíbrio das contas públicas, uma vez que poderia gerar uma arrecadação de R$ 32 bilhões neste ano, se cobrada ao longo do segundo semestre.

No entanto, a volta do tributo ainda depende da aprovação de uma Proposta de Emenda à Constituição (PEC), que ainda tem de passar pela Câmara e pelo Senado e, ainda que enfrente resistência por parte dos parlamentares, conta com apoio de governadores e prefeitos. Por fim, ainda resta outra pauta importante a tramitar no Congresso: a PEC que prorroga a permissão para que a União utilize livremente parte dos recursos do Orçamento, a chamada Desvinculação de Receitas da União (DRU)[9].

O baixo dinamismo da atividade econômica e o consequente baixo nível de arrecadação criou um consenso na equipe econômica de que é preciso combinar medidas de estabilização no curto prazo com regras de maior controle do gasto público no médio e longo prazo. Com isso, foram levadas à Comissão de Assuntos Econômicos (CAE), do Senado federal, duas propostas, a saber: a Proposta de reforma fiscal e auxílio financeiro para os Estados; e a Proposta de reforma fiscal e medidas de estabilização da renda e do emprego por parte da União, descritas na Tabela 2.

TABELA 2 – Propostas de Reforma Fiscal

	Ações	Justificativa	Efeitos Esperados
Plano de auxílio aos estados e ao Distrito Federal	- Alongamento do prazo de pagamento da dívida dos Estados com a União (Lei nº 9.496, de 1997) em 20 anos. - Autorização para renegociação das operações de crédito contratadas até 31 de dezembro de 2015 junto ao BNDES, promovendo acréscimo de até 10 anos aos prazos contratuais originais, sendo que os primeiros 4 anos são de carência do principal.	- Relação entre a dívida financeira e RLR dos estados com programas de ajuste fiscal apresenta problema de fluxo (e não sustentabilidade). - O alongamento resolve o problema de fluxo de curto prazo para a grande maioria dos estados. - Possibilidade de a União aceitar ativos pertencentes aos Estados (empresas públicas e participações acionárias majoritárias), para futura alienação, condicionada à realização de estudo de viabilidade econômico-financeira e à atuação em setores estratégicos definidos por meio de ato do Poder Executivo. O valor de venda do ativo será deduzido da	Estimativa de redução, no curto prazo, do serviço da dívida para os Estados e do Distrito Federal: até R$ 36,9 bilhões.

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

		prestação mensal (parcela principal).	
Proposta fiscal para a União	Medidas de longo prazo (estruturais) - Limite à expansão do gasto para conter o crescimento do gasto em % do PIB. - Criação do depósito voluntário remunerado no BCB - Criação do Regime Especial de Contingenciamento (REC), em períodos de baixo crescimento, para preservar despesas essenciais e investimentos em fase final de conclusão. Medidas de curto prazo (conjunturais) - Redução da meta fiscal de 2016 por frustração de receita e manutenção de investimentos e despesas prioritários.	- Concentrar a discussão orçamentária na composição das despesas públicas. - Evitar pressão recorrente por aumento da carga tributária. - Diminuir a rigidez do gasto para possibilitar ações de estabilização quando necessário.	

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O plano de auxílio aos estados e DF prevê algumas contrapartidas que funcionam como medidas de curto prazo (24 meses após assinatura do contrato e seis meses para adequação), bem como medidas estruturais. No primeiro caso, estão previstas as seguintes ações:

•Vedação à concessão de vantagem, aumento, reajustes ou adequação de remunerações a qualquer título (exceção constitucional será contemplada);

•Limitar o crescimento das outras despesas correntes, exceto transferências a municípios e PASEP, à variação da inflação;

•Não conceder renúncia de receita ou qualquer tipo de benefício fiscal;

•Não nomear novos servidores, ressalvadas as reposições decorrentes de aposentadoria ou falecimento de servidores nas áreas de educação, saúde e segurança; e

•Reduzir em 10% a despesa mensal dos cargos de livre provimento e nomeação, em comparação com a do mês de junho de 2014.

No âmbito das medidas estruturais, o governo projeta o seguinte:

A aprovação de Lei de Responsabilidade Fiscal Estadual (LRFE) que contemple, no mínimo: a instituição de regime de previdência complementar, compatível com as regras de equilíbrio atuarial (contribuição definida); a elevação das alíquotas das contribuições previdenciárias dos servidores e patronal ao regime próprio de previdência social para 14% e 28%, respectivamente; o monitoramento fiscal contínuo das contas dos Governos Regionais; a adoção de critérios para avaliação pública e periódica de seus programas e projetos; a padronização das estatísticas fiscais, a partir das orientações emanadas pelo Governo Federal; e a limitação da despesa orçamentária total a 90% da Receita Corrente Líquida.

Alteração na LRF – maior rigor no tratamento das Despesas com Pessoal (prazo de 10 anos para adequação), da seguinte forma: por meio da alteração no conceito de Despesa com Pessoal: inclusão de terceirizados para atividade fim no conceito de despesa de pessoal e apuração feita com base na remuneração bruta do servidor (inclusive Imposto de Renda de Pessoa Física); da previsão de elaboração de Plano Plurianual de Despesa com Pessoal, fixando vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração a qualquer título, para os servidores próprios, com validade de 4 anos; da vedação à concessão de aumento, reposição salarial ou redução de carga horária sem a proporcional redução de remuneração nos últimos 180 dias anteriores ao final do mandato do titular do respectivo poder ou órgão; da alteração do momento no qual é acionado o alerta para o crescimento das despesas com pessoal, dos atuais 90% para 85%, e o limite prudencial da despesa de pessoal/ Receita Corrente Líquida dos atuais 95% para 90%. Caso o ente saia da trajetória, não poderá contratar operação de crédito.

O plano de auxílio aos estados e DF ainda prevê, como benefício complementar a estes entes, a concessão de redução extraordinária[10] de 40% nas prestações mensais, por 24 meses. Após este período, o estado (ou DF) terá mais 20 anos para pagar o saldo devedor. Como contrapartida, a União exige que, no prazo de 180 dias, sejam reduzidas em 20% a despesa mensal dos cargos de livre provimento e nomeação; sejam limitadas as despesas com publicidade e propaganda a 50% da média dos últimos três anos; não sejam realizadas operações de credito pelo dobro do período de vigência da carência.

Se alguma dessas medidas não for implantada no prazo de 180 dias, ou se a Lei de Responsabilidade Fiscal Estadual não for aprovada neste período, a carência acaba e o estado volta a pagar o valor original da LC 148, com alongamento de 20 anos.

Com relação à proposta fiscal da União, o objetivo do Ministério da Fazenda é combinar medidas de curto (conjunturais) e longo prazo (estruturais). O objetivo precípuo é limitar a expansão do gasto para conter o crescimento do gasto em termos do percentual do PIB.

Do ponto de vista formal e legal, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) fixará o valor nominal do limite de gasto para cada ano. A elaboração e execução da Lei Orçamentária Anual (LOA) deverá observar o limite de gasto. No entanto, quando da elaboração desta última peça orçamentária, se houver previsão de que o limite de gasto possa ser descumprido, serão acionadas automaticamente medidas de redução da despesa em três estágios sequenciais (Tabela 3).

TABELA 3 – Estágios Sequenciais de vedação de despesas

Estágios	Ações e medidas a serem tomadas
Primeiro	- Restrição à ampliação do quadro de pessoal – Vedação à criação de cargos, funções, alteração da estrutura de carreiras e contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas a reposição; - Restrição a reajustes reais de salários de servidores - Vedação de concessão de

[10] A proposta prevê redução de 40% na prestação, por 24 meses, limitado a R$ 160 milhões por mês (R$ 1,92 bilhão por ano).

	aumentos de remuneração acima do índice de inflação; - Restrição ao crescimento das despesas - Correção da despesa discricionária e do custeio administrativo limitada à inflação; e - Redução das despesas com cargos em comissão – Corte de pelo menos 10% das despesas com cargos de livre provimento.
Segundo	- Restrição adicional a reajustes de salários de servidores – Vedação de aumentos nominais de remuneração dos servidores públicos; - Restrição à concessão de subsídios – Vedação da ampliação de despesa com subsídio ou subvenção em relação ao valor empenhado no ano anterior, ressalvadas as operações já contratadas; - Restrição ao crescimento das despesas - Despesa discricionária e de custeio administrativo limitadas ao valor empenhado no ano anterior, sem correção pela inflação; - Redução adicional das despesas com cargos em comissão – Corte adicional ao 1º estágio de pelo menos 10% das despesas com cargos de livre provimento.
Terceiro	- Reajuste do salário mínimo – Aumento do salário mínimo pela inflação, conforme determina a CF. - Corte nas despesas com benefícios a servidores - Redução em até 30% dos gastos com servidores decorrentes de parcelas indenizatórias e vantagens de natureza transitória (transferências, diárias, etc.); - Redução voluntária de despesas com servidores - Implementação de programas de desligamento voluntário e licença incentivada para servidores e empregados, que representem redução de despesa.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Outra medida proposta pela equipe econômica é a criação da previsão legal para os Depósitos Remunerados (DR), os quais poderão ser feitos voluntariamente pelas instituições financeiras junto ao Banco Central do Brasil (BCB).

O estoque de operações compromissadas vem crescendo de forma consistente nos últimos anos, passando de 7% do PIB em 2007 para 16% do PIB em 2015, devido fundamentalmente ao acúmulo de reservas internacionais. Uma alternativa às operações compromissadas seriam os DR, largamente utilizados pelos bancos centrais de economias avançadas (FED e BCE, por exemplo), para administração da liquidez.

Uma vez que a Lei 10.179/2001 já autoriza o Tesouro Nacional a aportar títulos públicos ao BCB, sem contrapartida financeira, sempre que o banco necessitar para condução da política monetária, a proposta objetiva dar aos DR o mesmo tratamento aplicado às operações compromissadas, o que exige alteração na Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

Assim, os DR atuariam no Brasil como instrumento secundário de política monetária o que minimizaria a necessidade de aportes ao BCB, dando maior autonomia ao BC para administração da política monetária. Dois efeitos se dariam por conta dos DR: um aumento da dívida bruta do governo geral (DBGG), por conta da necessidade de maiores encargos para a dívida pública, sem relação com política fiscal; e o aumento do capital do BCB, hoje equivalente a 2% do PIB.

Com relação às medidas conjunturais (curto prazo), o governo propôs duas linhas de ação. A primeira é a criação do Regime Especial de Contingenciamento (REC)

que poderá ser decretado quando a economia estiver em baixo crescimento nos termos[11] já previstos pela LRF[12].

Por meio do REC seriam preservadas as seguintes despesas: investimentos em fase final de execução e prioritários; essenciais para a prestação de serviços públicos (segurança, educação, saúde, etc); necessárias para o funcionamento dos órgãos (água, energia, manutenção, etc). Um ponto bastante relevante é a transparência do REC. As decisões de cortes deverão ser baseadas nas justificativas dos diferentes órgãos públicos e as prestações de contas deverão ser feitas pelo governo junto ao Congresso Nacional, por meio da indicação da importância das despesas preservadas e sua essencialidade para o cumprimento dos deveres do Estado.

[11] A hipótese de baixo crescimento já é utilizada na LRF para flexibilizar os limites de dívida e pessoal.

[12] Art. 66. Os prazos estabelecidos nos artigos 23, 31 e 70 serão duplicados no caso de crescimento real baixo ou negativo do Produto Interno Bruto (PIB) nacional, regional ou estadual por período igual ou superior a quatro trimestres.
§ 1º Entende-se por baixo crescimento a taxa de variação real acumulada do Produto Interno Bruto inferior a 1% (um por cento), no período correspondente aos quatro últimos trimestres.

ATIVIDADE ECONÔMICA

Leonardo Mello de Carvalho[1]

SUMÁRIO

O desempenho recente dos indicadores relacionados à atividade econômica continua retratando o ciclo recessivo da economia brasileira iniciado no segundo trimestre de 2014. Sendo caracterizada por um elevado grau de disseminação e intensidade, a crise atual também se mostra persistente, não dando ainda sinais mais consistentes de recuperação. Como já foi analisado em edições anteriores da *Carta de Conjuntura*, o círculo vicioso que se instalou na economia é reflexo de um amplo conjunto de fatores, tanto de ordem doméstica quanto externa. Além disso, ao contrário de outros momentos de crise, o atual quadro de recessão não se instalou de forma abrupta, em resposta a algum evento envolvendo ruptura. O que temos observado nestes últimos dois anos é o resultado de um processo mais lento, que foi se disseminando de maneira gradual, fato este que lhe confere um caráter mais resiliente.

Embora o cenário da atividade econômica tenha deteriorado de forma mais significativa a partir do segundo trimestre de 2014, quando se observa uma maior difusão da crise, a produção industrial, por exemplo, já vinha enfrentando dificuldades desde meados do segundo semestre de 2010, sendo negativamente afetada por uma série de restrições pelo lado da oferta, refletidas, em grande medida, no descolamento entre o custo da mão de obra e a sua produtividade. Posteriormente, com o agravamento dos desequilíbrios internos na economia, evidenciados pelo resultado das contas públicas e pela aceleração dos índices de preço, o governo optou por implementar um ajuste recessivo, impactando diretamente nos níveis de demanda. Nesse contexto, os indicadores referentes ao mercado de trabalho passaram a demonstrar uma crescente fragilidade, com efeitos negativos tanto nos níveis de ocupação, quanto nos rendimentos. O receio quanto à segurança do emprego, somado à redução do poder de compra dos salários, deprimiu os níveis de confiança dos consumidores. Num ambiente já contaminado por um alto comprometimento com dívidas passadas, a queda na procura por novas compras foi inevitável, o que acabou ajudando a propagar a crise pelos demais setores produtivos, como, por exemplo, o comércio de bens e serviços. Enquanto o mercado doméstico encolhia, a conjuntura externa também não se apresentava favorável. Além do lento crescimento da demanda mundial, o Brasil tem presenciado uma contínua deterioração dos seus termos de troca, influenciados, principalmente, pela trajetória decrescente dos preços das commodities.

A conjuntura atual apresenta outro aspecto que pode vir a retardar a saída da recessão. Além de todas as questões citadas anteriormente, o ambiente econômico brasileiro tem se caracterizado pela presença de um elevado nível de incerteza. Seja ela associada à questões de ordem econômica, uma vez que a própria crise vem impondo ao governo um estreitamento dos graus de liberdade na condução da economia, seja ela associada à questões políticas, que tem prejudicado a capacidade de implementação de medidas tidas como necessárias para debelar os desequilíbrios internos.

Se, por tudo o que foi dito, uma recuperação mais rápida da economia parece pouco provável no curto prazo, o ajuste do setor externo normalmente associado a cenários envolvendo deterioração da atividade econômica e movimentos de desvalorização cambial, tem ocorrido da forma como esperado. Embora a depreciação do real também ofereça um risco para a inflação, seus efeitos positivos em termos de competitividade já começam a ser percebidos em alguns

[1] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. E-mail: <leonardo.carvalho@ipea.gov.br>.

setores exportadores. Mesmo que grande parte da melhora observada no saldo comercial ainda esteja associada à forte queda das importações, este pequeno avanço pode representar um alento. Outra parte do ajuste também caminha no sentido correto, refletido no processo de normalização dos níveis de estoques indesejados na indústria. Influenciados por estes dois fatores, o comportamento dos indicadores de confiança tem apresentado alguma estabilidade nos últimos meses, embora ainda permaneçam em níveis muito baixos.

Apesar desse alento, a maioria dos indicadores de atividade econômica ainda segue se deteriorando. Segundo os dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o PIB voltou a recuar no último trimestre do ano passado, registrando queda de 1,4% em relação ao período anterior, na série livre de influências sazonais. Este resultado foi a sexta retração na margem em sete trimestres, período no qual o PIB acumulou uma queda de 7,2%. Com isso, o *carry-over* para 2016 ficou em -2,5%, ou seja, caso permaneça estagnado durante os próximos quatro trimestres, na série com ajuste sazonal, o PIB cairá 2,5% no ano. Tomando por base os comparativos interanuais, a trajetória de queda acelerou. O recuo de 5,9% frente ao mesmo período de 2014 foi o mais alto em toda a série histórica do IBGE, iniciada em 1996. Com isso, o PIB encerrou o ano de 2015 registrando contração de 3,8%, o pior resultado desde o ano de 1990, quando a economia encolheu 4,4%.

A análise dos componentes do PIB pelo lado da demanda voltou a apontar forte contração da absorção doméstica, que apresentou recuo de 6,3% no acumulado em quatro trimestres. Enquanto o consumo das famílias registrou a sua quarta queda consecutiva na margem, recuando 1,3% frente ao período anterior, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) segue em queda forte. A redução de 4,9% na margem foi a décima consecutiva, período no qual acumulou uma perda de 25,5%. O destaque positivo pelo lado da demanda voltou a ser o desempenho das exportações líquidas, ajudando a suavizar a queda do PIB no período. Pelo lado da oferta, a indústria registrou a sétima queda em nove trimestres, com recuo de 1,4% na margem, acumulando uma perda de 6,2% em 2015. Enquanto isso, o setor de serviços também apresentou mau desempenho, com a retração de 1,4%, a quarta variação negativa nesta base de comparação. Este resultado representou 2,7% de queda em 2015, sua primeira variação negativa anual em toda a série histórica. Por fim, o destaque positivo ficou por conta da agropecuária, que avançou 2,9% na margem, encerrando o ano com crescimento de 1,8%.

As informações disponíveis para os meses de janeiro e fevereiro continuam apontando para uma trajetória declinante da atividade econômica, embora alguns setores tenham apresentado melhora pontual. Após ter registrado pequena variação positiva em janeiro, com avanço de 0,4% no comparativo com ajuste sazonal, o indicador de produção física industrial mensal do IBGE voltou a sofrer forte recuo em fevereiro, com queda de 2,5%. Com isso, os níveis de utilização dos fatores de produção mantiveram-se em patamares historicamente baixos. Por outro lado, a recessão continua estimulando o processo de ajuste dos níveis de estoques indesejados na indústria. O cenário não é diferente para o setor de serviços, cujos indicadores também sugerem um fraco desempenho no primeiro bimestre do ano. Pelo lado da demanda, enquanto os investimentos continuam deprimidos, as vendas no comércio varejista avançaram em fevereiro.

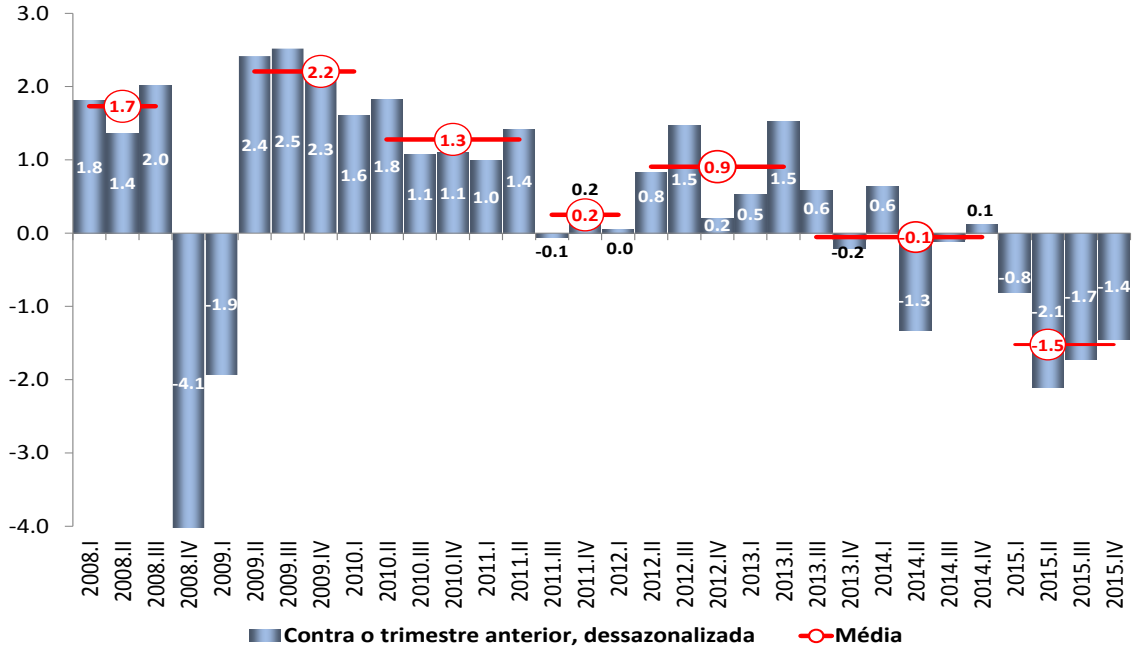
PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB)

O PIB retraiu 1,4% na passagem entre o terceiro e o quarto trimestres de 2015, na série livre de efeitos sazonais. Nesta base de comparação, este foi o sexto resultado negativo em sete trimestres, período no qual o PIB encolheu 7,2%. Refletindo os efeitos do ciclo recessivo, a taxa média de variação na margem em 2015 ficou -1,5% (ver gráfico 1). Tomando ainda por base a série dessazonalizada, com mais esse recuo, o nível geral de

produção da economia retornou para um patamar próximo aquele observado no quarto trimestre de 2010. Além disso, em virtude da trajetória decrescente apresentada pelo PIB ao longo de todo o ano de passado, o *carry-over* para 2016 ficou em -2,5%. Ou seja, caso apresente crescimento marginal nulo nos próximos quatro trimestres, acumulará uma queda de 2,5% no ano. De fato, este é o pior resultado em termos de esforço de crescimento em toda a série histórica trimestral do IBGE. Até então, o maior efeito estatístico negativo herdado pelo PIB havia sido em 2009, quando precisou descontar uma taxa de -1,8%.

Pelo lado da oferta, o setor agropecuário foi o único a registrar crescimento frente ao período anterior, na série livre de efeitos sazonais. O avanço de 2,9% interrompeu uma sequência de duas quedas, quando havia acumulado uma perda de 6,5%. Dentre os destaques negativos, enquanto a indústria registrou a sétima retração em nove trimestres, com recuo de 1,4% na margem, o setor de serviços vem se mantendo o mais fraco desempenho em toda a série histórica. A queda de 1,4% foi a quarta variação negativa nesta base de comparação, com recuo médio de 1,1% por trimestre (ver tabela 1). A situação não é melhor pelo lado da demanda, onde o recuo observado no quarto trimestre de 2015 voltou a refletir um mercado doméstico cada vez mais deprimido. Se, por um lado, a FBCF recuou pelo décimo período consecutivo, registrando queda de 4,9%, o consumo das famílias retraiu 1,3% na comparação dessazonalizada, sendo esta a quarta variação negativa seguida. Com isso, a demanda interna mais uma vez registrou queda superior ao PIB, refletindo forte contribuição positiva das exportações líquidas.

GRÁFICO 1
PIB: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado
(Em %)



Fonte: IBGE
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

TABELA 1
PIB: taxa real de crescimento dessazonalizado
(Em %)

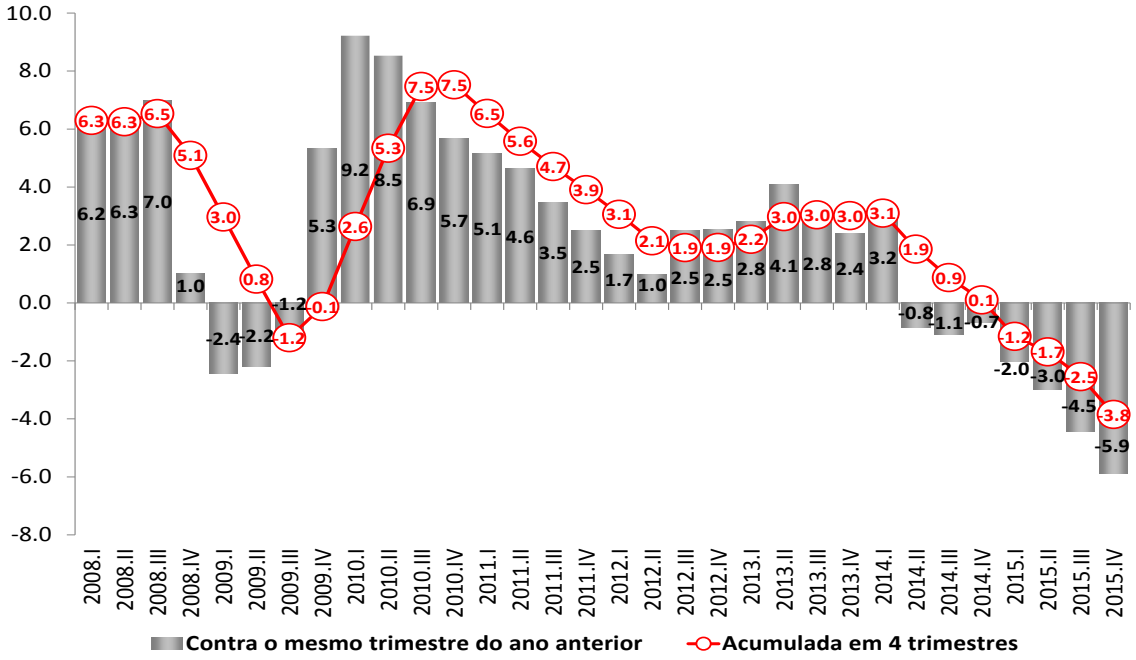
	2013				2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
PIB pm	0.5	1.5	0.6	-0.2	0.6	-1.3	-0.1	0.1	-0.8	-2.1	-1.7	-1.4
Imposto s/ produtos	-0.7	1.4	0.8	-0.5	0.7	-0.9	-0.8	-0.1	-2.1	-2.8	-2.9	-2.8
PIB pb	0.4	2.0	0.2	-0.2	0.8	-1.5	0.0	0.0	-0.3	-2.1	-1.4	-1.3
Agropecuária	2.1	3.7	-1.0	-0.4	2.7	-1.6	0.7	0.8	4.7	-3.6	-3.0	2.9
Indústria	0.3	3.5	0.2	-0.7	0.8	-2.6	-0.4	0.0	-1.6	-3.5	-1.9	-1.4
Serviços	0.0	1.5	0.5	0.2	0.0	-0.7	0.2	0.1	-1.0	-1.1	-1.1	-1.4
Demanda Interna com var. estoques	1.1	0.8	0.5	-0.7	1.3	-1.2	-0.6	0.1	-1.6	-3.1	-2.3	-2.3
Demanda Interna sem var. estoques	0.5	2.1	0.3	-0.2	0.7	-1.5	-0.3	0.6	-2.0	-2.8	-1.8	-2.0
Consumo - Total	0.1	1.2	0.6	0.1	0.7	-0.3	-0.1	0.8	-1.7	-1.4	-1.2	-1.5
Famílias	0.4	1.3	0.7	-0.3	1.1	-0.7	0.1	1.2	-2.1	-2.2	-1.5	-1.3
Governo	-0.6	1.2	0.8	1.1	-0.8	0.3	0.6	-0.6	-0.7	0.4	0.3	-2.9
FBCF	1.9	4.2	-0.3	-1.4	0.0	-3.9	-2.3	-0.9	-3.2	-7.4	-4.4	-4.9
Exportação	-1.3	3.5	-2.1	4.1	-1.8	-0.8	3.4	-11.5	13.6	3.1	-2.4	-0.4
Importação	4.2	1.3	-1.6	-0.1	1.2	-2.2	3.2	-6.2	-0.1	-8.3	-7.2	-5.9

Fonte: IBGE
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

O quadro recessivo torna-se ainda mais claro tomando-se por base a comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. A queda de 5,9% frente ao quarto trimestre de 2014 foi a mais alta em toda a série histórica do IBGE, iniciada em 1996. Além de ter sido a sétima retração seguida do PIB, chama atenção a trajetória decrescente das taxas ao longo de todos os trimestres do ano passado (gráfico 2). O mesmo cenário pode ser visto na evolução das taxas de variação acumuladas em quatro trimestres, cuja trajetória culminou com uma queda de 3,8% em 2015, pior resultado desde o ano de 1990, quando a economia havia encolhido 4,4%.

No comparativo interanual, a queda do PIB também ocorreu de forma generalizada entre os seus componentes. Assim como aconteceu na margem, a agropecuária foi o único setor produtivo a registrar crescimento (0,6%), enquanto a indústria e os serviços caíram ambos pelo sexto trimestre consecutivo, com recuos de 8,0% e 4,4%, respectivamente (ver tabela 2). Já pelo lado da demanda, as exportações de bens e serviços foram o único destaque positivo, registrando crescimento de 12,6% sobre o quarto trimestre de 2014. Este resultado implicou em mais uma contribuição positiva das exportações líquidas, compensando uma parte da forte queda observada na demanda interna (-9,7%).

GRÁFICO 2
PIB: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



Fonte: IBGE
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

TABELA 2
PIB: taxa real de crescimento interanual e acumulado no ano
(Em %)

	2014				2015				Variação Acumulada no Ano	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2014	2015
PIB pm	3.2	-0.8	-1.1	-0.7	-2.0	-3.0	-4.5	-5.9	0.1	-3.8
Imposto s/ produtos	3.4	-1.4	-1.7	-0.4	-3.8	-5.9	-8.3	-11.0	-0.1	-7.3
PIB pb	3.1	-0.7	-1.0	-0.7	-1.7	-2.5	-3.8	-5.0	0.1	-3.3
Agropecuária	6.2	-0.6	0.3	2.2	5.4	2.2	-2.0	0.6	2.1	1.8
Indústria	4.6	-2.7	-2.9	-2.1	-4.4	-5.7	-6.7	-8.0	-0.9	-6.2
Serviços	2.2	0.0	-0.3	-0.3	-1.4	-1.8	-2.9	-4.4	0.4	-2.7
Demanda Interna com var. estoques	2.9	-1.2	-1.3	0.0	-3.0	-5.4	-7.3	-9.7	0.1	-6.3
Demanda Interna sem var. estoques	3.0	-0.7	-1.4	-0.4	-3.1	-4.5	-5.8	-8.3	0.1	-5.4
Consumo - Total	2.7	0.9	0.4	1.2	-1.2	-2.4	-3.5	-5.9	1.3	-3.3
Famílias	2.9	0.6	0.1	1.7	-1.5	-3.0	-4.5	-6.8	1.3	-4.0
Governo	2.2	1.6	1.4	-0.5	-0.5	-0.3	-0.4	-2.9	1.2	-1.0
FBCF	4.0	-6.6	-7.7	-6.9	-10.1	-12.9	-15.0	-18.5	-4.5	-14.1
Exportação	3.3	-0.2	4.6	-10.7	3.3	7.7	1.1	12.6	-1.1	6.1
Importação	1.2	-2.9	2.0	-4.4	-5.0	-11.5	-20.0	-20.1	-1.0	-14.3

Fonte: IBGE
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

DETERMINANTES DA OFERTA

AGROPECUÁRIA

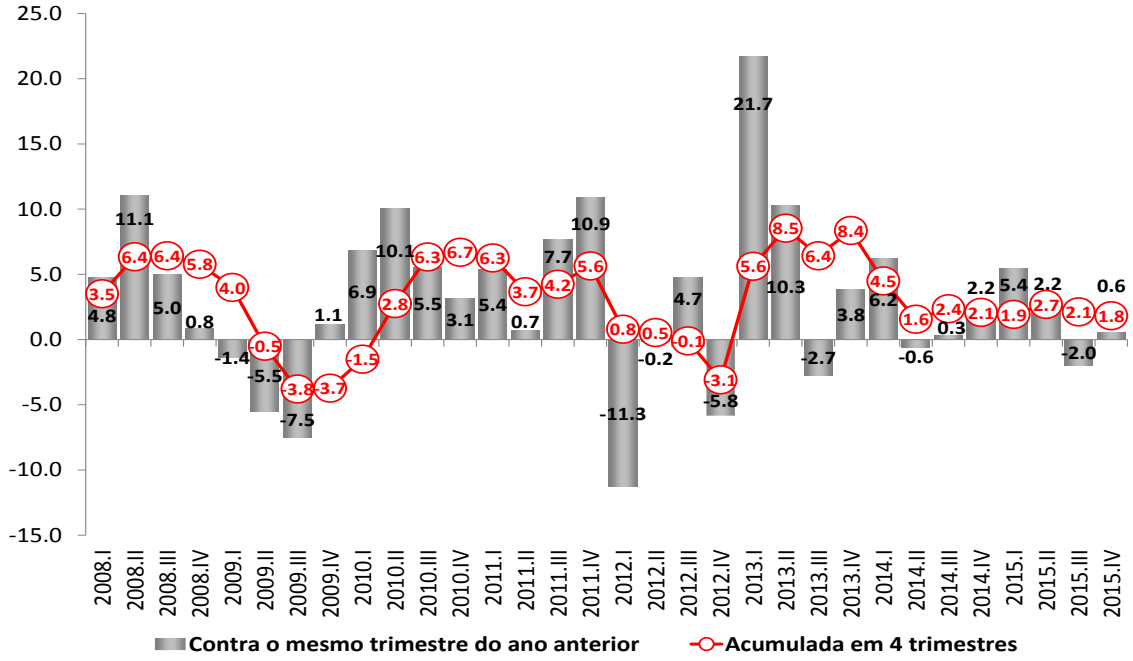
Apesar da severa recessão que aflige os demais setores da economia, os resultados referentes ao quarto trimestre de 2015 confirmaram o bom desempenho da agropecuária. O

avanço de 2,9% frente ao período anterior, interrompeu sequência de duas quedas no comparativo com ajuste sazonal. Tomando por base o segundo trimestre de 2014, que marca o início do ciclo recessivo, a agropecuária acumula crescimento de 0,5%. No comparativo interanual, embora a alta de 0,6% tenha sido a sétima variação positiva em nove períodos, adicionou apenas 0,03 ponto percentual (p.p.) à taxa trimestral do PIB.

De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA/IBGE) divulgado em fevereiro de 2016, esse resultado pode ser explicado pelo bom desempenho de alguns produtos da lavoura, que concentraram suas safras no quarto trimestre, como a cana de açúcar (2,4%) e o fumo (1,2%). Além disso, exerceram influência positiva no período os ganhos provenientes de um aumento da produtividade. Com o resultado do quarto trimestre, o setor encerrou o ano de 2015 registrando crescimento de 1,8%, o que representou uma contribuição positiva de 0,1 p.p. no PIB (ver gráfico 3).

Ainda de acordo com a LSPA, a produção brasileira de grãos deve alcançar 210,7 milhões de toneladas em 2016, o equivalente a um crescimento de 0,6% em relação ao ano passado. Apesar do cenário pouco em relação aos preços das commodities, o setor deve continuar a se beneficiar dos ganhos de competitividade associados à desvalorização cambial.

GRÁFICO 3
Agropecuária: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



Fonte: IBGE
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

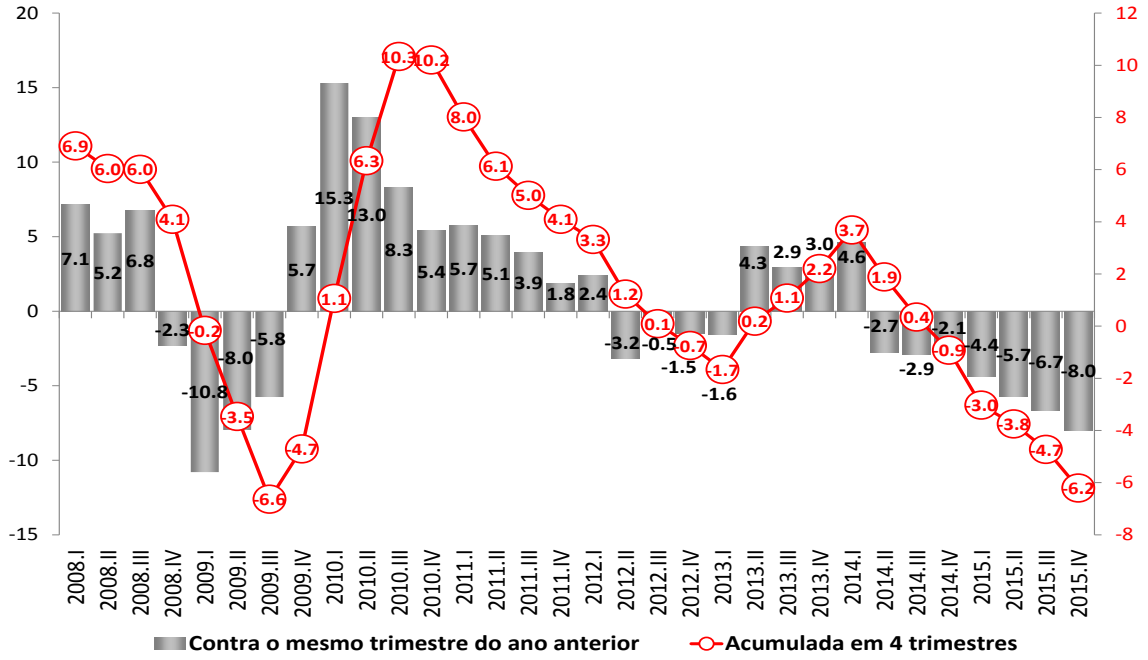
INDÚSTRIA

Os resultados do PIB industrial ao longo de 2015 evidenciam uma forte deterioração no desempenho do setor, que apresenta trajetória decrescente desde o segundo trimestre de 2014. Os números do quarto trimestre do ano indicaram nova queda na margem, com retração de 1,4% na comparação dessazonalizada. Este foi o sétimo recuo em nove trimestres, período no qual o setor registrou perda de 10,8%. Com isso, o nível da série com ajuste sazonal recuou para um patamar inferior ao observado no quarto trimestre de 2009. O quadro de estagnação que prevaleceu durante grande parte deste período sofreu forte piora em 2015, quando a produção da indústria apresentou uma taxa média de crescimento marginal de -2,5%. Com isso, a retração já contratada para o ano de 2016 ficou em 2,9%.

O resultado negativo do quarto trimestre voltou a ser explicado, em parte, pelo mau desempenho da atividade da transformação, que recuou 2,5% sobre o período anterior, a nona variação negativa em dez períodos. A surpresa ficou por conta da forte queda registrada pela extrativa mineral. Após permanecer estagnada nos dois períodos anteriores, o setor recou 6,5% no último trimestre do ano passado, refletindo os efeitos de uma greve de petroleiros e do grave acidente ocorrido num polo de mineração na cidade de Mariana, em Minas Gerais. Por outro lado, os destaques positivos foram a construção civil (0,4%), interrompendo três quedas consecutivas e o setor de energia (1,7%), refletindo um certo alívio nos custos, devido à menor necessidade de utilização das usinas termelétricas na sua geração.

A evolução das taxas de variação interanuais corrobora a intensidade da crise na indústria. A queda de 8,0% ante o quarto trimestre de 2014 foi a sétima variação negativa seguida, sendo o pior resultado desde o segundo trimestre de 2009. Vale destacar que o setor vem apresentando taxas cada vez menores nessa base de comparação desde o primeiro trimestre de 2015. Com isso, a contribuição para o resultado interanual do PIB se manteve negativa em -1,6 p.p. Com relação aos subsetores, com exceção da produção e energia (1,4%) todos apresentaram retração. Influenciada pelos fatores citados anteriormente, a extrativa mineral apresentou a primeira variação negativa após sete trimestres, com recuo de 4,1%. Já a indústria de transformação voltou a registrar queda acentuada, ficando 12,0% abaixo do patamar verificado a um ano atrás. Olhando para as taxas acumuladas em quatro trimestres, o desempenho do setor industrial fica ainda mais dramático. Desde o último pico verificado no início de 2014, o setor segue perdendo força, encerrando o ano de 2015 com retração de 6,2%, o pior resultado da série histórica (ver gráfico 4).

GRÁFICO 4
Indústria: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



Fonte: IBGE
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon

Os dados da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF) do IBGE, após o fraco desempenho verificado ao longo de 2015, apontam para um primeiro trimestre de 2016 ainda pouco favorável. Embora a alta de 0,4% registrada na passagem entre os meses de dezembro e janeiro, na série ajustada, tenha interrompido sete retrações consecutivas, a produção voltou a cair no mês de fevereiro, recuando 2,5% na margem (tabela 3). Com isso, o índice da média móvel trimestral contraiu pelo décimo sexto período consecutivo, registrando recuo de 1,0%. O nível da produção industrial, tendo por base a série com ajuste sazonal, encontra-se hoje pouco acima do patamar verificado em dezembro de 2008, que foi o mínimo atingido na recessão provocada pela crise financeira internacional. O resultado de fevereiro representou uma sensível piora no *carry-over* para o primeiro trimestre do ano, que passou de -1,0% para -2,6%, enquanto a retração contratada para 2016 atingiu -8,6%.

Na comparação com o mesmo período do ano passado, a produção industrial apresentou variação negativa pelo 24º mês consecutivo, situando-se num patamar 9,8% inferior ao observado em fevereiro de 2015. Com isso, a taxa de crescimento acumulada em doze meses permaneceu em -9,0%.

TABELA 3
PIM-PF
(Variação em %)

	Contra período anterior dessazonalizado[1]				Contra igual período do ano anterior				Acumulado	
	Dez15	**Jan16**	**Fev16**	**TRIM[2]**	**Dez15**	**Jan16**	**Fev16**	**TRIM**	**no ano**	**Em 12 Meses**
Geral	-0.8	0.4	-2.5	-3.3	-12.2	-13.6	-9.8	-11.9	-11.7	-9.0
Classes										
Extrativa Mineral	-0.1	-2.7	0.6	-9.5	-11.4	-16.9	-12.1	-13.5	-14.6	-0.6
Transformação	-1.0	0.6	-2.8	-2.9	-12.3	-13.1	-9.5	-11.6	-11.3	-10.2
Categorias de Uso										
Capital	-8.9	2.1	0.3	-9.6	-31.9	-35.6	-25.8	-31.1	-30.7	-27.1
Intermediários	0.5	0.9	-2.0	-2.3	-11.6	-11.7	-8.5	-10.7	-10.2	-6.3
Consumo	0.3	-1.1	-3.2	-2.4	-9.4	-11.9	-8.1	-9.8	-10.1	-9.4
Duráveis	8.0	-3.3	-5.3	-0.2	-25.7	-28.6	-29.3	-27.9	-28.9	-20.0
Semi e Não-Duráveis	0.1	0.4	-0.6	0.0	-5.2	-6.9	-2.0	-4.8	-4.5	-6.4
Insumos da Construção Civil	-5.9	5.2	-1.1	-4.7	-21.6	-19.9	-14.8	-18.8	-17.4	-14.0

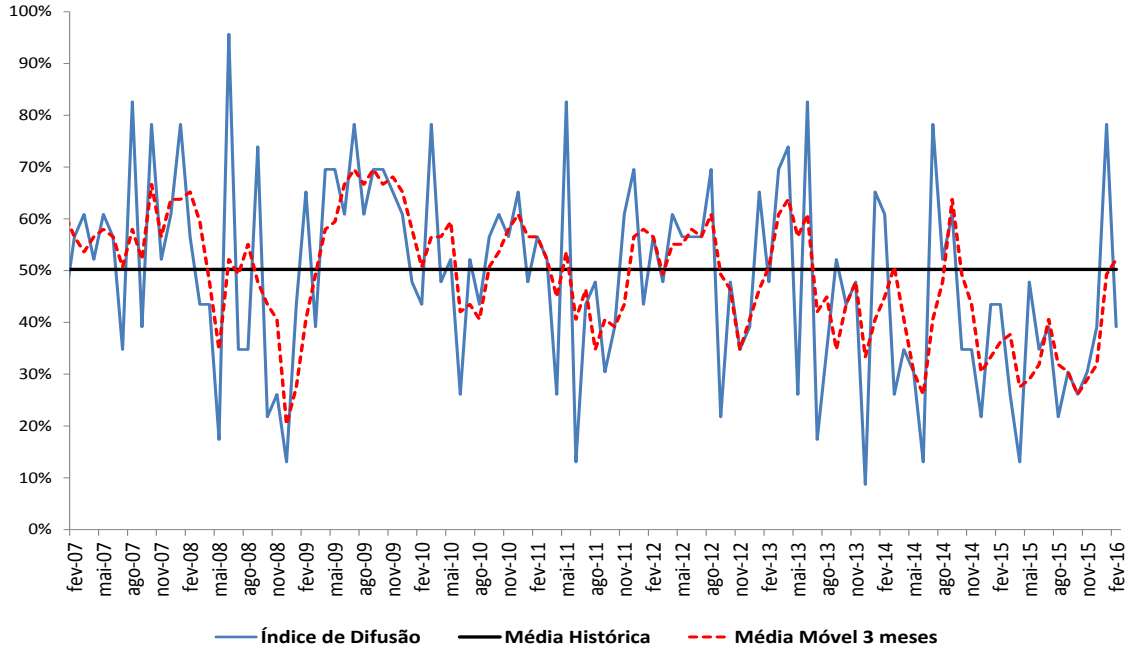
Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Nota: [1]Sazonalmente ajustado pelo IBGE (método X-12), exceto na construção civil, cuja dessazonalização é realizada pelo Ipea, por meio do método X-11.
[2]Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

Com relação às classes de produção, a indústria de transformação recuou 2,8% em fevereiro ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. A queda foi relativamente disseminada, verificando-se expansão apenas 9 de um total de 23 atividades,[2] o que levou o índice de difusão[3] para 39% (gráfico 1.5). Entre as atividades com maior peso, destacaram-se negativamente a fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias (-9,7%) e a fabricação de máquinas e equipamentos (-6,7%). Por outro lado, a fabricação de outros produtos químicos (1,5%) e a fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis (1,4%) contribuíram positivamente para o resultado na margem. Ainda no comparativo com ajuste sazonal, após quatro quedas consecutivas, a indústria extrativa voltou a expandir sua produção, que registrou alta de 0,6% frente ao mês anterior.

Na comparação com o mesmo mês do ano passado, a queda de 9,5% registrada pela indústria de transformação em fevereiro foi a 24ª consecutiva. Entre todos os ramos de atividades, apenas cinco registraram variação interanual positiva, com destaque para a fabricação de produtos alimentícios, com alta de 1,1% sobre fevereiro de 2015. Entre os demais, voltaram a se destacar negativamente a fabricação de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (-33,0%) e a fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias (-29,2%). Por sua vez, a produção da indústria extrativa mineral, registrou a quinta variação negativa seguida (-12,1%).

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

GRÁFICO 5
PIM-PF: índice de difusão (fev./2007-fev./2016)
(Em %)



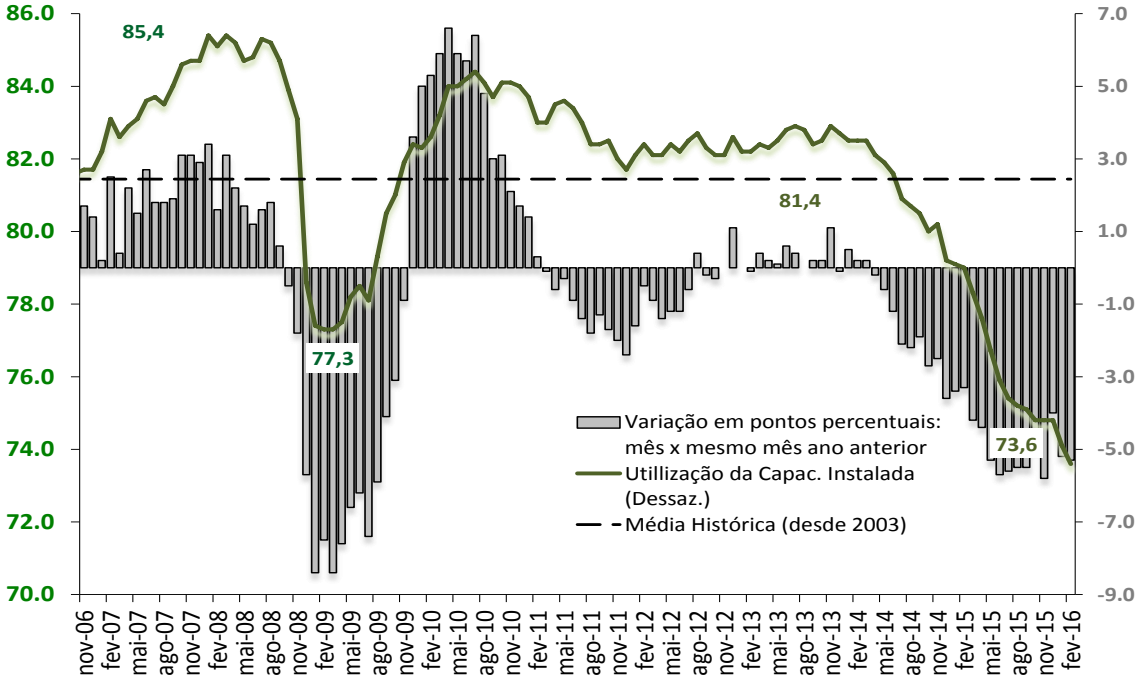
Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Considerando as grandes categorias econômicas, todas apresentaram taxas de variação negativas na comparação com o período imediatamente anterior, com exceção da produção de bens de consumo semi e não duráveis, que permaneceu estável em relação a dezembro. Na comparação interanual, os efeitos da recessão se fazem evidentes. A queda tem sido generalizada desde novembro de 2014. No resultado de fevereiro, destacam-se novamente os desempenhos da produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, com quedas de 31,1% e 27,9%, respectivamente. Chama atenção também a deterioração da produção de bens intermediários que, apesar de apresentar tendência de queda menos intensa que as demais categorias, registrou retrações de dois dígitos em três dos últimos quatro meses.

O encolhimento da produção industrial refletiu-se diretamente no 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 segue apresentando forte tendência de queda desde maio do ano passado. Em fevereiro de 2016, o indicador atingiu um nível de 73,6%, que representou queda de 0,5 p.p. na comparação com janeiro, na série livre de efeitos sazonais. Com este resultado, o nível de utilização dos fatores atingiu patamar 8,0 p.p. abaixo da média histórica da série (gráfico 6). Todas as categorias de uso continuam apresentando ociosidade, sendo que o setor de bens de capital exibe o pior quadro, operando com uma folga de capacidade de 17,5 p.p. em relação à sua média histórica. Já entre as atividades, o nível de utilização da capacidade do setor de veículos automotores se encontra 15,3 p.p. abaixo da sua média. Na comparação interanual,

o cenário de retração também é acentuado. A queda de 14,5 p.p. sobre o nível de fevereiro de 2015 foi a 22ª consecutiva registrada pela indústria de transformação.

GRÁFICO 6
FGV (nov./2006-fev./2016)
(Índices dessazonalizados)



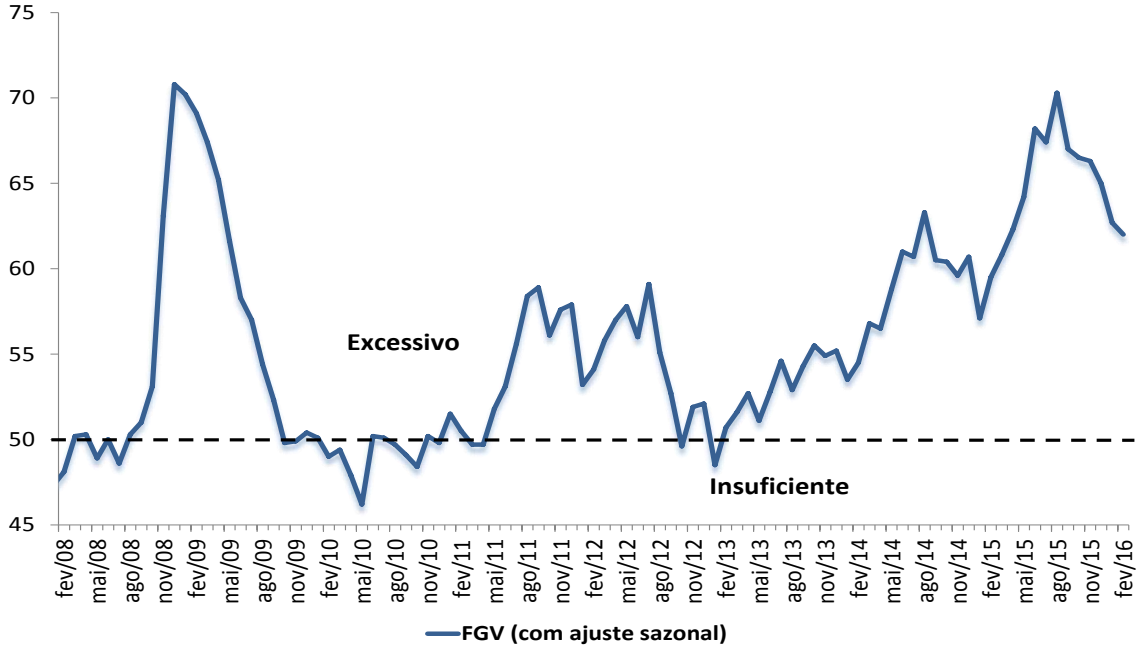
Fonte: FGV.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Outros indicadores antecedentes da produção industrial já indicam resultado negativo para a indústria em março, piorando as perspectivas para o primeiro trimestre de 2016. Com base no índice de gerentes de compras (*Purchasing Managers Index* – PMI), que serve de *proxy* para a atividade do setor manufatureiro, o ritmo de contração da produção industrial continuou intenso em março. Na comparação com fevereiro, embora tenha aumentado de 36,9 para 38,6 pontos, o indicador permaneceu abaixo do patamar de 50 pontos, que separa crescimento de contração. Já a produção de automóveis, de acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), após registrar forte queda em fevereiro (-13,2%), apresentou leve recuperação na série ajustada sazonalmente (3,5%). Na comparação com março de 2015, a produção foi 23,7% menor, acumulando uma queda de 30,3% no primeiro trimestre de 2016.

O desempenho cada vez mais fraco da produção tem intensificado o ajuste no nível de estoques não planejados na indústria. Após registrar altas consecutivas até o último mês de agosto, o indicador recuou nos seis períodos seguintes (gráfico 7). Embora este processo de ajuste ainda esteja incompleto, a contínua redução dos níveis de estoques pode gerar algum incentivo futuro para um início de recuperação da industrial. Em relação às grandes categorias econômicas. Com exceção da produção de bens de consumo duráveis, todas as demais parecem estar ajustando seus estoques.

Refletindo a conjuntura adversa, os níveis de confiança dos empresários continuam deprimidos. Apesar disso, os últimos meses tem exibido um comportamento mais estável, com os indicadores flutuando sobre um mesmo patamar. Boa parte desta melhora tem estado associada à evolução do ajuste dos estoques, conforme citado acima. De acordo com a pesquisa *Sondagem conjuntural da indústria de transformação*, da FGV, após registrar crescimento nos dois períodos anteriores, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) recuou em fevereiro, registrando queda de 2,0% na série com ajuste sazonal. Enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) permaneceu retrocedeu 0,6%, o Índice de Expectativas (IE) sofreu o maior ajuste, caindo 3,7%. Com isso, a confiança dos empresários se manteve na zona de pessimismo[4] pelo vigésimo quinto mês consecutivo e, embora tenha aparentemente se estabilizado, permanece num patamar bem próximo aquele alcançado no pior momento da crise financeira internacional (gráfico 8).

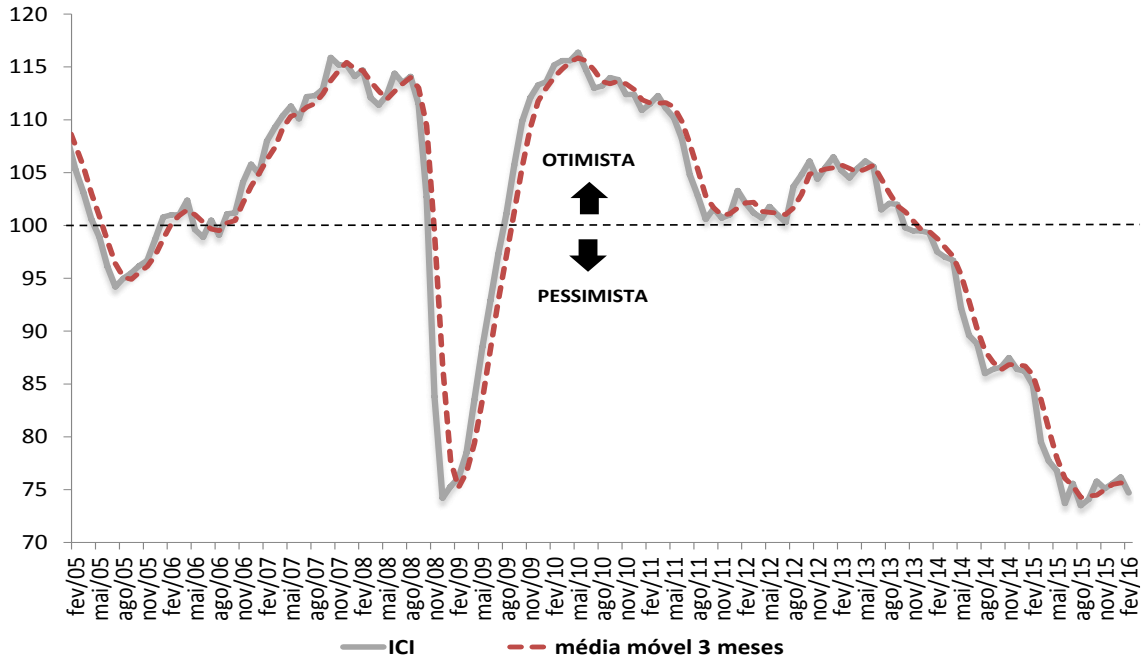
GRÁFICO 7
Evolução do nível de estoques na indústria de transformação – efetivo *versus* planejado- (fev./2008-fev./2016)
(Índice dessazonalizado)



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

4. O índice varia numa escala que chega a 200 pontos, e os valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

GRÁFICO 8
ICI (fev./2005-fev./2016)
(Índice dessazonalizado)



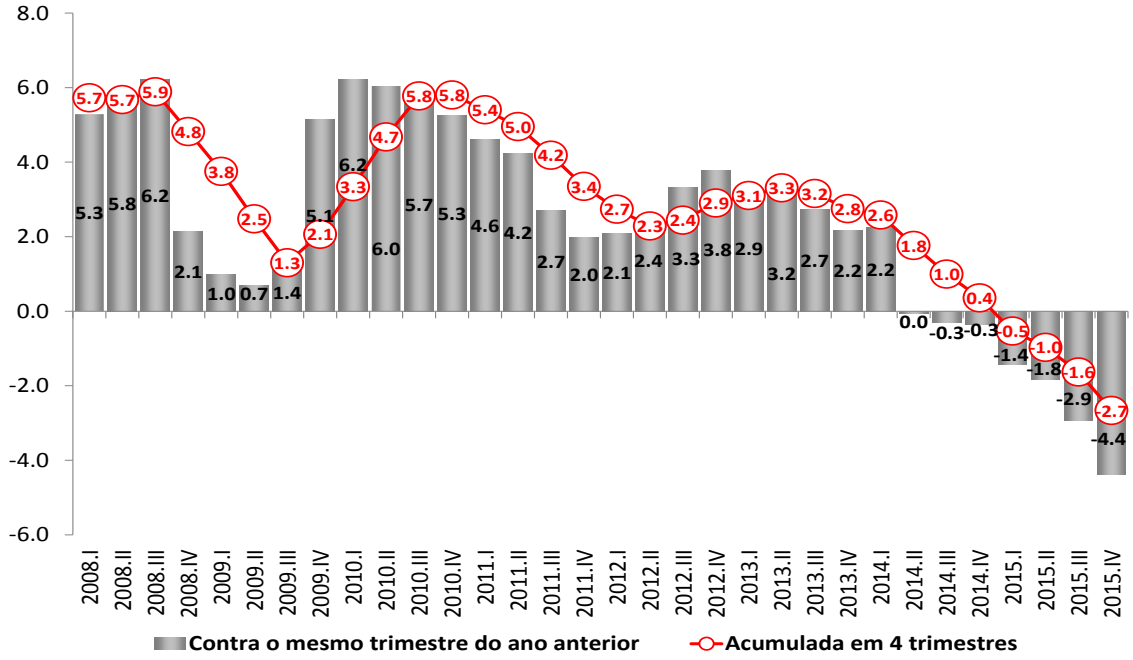
Fonte: FGV.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

SERVIÇOS

Setor que responde por 62% do PIB, os serviços seguem apresentando deterioração no seu desempenho. Na comparação entre o quarto trimestre de 2015 e o período imediatamente anterior, na série dessazonalizada, o setor recuou pela quarta vez, registrando queda de 1,4%. Este resultado representou sensível piora em relação à taxa média de crescimento marginal observado nos primeiros três trimestres do ano, que ficou em -1,0%. Com isso, o setor inicia o ano de 2016 enfrentando um carregamento estatístico de -1,9%. Mais uma vez, o resultado foi bastante disseminado, com destaque negativo para as atividades de comércio (-2,6%), administração, saúde e educação públicas (-2,0%) e transporte, armazenagem e correio (-1,7%).

Na comparação interanual, numa série histórica onde a única variação negativa havia ocorrido no quarto trimestre de 1996 (-0,3%), o setor registrou a sétima retração seguida, ficando 4,9% abaixo do patamar observado no quarto trimestre de 2014. Com isso, retirou 2,7 p.p. do resultado trimestral do PIB. Assim como no comparativo dessazonalizado, as atividades serviços de comércio e serviços de transporte, armazenagem e correio apresentaram os piores resultados, caindo expressivos 12,4% e 9,0%, respectivamente. Destaque negativo também para ouros serviços, que encolheu 4,4%. No acumulado em quatro trimestres, a queda acelerou pelo terceiro período consecutivo, e o setor fechou o ano de 2015 com recuo de 2,7% (ver gráfico 9).

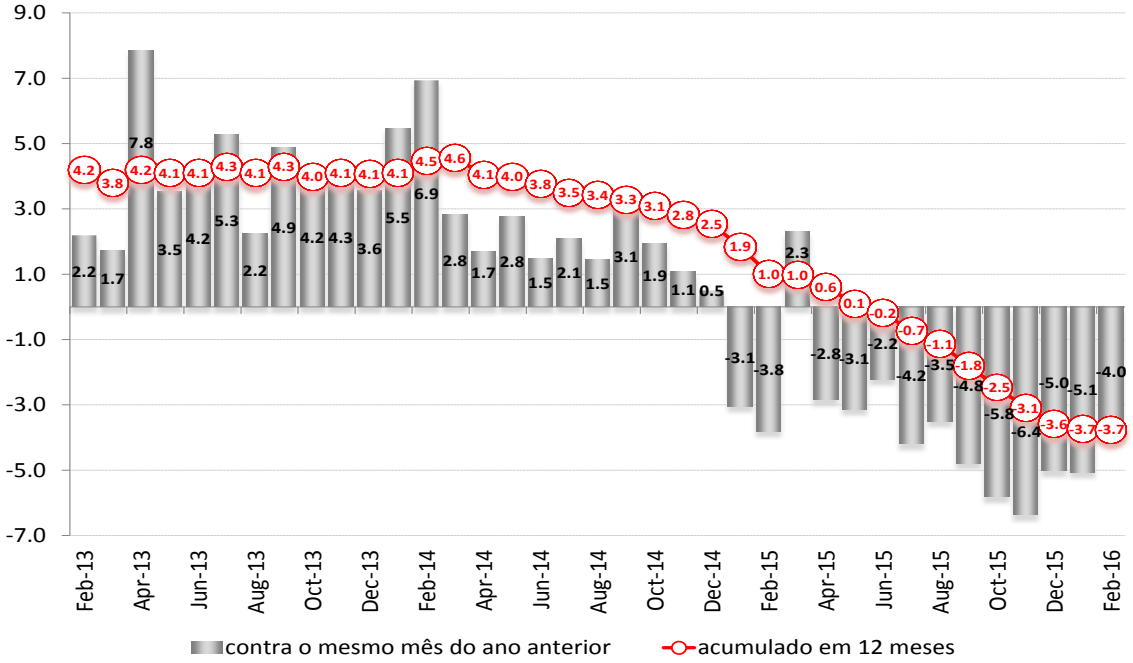
GRÁFICO 9
Serviços: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



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

A piora do cenário de retração observado no PIB de serviços ao longo de 2015 também pode ser verificada na trajetória dos dados de maior frequência, divulgados na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS). Na comparação com o mesmo período do ano anterior, a pesquisa indicou queda em todos os meses do ano passado, com exceção de março. No primeiro bimestre 2016 o cenário não se alterou, com o volume de serviços retraindo 5,1% em janeiro e 4,0% em fevereiro. No acumulado em 12 meses, após iniciar trajetória de desaceleração em março de 2014, a receita de serviços entrou em terreno negativo no final do primeiro semestre de 2015, chegando a uma retração de 3,7% (ver gráfico 10).

GRÁFICO 10
Serviços (PMS): evolução das taxas de crescimento mensal e acumulado em doze meses
(Em %)



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

Essa contínua piora no cenário do setor também se reflete no comportamento do Índice de Confiança de Serviços (ICS) da FGV, que segue mantém-se em níveis deprimidos. Após apresentar pequena melhora no bimestre dezembro-janeiro, o indicador voltou a cair em fevereiro, recuando 1,0% na margem. Entre os componentes, enquanto o Índice de Situação Atual (ISA) caiu 0,9%, o indicador que mede a confiança em relação às expectativas futuras recuou 1,0%.

Por fim, a análise dos indicadores antecedentes também aponta para um fraco desempenho no terceiro mês do ano. Após atingir o valor mais baixo de sua série histórica em fevereiro (36,9), o índice de gerentes de compras (PMI) relacionado ao setor de serviços subiu para 38,6 pontos em março, ainda assim indicando mais uma retração na produção do setor.

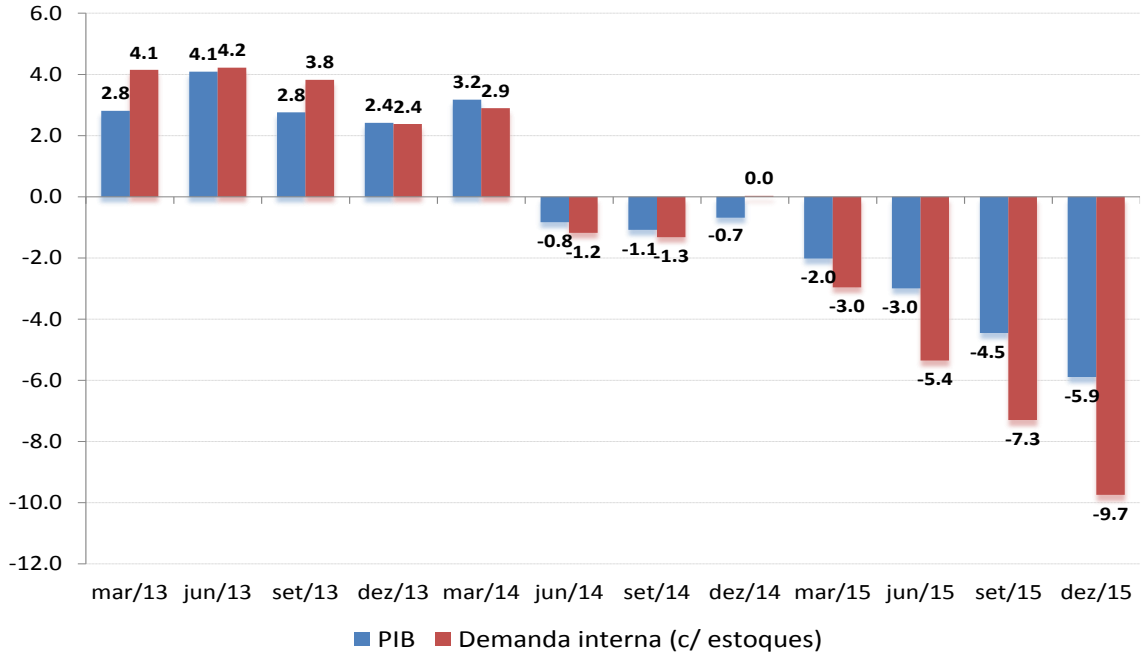
DETERMINANTES DA DEMANDA

A análise dos indicadores pelo lado da demanda espelha o fraco desempenho da oferta, corroborando um quadro recessivo intenso e disseminado. De acordo com as Contas Nacionais Trimestrais, a absorção doméstica, composta pelo consumo total (famílias e governo) e pela FBC (FBCF + variação de estoques), recuou 2,3% na comparação entre o

quarto trimestre e o período imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal[5]. Esta foi a sétima variação negativa em nove trimestres. Assim como aconteceu ao longo de todo o ano passado, a demanda interna cresceu menos que o PIB, resultado da contribuição positiva das exportações líquidas. A queda de 0,4% verificada nas exportações de bens e serviços foi novamente compensada pelo recuo das importações, que encolheram 5,9% na margem.

Na comparação interanual, a queda de 9,7% contra o quarto trimestre de 2014 foi a sexta retração da demanda interna em sete períodos, voltando a ser a pior da série histórica (gráfico 1.11). Assim como na comparação dessazonalizada, a demanda interna segue apresentando quedas superiores àquelas observadas no PIB, implicando contribuições positivas das exportações líquidas. O resultado do terceiro trimestre de 2015, que adicionou 2,9 p.p. à taxa trimestral do PIB, foi reflexo do aumento de 1,1% das exportações de bens e serviços, enquanto as importações registraram recorde histórico negativo, reduzindo-se em 20,0%. Este efeito também ocorreu no acumulado em quatro trimestres, onde a absorção doméstica encolheu 3,9% contra 2,5% do PIB.

GRÁFICO 11
Taxas de crescimento: PIB *versus* demanda interna
(Taxa trimestral, em %)



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

CONSUMO

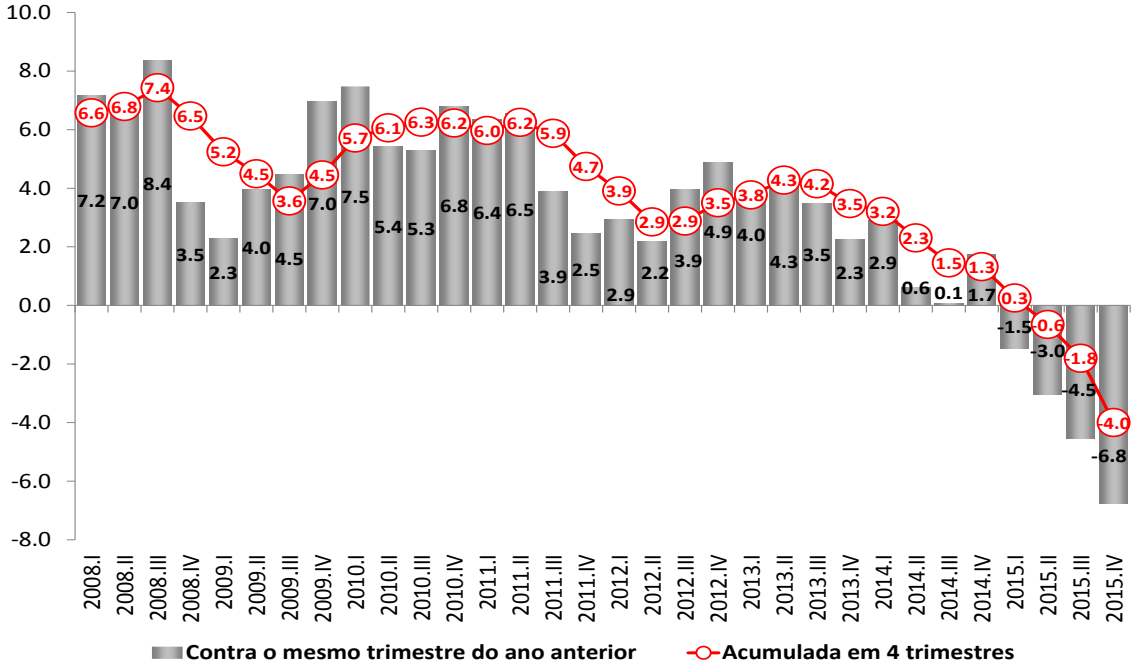
Na comparação entre o quarto trimestre de 2015 e o período imediatamente anterior, na série livre de influências sazonais, o consumo de bens e serviços pelas famílias registrou

5. Dessazonalização própria.

a quarta retração consecutiva, recuando 1,3%. Fato inédito na série histórica, esta sequência negativa se refletiu numa taxa média de crescimento marginal de -1,8% em 2015. Com isso, o carregamento estatístico para 2016 ficou em -2,3%.

Tomando por base a comparação com o mesmo período de 2014, os resultados foram ainda piores. Após registrar quedas de 1,5%, 3,0% e 4,5% nos primeiros três períodos do ano, o consumo das famílias despencou 6,8% no último trimestre do ano passado, novamente recorde histórico negativo. Com isso, subtraiu 3,1 p.p. na taxa de variação interanual do PIB, a maior contribuição negativa entre todos os componentes[6]. A taxa de poupança também sofreu forte recuo trimestral, passando de 16,7% para 14,5%. Refletindo o fraco desempenho ao longo de todo o ano passado, na comparação acumulada em quatro trimestres, a taxa caiu pelo terceiro período consecutivo, culminando com uma retração de 4,0% em 2015 (ver gráfico 12). No ano, o consumo retirou 1,7 p.p. da variação total do PIB.

GRÁFICO 12
Consumo das famílias: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



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

[6] A partir dessa edição da Carta de Conjuntura, as contribuições para o crescimento do PIB pelo lado da demanda serão estimadas segundo metodologia presente na nota técnica: "Decomposição da taxa de crescimento do PIB pelo lado da demanda: Uma metodologia alternativa". Em resumo, as contribuições calculadas pelo método convencional mensuram, na realidade, as contribuições dos componentes da demanda agregada para o crescimento da oferta total (PIB + Importações) e não as contribuições para o crescimento do PIB como são usualmente interpretadas. A metodologia alternativa desenvolvida permite, de forma inovadora, estimar o conteúdo importado presente em cada componente de demanda agregada e, assim, descontar o crescimento da demanda por importações do cálculo das contribuições destes para o crescimento do PIB

A trajetória declinante do consumo das famílias tem se refletido diretamente no comportamento do comércio varejista, que apesar do resultado positivo registrado em fevereiro, continuam em patamar bastante reduzido. De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, as vendas reais no varejo restrito avançaram 1,2% na comparação ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal (tabela 1.4). Este resultado, no entanto, foi insuficiente para compensar a queda ocorrida em janeiro, quando as vendas caíram 1,9%. Com o resultado de fevereiro, o *carry-over* para o primeiro trimestre de 2016 ficou em -2,5%. Entre os oito setores que compõem o varejo restrito, o destaque positivo ficou por conta das vendas de móveis e eletrodomésticos e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, que registraram alta de 1,6%.

Em relação ao mesmo mês do ano anterior, o volume de vendas no varejo restrito encolheu 4,2% em fevereiro, a 12ª variação negativa em doze meses. O mau resultado foi generalizado, e entre os segmentos que mais contribuíram para este resultado destacam-se os móveis e eletrodomésticos e outros artigos de uso pessoal e doméstico, com recuos de 10,9%, e 11,4%, respectivamente. Com este resultado, a variação em doze meses permaneceu -5,3%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, a alta de 1,8% em fevereiro, na comparação dessazonalizada, foi a maior desde novembro de 2014. Ainda assim, as vendas continuam num patamar inferior aquele prevalecente em outubro de 2010. Este resultado deixou menos negativo o *carry-over* para o primeiro trimestre do ano, que ficou em -0,7%. Tanto a venda de materiais de construção, quanto a venda de autoveículos registaram avanços significativos na margem, com altas de 3,3% e 3,8%, respectivamente.

Já na comparação interanual, a queda de 5,6% em fevereiro foi a 24ª variação negativa em vinte e quatro meses. O resultado, no entanto, interrompeu sequencia de cinco períodos com retração acima de dois dígitos. A contribuição do grupo veículos, motos, partes e peças voltou a ser a mais negativa. A queda de 6,6% frente a fevereiro do ano passado foi responsável pela subtração de 1,7 p.p. da taxa interanual do varejo ampliado. Por fim, na variação acumulada em doze meses, o varejo ampliado registrou queda pelo 18º período consecutivo, passando de -9,3% para -9,1%.

TABELA 4
Vendas no varejo: evolução das taxas de crescimento
(Variação em %)

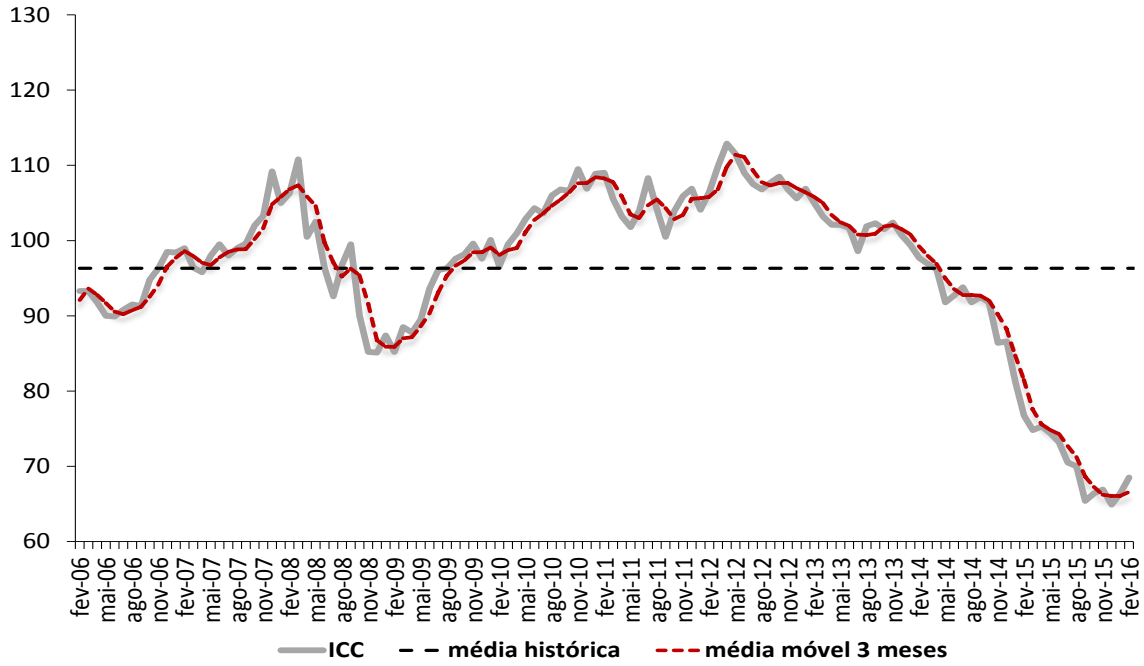
	Mês/Mês anterior dessazonalizado				Mês/Igual Mês do ano anterior				Acumulado	
	Dez15	**Jan16**	**Fev16**	**TRI[3]**	**Dez15**	**Jan16**	**Fev16**	**TRI**	**no ano**	**Em 12 Meses**
Comércio varejista restrito[1]	-2.3	-1.9	1.2	-2.8	-7.2	-10.6	-4.2	-7.5	-7.6	-5.3
Comércio varejista ampliado[2]	-0.8	-1.5	1.8	-0.9	-11.0	-14.1	-5.6	-10.5	-10.1	-9.1
1. Combustíveis e lubrificantes	0.5	-2.5	0.6	-2.2	-9.8	-13.8	-4.1	-9.4	-9.2	-6.8
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	-1.1	-0.8	0.8	-2.0	-3.7	-5.8	-1.4	-3.7	-3.7	-3.0
2.1 Hipermercados e supermercados	-1.3	-0.6	0.7	-1.8	-3.9	-5.8	-1.4	-3.8	-3.7	-3.1
3. Tecidos, vestuário e calçados	-2.0	-0.1	-2.8	-2.3	-9.7	-12.9	-10.8	-10.7	-12.0	-9.7
4. Móveis e eletrodomésticos	-8.1	-5.4	5.0	-7.1	-18.9	-24.7	-10.9	-18.8	-18.7	-16.0
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	0.4	0.1	0.3	1.9	3.1	-0.2	6.2	2.9	2.8	2.9
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	-1.7	-0.1	-2.4	-3.1	-15.0	-13.0	-16.3	-14.6	-14.4	-12.3
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-11.6	0.8	-1.3	-3.8	-15.9	-24.9	-17.3	-19.0	-21.2	-7.5
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	-5.2	-3.2	-0.1	-4.6	-7.9	-14.8	-11.4	-10.8	-13.2	-3.9
9. Veículos, motos, partes e peças	0.4	-2.2	3.8	0.8	-20.0	-21.3	-6.6	-16.8	-14.7	-17.0
10. Materiais de construção	2.3	-5.1	3.3	-0.9	-12.5	-18.0	-11.1	-14.0	-14.8	-9.5

Fonte: IBGE/PMC.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Notas: [1] O indicador do comércio varejista (restrito) é composto pelos resultados das atividades numeradas de 1 a 8.
[2] O indicador do comércio varejista ampliado é composto pelos resultados das atividades numeradas de 1 a 10.
[3] Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

Com base nos resultados já divulgados para alguns indicadores coincidentes, as perspectivas em relação ao desempenho do comércio varejista nos próximos meses continuam pouco favoráveis. Em relação ao mês de março, o indicador Serasa Experian de atividade do comércio recuou 1,5% na comparação ante fevereiro, na série ajustada sazonalmente. Por outro lado, os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave) mostraram alta nas vendas do setor automotivo (autos + comerciais leves) no terceiro mês do ano, com avanço de 2,2%.

A retração verificada no varejo, assim como na demanda por bens e serviços em geral, reflete níveis de confiança bastante deprimidos por parte das famílias. Embora a pesquisa Sondagem do Consumidor, da FGV, tenha registrado melhora pelo segundo mês consecutivo no Índice de Confiança do Consumidor (ICC), que aumentou 3,2% em fevereiro, o patamar da série ainda se encontra muito deprimido, bem abaixo do nível atingido no ápice da crise financeira internacional (gráfico 13). Em termos dos componentes, enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente cresceu 3,0%, o índice referente às expectativas em relação aos próximos meses registrou alta de 2,7%.

GRÁFICO 13
ICC (média móvel de três meses) – fev./2006-fev./2016
(Setembro de 2005 = 100)



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

Por fim, assim como os demais componentes da demanda interna, o consumo do governo registrou queda no comparativo com ajuste sazonal, recuando 2,9% ante o trimestre anterior. O *carry-over* para 2016 ficou em -1,9%. A queda foi pelo mesmo montante na comparação com o quarto trimestre de 2014, tendo contribuído para reduzir a taxa de crescimento interanual do PIB no período em 0,5 p.p.. Por sua vez, na comparação acumulada em quatro trimestres, o consumo do governo reduziu seu ritmo de crescimento pelo sexto período consecutivo, encerrando o ano de 2015 com retração de 1,0%, o que retirou da taxa anual do PIB 0,1 p.p.. A queda registrada pelo consumo da administração pública em 2015 acabou sendo inferior àquela observada nos demais componentes da demanda interna. Parte deste resultado se explica pelo elevado grau de rigidez presente nesta conta, que inclui, entre outros itens, a folha salarial dos servidores públicos. Na verdade, a única conta em que há maior discricionariedade, os investimentos, faz parte da formação bruta de capital fixo.

FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

Dentre os componentes do PIB pelo lado da demanda, a FBCF voltou a apresentar os piores resultados. A queda de 4,9% na passagem entre o terceiro e o quarto trimestres de 2015 foi o décimo recuo seguido na comparação livre de influências sazonais. Neste período, os investimentos acumularam uma perda de 25,5% e se encontram hoje num patamar inferior àquele observado no terceiro trimestre de 2009. Com esse resultado, o carregamento estatístico para 2015 atingiu -7,8%.

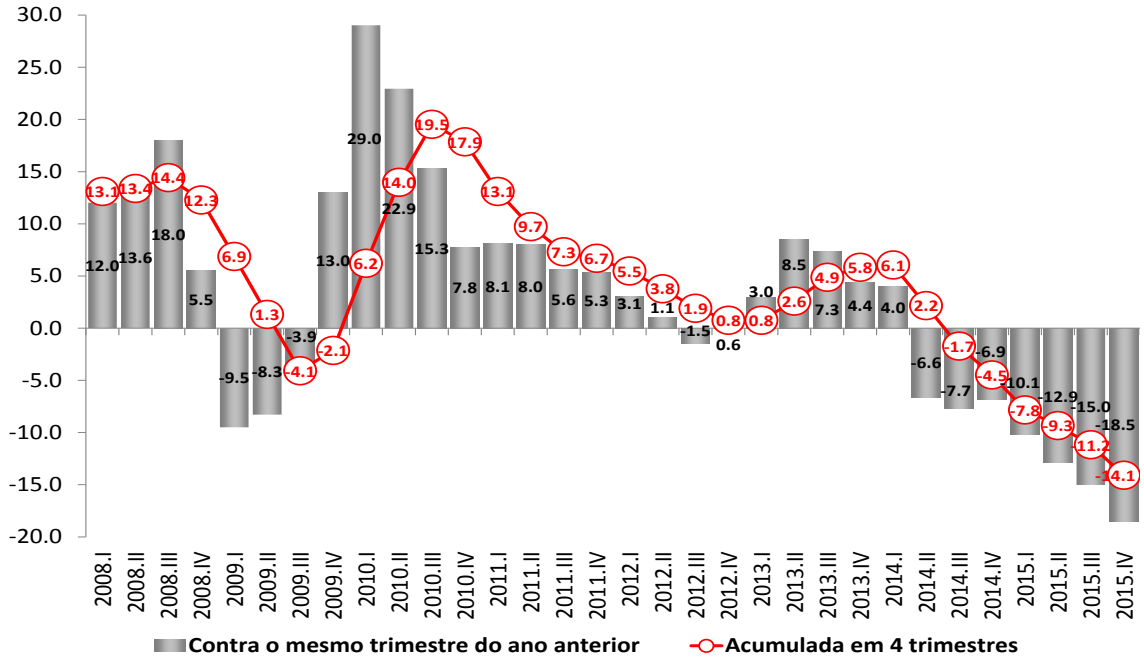
Na comparação interanual, a FBCF também foi o grande destaque negativo entre os componentes da absorção doméstica. A queda de 18,5% ante o quarto trimestre de 2014 foi a sétima consecutiva, e a maior da série histórica. Este resultado retirou 2,5 p.p. da taxa de crescimento trimestral do PIB. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes recuou de 19,6% em igual período do ano anterior para 16,8%. Este foi o pior resultado para um quarto trimestre desde 2006.

Como a participação da variação de estoques no desempenho do PIB no quarto trimestre de 2015 foi negativa, subtraindo 1,2 p.p. à sua taxa interanual, a taxa de investimento bruta sofreu redução maior, passando de 18,2% para 13,9%. Com relação à evolução dos preços relativos, a variação interanual registrada pelo deflator implícito da FBCF (8,9%) voltou a superar o deflator do PIB (7,2%), o que significa que, descontando essa influência dos preços, o resultado teria sido ainda pior. Com isso, na comparação acumulada em quatro trimestres, a taxa de expansão da FBCF registrou piora pelo sétimo período consecutivo, encerrando o ao de 2015 com um tombo de 14,1% (ver gráfico 14), recorde histórico negativo. Este resultado foi reflexo do fraco desempenho tanto do Consumo Aparente de Máquinas e Equipamentos (Came) quanto da construção civil. Enquanto a taxa de crescimento anual do Came caiu expressivos 23,8%, o setor da construção civil apresentou retração de 11,0%.

GRÁFICO 14

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

(Em %)



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

Em relação às perspectivas para o mês de janeiro, o Indicador Ipea de FBCF aponta para uma alta de 2,7% na margem. Este resultado foi explicado em grande medida pelo comportamento consumo aparente de máquinas e equipamentos, que registrou avanço de 6,0% contra dezembro. Deve ser levado em conta, no entanto, o efeito base associado ao forte aumento das exportações de bens de capital ocorrido em dezembro (aluguel de uma plataforma petrolífera), que acabou reduzindo de maneira significativa o consumo aparente naquele mês. Por sua vez, a construção civil também apresentou melhora em janeiro, com alta de 1,0% na margem.

MERCADO DE TRABALHO

Sandro Sacchet de Carvalho[1]

SUMÁRIO

As condições do mercado de trabalho apresentaram uma deterioração no último trimestre de 2015. Houve uma contínua queda do nível de ocupação e diminuição do salário médio real. Apesar disso, os dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) e da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) revelam uma estabilidade da taxa de desemprego nos últimos meses, mas, tal fato deve-se ao comportamento da PEA. No caso da PME, a redução da população economicamente ativa (PEA) reduziu a taxa de atividade a patamares próximos dos mínimos históricos.

A piora das condições do mercado de trabalho foi mais acentuada nas regiões metropolitanas do que no país todo como sugere a comparação dos dados da PME com a PNADC. De qualquer forma, em ambas as pesquisas, a queda da população ocupada veio por meio da diminuição do número de empregados (tanto formal quanto informal), tendo o trabalhador procurado alternativas na ocupação por conta-própria. Por exemplo, dados do CAGED apontam que em 2015 foram fechados mais de 1,5 milhão de postos de trabalho formais. E a queda da ocupação formal deveu-se a uma diminuição da quantidade de admissões, tendo o nível de desligamentos se mantido constante. No caso da ocupação informal ocorreu o inverso.

A deterioração do salário real apresentou-se muito intensa na PME tendo atingido um aqueda anual de 8% nos últimos meses. Na PNADC, as últimas observações indicam um aqueda anual de 2%, o que, entretanto, representa uma aceleração da queda dos rendimentos.

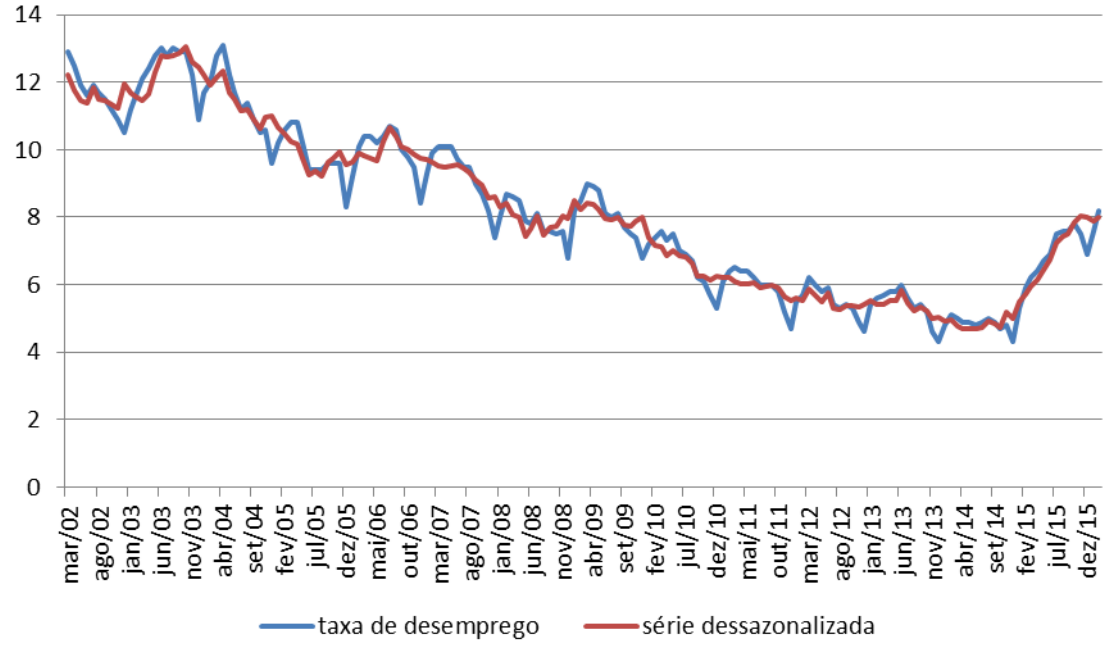
Com a continuidade da recessão e da atual crise, é provável que se observe a manutenção da aqueda do nível de ocupação. Se isso resultará em aceleração da taxa de desemprego dependerá muito do comportamento da PEA. Se ela se mantiver em níveis deprimidos, aumentando o nível de desalento com o prolongamento da crise, o ritmo de crescimento do desemprego deverá ser menor que o observado em 2015. Se a PEA voltar a crescer, o desemprego subirá no mesmo ritmo acelerado do ano anterior.

TAXA DE DESEMPREGO E NÍVEL DE OCUPAÇÃO

De acordo com as informações mais recentes divulgadas pela PME, o último trimestre de 2015 apresentou um aprofundamento da deterioração das condições no mercado de trabalho. A taxa de desemprego dessazonalizada passou de uma média de 7,4% no 3º trimestre de 2015 para uma média de 7,8% no 4º trimestre. Com esses resultados, a taxa média de desemprego em 2015 foi de 6,9%, ficando 2,1 p.p. acima do observado em 2014. No entanto, de acordo com o gráfico 1, nota-se uma estabilidade da taxa de desemprego entre dezembro de 2015 e fevereiro de 2016 em torno de 8%, resultado que, como veremos, deve-se a queda observada na taxa de atividade captada pela PME.

[1] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <sandro.carvalho@ipea.gov.br>.

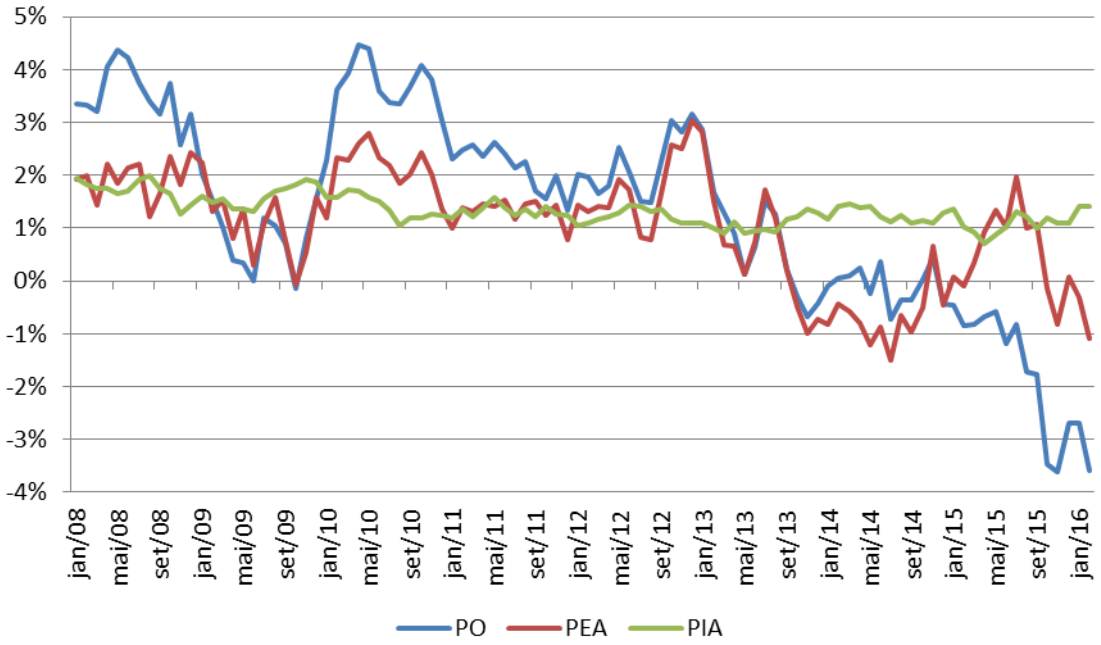
GRÁFICO 1
Taxa de Desemprego
(Em %)



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

No gráfico 2, mostram-se as taxas de variação interanual da população ocupada, da população economicamente ativa e da população em idade ativa, de acordo com a PME. O influxo de trabalhadores na PEA decorrente da crise perdeu força após julho de 2015, tendo havido uma queda na comparação interanual em meses mais recentes. Isso explica por que apesar das contínuas quedas na população ocupada, a taxa de desemprego aumentou apenas marginalmente nos últimos meses. Esse movimento da PEA fez com que a taxa de atividade atingisse 54,2% em fevereiro de 2016, o menor nível da série histórica da PME desde 2002.

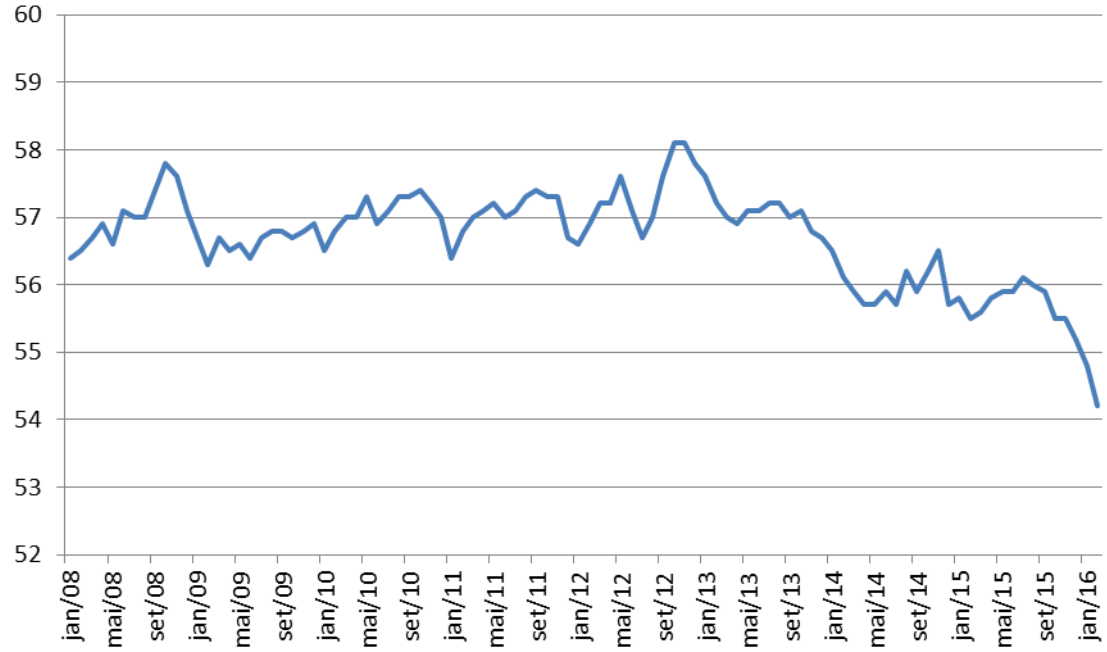
GRÁFICO 2
PO, PEA e PIA
(Taxa de variação interanual, em %)



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

O gráfico 2 reforça que na comparação interanual, o nível de ocupação atingiu o mínimo em novembro de 2015, tendo havido uma desaceleração da queda da ocupação após esse mês, porém, acelerando novamente em fevereiro. Esse comportamento indica que o prolongamento da crise desestimulou a procura de emprego por falta de oferta de vagas, e, por conseguinte, manteve em níveis baixos a taxa de atividade. a taxa de desemprego nas regiões metropolitanas deve continuar subindo, porém em um ritmo menos acelerado que o observado em 2015. Por outro lado, quando houver os primeiros sinais de recuperação na ocupação, a taxa de desemprego deverá demorar a ceder, visto que a taxa de atividade não deverá permanecer em níveis tão baixos.

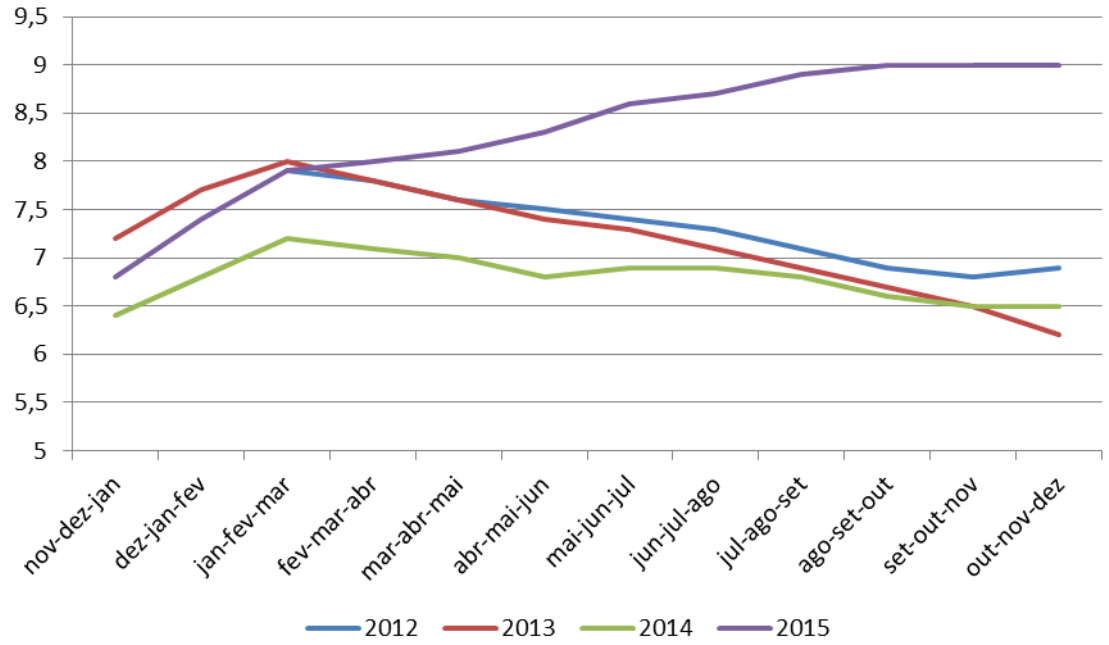
GRÁFICO 3
Taxa de Atividade
(Em %)



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

Os dados da PNADC, apesar de também refletirem o aprofundamento da crise econômica, possuem algumas diferenças em comparação com a PME que merecem ser destacadas, em particular no que se refere a dinâmica da população ocupada (PO) e da PEA. No gráfico 4, a taxa de desemprego da PNADC, apesar das divergências de nível devido às diferenças de abrangências das pesquisas, apresentou uma tendência de deterioração similar da PME. Houve uma piora do desemprego entre os 3º e 4º trimestres de 2015, mas há uma estabilidade da taxa nos últimos meses de 2015. A taxa de desemprego no 3º trimestre de 2015 foi de 8,9%, tendo atingido 9% no último trimestre. Entretanto, a taxa do 4º trimestre foi 2,5 p.p. maior que em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, enquanto que para o 3º trimestre a taxa estava 2,1 p.p. acima da observada em 2014. Ao mesmo tempo a taxa de desemprego tem se mantido estável nos últimos três trimestres móveis de 2015, assim como sua comparação com os mesmos períodos do ano anterior. Entretanto, o trimestre entre novembro de 2015 e janeiro de 2016 registrou um desemprego de 9,5%, 2,7 p.p. maior que o mesmo trimestre no ano anterior.

GRÁFICO 4
Taxa de Desemprego - PNADC
(Em %)

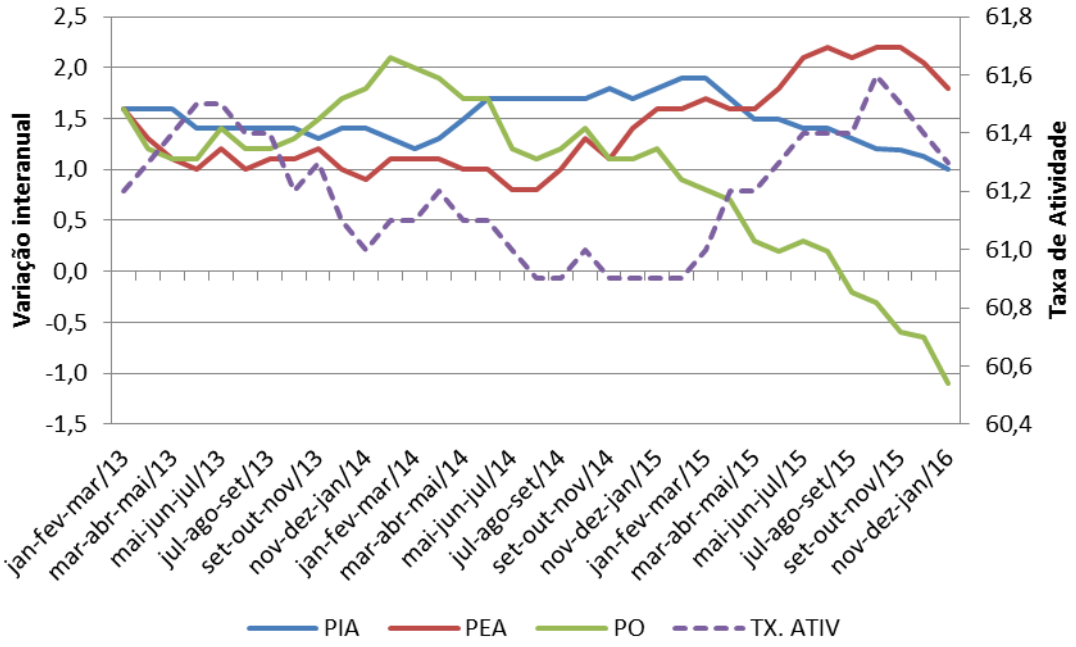


Fonte: IBGE/PNADC.
Elaboração: Ipea/Dimac.

No gráfico 5 são apresentadas as taxas de variação interanuais da PO, PEA e PIA, bem como a evolução da taxa de atividade. Aqui, as diferenças em relação à PME são mais substanciais. Primeiro, em relação à PO, enquanto que nos dados da PME das regiões metropolitanas (RM) o declínio da taxa de variação interanual já ocorria desde 2013, na PNADC, essa queda não se manifestou até o início de 2014. Da mesma forma, para o país, a queda na população ocupada em comparação com o ano anterior só ocorreu em meados de 2015, ao passo que nas RM, isto já ocorria desde meados de 2014. Isso sugere que a maior parte do declínio recente da PO se concentra nas regiões metropolitanas.

Por sua vez, a PEA na PNADC manteve uma trajetória ascendente ao longo de todo ano de 2015, apenas desacelerando um pouco a taxa de variação interanual ao final do 4º trimestre. Com isso, a taxa de atividade apresentou uma leve redução nos últimos meses, mas manteve-se em patamares elevados. Nesse sentido, se nas regiões metropolitanas a taxa de desemprego não aumentou no final de 2015, pois a queda da PEA compensou a forte queda da população ocupada, na PNADC, a taxa manteve-se estável visto que apesar de não haver uma queda considerável da PEA A população ocupada não apresentou o mesmo forte declínio da PME.

GRÁFICO 5
PO, PEA, PIA e Taxa de Atividade - PNADC
(Taxa de variação interanual, em %)



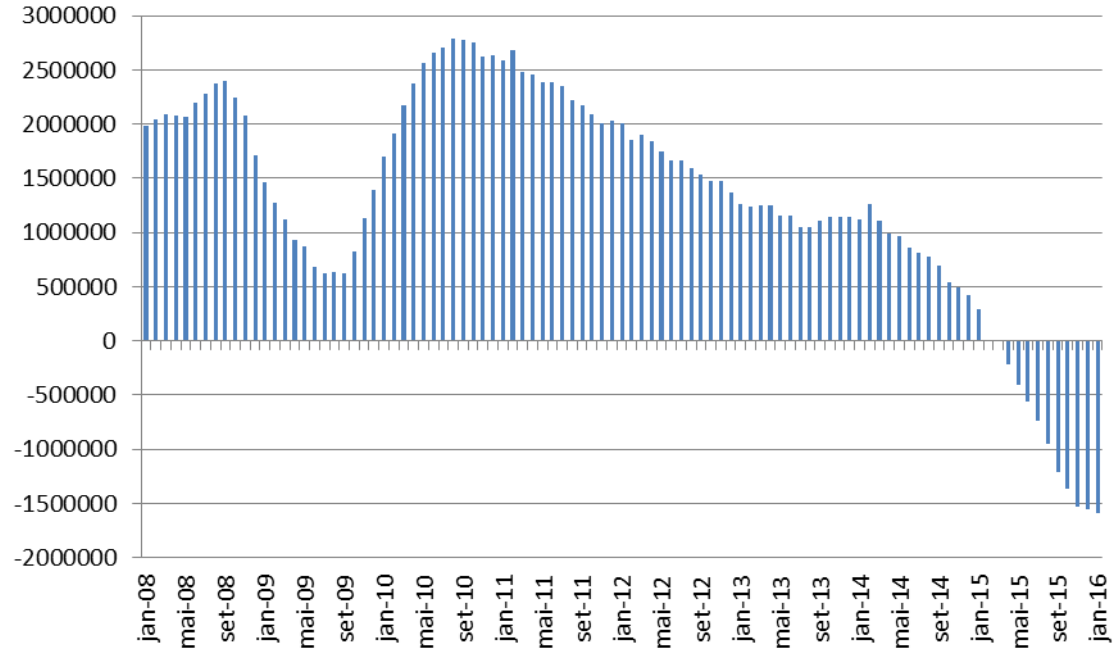
Fonte: IBGE/PNADC.
Elaboração: Ipea/Dimac.

OCUPAÇÃO FORMAL E EMPREGO SETORIAL

Os dados do CAGED reforçam a conclusão que o mercado de trabalho se deteriorou no último trimestre de 2015, no entanto, indicam que não houve nenhuma melhora marginal nas ocupações formais entre novembro e dezembro, ao contrário dos indicadores de desemprego. O gráfico 6 revela que em 2015 foram encerrados 1,55 milhões de postos de trabalhos formais, representando 50 mil vagas a mais que o acumulado em 12 meses de novembro e mais de 300 mil vagas a mais que o acumulado até setembro. Em janeiro de 2016, foram fechados mais de 99 mil postos formais, tendo o saldo acumulado em 12 meses alcançado 1,59 milhões.

O CAGED aponta também que o fraco desempenho do mercado de trabalho se explicaria majoritariamente pela expressiva queda na quantidade de admissões, muito mais do que por qualquer elevação no número de desligamentos. Em 2015, houve uma média mensal de 1,54 milhões de desligamentos, contra uma média de 1,71 milhões no ano anterior. A queda no número de desligamentos pode ser explicada não só porque incidem sobre um estoque menor de ocupações, como porque em períodos de crise diminuem-se as demissões voluntárias. Por outro lado, a média de admissões mensais que em 2014 eram 1,72 milhões, caíram para 1,40 milhões em 2015. Se aprofundará essas questões quando se analisar os dados sobre as transições no mercado de trabalho na seção seguinte.

GRÁFICO 6
CAGED – Saldo Líquido em 12 meses



Fonte: MTE.
Elaboração: Ipea/Dimac.

Na tabela 1 mostra a variação interanual da ocupação po setor, tamanho da firma e por posição na ocupação nos últimos meses de acordo com a PME. Em que pese a tabela confirmar que a deterioração do emprego já se espalhou por todos os setores, exceto na Administração Pública, destaca-se o aprofundamento da crise na indústria da transformação, tendo o nível de ocupação se situado em torno de 8,5% menor nos últimos meses da amostra que no ano anterior. Na Construção Civil diminui-se o intenso ritmo de queda na ocupação que se observou até o 3º trimestre de 2015. Entre os setores de serviços, as quedas menos intensas foram em Comércio e Reparação. Cabe notar, que com a atual crise econômica, havia se revertido desde outubro de 2014 uma já longa tendência de queda nos serviços domésticos. Entretanto, desde outubro de 2015 a variação interanual da ocupação nos serviços domésticos voltou a cair.

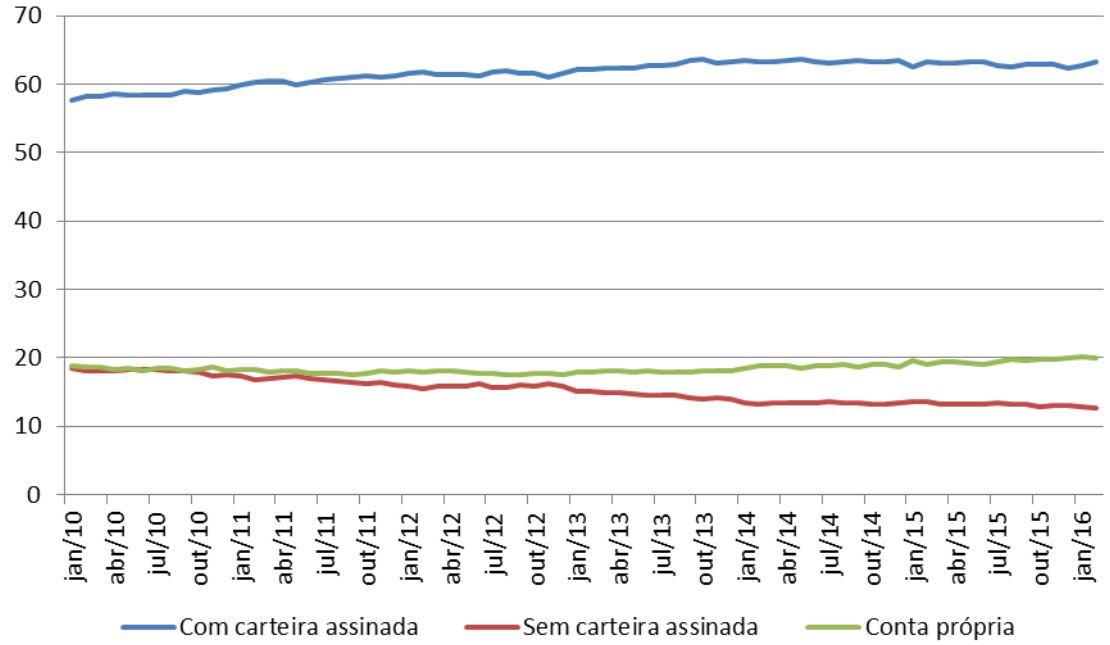
TABELA 1
Ocupação por setor de atividade, tamanho da firma e posição na ocupação
(Taxa de variação interanual, em %)

	ago/15	set/15	out/15	nov/15	dez/15	jan/16	fev/16
Total	(1,7)	(1,8)	(3,5)	(3,6)	(2,7)	(2,7)	(3,6)
Setor							
Indústria	(5,3)	(4,1)	(8,4)	(8,6)	(8,4)	(8,5)	(9,8)
Construção Civil	(6,6)	(1,5)	(5,2)	(1,3)	(1,2)	(2,2)	0,8
Comércio e reparação	1,5	(0,2)	(1,5)	(3,3)	(2,5)	(0,5)	(3,2)
Ind. Fin, Imobiliária e Serv à empresas	(2,6)	(3,9)	(3,7)	(3,7)	(2,6)	(1,6)	(1,3)
Administração pública	1,1	1,2	(0,9)	(1,7)	(0,2)	0,3	(2,2)
Serviços domésticos	4,6	1,0	(2,0)	(0,4)	(1,8)	(5,0)	(4,5)
Outros serviços	(3,3)	(3,0)	(2,9)	(3,4)	(1,9)	(3,4)	(3,6)
Tamanho da empresa							
Até 5 empregados	2,5	1,7	0,5	0,3	3,2	2,8	1,9
mais de 10 empregados	(5,6)	(5,5)	(6,1)	(6,3)	(5,9)	(5,8)	(6,8)
Posição na Ocupação							
Com carteira assinada	(2,7)	(2,6)	(4,0)	(4,3)	(4,4)	(2,3)	(3,5)
Sem carteira assinada	(1,9)	(4,0)	(6,4)	(4,9)	(4,6)	(8,2)	(9,9)
Conta própria	2,4	2,7	0,7	0,9	4,6	0,3	(1,9)

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

Ainda de acordo com a tabela 1, fica claro que a queda da ocupação está concentrada nas empresas grandes (com mais de 10 empregados). E, apesar da queda das ocupações com carteira assinada, os resultados da PME mostram que a queda nas ocupações sem carteira assinada tem sido ainda mais intensa. Por outro lado, a elevação do número de trabalhadores por conta-própria indica que esse tipo de ocupação tem servido de válvula de escape para a população que tem perdido o emprego. De qualquer forma, mesmo com o crescimento dos trabalhadores por conta-própria, a queda dos empregados sem carteira tem sido tão intensa que a taxa de formalidade tem caído muito pouco apesar da forte perda de empregos formais, como mostra o gráfico 7.

GRÁFICO 7
Taxa de Formalidade – (proporção de trabalhadores com carteira, sem carteira e conta-própria)
(Em %)



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

Na tabela 2, mostra-se a variação interanual da ocupação por setores e posição na ocupação a partir de dados da PNADC. Há diferenças substanciais no comportamento da ocupação setorial em relação ao observado nos dados da PME para as RM. Os setores mais afetados pela crise continuam sendo a indústria da transformação e a construção civil, entretanto a crise não afetou o nível de ocupação de todos os setores de serviços como nos dados da PME. O setor que congrega os serviços de informática, comunicação, financeiros, imobiliários, profissionais e administrativos, foi o mais atingido pela crise, particularmente no último trimestre. Setores como alojamento e alimentação, transporte e correio e o comércio não apresentaram quedas no nível de ocupação em relação aos trimestres dos anos anteriores.

TABELA 2
Ocupação por setor de atividade e posição na ocupação - PNADC
(Taxa de variação interanual, em %)

	2trim/14	3trim/14	4trim/14	1trim/15	2trim/15	3trim/15	4trim/15
Total	1,7	1,2	1,1	0,8	0,2	(0,2)	(0,6)
Setor							
Agricultura	(5,0)	(6,3)	(9,0)	(0,9)	(2,1)	(1,4)	(1,5)
Indústria transformação	1,0	4,7	4,2	1,9	(0,3)	(3,9)	(7,9)
Construção Civil	0,1	(4,9)	(4,1)	(4,9)	(8,6)	(4,0)	2,0
Comércio e repeparação	3,0	(0,2)	0,2	(0,2)	1,0	2,1	1,0
Transporte e correio	(1,3)	(2,0)	1,1	3,4	0,9	3,4	5,7
Alojamento e Alimentação	6,6	4,1	2,1	1,2	4,6	3,2	6,4
Info, comunic, fin, imob, prof e adm	4,7	9,2	8,2	5,4	4,9	(1,2)	(8,7)
Adm pub, saúde e educ	3,3	2,3	4,0	1,5	1,0	2,0	2,1
Outros serviços	3,9	4,9	3,1	0,4	0,9	(1,3)	(1,3)
Serviços Domésticos	0,8	0,7	0,3	1,6	0,0	0,6	6,6
Posição na Ocupação							
Com carteira assinada	4,3	2,8	1,8	(0,3)	(1,9)	(2,7)	(2,4)
Sem carteira assinada	(3,0)	(3,9)	(1,4)	(2,1)	(1,4)	0,0	(2,2)
Conta própria	1,2	2,5	2,2	4,2	4,7	3,5	5,2

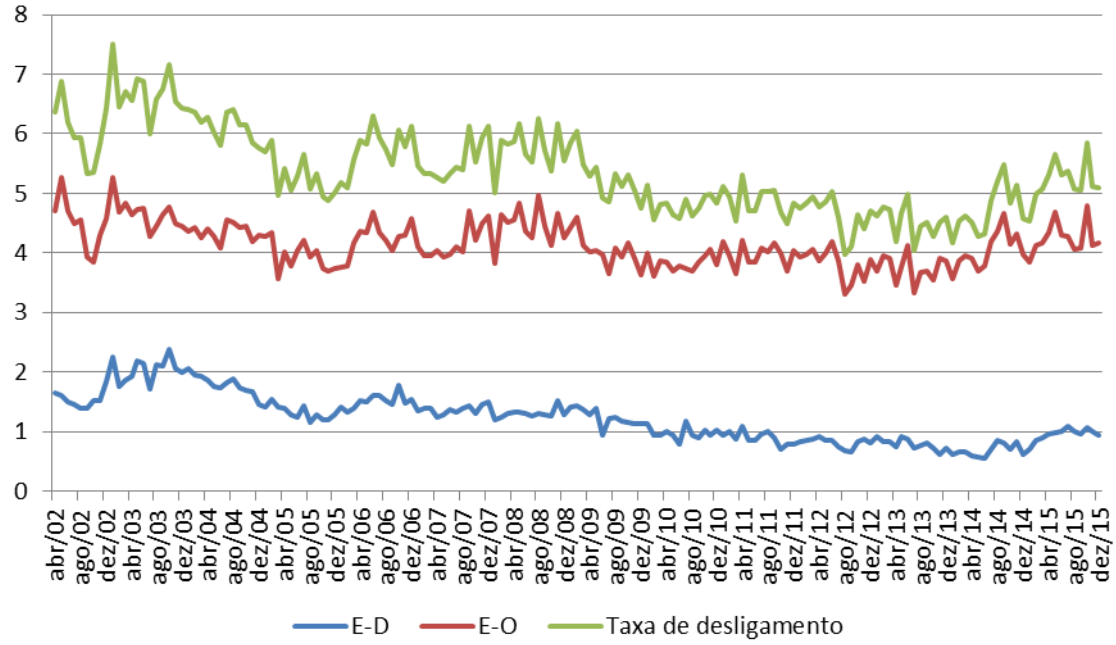
Fonte: IBGE/PNADC.
Elaboração: Ipea/Dimac.

Quanto aos dados das ocupações formais, as indicações da PNADC são mais semelhantes às da PME, apenas a queda dos empregados sem carteira assinada foi menos intensa e o aumento dos trabalhadores por conta-própria um pouco mais acelerado. Com isso a proporção de trabalhadores formais na PNADC caiu de um pico de 52% no primeiro trimestre de 2014 para 50,5% no último trimestre de 2015. Por sua vez, a proporção de trabalhadores por conta-própria subiu de cerca de 23% em 2013 e início de 2014 para 24,8% no quarto trimestre de 2015.

TRANSIÇÕES NO MERCADO DE TRABALHO

A análise das transições no mercado de trabalho permite elucidar muitas questões sobre a dinâmica conjuntural do mercado de trabalho. O gráfico 8 mostra as transições dos empregados para fora do emprego, ou seja, relata-se a proporção de empregados em um mês *t* que transitaram para o desemprego no mês seguinte *t+1* (transição E-D). Da mesma forma relata-se a proporção de empregados que transitaram para fora da PEA (transição E-O). A soma dessas duas proporções é o que denotamos por taxa de desligamento. As séries estão todas dessazonalizadas.

GRÁFICO 8
Transições para fora do emprego – com ajuste sazonal
(Em %)

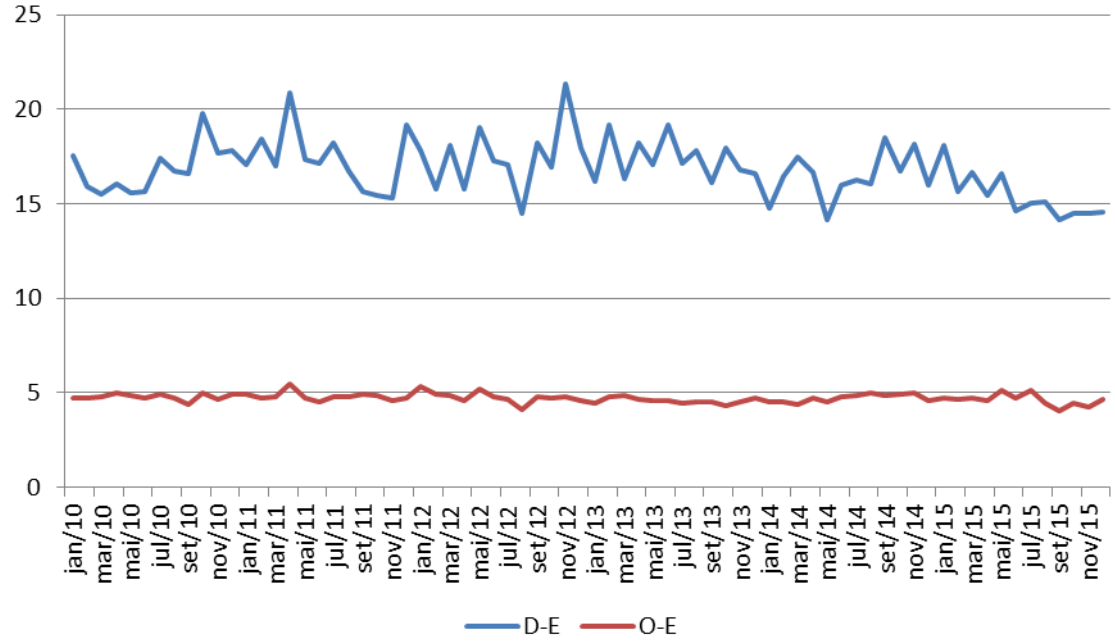


Fonte: IBGE/PME.
Elaboração: Ipea/Dimac.

O gráfico 8 aponta algumas questões importantes. Primeiro, a transição do emprego para fora da PEA é responsável pela maior parte da taxa de desligamento, ou seja, trabalhadores que perdem o emprego tendem a não procurar emprego no mês seguinte. A taxa de desligamento apresentava uma tendência de queda desde 2002 até meados de 2012, tendo a transição E-D apresentado uma queda proporcionalmente maior. Do final de 2012 até meados de 2014 a taxa de desligamento ficou relativamente estável em torno de 4,5%, tendo a transição para o desemprego apresentado uma ligeira queda (de 0,8% para 0,5%) e a transição para fora da PEA apresentado um leve aumento. Desde o final de 2014 houve um aumento da taxa de desligamento, tendo a transição E-D atingido 1% em junho de 2015 e mantendo-se nesse patamar desde então, enquanto que a transição E-O passou a oscilar em torno de 4,5%.

No gráfico 9, mostra-se as transições para o emprego, ou seja, a proporção de trabalhadores desempregados que se tornaram ocupados no mês seguinte, e a proporção de indivíduos que migraram de fora da PEA para a ocupação. A transição de fora da PEA para a condição de ocupado (O-E) permaneceu bastante estável ao longo do tempo, tendo se situada pouco abaixo dos 5%. A partir de junho de 2015, a transição mostrou uma pequena queda, porém encerrou 2015 em 4,6%, próximo de sua média histórica (4,9%). Por sua vez, a transição do desemprego para a ocupação (D-E) não apresentava nenhuma tendência clara desde 2010, tendo oscilado em torno de 17,5%. No entanto, após atingir 18,5% em setembro de 2014, declinou para 14,1% um ano depois, tendo encerrado 2015 em 14,5%.

GRÁFICO 9
Transições para o emprego – com ajuste sazonal
(Em %)

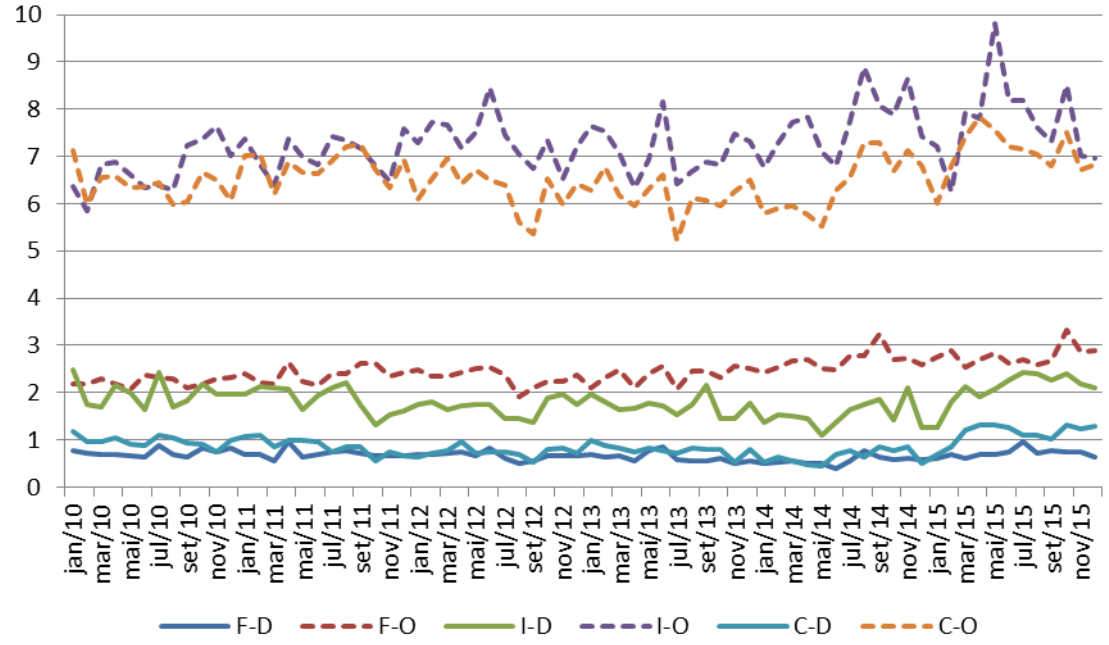


Fonte: IBGE/PME.
Elaboração: Ipea/Dimac.

A análise acima confirma o que foi apontado a partir dos dados do CAGED. Há uma queda mais intensa nas admissões (transição D-E e O-E) do que aumento de demissões (transições E-D e E-O). Entretanto, os dados do CAGED sugerem que esse fato seria ainda mais relevante no caso das ocupações formais. Por isso, analisaremos em seguida, as transições separadamente por posição na ocupação.

De acordo com o gráfico 10, durante a crise, as transições do emprego para o desemprego subiram mais para os trabalhadores informais e por conta-própria (I-D e C-D) do que para os trabalhadores formais (F-D). O mesmo pode ser verificado nas transições do emprego para a inatividade.

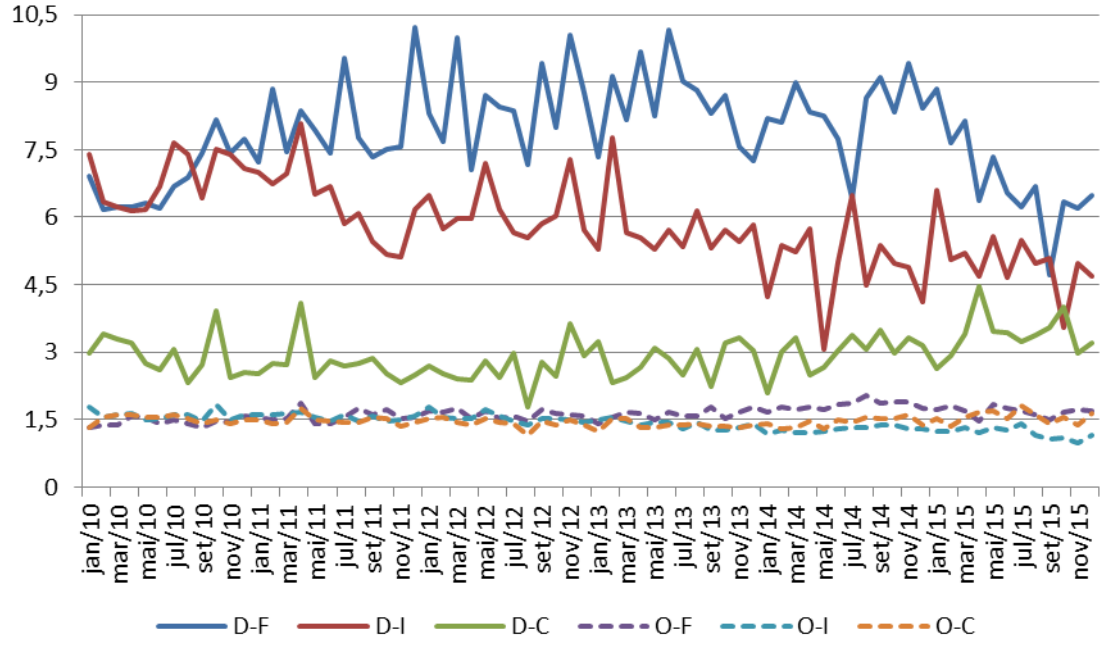
GRÁFICO 10
Transições para fora do emprego por posição na ocupação – com ajuste sazonal
(Em %)



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

Por sua vez, as transições para o emprego revelam uma queda muito maior na transição do desemprego para a formalidade, tendo caído de 9,4% em novembro de 2014 até atingir 4,7% em setembro de 2015, terminando o ano em 6,5%. Já a transição do desemprego para a informalidade já vinha caindo consideravelmente antes da crise, não tendo alterado consideravelmente seu patamar ao longo de 2015. Conforme os dados anteriores já haviam mostrado, aumentou a tendência dos desempregados migrarem para a ocupação por conta-própria. A transição da inatividade para o emprego formal e para a ocupação por conta-própria manteve-se constante ao longo de todo o período, apenas a transição de fora da PEA para a informalidade apresentou ligeira queda.

GRÁFICO 11
Transições para o emprego por posição na ocupação – com ajuste sazonal
(Em %)



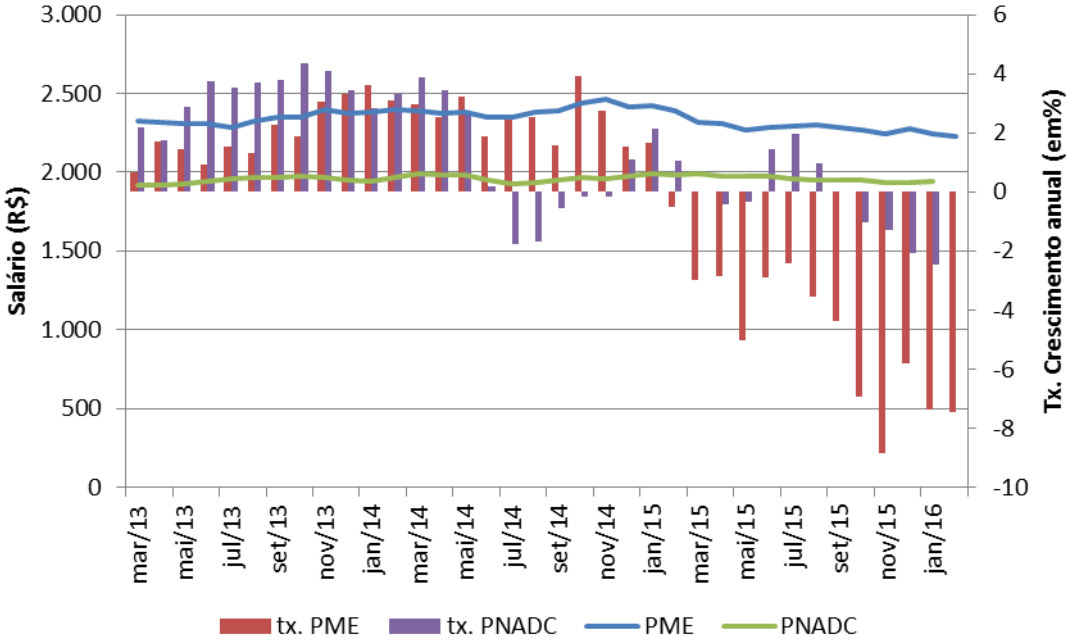
Fonte: IBGE/PME.
Elaboração: Ipea/Dimac.

Para os trabalhadores formais a queda do nível de ocupação deveu-se então a queda na probabilidade de encontrar uma ocupação, e pouco é explicado por um aumento na probabilidade de perder o emprego formal. No caso dos empregados informais, o quadro é o inverso. A queda na ocupação informal foi causada pelo aumento na transição para fora do emprego, enquanto que as transições para o emprego informal pouco se alteraram em relação aos níveis observados antes da crise atual. Entre os trabalhadores por conta-própria, o aumento na transição para a ocupação superou o aumento das saídas dos conta-própria para o desemprego ou inatividade.

RENDIMENTOS

As diferenças observadas no caso da ocupação entre os dados da PME e da PNADC ressurgem na análise dos rendimentos, porém ambas as pesquisas apontam a deterioração das condições no mercado de trabalho no último trimestre de 2015. O gráfico 12 mostra os rendimentos reais médios dos ocupados nas duas pesquisas, bem como as taxas de crescimento anuais, e o gráfico 13 apresenta o mesmo para a massa salarial.

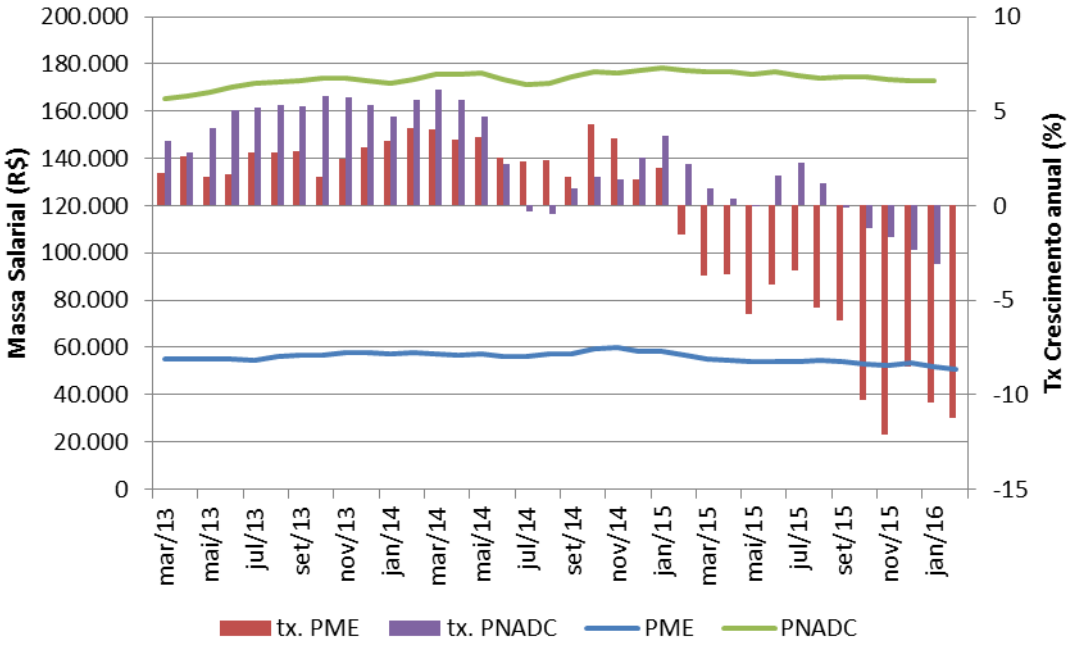
GRÁFICO 12
Rendimentos Reais – PME e PNADC
(Em R$ e %)



Fonte: IBGE/PME-PNADC.
Elaboração: Ipea/Dimac.

A queda do salário médio real tem sido mais intensa na PME do que na PNAC, Se na PME, nos últimos meses, a queda do salário em comparação com o ano anterior tem estado em torno de 8%, na PNADC, a queda atingiu um mínimo de 2% no último trimestre de 2015 em comparação ao último trimestre de 2014.

GRÁFICO 13
Massa Salarial Real – PME e PNADC
(Em R$ e %)



Fonte: IBGE/PME-PNADC.
Elaboração: Ipea/Dimac.

A forte queda dos salários médios e da massa salarial nos últimos meses é difundida por todos os setores de atividade e posições na ocupação nos dados da PME. Já de acordo com a PNADC, há maiores diferenças entre setores e posições na ocupação. Por exemplo, há uma sustentação no salário real na indústria, mas, observa-se forte queda em transporte e correio e alojamento e alimentação. Da mesma forma, não há na PNADC queda do salário real em os trabalhadores com carteira, mas há uma forte queda entre os conta-própria. Possivelmente, a influência maior de trabalhadores que recebem de acordo com o salário mínimo pode explicar os diferentes comportamentos observados na PNADC e nas principais regiões metropolitanas do país, fato que merece ser mais bem investigado.

MOEDA E CRÉDITO

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos[1]

SUMÁRIO

Em sua reunião de 20 de janeiro último, o Copom manteve a meta para a Selic estável em 14,25%. A decisão parece ter surpreendido o mercado, como se depreende da imediata elevação das expectativas de inflação para 2017, 2018 e 2019. Na reunião de 02 de março, o Copom novamente manteve a Selic estável em 14,25%, dessa vez como amplamente esperado.

A expectativa de inflação para os próximos doze meses captada pela inflação implícita nos retornos dos títulos públicos caiu significativamente, do nível de cerca de 9,0%, que vigorou no quarto trimestre de 2015 e em janeiro deste ano, para 5,8% no início de abril. Mas a inflação implícita em *swaps* DI x Pré e DI x IPCA, esperada para o segundo ano (t+13 a t+24), de 7,3%, está acima da esperada para o primeiro (os próximos doze meses, t+1 a t+12), de 5,9%.

Em fevereiro de 2016, o saldo total das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi de R$ 3,2 trilhões, equivalentes e 53,6% do PIB. Em termos reais, o saldo caiu 4,6% em relação a fevereiro de 2015. A média de novas concessões por dia útil sofreu forte queda em fevereiro deste ano, em comparação com o mesmo mês de 2015. O total caiu 16%; o segmento direcionado apresentou a maior queda, de 32%. Houve redução expressiva nas concessões de crédito do BNDES para investimentos ao longo de 2014 e 2015. No caso das novas concessões a pessoas físicas para financiamento imobiliário, observa-se queda brusca em maio de 2015 e continuidade da redução daí em diante. Naquele mês, entraram em vigor novos limites de financiamento da Caixa Econômica Federal para imóveis usados. Em março de 2016, as medidas de maio de 2015 foram parcialmente revertidas.

Em fevereiro de 2016, a taxa de juros média dos empréstimos do SFN foi de 31,8%, tendo crescido 6,2 pontos de percentagem (p.p.) sobre o mesmo mês do ano anterior. A taxa de juros do segmento livre, além de ser a mais alta (51% ao ano) foi também a que mais subiu, na mesma comparação (10 p.p.).

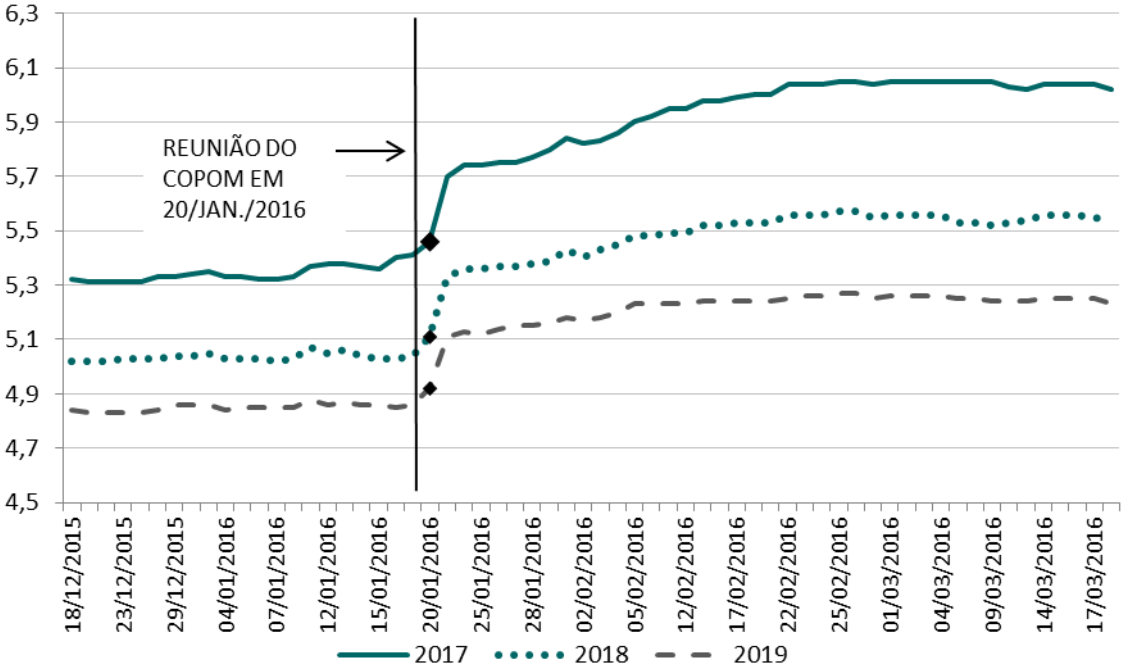
JUROS

Anteriormente à reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de 25 de novembro último, o Banco Central do Brasil (BCB) havia postergado para 2017 o alcance da meta de inflação, de 4,5%, o que indicava que não elevaria a meta para a Selic nas reuniões seguintes. Como o BCB também sinalizava a intenção de que, em 2016, o IPCA ficasse abaixo do teto da faixa de tolerância da meta, 6,5%, isso significava que também não havia cortes à vista. Com efeito, a taxa básica da economia foi mantida em 14,25% na reunião de novembro. Depois, porém, o BCB passou a sinalizar que elevaria a Selic na reunião de 20 de janeiro. Mas, de forma surpreendente, na interpretação dos agentes econômicos, a taxa foi mantida em 14,25%. A

[1] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <estevao.bastos@ipea.gov.br>.

situação fiscal e o baixo nível de atividade poderiam compor uma argumentação que levasse à decisão de não elevar os juros, mas a forma como isso foi feito, com a mudança repentina em relação ao que vinha sendo sinalizado, parece ter tido consequências para as expectativas de inflação. No Gráfico 1, pode-se observar que, imediatamente após a reunião do Copom, em 20 de janeiro, as expectativas para 2017, 2018 e 2019 sofreram brusca elevação.

GRÁFICO 1
Inflação esperada para 2017, 2018 e 2019 coletada pelo BCB*: 18/dez./2015 a 18/mar./2016
(Em %)



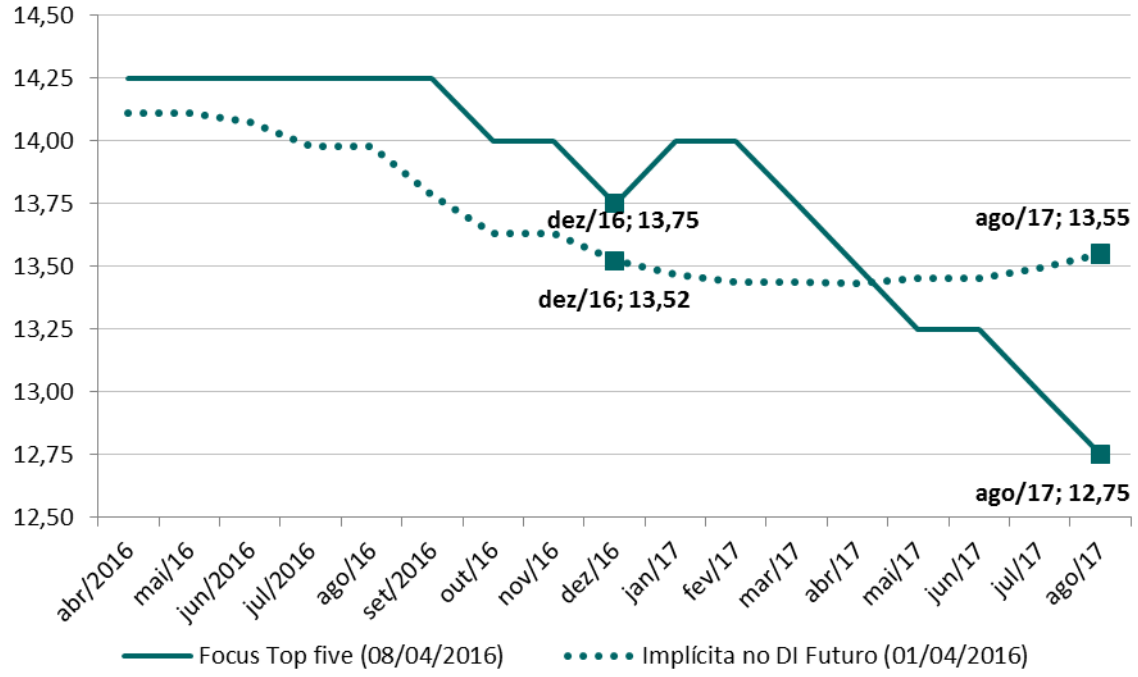
* Média da amostra total – IPCA
Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na reunião de 02 de março, o Copom novamente manteve a Selic estável em 14,25%, dessa vez como amplamente esperado. Seis membros do comitê votaram pela manutenção e dois, por aumento para 14,75%, repetindo o "placar" da reunião anterior, o que pode indicar baixa probabilidade de cortes na próxima reunião, em 27 de abril. No Gráfico 2, observa-se que a pesquisa de expectativas do BCB, em 08 de abril de 2016, indicava previsão de manutenção em 14,25% até setembro de 2016. A partir daí, seria iniciado um ciclo de cortes, que levaria a taxa básica da economia para 12,75% em agosto de 2017. Também em 08 de abril, a meta para a Selic implícita nas negociações de contratos de DI Futuro sinalizava o início das reduções já nas reuniões de abril ou junho. Os cortes levariam a meta para a Selic a 13,5% em dezembro de 2016 e nesse patamar ela ficaria pelo menos até agosto de 2017.

É importante observar que essa expectativa de redução para muito breve da meta para a Selic não condiz com as afirmações do diretor de política econômica do BCB, ao divulgar o relatório de inflação do primeiro trimestre de 2016, em 31 de março: "O Banco Central reitera que as incertezas associadas ao balanço de riscos para a inflação não permitem trabalhar com a hipótese de flexibilização da política monetária", completando, ainda, que o BCB "adotará as medidas necessárias de forma a assegurar o cumprimento dos objetivos do

regime de metas, ou seja, circunscrever a inflação aos limites estabelecidos pelo CMN, em 2016 e fazer convergir a inflação para a meta de 4,5%, em 2017".

GRÁFICO 2
Meta para a taxa Selic: expectativa coletada pelo BCB e implícita no DI Futuro
(Em %)



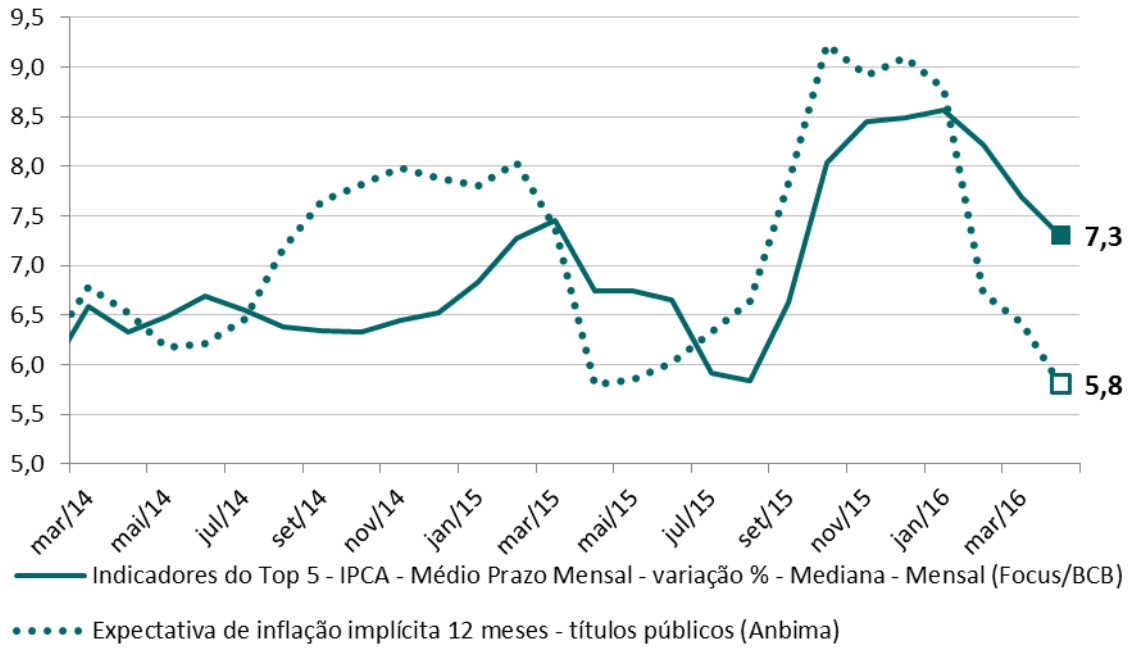
Fonte: BCB e Bloomberg.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A expectativa de inflação para os próximos doze meses captada pela inflação implícita nos retornos dos títulos públicos caiu significativamente, do nível de cerca de 9,0%, que vigorou no quarto trimestre de 2015 e em janeiro deste ano, para 5,8%, no início de abril. A expectativa coletada pelo BCB em 08 de abril apontava para 7,3%, também em queda. (Gráfico 3).

Uma medida da inflação esperada implícita também pode ser calculada a partir de *swaps* DI x Pré e DI x IPCA negociados na BMFBovespa. No Gráfico 4, está mostrada a inflação assim obtida esperada para os próximos doze meses e para os doze meses seguintes, isto é, para os períodos t+1 a t+12 e t+13 a t+24, sendo t o mês mostrado no eixo horizontal. O interessante a destacar é que a inflação esperada para o segundo ano está acima da esperada para o primeiro - e isso acontece desde o início de 2016. Ao longo de 2014 e 2015, a inflação esperada para o segundo período esteve abaixo ou próxima da esperada para o primeiro. Isto é, em 2014 e 2015, esperava-se inflação estável ou cadente; em 2016, isso se inverteu. Como se sabe, a inflação esperada implícita embute dois componentes de difícil separação: expectativa de inflação, propriamente dita, e prêmios de risco. Com previsões do sistema de expectativas do BCB, combinando previsões de periodicidade mensal e anual, é possível calcular a inflação esperada para o período de março a dezembro de 2016 e para o período de março a dezembro de 2017. A taxa de inflação (IPCA, mediana da amostra completa) esperada para os últimos dez meses de 2016 e anualizada (sem levar em conta a sazonalidade) é de

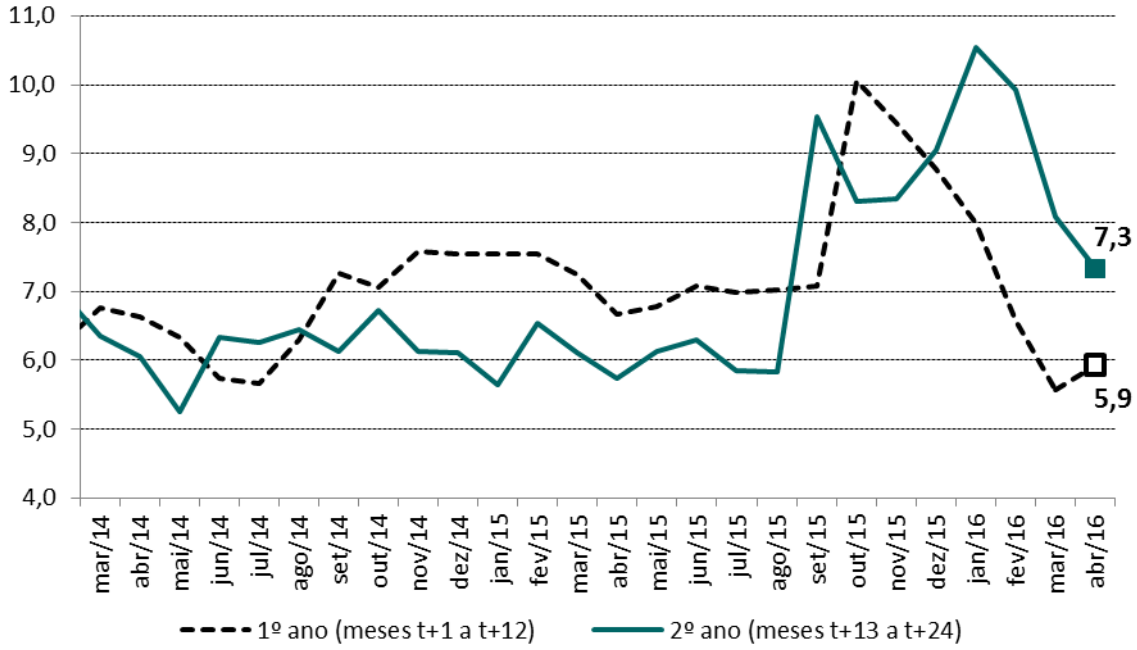
6,2%; para 2017, em cálculo equivalente, é de 5,5% (ambas, previsões de 18 de março de 2016). Assim, na hipótese de os operadores do mercado de *swaps* esperarem taxas de inflação semelhantes às esperadas pelos analistas que participam da pesquisa do BCB, isto é, inflação em queda, pode-se concluir que a inflação esperada implícita para o segundo ano ter passado a estar acima da esperada para o primeiro desde o início de 2016 significa que aumentou a percepção de risco para a previsão de inflação. Mas nada garante que essa hipótese é verdadeira.

GRÁFICO 3
Expectativa da inflação nos próximos 12 meses
(Em %)



Fonte: BCB e Anbima.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Nota: últimos dados - 08/4/2016

GRÁFICO 4
Inflação implícita em swaps – BMFBovespa
(Em %)



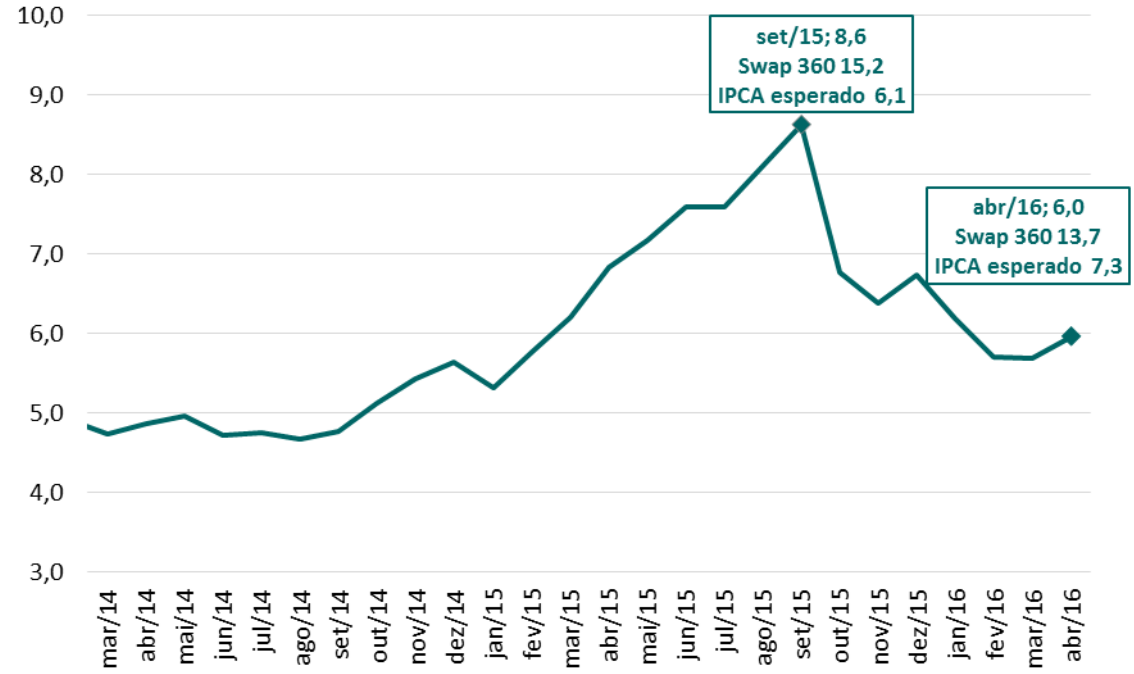
Fonte: BCB e BMFBovespa.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Nota: últimos dados - 08/4/2016

O Gráfico 5 traz a taxa de juros real calculada pelo deflacionamento da taxa prefixada do *swap* DI-Pré de 360 dias pela expectativa de IPCA captada pela coleta do BCB. Observa-se que a taxa de juros real assim calculada vem caindo rapidamente desde outubro de 2015, tendo passado de 8,6% em setembro último para 6,0% em abril deste ano. A queda de 2,6 p.p foi resultado de queda de 1,5 p.p nos juros, combinada com elevação de cerca de 1,2 p.p na inflação esperada.

GRÁFICO 5

Taxa de juros real ex-ante (Swap DI-Pré 360 dias / IPCA esperado 12 meses Top 5)

(Em %)



Fonte: BCB e BMFBovespa.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

CRÉDITO

Em fevereiro de 2016, o saldo total das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) foi de R$ 3,2 trilhões, equivalentes a 53,6% do PIB (Tabela 1). Deflacionado pelo IPCA, o saldo caiu 4,6% em relação a fevereiro de 2015. O crédito à pessoa física (PF) caiu 3,8% e, à pessoa jurídica (PJ), 5,3%, na mesma comparação. Na divisão entre livre e direcionado, a queda no livre (7,0%) foi bem maior do que no direcionado (2,0%). Em proporção do PIB, houve elevação do saldo total em 0,7 p.p, em relação a fevereiro de 2015. O saldo do crédito livre caiu 0,4 p.p. em relação a fevereiro de 2015.

TABELA 1

Saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional – fevereiro/2016

	R$ bilhões	Variação real* em 12 meses (%)	% do PIB	Variação em 12 meses em pontos de porcentagem do PIB
Total	3.184	-4,6	53,6	0,7
Pessoa Física	1.516	-3,8	25,5	0,5
Pessoa Jurídica	1.668	-5,3	28,1	0,1
Crédito Livre	1.605	-7,0	27,0	-0,4
Crédito Direcionado	1.580	-2,0	26,6	1,0

*IPCA

Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O saldo das operações é uma variável pouco volátil, pois carrega todo o estoque de empréstimos concedidos no passado e ainda não vencidos, além de crescer por efeito da incidência dos juros. A série de novas concessões, por sua vez, apesar de mais volátil por natureza, reflete melhor a situação conjuntural. A Tabela 2 mostra que as médias de novas concessões por dia útil sofreram fortes quedas em fevereiro deste ano, quando se faz a comparação com o mesmo mês do ano anterior. O total caiu 16%; as novas concessões para pessoa física, 13% e, para jurídica, 19%. O segmento livre mostrou queda de 14% e o direcionado, de 32%.

TABELA 2

Novas concessões de crédito do Sistema Financeiro Nacional – fevereiro/2016

(Média por dia útil)

	R$ bilhões	Variação real* 12 meses (%)
Total	260	-16
Pessoa Física	150	-13
Pessoa Jurídica	111	-19
Crédito Livre	239	-14
Crédito Direcionado	21	-32

*IPCA

Fonte: BCB.

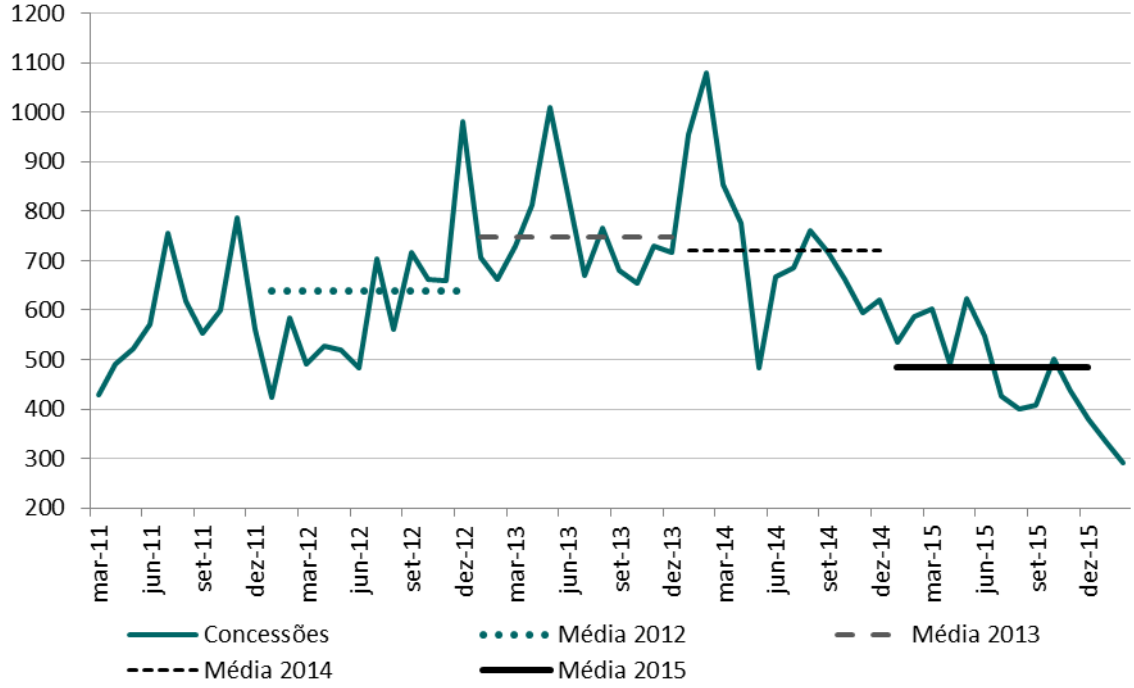
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Embora as quedas nas concessões em todas as categorias mostradas na Tabela 2 tenham sido grandes, destaca-se a observada no crédito direcionado. Os gráficos 6 e 7 mostram dois segmentos importantes dessa categoria: o financiamento de investimentos de pessoas jurídicas com recursos do BNDES e o financiamento imobiliário a pessoas físicas com

taxas reguladas. O primeiro correspondeu a 26% das concessões de crédito direcionado em 2015 e o segundo, a 21%.

No Gráfico 6, pode-se observar a forte queda nas concessões de crédito do BNDES para investimentos ocorrida ao longo de 2014 e 2015. Em 2014, no primeiro trimestre, a média mensal foi de R$ 940 milhões (média por dia útil, em termos dessazonalizados e a preços de janeiro de 2016, como os demais valores citados a respeito dos gráficos 6 e 7). No último trimestre, foi de R$ 641 milhões, queda de 32%. Mas a média do ano, R$ 719 milhões, não ficou muito abaixo da média de 2013, R$ 748 milhões. Porém, a continuidade da redução em 2015 levou a que a média desse ano – R$ 486 milhões - se mostrasse significativamente menor, em 32%, do que a de 2014. Em 2016, a redução continuou e, em fevereiro, a série atingiu seu menor valor desde seu início, em 2011.

GRÁFICO 6
Concessões de crédito com recursos direcionados - Pessoas jurídicas - Financiamento de investimentos com recursos do BNDES
(R$ milhões de fevereiro de 2016 – deflator: IPCA - média por dia útil, com ajuste para a sazonalidade)

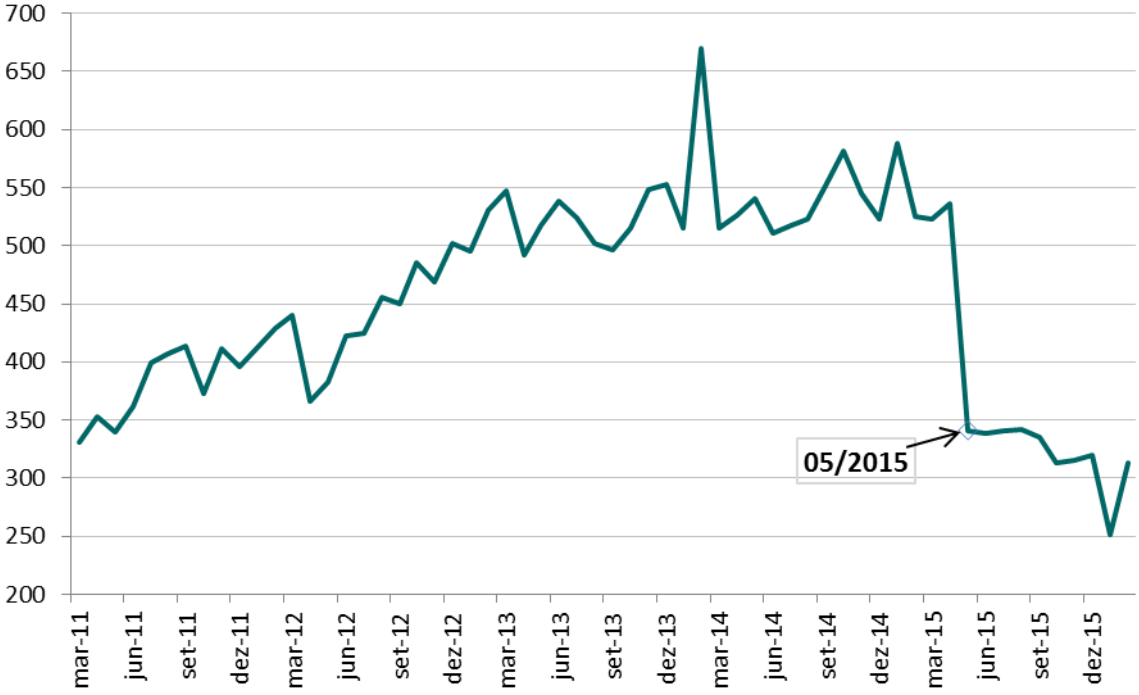


Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

No caso das novas concessões a pessoas físicas para financiamento imobiliário – Gráfico 7 -, observa-se queda brusca em maio de 2015 e continuidade da redução daí em diante. Naquele mês, entraram em vigor novos limites de financiamento da Caixa Econômica Federal para imóveis usados, com recursos da caderneta de poupança. Pelo Sistema Financeiro de Habitação (SFH), em que o limite máximo para o valor do imóvel é de R$ 750 mil, o percentual financiável caiu de 80% para 50% do valor do imóvel. Isto é, a entrada a ser dada pelo comprador passou de 20% para 50% do valor do imóvel - em outras palavras, a disponibilidade inicial de recursos exigida do candidato a adquirir o imóvel foi multiplicada por

2,5. No Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), em que não há limite para o valor do imóvel, o percentual financiável foi reduzido de 70% para 40% do valor total – isto é, a entrada dobrou, de 30% para 60% do valor do imóvel. Como resultado, no período de dez meses que vai de maio de 2015 a fevereiro de 2016, as novas concessões para financiamento imobiliário caíram 40% em relação ao período equivalente um ano antes, de maio de 2014 a fevereiro de 2015.

GRÁFICO 7
Concessões de crédito com recursos direcionados - Pessoas físicas - Financiamento imobiliário com taxas reguladas
(R$ milhões de fevereiro de 2016 – deflator: IPCA - média por dia útil, com ajuste para a sazonalidade)



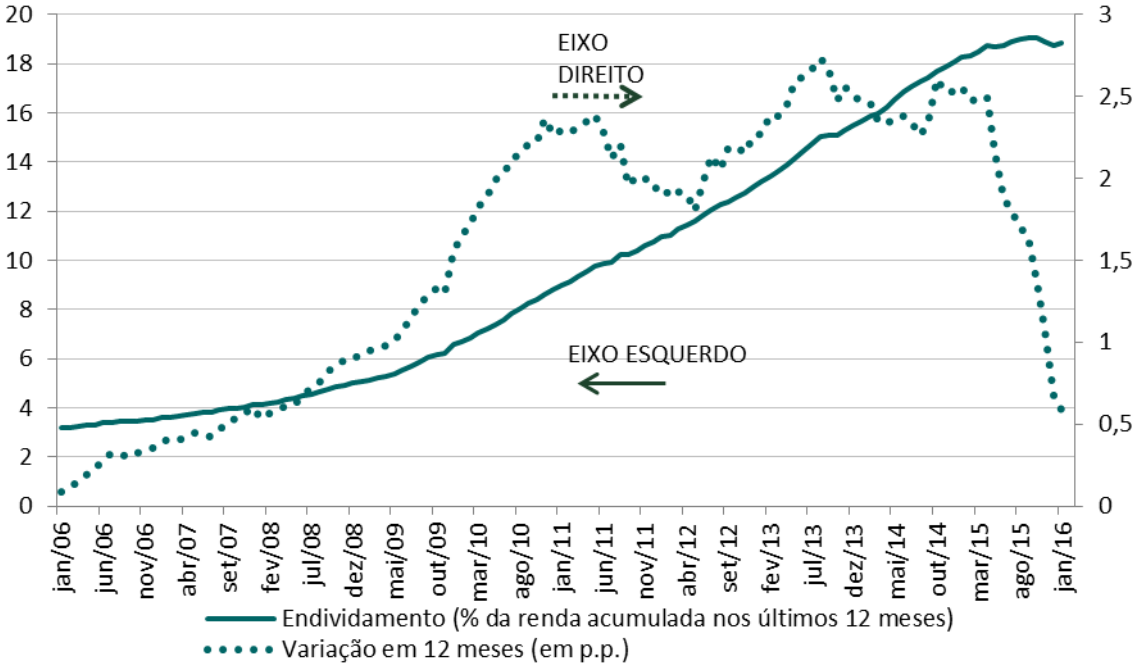
Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O efeito dessa queda no financiamento habitacional se fez notar também no endividamento das famílias (dívidas com o SFN como porcentual da renda acumulada dos últimos doze meses). Desde 2010, esse endividamento vem sendo capitaneado pelo crédito imobiliário. Desde meados de 2012, o endividamento, exceto crédito habitacional, vem, até mesmo, caindo. Desde a metade de 2014, o endividamento total vinha estável, combinação do crescimento do endividamento com a compra de imóveis com a queda de outras dívidas. Mas, a partir de maio de 2015, o crescimento do endividamento devido ao crédito habitacional se desacelerou, como se pode ver no Gráfico 8. Isso fica mais claro na linha pontilhada, que mostra a variação em doze meses do endividamento: ela tem queda abrupta justamente a partir de maio de 2015.

GRÁFICO 8

Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional com crédito habitacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses

(Em %)



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

Em 08 de março de 2016, o governo alterou as regras que vigiam desde maio de 2015: por exemplo, o valor financiável pelo SFH foi elevado de 50% para 70%, no caso de mutuários que trabalham no setor privado. A Tabela 3 resume as mudanças. Também foi reaberto o financiamento do segundo imóvel, isto é, voltou a ser possível começar um novo financiamento enquanto ainda se está pagando pelo primeiro.

No dia 28 de março de 2016, por outro lado, a Caixa Econômica Federal anunciou um novo aumento das taxas de juros para crédito imobiliário, com vigência desde 24 de março, para recursos vindos da poupança (havia anunciado outro em outubro de 2015). Para imóveis residenciais financiados pelo SFH, a taxa média das diversas modalidades passou de 9,60% para 10,64%. Para imóveis residenciais, pelo SFI, de 11,04% para 11,70%. E, para imóveis de uso comercial e misto, de 13,50% para 14,50%.

TABELA 3
Novas regras de financiamento imobiliário – março/2016 – imóvel usado – quota de financiamento
(Em %)

	PARA MUTUÁRIOS DO SETOR PRIVADO		PARA MUTUÁRIOS DO SETOR PÚBLICO	
	VIGENTE	NOVA	VIGENTE	NOVA
SFH (SAC)	50	70	60	80
SFH (TABELA PRICE)	40	40	40	40
SFI (SAC)	40	60	50	70
SFI (TABELA PRICE)	40	40	40	40

Fonte: Caixa Econômica Federal
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A Tabela 4 mostra as taxas de juros e a inadimplência para o total do SFN; para pessoa física e jurídica; e crédito livre e direcionado. A taxa de juros do segmento livre, além de ser a mais alta (51% ao ano) foi também a que mais subiu, comparando-se com doze meses antes (10 p.p.). O crédito direcionado tem, em média, taxa de juros (11%) inferior à Selic (14,2%). Na comparação com fevereiro de 2015, sua elevação (2,4 p.p.) foi um pouco superior à da Selic (2,0 p.p., acumulada no mês e anualizada com base em 252 dias úteis). Essas elevações dos juros nos empréstimos em relação a um ano atrás acompanham a elevação da meta para a Selic, iniciada em outubro de 2014, quando passou de 11,00 para 11,25% a.a., e interrompida em setembro de 2015, quando foi mantida em 14,25% a.a.

TABELA 4
Taxas de juros e inadimplência no Sistema Financeiro Nacional – fevereiro/2016

	Taxa de Juros		Inadimplência	
	% a.a	Variação 12 Meses (p.p.)	%	Variação 12 Meses (p.p.)
Total	31,8	6,2	3,5	0,7
Pessoa Física	40,0	7,0	4,3	0,2
Pessoa Jurídica	22,7	4,6	2,8	0,4
Crédito Livre	50,6	10,0	5,5	1,0
Crédito Direcionado	10,7	2,4	1,5	0,3

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

ECONOMIA MUNDIAL

Paulo Mansur Levy[1]

SUMÁRIO

A economia mundial apresentou elevada instabilidade nos primeiros meses de 2016. O aumento das incertezas em relação ao crescimento chinês; a forte queda dos preços do petróleo entre o início do ano e meados de fevereiro; dados contraditórios em relação ao desempenho da economia norte-americana e uma percepção de perda de fôlego na recuperação da Europa foram alguns dos fatores que contribuíram para o aumento da volatilidade nos mercados financeiros. As bolsas de valores ao redor do mundo sofreram fortes quedas, o preço do ouro subiu e os preços de *commodities* passaram por nova rodada de correções para baixo.

Como pano de fundo para essa situação, duas visões em relação ao atual momento e ao futuro da economia mundial têm se destacado e influenciado o comportamento dos mercados. A primeira, conhecida como "estagnação secular", argumenta que a crise de 2007/08 teria produzido uma queda "permanente" nas taxas de crescimento de longo prazo da economia mundial. Há duas hipóteses para essa redução da taxa de crescimento de longo prazo: (i) uma forte desaceleração da taxa de crescimento da produtividade – visão que privilegia problemas pelo lado da evolução da oferta, associada a um ritmo mais lento de progresso técnico e a mudanças demográficas; e, (ii) uma insuficiência crônica de demanda, associada ao aumento permanente da propensão a poupar, após o forte aumento do endividamento de empresas e famílias nos anos anteriores à crise. Esse "excesso" de poupança, para um dado nível de investimento, tornaria negativa a taxa real de juros de equilíbrio, colocando as economias numa espécie de "armadilha da liquidez" diante das pressões deflacionárias com as quais se deparam atualmente.

A segunda visão, relacionada ao ponto anterior, refere-se à forte redução do espaço para que a política econômica nos países desenvolvidos possa ser mobilizada para se contrapor a eventuais choques negativos que interrompessem o processo de recuperação econômica. Com os níveis de dívida pública ainda bastante elevados após as políticas anticíclicas adotadas em resposta à crise de 2007/08, a política fiscal, segundo esta visão, enfrentaria limites estreitos no sentido de gerar déficits maiores que os atuais para estimular a atividade econômica. Do lado da política monetária, taxas de juros próximas de zero – na verdade, já negativas na Europa e no Japão para reservas excedentes dos bancos mantidas nos respectivos bancos centrais – e uma forte ampliação dos balanços através de medidas de expansão monetária também limitariam a capacidade de reação a eventuais choques. Há ainda quem veja na atual instabilidade apenas um movimento de correção dos excessos produzidos pelas próprias políticas monetárias super-expansionistas de anos anteriores, as quais teriam inflado artificialmente os preços de ativos. Nesse caso, as quedas das bolsas ao redor do mundo apenas refletiriam o processo de normalização da política monetária nos EUA, iniciado com a primeira elevação da taxa de juros em dezembro do ano passado.

Independentemente dessas visões pessimistas de longo prazo, após o início de ano turbulento, a partir de meados de fevereiro houve uma ligeira melhora do panorama internacional – até mesmo como consequência das notícias negativas que haviam inicialmente deprimido os mercados. Assim, por exemplo, os dados mais fracos da atividade econômica nos

[1] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <paulo.levy@ipea.gov.br>.

Estados Unidos levaram a uma revisão da perspectiva de elevação dos juros naquele país: hoje, predomina a aposta de que a taxa de juros *Federal Funds* ficará estável nos próximos meses, ante uma sinalização de que poderia subir até um ponto percentual ao longo de 2016. Isso, por seu turno, parece ter aberto espaço para que o dólar se desvalorizasse e para algum retorno dos fluxos de capital para países emergentes, revertendo parcialmente a aversão ao risco que havia dominado os mercados na segunda metade de 2015 e primeiras semanas de 2016. No mesmo sentido, a recente decisão do Banco Central Europeu, no início de março, de cortar ainda mais suas taxas de juros (algumas, como comentado, já em terreno negativo); expandir o volume, o prazo e os ativos elegíveis de seu programa de aquisições de ativos; e de retomar o programa de refinanciamento de empréstimos bancários (LTROs) também tem contribuído para aumentar a confiança dos investidores e reduzir a aversão ao risco.

Esse comportamento um pouco mais positivo dos mercados financeiros parece também ter alcançado os mercados de *commodities*, cujos preços apresentaram alguma reação nas últimas semanas, embora existam dúvidas quanto à sustentabilidade desse movimento. Além da ligeira desvalorização do dólar no mercado internacional, parte da alta pode ser atribuída à expectativa de uma intensificação dos esforços da política econômica na China no sentido de evitar uma queda mais acentuada do crescimento, conforme propostas e metas apresentadas no Congresso do Povo, realizado em março.

Em resumo, apesar de uma ligeira melhora nas últimas semanas relativamente ao início de ano tenebroso nos mercados financeiros internacionais, ainda há considerável incerteza quanto ao comportamento da economia mundial tanto no curto quanto no longo prazo. Essa perspectiva é ainda mais crítica para os países emergentes, cujo desempenho tende a ser mais diretamente afetado pelos preços de *commodities* e pelos fluxos de capital.

ECONOMIA MUNDIAL

Numa perspectiva global, a recuperação da atividade econômica no período pós-crise financeira parece ter perdido o fôlego ao longo de 2015. Esse fenômeno não é, contudo, generalizado. Dentre os países desenvolvidos, os EUA apresentou desaceleração ao longo do ano passado, levando a uma revisão para baixo nas projeções. Essa perda de dinamismo parece concentrada no setor industrial, embora choques específicos, a seguir comentados, possam distorcer um pouco a percepção mais geral em relação ao seu desempenho. Na Europa, por outro lado, a recuperação parece ter mantido o ritmo moderado que tem caracterizado seu desempenho desde 2014. Dentre os maiores países emergentes, Brasil e Rússia aparecem como os principais focos de retração da atividade econômica. Não obstante, é a economia chinesa que tem se constituído na principal fonte de preocupações, embora o PIB ainda registre taxas de crescimento relativamente elevadas e o FMI não tenha alterado suas projeções.

A TABELA 1 resume as projeções do FMI apresentadas na edição de abril do seu Panorama da Economia Mundial. As revisões em relação às previsões apresentadas em outubro de 2015 concentraram-se no comportamento esperado das economias emergentes, embora o ritmo de recuperação nos EUA e no Japão tenham também sido revistos para baixo. Destaca-se também a forte revisão no crescimento projetado para o comércio internacional (em volume): embora as taxas ainda sejam crescentes, reforçam a percepção de que ele deixou de representar um fator dinâmico para a economia mundial, pelo menos com a intensidade observada ao longo dos anos 2000, até a eclosão da crise.

TABELA 1
Projeções do FMI – Abril de 2016
(Variação, em %)

									Projeções de Out./2015 (diferença)	
Crescimento real do PIB (%)	**Média 2000-2008**	**Média 2009-2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016 (p)**	**2017 (p)**	**2016 (p)**	**2017 (p)**
Mundo	**4,1**	**2,8**	**3,4**	**3,4**	**3,4**	**3,1**	**3,2**	**3,5**	**-0,4**	**-0,3**
Economias desenvolvidas	**2,3**	**0,4**	**1,2**	**1,4**	**1,8**	**1,9**	**1,9**	**2**	**-0,3**	**-0,2**
Área do Euro	2,0	-0,3	-0,7	-0,4	0,9	1,6	1,5	1,6	-0,1	-0,1
Reino Unido	2,7	-0,4	0,3	1,7	2,9	2,2	1,9	2,2	-0,3	0,0
Estados Unidos	2,3	0,3	2,3	2,2	2,4	2,4	2,4	2,5	-0,4	-0,3
Japão	1,2	-0,6	1,5	1,6	0,0	0,5	0,5	-0,1	-0,5	-0,5
Países emergentes e em desenvolvimento	**6,5**	**5,5**	**5,1**	**5,0**	**4,6**	**4,0**	**4,1**	**4,6**	**-0,4**	**-0,3**
Ásia	8,5	8,2	6,7	7,0	6,8	6,6	6,4	6,3	0,0	0,0
China	10,4	9,7	7,7	7,8	7,3	6,9	6,5	6,2	0,2	0,2
Índia	7,0	7,5	4,7	6,9	7,3	7,3	7,5	7,5	0,0	0,0
América Latina e Caribe	3,7	3,0	2,9	2,9	1,3	-0,1	-0,5	1,5	-1,3	-0,8
Brasil	3,7	3,3	1,0	2,7	0,1	-3,8	-3,8	0,0	-2,8	-2,3
Europa Central e Oriental	4,7	2,0	1,4	2,9	2,8	3,5	3,5	3,3	0,5	-0,1
Comunidade de Estados independentes	7,4	1,0	3,4	2,2	1,0	-2,8	-1,1	1,3	-1,6	-0,7
Rússia	7,0	0,2	3,4	1,3	0,6	-3,7	-1,8	0,8	-1,2	-0,2
Oriente Médio e Norte da África	5,8	4,1	4,8	2,4	2,8	2,5	3,1	3,5	-0,8	-0,6
África Subssariana	5,8	4,5	4,4	5,2	5,0	3,4	3,0	4	-1,3	-0,9
África do Sul	4,2	1,7	2,5	2,2	1,5	1,3	0,6	1,2	-0,7	-0,9
Comércio Internacional - volume	6,7	2,8	2,9	3,3	3,4	2,8	3,1	3,8	-1,0	-0,8

Fonte: World Economic Outlook, FMI.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

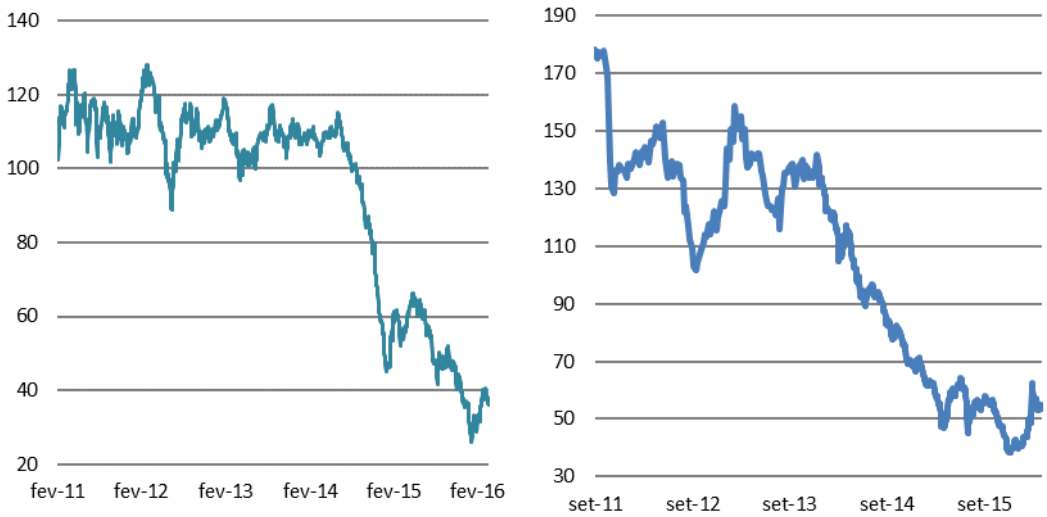
COMMODITIES

Como mencionado, os preços de *commodities* registraram forte queda nos últimos meses de 2015 e primeiras semanas de 2016. O preço do petróleo, por exemplo,

caiu ao patamar mais baixo desde 2003, quando apenas começava o ciclo de alta que o levou a níveis superiores a US$ 140/barril, em julho de 2008. O gráfico a seguir mostra que, após oscilar entre US$ 100 e US$ 120/barril entre 2010 e 2014, houve uma forte queda inicial, de quase 60%, ao longo do segundo semestre deste último ano, até janeiro de 2015, quando o preço do barril alcançou US$ 46. Seguiu-se um curto período de recuperação, até maio de 2015, em que o preço voltou a US$ 65. Depois disso, a queda foi praticamente contínua, com o mínimo sendo alcançado no final de janeiro último, ao nível de US$ 27 o barril. Desde então houve nova recuperação, para o patamar de US$ 40/barril. O *Commodity Markets Outlook*, publicado pelo Banco Mundial, em sua edição de Janeiro de 2016, atribui a queda recente dos preços do petróleo aos seguintes fatores: desaceleração do crescimento em mercados emergentes; inverno pouco rigoroso no Hemisfério Norte; estoques elevados; resiliência da produção nos Estados Unidos; retomada, mais rápida que a esperada, das vendas de petróleo pelo Irã; e, por fim, a decisão da OPEP de manter os níveis de produção, mesmo diante da redução dos preços.

Ao contrário do preço do petróleo, em que a trajetória de queda foi interrompida, ainda que brevemente, por alguns períodos de recuperação, o preço do minério de ferro registrou uma queda quase contínua a partir do final de 2013, recuando de US$ 140/ton para menos de US$ 40/ton no final de 2015. No entanto, da mesma forma que o petróleo, registrou uma leve alta a partir de meados de janeiro, tendo inclusive ultrapassado os US$ 60/ton, para recuar para cerca de US$ 55/ton em meados de março, nível que tem se sustentado desde então.

GRÁFICOS 1 E 2
Preço diário do Petróleo – Brent/Europa (fev./2011 – abr./2016) e Preço diário do Minério de Ferro (set./2011 – abr. /2016)
(US$ por barril; US$ por tonelada)

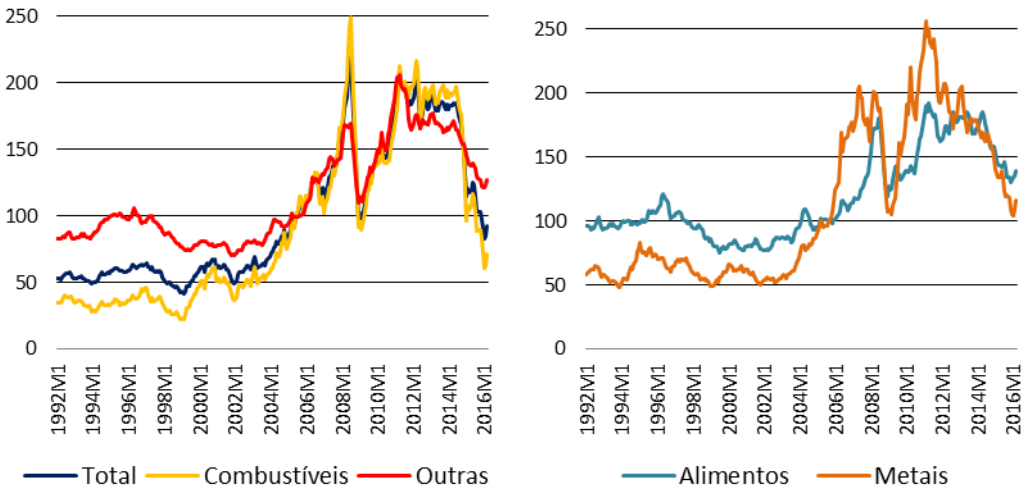


Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED); CEIC
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: O preço do minério de ferro é o preço de importação pela China

A queda dos preços de *commodities* é generalizada, como se pode observar pelas agregações feitas pelo FMI. Numa perspectiva de longo prazo, as quedas recentes

fizeram os preços de *commodities* recuar, em termos reais, aos níveis médios da década de 1990. Dessa forma, a forte alta dos anos 2000 parece ter sido apenas um novo ciclo, intenso, porém temporário, a exemplo de outros observados no passado.

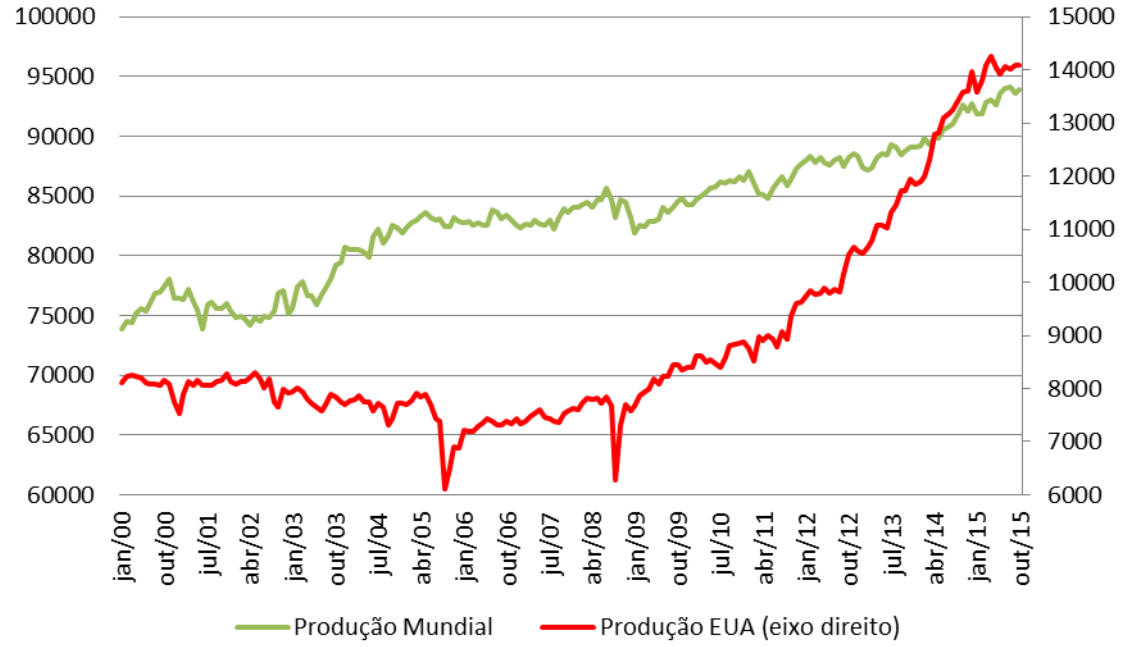
GRÁFICOS 3 E 4
Preços de Commodities – Combustíveis e demais e Alimentos e Metais (jan./1992 – mar./2016)
(Índice, 2005=100)



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

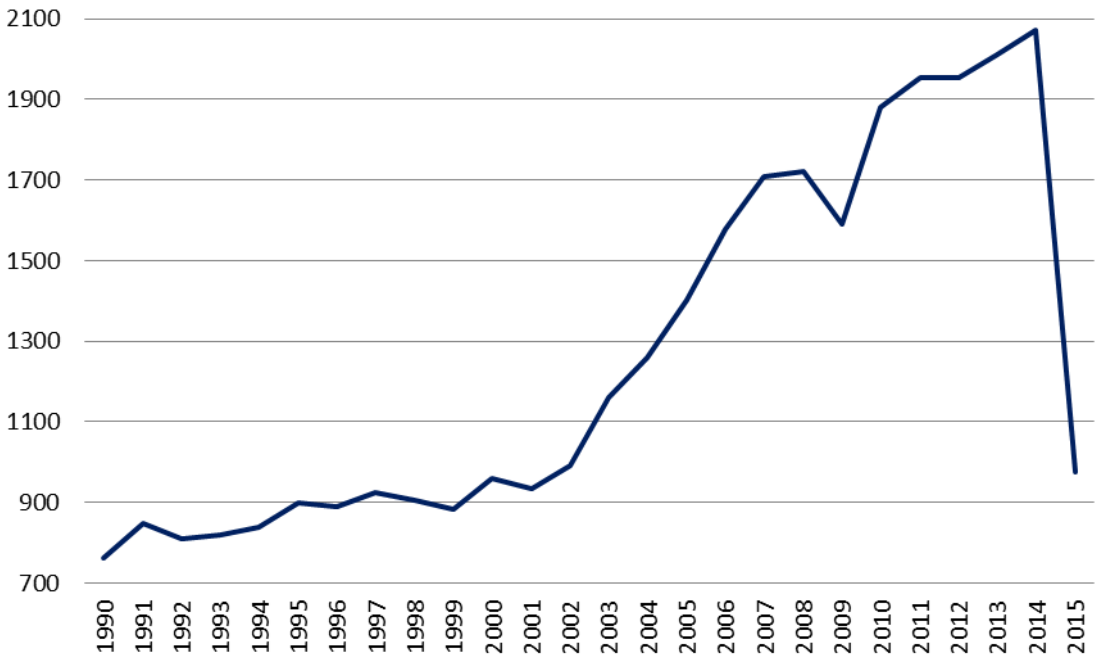
Existe um debate em torno dos fatores por detrás dessa queda acentuada dos preços de *commodities* no período recente, atribuindo-se peso elevado à queda da demanda de países emergentes, notadamente da China, em função da desaceleração de seu crescimento. Na verdade, frequentemente a queda dos preços de *commodities* é tomada como um indicador da desaceleração da economia global, e da chinesa em particular. Sem negar a importância do fator demanda, é preciso considerar também o impacto que expansões de oferta tiveram nessa redução de preços. No caso do petróleo, houve um forte aumento da produção nos EUA, que se iniciou em 2008, a partir do surgimento de novas tecnologias que permitiram o aproveitamento de fontes não convencionais (*shale oil*). No caso do minério de ferro, o aumento da produção global refletiu os vultosos investimentos em ampliação da capacidade produtiva, principalmente no Brasil e na Austrália, como reposta aos elevados preços que prevaleceram ao longo da segunda metade dos anos 2000 e início da década atual. Os gráficos a seguir ilustram essa trajetória crescente nas produções de petróleo e minério de ferro, bem como a forte redução da produção deste último em 2015.

GRÁFICO 5
Produção de Petróleo – Mundial e dos EUA (jan./2000 – out./2015)
(Milhares de barris por dia)



Fonte: U. S. Energy Information Administration.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

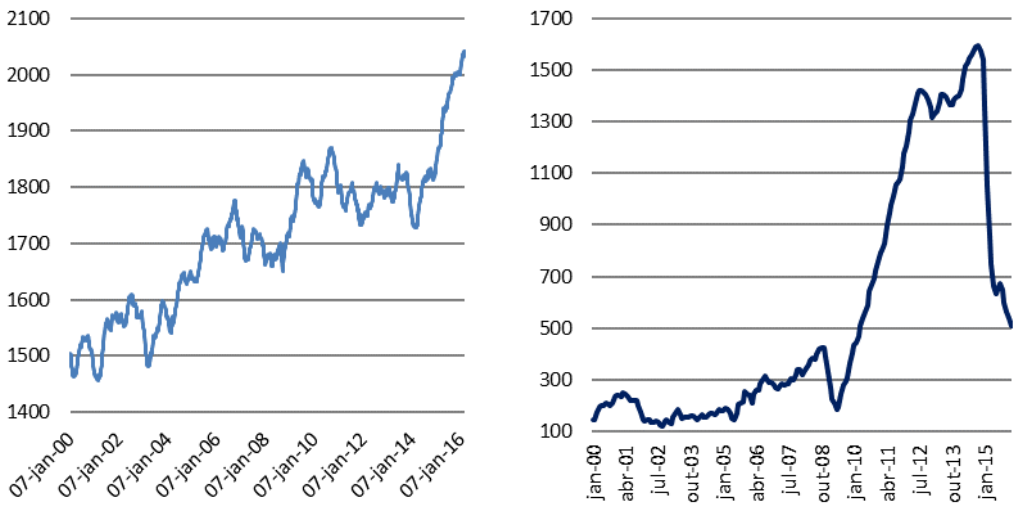
GRÁFICO 6
Produção Mundial de Minério de Ferro (1990 – 2014)
(Milhões de toneladas)



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

Nos dois casos é possível argumentar que ajustes pelo lado da oferta tendem a reduzir a pressão deflacionista sobre os preços. No caso do petróleo, a produção dos EUA já começou a declinar dado que os custos de produção são mais elevados do que nos países produtores tradicionais do Oriente Médio, o que significa que aos preços atuais o petróleo americano deixa de ser viável economicamente – embora reduções de custo e aumento de eficiência possam prolongar no tempo o processo de ajuste. Na verdade, como comentado a seguir quando se analisa o desempenho da economia norte-americana, o investimento em atividades extrativas minerais despencou em 2015. No mesmo sentido, caiu fortemente o número de sondas de perfuração em uso naquele país, conforme gráfico a seguir. Os preços só não têm reagido mais intensamente por conta do nível de estoques ainda elevado.

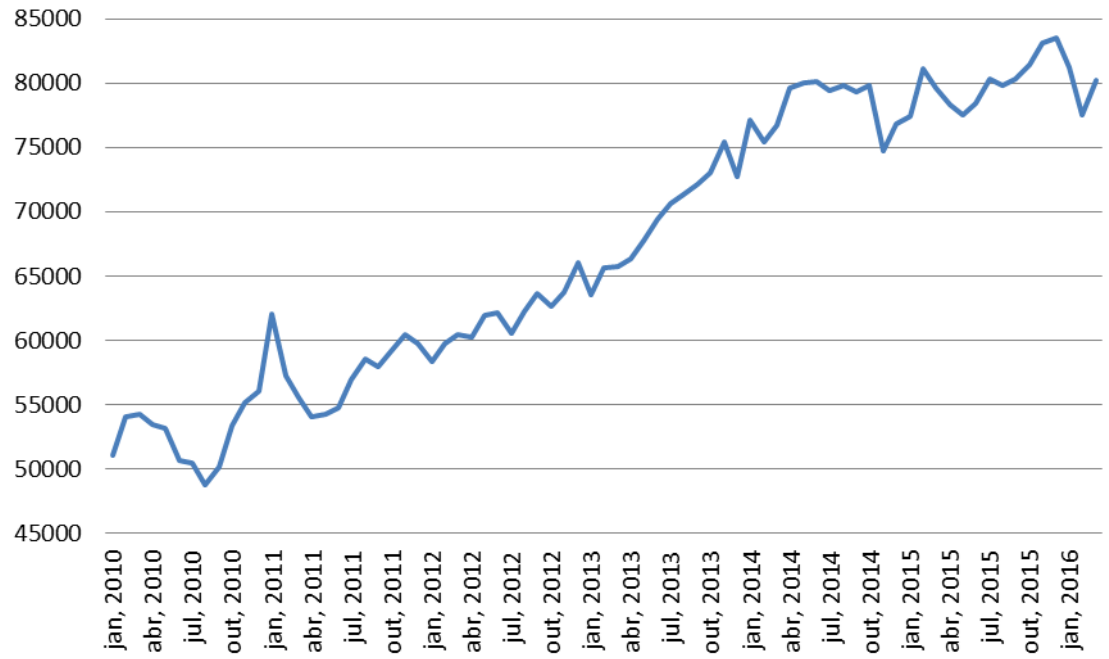
GRÁFICOS 7 E 8
Estoques semanais de Petróleo (jan./2000 – mar./2016) e Sondas de perfuração em operação – EUA (jan./2000 – jan./2016)
(Milhares de barris; número de sondas)



Fonte: U. S. Energy Information Administration.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

No caso do minério de ferro, houve de fato desaceleração do crescimento das importações da China, de 9% ao ano entre 2009 e 2014, para 2% em 2015. Mesmo que essa demanda não se recupere no futuro, devido à desaceleração do investimento residencial e em infraestrutura – importantes fontes de demanda de aço e, indiretamente, do minério de ferro –, ainda assim os preços devem apresentar alguma recuperação devido à recomposição dos mercados, à medida que os produtores de custo mais elevado (por exemplo, na própria China) são deslocados por novas minas mais eficientes em países como Austrália e Brasil. Esse efeito, contudo, tende a ser parcial, e no Gráfico 6, acima, aparece claramente o ajuste pelo lado da produção, o que deve contribuir para estabilizar o mercado.

GRÁFICO 9
Importações Chinesas de Minério de Ferro com ajuste sazonal (jan./2010 – mar./2016)
(Milhares de toneladas)



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

ESTADOS UNIDOS

Os dados de evolução do PIB dos EUA ao longo de 2015 mostram uma clara perda de dinamismo a partir do segundo trimestre daquele ano. A taxa trimestral anualizada passou de 3,9% para 1,4% no quarto trimestre do ano. Conforme a Tabela 2, a seguir, observam-se quedas de 0,7 ponto percentual (pp) na contribuição do consumo das famílias, de 0,8 pp no investimento fixo não-residencial, de 0,5 pp nos gastos do governo e de 0,3 pp nas exportações líquidas.

TABELA 2
Contribuição para a Variação Trimestral, com ajuste sazonal e anualizada
(Em %)

	1º tri. 2014	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014	1º tri. 2015	2º tri. 2015	3º tri. 2015	4º tri. 2015
PIB	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,9	2,0	1,4
Consumo das Famílias	0,9	2,6	2,3	2,9	1,2	2,4	2,0	1,7
Investimento Privado	-0,4	2,0	1,2	0,4	1,4	0,9	-0,1	-0,2
Investimento Fixo	0,9	0,9	1,2	0,4	0,5	0,8	0,6	0,1
Não residencial	1,0	0,6	1,1	0,1	0,2	0,5	0,3	-0,3
Residencial	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Variação de Estoques	-1,3	1,1	0,0	0,0	0,9	0,0	-0,7	-0,2
Exportações Líquidas de Bens e Serviços	-1,4	-0,2	0,4	-0,9	-1,9	0,2	-0,3	-0,1
Exportações	-1,0	1,3	0,2	0,7	-0,8	0,6	0,1	-0,3
Importações	-0,4	-1,5	0,2	-1,6	-1,1	-0,5	-0,4	0,1
Gastos do Governo - consumo e investimento	0,0	0,2	0,3	-0,3	0,0	0,5	0,3	0,0

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

TABELA 3
Variação Trimestral, com ajuste sazonal e anualizada
(Em %)

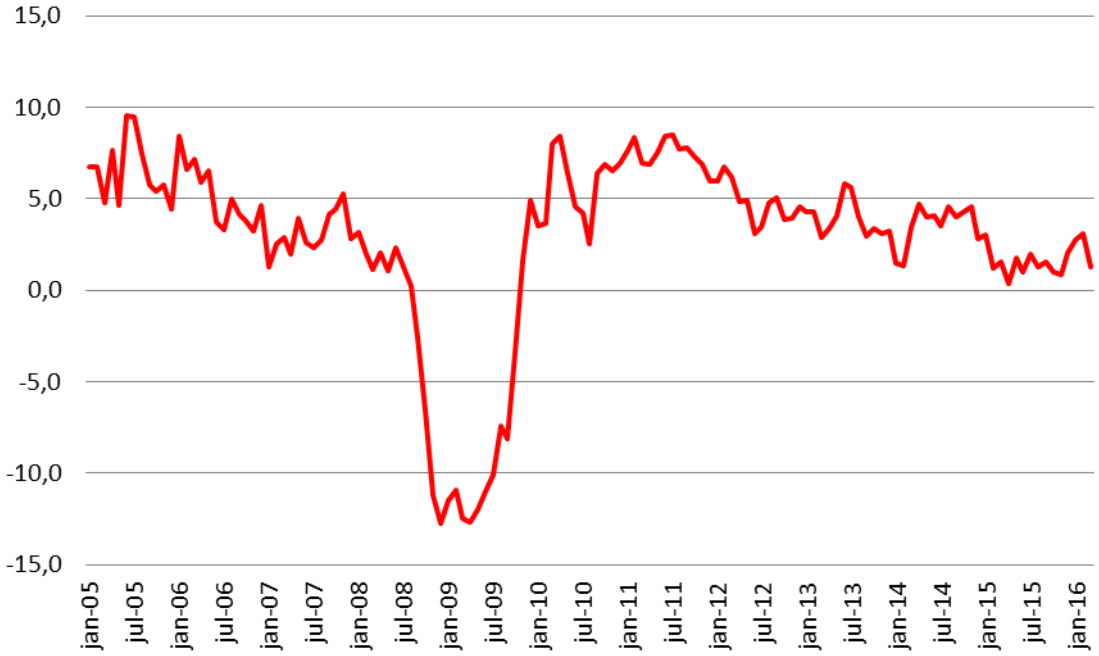
	1º tri. 2014	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014	1º tri. 2015	2º tri. 2015	3º tri. 2015	4º tri. 2015
PIB	**-0,9**	**4,6**	**4,3**	**2,1**	**0,6**	**3,9**	**2,0**	**1,4**
Consumo Pessoal	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,6	3,0	2,4
Investimento Privado Bruto	**-2,5**	**12,6**	**7,4**	**2,1**	**8,6**	**5,0**	**-0,7**	**-1,0**
Investimento Fixo	6,0	5,6	7,9	2,5	3,3	5,2	3,7	0,4
Investimento Não-Residencial	8,3	4,4	9,0	0,7	1,6	4,1	2,6	-2,1
Investimento Residencial	-2,8	10,4	3,4	10,0	10,1	9,3	8,2	10,1
Variação de Estoques	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
Exportação Líquida de Bens e Serviços	**.....**	**.....**	**.....**	**.....**	**.....**	**.....**	.....	.....
Exportações	-6,7	9,8	1,8	5,4	-6,0	5,1	0,7	-2,0
Importações	2,8	9,6	-0,8	10,3	7,1	3,0	2,3	-0,7
Gastos do Governo em Consumo e Investimento	**0,0**	**1,2**	**1,8**	**-1,4**	**-0,1**	**2,6**	**1,8**	**0,1**

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Essa desaceleração do consumo das famílias não deixa de ser surpreendente diante dos indicadores favoráveis do mercado de trabalho e do "bônus" associado à queda dos preços de combustíveis. A geração líquida de postos de trabalho foi superior a 246 mil vagas por mês, em média, nos últimos seis meses, tendo sido acompanhada por elevação dos salários reais (2,4% em média em 2015, na comparação interanual) e queda da taxa de desemprego. As vendas do comércio varejista vinham de fato mostrando desaceleração ao longo de 2015, como se pode ver no Gráfico 10. Porém, mais recentemente houve recuperação da taxa interanual de crescimento, que passou de uma média de 1,3% no último trimestre do ano para 2,4% no primeiro trimestre de

2016. Na margem, contudo, as vendas no primeiro trimestre caíram em média 0,24% ao mês.

GRÁFICO 10
Total de vendas do comércio varejista – EUA (jan./2005 – mar./2016)
(Variação interanual, em %)



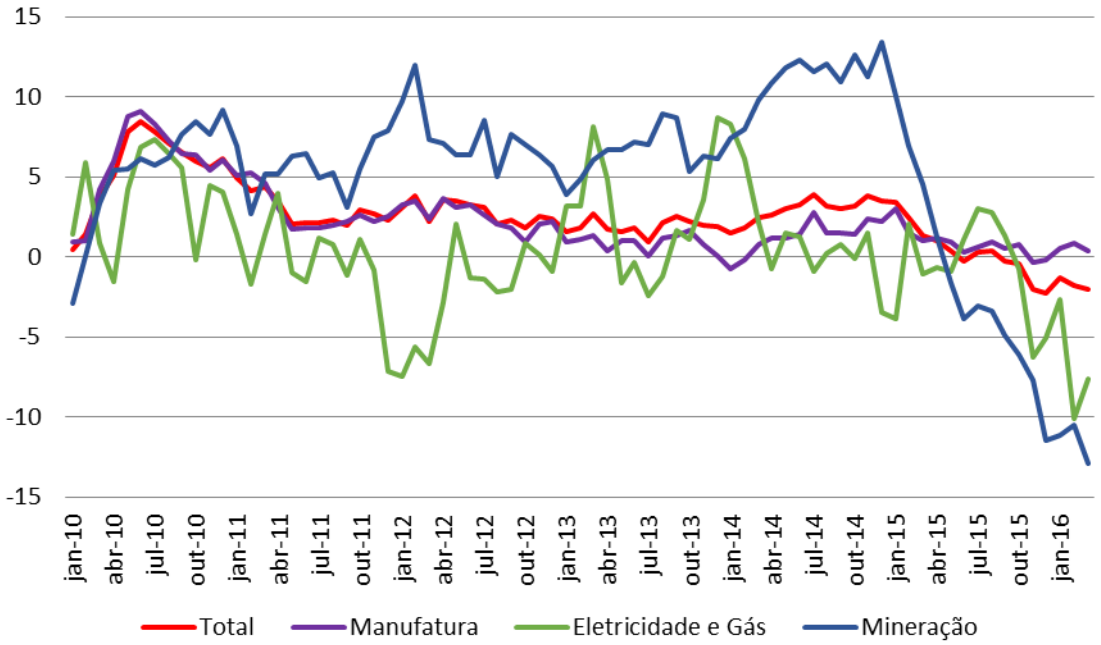
Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Essa resposta relativamente fraca do consumo à melhoria das condições correntes pode ser explicada, em parte, pela continuidade do processo de desalavancagem, isto é, pela redução do endividamento das famílias como proporção de sua renda disponível. A poupança das famílias como proporção de sua renda disponível aumentou de 5,1% em 2013 para 5,2% em 2014 e 5,7% em 2015, tendo atingido 6% no último trimestre do ano passado. Embora essa taxa seja inferior à média de 2012, quando o processo de redução de endividamento atingiu seu ponto mais intenso e a taxa de poupança foi de 8,1%, ela é atualmente bem superior à média de 3,5% observada entre 2000 e 2007. Em relação aos indicadores de endividamento, observa-se que em proporção à renda disponível, o índice saiu de um pico próximo a 130% no final de 2007 para 105% no final de 2015. O serviço dessas dívidas, por seu turno, caiu de cerca de 18% para 15,3% da renda disponível no mesmo período.

A queda do investimento fixo não residencial, por sua vez, parece ter sido influenciada pela forte queda dos investimentos no segmento de mineração. Como reflexo da redução dos preços do petróleo, a extração de hidrocarbonetos a partir de fontes não convencionais, como o xisto, perdeu muito de sua atratividade, levando a uma forte reversão dos investimentos no setor. Esse comportamento das atividades de mineração aparece também nos dados agregados de produção industrial (inclusive indústria de transformação), cujo crescimento desacelerou ao longo do ano passado: na média do ano seu crescimento foi de 2% ante 2014, e no último bimestre do ano essa

taxa havia caído para 0,6% ante igual período do ano anterior. A desaceleração no segmento extrativo, porém, foi em intensidade muito maior: queda de 1,3% na média do ano, e variação de -9,3% no último bimestre. No primeiro trimestre de 2016, as taxas interanuais de variação da produção industrial mantiveram-se negativas para o total e para o segmento de mineração (-1,7% e -11,6%, respectivamente). Na indústria de transformação, contudo, a variação foi positiva em 0,7%, ante 0,2% no último trimestre de 2015.

GRÁFICO 11
Produção Industrial por segmentos – EUA (jan./2010 – mar./2016)
(Variação interanual, em %)



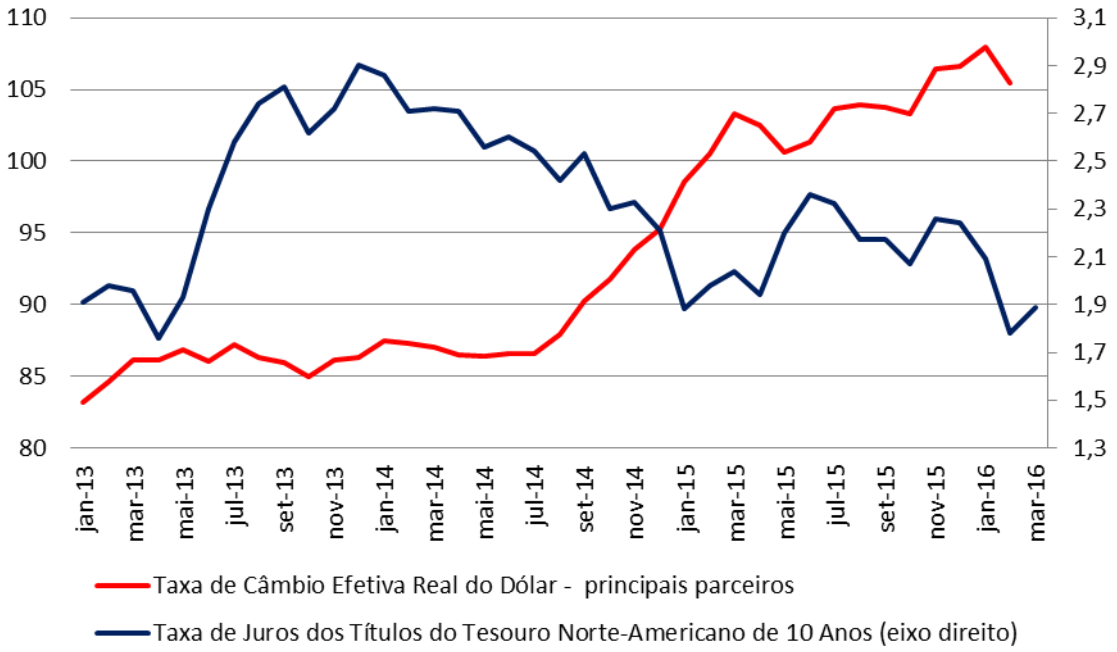
Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

O setor de construção civil, por outro lado, continua apresentando sinais positivos, e no último trimestre de 2015 cresceu 10% em termos de taxa trimestral anualizada. As novas construções residenciais ainda se mantêm crescendo a uma taxa elevada (fevereiro registrou variação de 30%, e a média trimestral foi de 14%, ambas sobre igual período do ano anterior), o mesmo acontecendo com os gastos totais com construção (10,2% na média trimestral até fevereiro, também sobre igual período do ano anterior). Os preços dos imóveis continuam se recuperando, inclusive acelerando a taxa interanual de crescimento para 5,8% em janeiro de 2016, ante uma variação média de 5,1% nos 12 meses anteriores.

Por fim, observa-se que a contribuição das exportações líquidas para o crescimento do PIB foi de -0,3 ponto percentual no terceiro trimestre de 2015, reduzindo-se para -0,1 p.p no último trimestre do ano.. Apesar de significativas, tratam-se de contribuições menos negativas do que no final de 2014 e primeiro trimestre de 2015, quando elas alcançaram -0,9 e -1,9% p.p., respectivamente. Houve no período, como já comentado, forte apreciação do dólar contra uma cesta de moedas de seus

principais parceiros comerciais (ver gráfico a seguir). Combinada à desaceleração do crescimento em países emergentes, o resultado foi uma retração das exportações, que no quarto trimestre de 2015 caíram 2%. Vale notar que as incertezas em relação à dinâmica do crescimento nos EUA, e suas implicações inflacionárias, produziram forte ajuste nas expectativas com relação à taxa de juros, com o rendimento dos títulos de 10 anos do governo americano caindo significativamente nos dois primeiros meses de 2016.

GRÁFICO 12
Taxa de Câmbio Efetiva Real do dólar (principais parceiros) e Taxa de Juros dos Títulos do Tesouro Norte-Americano de 10 anos (jan./2013 – mar./2016)
(Índice, 1973=100; %)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (FRED).
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Em suma, o crescimento no primeiro trimestre de 2016 deve ter desacelerado em relação ao desempenho do último trimestre de 2015 – tanto pelo efeito da desaceleração do consumo quanto do investimento. A tendência é de que haja recuperação ao longo do ano, com o FMI projetando crescimento de 2,4% em 2016 e 2,5% em 2017 – ritmo semelhante ao crescimento observado desde 2012. Como a inflação tem sem mantido em patamar relativamente tranquilo – o núcleo do deflator das despesas de consumo (PCE) passou de 1,3% ao ano, em média, no terceiro trimestre para 1,7% em janeiro – é possível que os juros de fato subam menos do que o esperado há alguns meses, contribuindo assim para uma trajetória mais favorável da demanda.

ZONA DO EURO

O PIB da Zona do Euro (ZE) cresceu 1,6% em 2015, ante apenas 0,9% em 2014. Não obstante, houve desaceleração do crescimento ao longo do ano: a taxa de

crescimento ante o trimestre anterior, dessazonalizada e anualizada, passou de 2,3% ao ano no primeiro trimestre para 1,2% ao ano no quarto trimestre. Na média do ano, mais da metade do crescimento foi explicada pelo consumo (variação de 1,7% e contribuição de 0,9 ponto percentual), seguido pelo investimento (2,7% e 0,5 ponto percentual, respectivamente). As variações trimestrais do consumo desaceleraram bastante ao longo do ano, particularmente no último trimestre. O investimento fixo também oscilou bastante, mas apresentou uma forte aceleração no último trimestre, quando sua variação trimestral alcançou 5,3% anualizados e 3,5% em relação ao último trimestre de 2014.

TABELA 4
PIB - Variação Trimestral, ante ao período anterior, com ajuste sazonal e anualizada – ZE
(Em %)

	1º tri. 2014	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014	1º tri. 2015	2º tri. 2015	3º tri. 2015	4º tri. 2015
PIB	0,8	0,4	1,2	1,6	2,4	1,6	1,2	1,2
Consumo das Famílias	0,0	0,8	1,6	2,0	2,0	1,2	2,0	0,8
FBKF	1,6	-2,0	2,0	2,0	5,6	0,4	1,6	5,2
Gastos do Governo	0,8	0,8	1,2	0,8	2,0	1,2	1,2	2,4
Exportações	3,2	4,0	6,4	5,2	5,6	6,8	0,8	0,8
Importações	5,2	4,4	6,0	4,4	8,4	4,0	4,8	3,6

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

TABELA 5
PIB - Contribuição para a Variação Trimestral, ante ao período anterior, com ajuste sazonal e anualizada - ZE
(Em %)

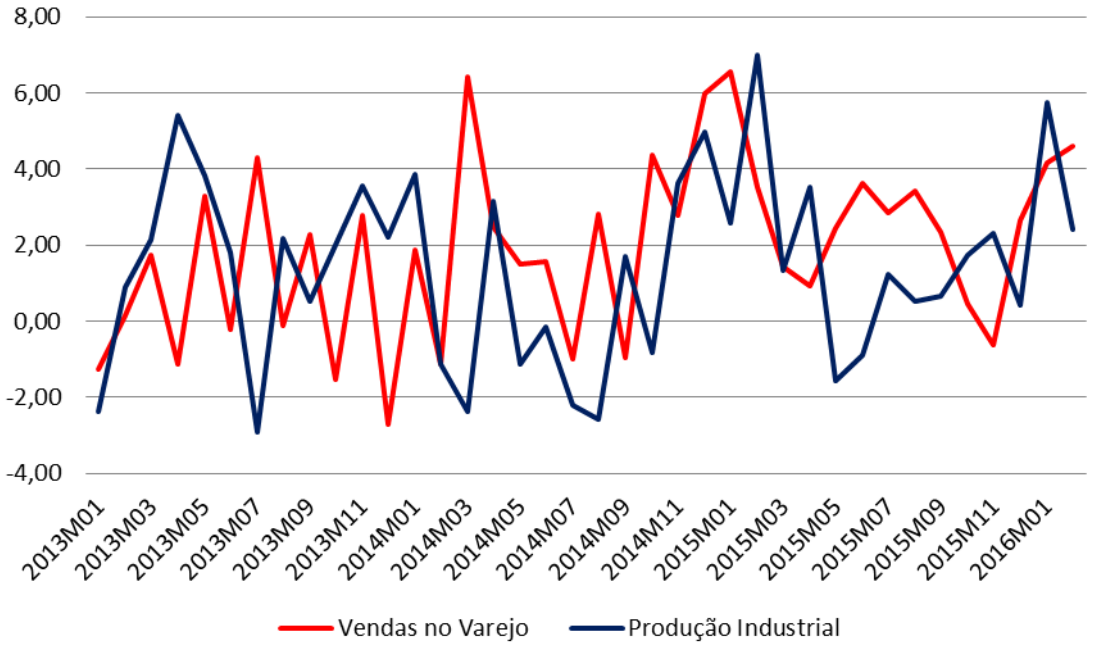
	1º tri. 2014	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014	1º tri. 2015	2º tri. 2015	3º tri. 2015	4º tri. 2015
PIB	0,9	0,2	1,2	1,4	2,3	1,6	1,2	1,2
Consumo das Famílias	0,0	0,4	0,9	1,2	1,0	0,7	1,1	0,5
FBKF	0,4	-0,4	0,4	0,4	1,1	0,1	0,4	1,0
Variação de Estoques	1,0	0,1	-0,8	-0,6	0,7	-0,9	1,0	0,4
Gastos do Governo	0,2	0,2	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	0,5
Exportações Líquidas de Bens e Serviços	-0,7	-0,1	0,4	0,4	-1,0	1,4	-1,6	-1,2

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

Os dados mais recentes sobre a atividade econômica na ZE têm oscilado, alterando meses positivos e negativos, porém mantendo a tendência moderada de crescimento anterior captada pelo PIB. A produção industrial de fevereiro, por exemplo, caiu 0,9% na comparação dessazonalizada ante o mês anterior, depois de ter crescido 2,1% em janeiro. Na comparação com igual período de 2015, as variações de janeiro e fevereiro foram de 3% e 0,9%, respectivamente. São taxas bastante elevadas, as maiores

em muitos anos. As vendas do comércio varejista, exceto automóveis, também parecem ter reagido nos últimos meses: a variação mensal média de dezembro a fevereiro foi de 0,4% ao mês, ante a estabilidade observada nos três meses anteriores. Na comparação com igual período de 2015, a vendas cresceram 2,3% no primeiro bimestre.

GRÁFICO 13
Produção Industrial e Vendas do comércio varejista – ZE (jan./2013 – mar./2016)
(variação mensal anualizada da média móvel de três meses dos índices dessazonalizadas, em %)



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

A continuidade da recuperação na ZE esbarra na perspectiva de continuidade de taxas de inflação muito baixas com elevado risco de resvalarem para deflação. Em março deste ano, o índice de preços ao consumidor manteve-se estável em relação ao nível de um ano antes, padrão observado na média de 2015. Certamente, a queda dos preços dos combustíveis foi um fator importante para esse desempenho, mas mesmo o núcleo inflacionário, embora se recuperando a partir de meados do ano passado, ainda se situava em torno de 1% – um pouco maior que os 0,8% de fevereiro, porém bem inferior à meta ("em torno de 2%") perseguida pelo Banco Central Europeu (BCE).

Diante disso, o BCE em sua reunião no início de março decidiu aprofundar as medidas visando ampliar a liquidez em euros de modo a influenciar as taxas de juros de longo prazo. Tomando os rendimentos de títulos do governo alemão de 10 anos como exemplo, observa-se que estes haviam declinado para 0,12% ao ano em março do ano passado, quando a política de expansão quantitativa foi implementada pela primeira vez. Ao longo do ano, contudo, essas taxas foram subindo, alcançando uma média de 0,6% ao ano entre maio e janeiro último. Em fevereiro, diante da sinalização de uma nova rodada de medidas expansionistas, a taxa voltou a cair para o patamar de 0,12% ao ano.

Dentre as medidas adotadas na reunião de março, destacam-se novos cortes nas taxas de juros do BCE, notadamente nas que remuneram reservas excedentes dos bancos junto ao BCE, que passaram a -0,40% ao ano, e o aumento em € 20 bilhões nas aquisições mensais de ativos pelo BCE, passando a € 80 bilhões, assim como a ampliação do escopo dessas operações, que passam a incluir também títulos de empresas não financeiras. Decidiu-se também pela retomada das operações de refinanciamento de empréstimos bancários de longo prazo (LTRO's), sobre os quais incidiram taxas declinantes de acordo com o volume da operação, podendo inclusive atingir valores negativos! Essa medida constitui um forte incentivo à expansão do crédito pelos bancos comerciais.

CHINA

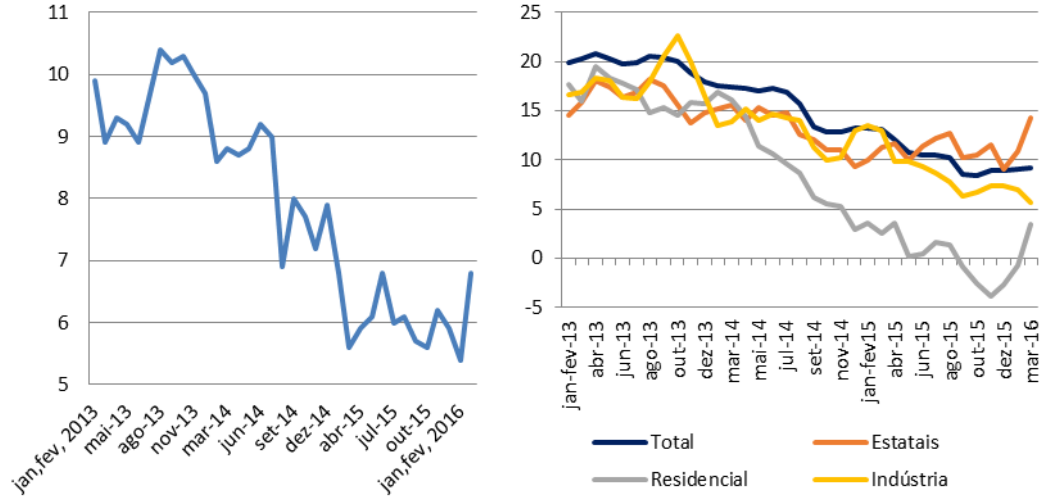
O PIB chinês cresceu 6,7% no primeiro trimestre de 2015, ligeiramente abaixo da taxa registrada nos dois trimestres anteriores (6,9% e 6,8%, respectivamente). Na média de 2015, o crescimento foi de 6,9%. Essa desaceleração da economia chinesa tem dado margem a muita instabilidade nos mercados financeiros. Como discutido na Carta de Conjuntura nº 28, de setembro de 2015, o impacto dessa desaceleração sobre o crescimento global é relativo, já que o aumento do peso da economia chinesa na economia mundial implica em um impacto maior sobre a demanda global mesmo com uma taxa menor de crescimento. Isso, obviamente, depende de a desaceleração não ser muito forte – cenário caracterizado como "pouso forçado".

Embora existam análises que apontem nessa direção, baseadas principalmente na necessidade de a economia "digerir" um volume de endividamento excessivo acumulado ao longo dos últimos anos, especialmente no pós-crise, por governos locais e empresas por eles controladas, uma queda muito forte das taxas de crescimento não parece constituir-se ainda no cenário principal. Ao contrário, a tendência parece ser a de uma desaceleração gradual associada a uma perda relativa de dinamismo do setor industrial, pelo lado da oferta, e dos investimentos, e em menor medida as exportações, pelo lado da demanda. Em sentido oposto, vêm ganhando mais peso na dinâmica do crescimento chinês o setor serviços e o consumo.

Os dados relativos ao primeiro trimestre do ano parecem apontar nessa direção. A produção industrial ante o primeiro trimestre de 2015 cresceu "apenas" 5,9% – mesma taxa do último trimestre de 2015 na mesma base de comparação interanual. No entanto, o crescimento de março (6,8%) foi bem superior ao do bimestre janeiro-fevereiro, de 5,4%. Comportamento semelhante pode também ser observado no investimento fixo e em seus componentes. O total desacelerou de uma taxa interanual de crescimento de 13,6% no primeiro trimestre de 2015 para 10,5% em igual período de 2016. Houve, contudo, aumento da taxa de crescimento do investimento total em março, quando alcançou 11,2%, relativamente ao desempenho do bimestre janeiro-fevereiro, quando a variação interanual atingiu 10,2%. Vale notar, ainda, que os sinais mais fortes de desaceleração da economia chinesa manifestaram-se no segundo semestre do ano passado: de julho a dezembro, a taxa anual de crescimento do investimento alcançou 8,8%, seu menor valor na série histórica. Em relação aos componentes, o investimento na indústria de transformação manteve-se crescendo a taxa relativamente levada, 6,9%

na comparação com o primeiro trimestre de 2015, o mesmo ocorrendo com os investimentos em infraestrutura, cuja taxa de crescimento no primeiro trimestre foi de 17,5%. A saturação do investimento parece concentrada no setor imobiliário, como se pode notar pela queda acentuada das taxas de crescimento a partir do início de 2014 até se tronarem negativas no final de 2015. No entanto, os dados mais recentes mostram uma recuperação – associada, como se verá a seguir, a um aumento da oferta de crédito. Em março, o crescimento interanual do investimento em construção residencial foi de 3,4%, trazendo o acumulado n ano para 0,7%, ante -3% no último trimestre de 2015.

GRÁFICOS 14 e 15
Produção Industrial e Investimento em Ativos Fixos (FAI) – China (jan-fev./2013 – mar./2016)
(Variação interanual, em %; variação interanual da média móvel de três meses, em %)



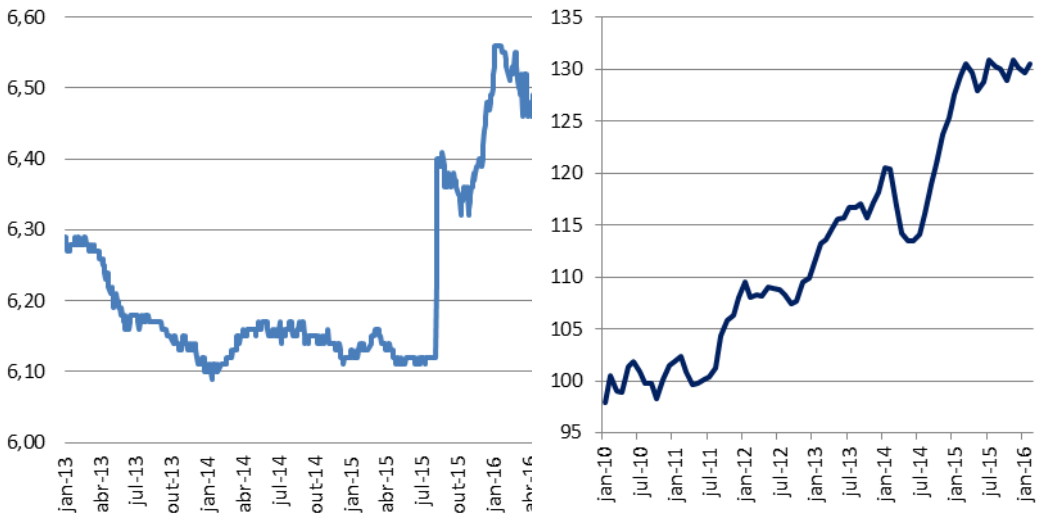
Fonte: CEIC.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

As incertezas em relação à intensidade da desaceleração do crescimento na China produziram forte volatilidade no mercado acionário e na determinação da taxa de câmbio nos primeiros meses do ano. A bolsa de Xangai já havia passado por forte correção em 2015: depois de subir mais de 150% entre maio de 2014 e junho de 2015, caiu 32% entre junho e julho de 2015, e mais 30% entre agosto e setembro. No início deste ano, houve nova rodada de desvalorização das ações, que caíram 26% entre o final de dezembro e o final de janeiro.

Em outra dimensão, porém também relacionada às incertezas quanto às perspectivas do crescimento, o ano de 2015 registrou perda de reservas internacionais da ordem de US$ 350 bilhões, refletindo forte movimento de saída de recursos na conta financeira, que apresentou déficit. Esse movimento, por seu turno, pode estar associado à percepção de que haveria uma defasagem cambial a ser fechada, inclusive como forma de estimular a economia. Os gráficos a seguir mostram o comportamento da taxa de câmbio nominal e da taxa de câmbio efetiva real. Em relação a esta última, observa-se uma trajetória de apreciação que vem desde 2011, e que se acentuou em 2014, refletindo a valorização do dólar que servia como referência para o RMB. A partir de agosto do

ano passado, a taxa de câmbio passou a ser fixada tendo como referência uma cesta de moedas, o que resultou em maior estabilidade da taxa efetiva. Por outro lado, quando se observa a taxa nominal, constatam-se dois movimentos de desvalorização: em agosto do ano passado, quando houve a mudança de regime, e a partir de outubro, com uma forte elevação da taxa em janeiro deste ano. Desde então a taxa voltou a apresentar leve valorização.

GRÁFICOS 16 E 17
Taxa de Câmbio nominal diária – Renminbi/dólar (jan./2013 – abr./2016) e Taxa de Câmbio Efetiva Real – China (jan./2010 – fev./2016)
(Em %; Índice, 2010=100)



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

Em que medida é possível esperar uma transição gradual no modelo de chinês sem que ocorra uma redução abrupta do crescimento? Com mencionado anteriormente, do ponto de vista setorial, a desaceleração vem ocorrendo principalmente na indústria, como reflexo dos limites atingidos pelo investimento e, em função do cenário internacional ainda não muito animador, também das exportações. Há quem argumente[2], contudo, que o setor serviços vem adquirindo peso crescente na economia chinesa e que, num quadro continuidade da elevação da renda real, pelo aumento do emprego e dos salários, poderá amortecer a desaceleração do crescimento agregado. De fato, o peso do setor serviços na economia chinesa ainda é relativamente baixo – da ordem de 45,5% do PIB nos quatro trimestres até setembro do ano passado, a preços constantes de 2010. Em 2011, esse peso foi de 44,5% do PIB. A preços correntes, o setor serviços já corresponde à metade do PIB chinês, ante participação de 44,3% em 2011.

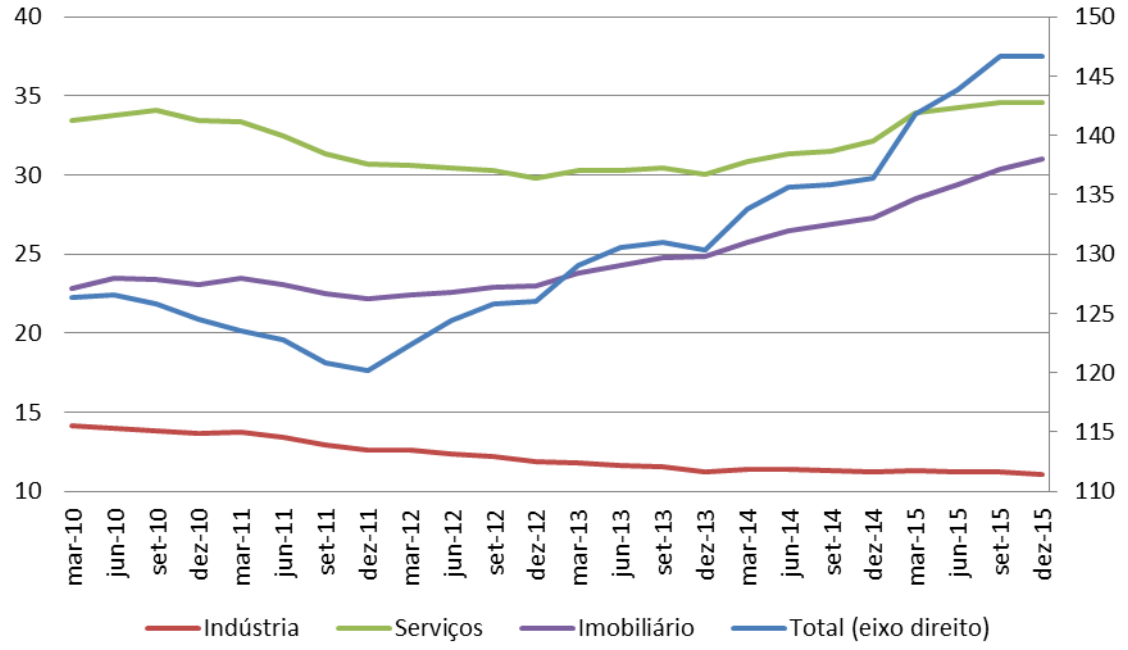
O governo chinês parece disposto a mobilizar os instrumentos de política monetária e fiscal para impedir uma desaceleração muito brusca do crescimento,

[2] Nicholas Lardy, "Reality Check on China". Em Blanchard, O. e Posen, A., R*eality Check for The world Economy*, Peterson Institute for International Economics, PIIE Briefing 16-3, Março de 2016.

combinando-os com um programa de reformas que dê conta das necessidades de uma economia em rápido processo de transformação. A meta para o crescimento foi definida como "entre 6,5% e 7%". Para dobrar o produto *per capita* entre 2010 e 2020, conforme definido no 13º Plano Quinquenal, de 2015, dado o desempenho da primeira metade da década e uma projeção de crescimento populacional de 0,5% a.a., semelhante ao da primeira metade da década, a economia deveria crescer 7,3% ao ano, em termos reais, de 2016 a 2020. Vale notar, porém que a renda *per capita* tem crescido mais rápido que o PIB devido ao choque favorável de termos de troca dos últimos anos: o deflator do PIB cresce mais rápido que o deflator da renda pelo efeito da queda dos preços de importações relativamente ao das exportações chinesas. O crescimento, portanto, permanece como meta prioritária do governo.

Na política monetária, podem-se esperar novos movimentos no sentido de redução das taxas de juros, a exemplo de 2015, onde as taxas-teto para depósitos e empréstimos foram reduzidas cinco vezes: de 2,75% para 1,5% a.a. e de 5,6% para 4,4% a.a., respectivamente. Da mesma forma, pode-se também esperar novas reduções de alíquotas de compulsórios: em 2015, essas alíquotas passaram de 19,5% para 17%. Como mencionado, flexibilizações adicionais da política monetária esbarram num estoque de endividamento já bastante elevado, como se pode ver no gráfico a seguir. Em particular, o crédito imobiliário aumentou de forma significativa no período recente, de 22% do PIB no final de 2011 para 31% do PIB no final de 2015.

GRÁFICO 18
Crédito como proporção do PIB – China (1º tri./2010 – 4º tri./2015)
(Em %)



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

A política fiscal, por seu turno, parece dispor de algum espaço para estimular a economia. De acordo com o orçamento para 2016, o déficit público deve atingir 3% do PIB, ante 2,3% no ano passado e 1,8% em 2014. A isso se somaria a emissão de títulos financeiros especiais, voltados especificamente para o financiamento de projetos de infraestrutura, num volume de RMB 1,6 trilhão – o dobro do registrado em 2015.

Por fim, é importante observar que medidas de curto prazo combinam-se, segundo o Plano Quinquenal e as recentes de cisões do Congresso do Povo, a um esforço de reformas que visa modernizar a economia chinesa, promovendo maior abertura e ampliando o escopo para o funcionamento dos mecanismos de mercado. A reforma do sistema financeiro visa uma maior liberalização, incluindo maior peso das forças de mercado na determinação da taxa de câmbio, instrumentos macroprudenciais pare reduzir o risco sistêmico e a ampliação do mercado de capitais. A reforma fiscal inclui redistribuição de receitas e gastos entre o governo central e os governos locais, a criação de mecanismos de apoio financeiro a governos locais, ao mesmo tempo em que se introduz restrições mais rígidas ao seu endividamento, e a reforma tributária, visando ampliar o alcance do imposto sobre valor adicionado a outras atividades de serviços e a criação de impostos para preservação do meio ambiente, sobre recursos naturais e a propriedade. Outras reformas envolvem o funcionamento de empresas estatais, a abertura de setores até agora restritos a essas empresas, menor intervenção estatal na formação de preços e reforma no sistema de autorizações para migrações rural-urbanas, estendendo mecanismos de proteção a um número maior de trabalhadores que migraram para as áreas urbanas.

Essas reformas devem contribuir para o desenho de uma trajetória de crescimento sustentável, ainda que a taxas menores que as do passado recente. No curto prazo, as políticas de estímulo devem permitir uma redução do hiato do produto, revertendo as pressões deflacionárias e facilitando as transformações estruturais da economia chinesa.

INFLAÇÃO

Maria Andréia Parente Lameiras[1]

SUMÁRIO

Após registar uma variação acumulada de 10,7% em 2015, atingindo o pior resultado desde 2003 (12,5%), a inflação brasileira, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), veio desacelerando gradativamente durante o primeiro trimestre, com alta de 9,4% nos últimos 12 meses até março. Para o restante do ano, a expectativa é de que haja uma desaceleração inflacionária ainda mais significativa, possibilitada, sobretudo, pelo recuo na taxa de crescimento dos preços administrados, que se constituíram no principal foco de pressão sobre o IPCA em 2015.

No entanto, mesmo diante de um alívio sobre o nível de preços, a inflação brasileira deve encerrar 2016, novamente, com uma taxa anual próxima ao teto da banda inflacionária de 6,5%, e constituirá o sétimo ano consecutivo a registrar variação superior ao centro da meta (4,5%). Este comportamento do IPCA ao longo dos últimos anos mostra que, mesmo sob controle, a inflação brasileira vem se consolidando em níveis pouco confortáveis, bem acima dos estabelecidos pelo sistema de metas, o que além de desancorar as expectativas, pode desencadear um processo inercial, que certamente aumentará o custa da desinflação no país.

Uma análise mais decomposta do IPCA acumulado em 12 meses, até março, demostra que embora as maiores contribuições ao índice estejam concentradas nos subgrupos "administrados" (10,8%) e "alimentos no domicílio" (15,3%), há, de fato, uma maior disseminação da inflação. De acordo com o índice de difusão, que mede a proporção de itens com variação positiva dentro do IPCA, verifica-se que após registrar na média do trimestre agosto-outubro de 2015, valor de 0,67, este indicador saltou para 0,75 no ultimo trimestre encerrado em março.

No caso dos preços administrados, a forte alta inflacionária decorrente do represamento artificial de uma série de tarifas públicas durante 2013 e parte de 2014, gerou reajustes expressivos ao longo de 2015. Adicionalmente, a crise hídrica no ano passado passou, desencadeou a implementação do sistema de bandeiras tarifárias que, juntamente com o fim dos repasses governamentais à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) e o pagamento dos empréstimos recebidos pela câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE), contribuíram para majorar ainda mais os custos da energia elétrica. Este comportamento do preço da energia já está sendo revertido, de modo que no primeiro trimestre do ano, já se observa uma deflação de quase 4,0% deste item, fazendo com que a taxa de variação acumulada em 12 meses retroagisse de 34,4% em fevereiro para 6,4% em março. Adicionalmente, os incrementos de 12,7% nos preços da gasolina, impactados pela elevação da Cide e pela desvalorização cambial, e de 9,9% nas tarifas de transporte público também ajudaram na composição desta expressiva elevação dos preços administrados ao longo dos últimos meses.

Ao contrário dos preços administrados, cuja alta se acentuou ao longo de 2015, o comportamento dos alimentos mostra uma forte aceleração há pelo menos dois anos. Após registrar uma variação acumulada em 12 meses de 4,5%, em fevereiro de 2014, os preços dos alimentos vieram em uma rota crescente, de modo que em março de 2016, a alta apresentada foi de 13,5%. Deve-se destacar, entretanto, que se inicialmente, este aumento de preços era concentrada em alguns

[1] [1]Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <maria-andreia.lameira@ipea.gov.br>.

subgrupos, mas recentemente verifica-se uma disseminação em todos os conjuntos de itens que compõem este segmento. No acumulado em 12 meses, até março, dos 16 subgrupos pertencentes à "alimentação no domicílio", todos apresentam variações superior a 8,0%, dentre os quais cinco atingiram uma inflação superior a 20%.

Se a forte desvalorização cambial de aproximadamente 50% que o país vem enfrentando desde o início de 2015, já impacta os preços dos alimentos comercializáveis, este efeito ainda não se faz presente no segmento dos bens de consumo duráveis. Ainda que possam estar sendo beneficiados, por uma queda nos preços das *commodities* metálicas no mercado internacional, este segmento de bens, vem apresentando taxas não apenas bem comportadas, inferiores a 3,0% em 12 meses, como também apontam desaceleração no último trimestre, encerrado em fevereiro. A retração do crédito, aliada à baixa confiança do consumidor, repercutindo o aumento do desemprego e a queda dos salários reais, vem gerando um quadro de forte recuo da demanda doméstica, diminuindo ainda mais o espaço para possíveis repasses de aumento nos custos de produção para o mercado consumidor.

Assim como já vem ocorrendo com o segmento de bens de consumo duráveis, o setor de serviços começa a ser impactado pela queda da demanda interna. Após iniciar o ano de 2015, com uma inflação acumulada em 12 meses de 8,8%, os serviços vieram desacelerando, ainda que de forma menos intensa que a imaginada e requerida, de modo que em março de 2016, essa taxa registrou variação de 7,5%. Esta retração que, inicialmente, estava concentrada nos subgrupos "serviços residenciais" e "serviços de transporte" vem se disseminando pelos demais serviços, repercutindo, principalmente, a queda dos salários, cujos impactos desinflacionários se dão tanto pelo canal da oferta (queda do custo com mão de obra) quanto da demanda (enfraquecimento do poder de compra das famílias).

Dentro deste contexto, as expectativas para o restante do ano baseiam-se em desacelerações gradativas dos índices de preços, possibilitadas, sobretudo, por um recuo mais intenso dos preços administrados e, em menor escala, pela consolidação de uma trajetória de recuo das taxas de inflação dos alimentos e serviços, potencializada pela contração da demanda interna. Por outro lado, as incertezas quanto ao fim do processo de desvalorização cambial e seu ciclo de repasse para os preços comercializáveis, aliado ao reajuste superior a 10% do salário mínimo e a possibilidade de se fazer um ajuste fiscal via aumento de impostos, podem se constituir entraves a uma queda mais acentuada da inflação.

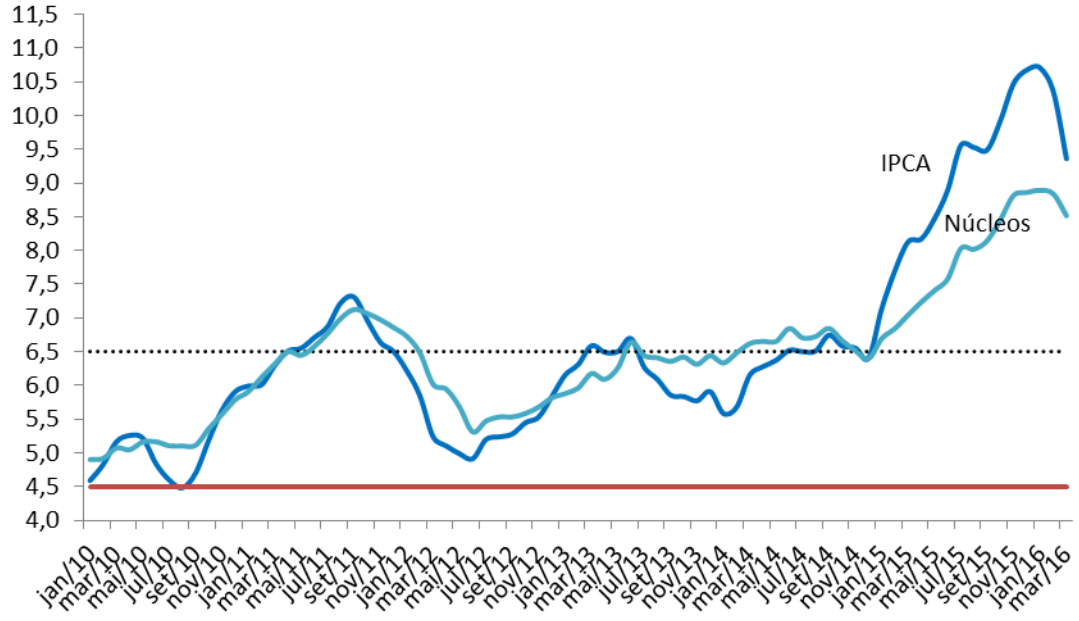
IPCA – NÚCLEOS E DIFUSÃO

De acordo com os dados do IPCA, embora a inflação brasileira em 12 meses tenha recuado de 10,4% para 9,4% entre fevereiro e março, esta ainda se encontra em patamar elevado. De acordo com o gráfico 1, verifica-se que, se desde agosto de 2010, o IPCA apresenta uma inflação acumulada em 12 meses, acima da meta de 4,5%%, a partir de 2015, houve uma deterioração ainda maior deste cenário, deslocando a curva para fora do limite de tolerância da banda inflacionária (6,5%).

Ainda de acordo com o gráfico, nota-se que seguindo a mesma tendência do índice cheio, as medidas de núcleo da inflação também vêm apresentando uma forte elevação. Na média, os núcleos mostram uma variação de 8,4% no acumulado dos últimos 12 messes, até fevereiro, atingindo o pior resultado desde dezembro de 2004. A análise mais desagregada revela que mesmo o núcleo por exclusão, que descarta do seu cálculo os dois principais elementos de pressão sobre o IPCA mais recentemente –

administrados e alimentos – vem apontando variação acumuladas em 12 meses próximas a 7,5%.

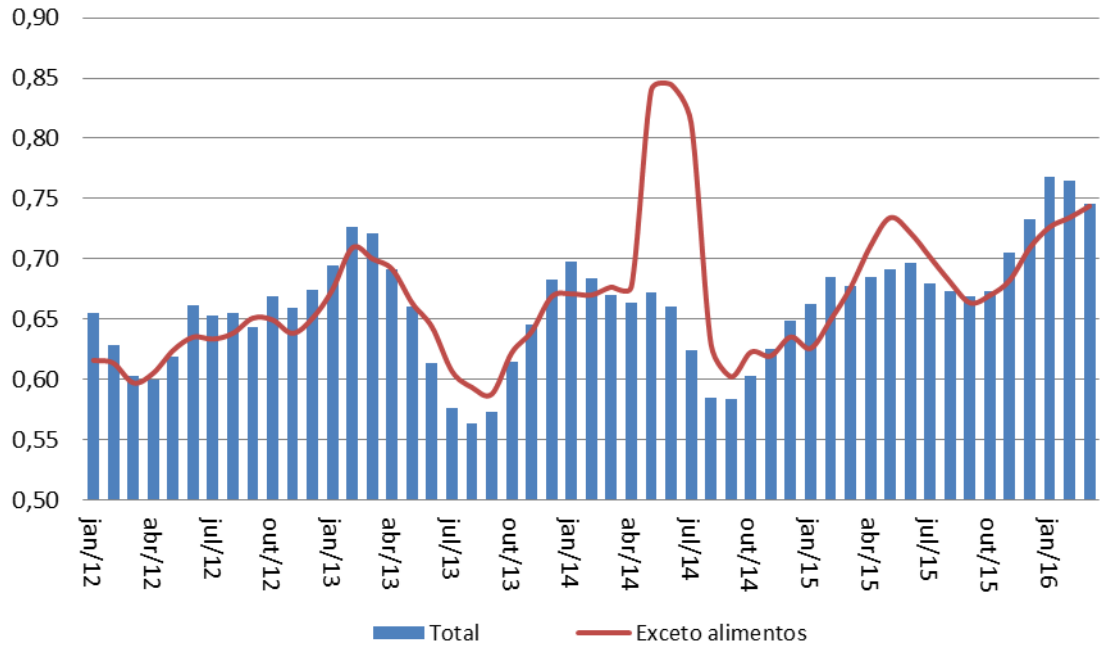
GRÁFICO 1
IPCA – Geral e Núcleos
(Taxa de variação acumulada em 12 meses - %)



Fonte: IBGE e BCB.
Elaboração: IPEA/DIMAC/Gecon.

Este aumento no nível dos núcleos vem em linha com a elevação dos índices de difusão. Após registra, na média móvel trimestral, uma tendência de desaceleração ao longo dos primeiros trimestre de 2015, este indicador iniciou uma reversão de modo que no inicio de 2016 ele atingiu os maiores patamares desde 2003. Este comportamento altista mais recente é verificado mesmo quando se retira do índice a variação dos alimentos que formam o grupo de itens mais voláteis do IPCA (Gráfico 2).

GRÁFICO 2
IPCA- Indicadores de Difusão



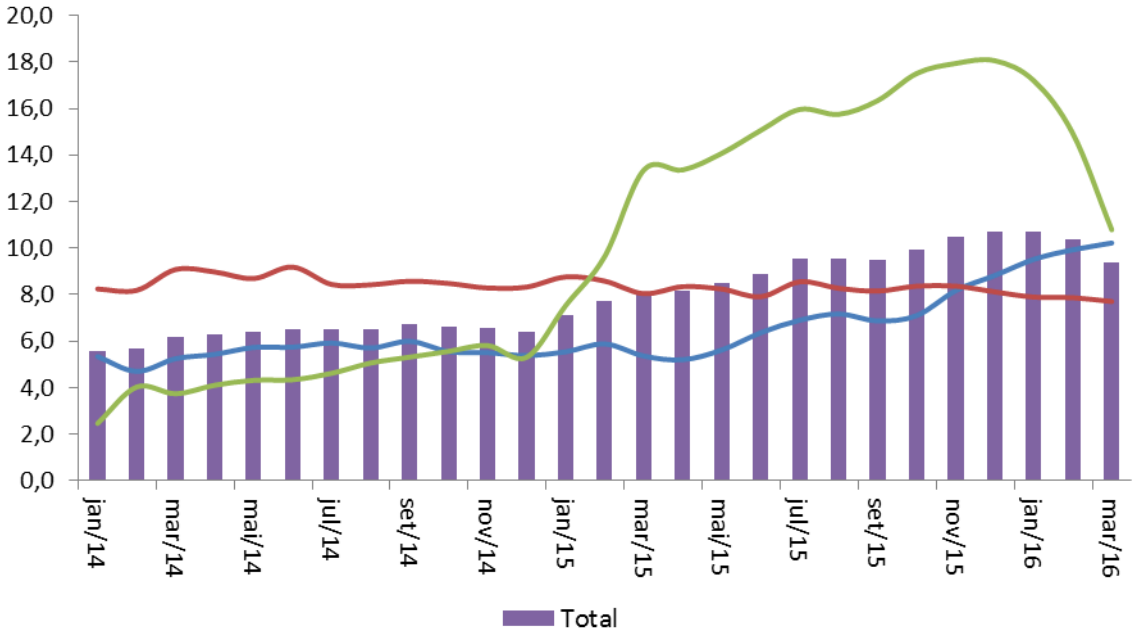
Fonte: IBGE e BCB.
Elaboração: IPEA/DIMAC/Gecon.

PREÇOS AO CONSUMIDOR E AO PRODUTOR

Na análise do IPCA por categoriais, exposta no gráfico 3, ressalta-se que mantendo a tendência ocorrida no último trimestre, onde a taxa de variação em 12 meses recuou de 18,1% em dezembro para 10,8%, em março, a queda nos preços administrados deve se consolidar nos próximos meses. O principal ponto de alívio, como já era esperado, virá do comportamento da energia elétrica, beneficiada pela melhora do cenário hidrológico, pela entrada em operação de novas usinas e pela baixa pressão da demanda por energia no país. De fato, esta conjunção de fatores possibilitou a troca da bandeira vermelha pela amarela, em março, e pela verde, em abril, garantindo uma descompressão sobre os reajustes das tarifas ao longo do ano, que, no entanto, ainda sofrerão a influencia dos empréstimos a serem pagos pelo setor elétrico.

Assim como a energia, o preço da gasolina que acumula alta de 12,7% nos últimos 12 meses, encerrados em março, também devem contribuir favoravelmente para a trajetória de queda dos preços administrados, uma vez que mesmo sob efeito da forte valorização cambial, a queda dos preços internacionais ajuda, a princípio, a manter as margens do setor sem a necessidade de repasse nos preços ao consumidor. Em sentido contrário, os aumentos dos planos de saúde e dos produtos farmacêuticos deve impedir uma queda mais acentuada dos itens administrados, pois a composição dos seus reajustes levam em conta a desvalorização cambial e a alta da energia ao longo de 2015.

GRÁFICO 3
IPCA por Categorias
(Taxa de variação acumulada em 12 meses - %)

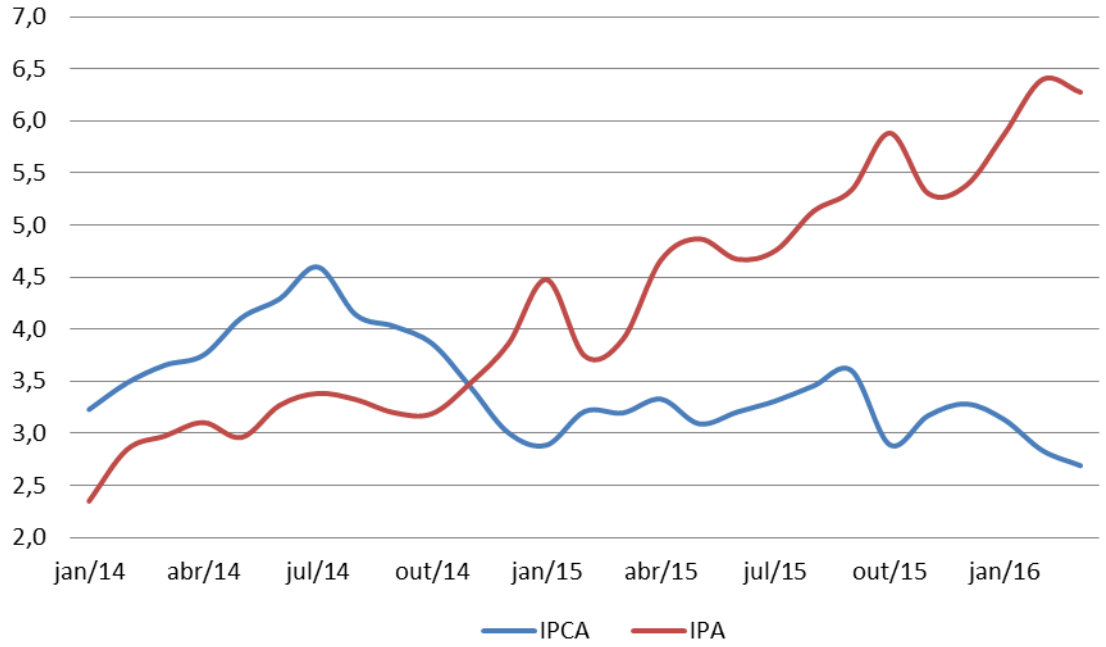


Fonte: IBGE e BCB.
Elaboração: IPEA/DIMAC/Gecon.

De modo similar, a expectativa para o restante também é de queda nas taxas de inflação dos preços livres, que devem se beneficiar de uma melhora na trajetória dos preços dos alimentos, além da dinâmica mais favorável dos bens de consumo duráveis e dos serviços, refletindo a retração do consumo das famílias.

No caso dos bens de consumo duráveis, nota-se que a despeito da forte desvalorização cambial, este conjunto de itens apresenta, no varejo, um comportamento muito favorável. Em março, no acumulado em 12 meses, esse subgrupo de bens recuou pelo terceiro mês consecutivo, e apontou alta de 2,7%, atingindo o menor patamar desde agosto de 2013, momento no qual este segmento se beneficiava da isenção do IPI. Em contraposição a esta desaceleração no varejo, os preços dos bens de consumo no atacado vem registrando altas contínuas desde o fim de 2015, indicando que grande parte do efeito do câmbio sobre os preços está concentrada nas mãos dos produtores que, diante de uma demanda em queda e de contração de crédito, não encontra espaço para repasses, agravando ainda mais a situação do setor industrial.

GRÁFICO 4
Bens de Consumo Duráveis – IPCA e IPA
(Taxa de variação em 12 meses - %)



Fonte: IBGE e FGV.
Elaboração: IPEA/DIMAC/Gecon.

Assim como vem ocorrendo com os bens de consumo, o baixo dinamismo da demanda interna, agravado pela deterioração das condições no mercado de trabalho, pode ser apontado como um dos principais fatores explicativos da recente desaceleração da inflação de serviços. Embora venha ocorrendo de forma muito mais lenta do que a necessária, e concentrada em alguns segmentos, os serviços já vem contribuindo, na margem, para o recuo nas taxas de variação do IPCA. No acumulado dos últimos 12 meses, a inflação de serviços recuou de 8,6% em julho de 2015 para 7,5% em março de 2016, beneficiada pelo comportamento mais favorável de praticamente todos os segmentos (tabela 1). Esta desaceleração, entretanto, já era esperada tendo em vista o processo contínuo de desaquecimento do mercado de trabalho que vem gerando um enfraquecimento da demanda.

TABELA 1
IPCA – Serviços Desagregados
(Taxa de variação em 12 meses - %)

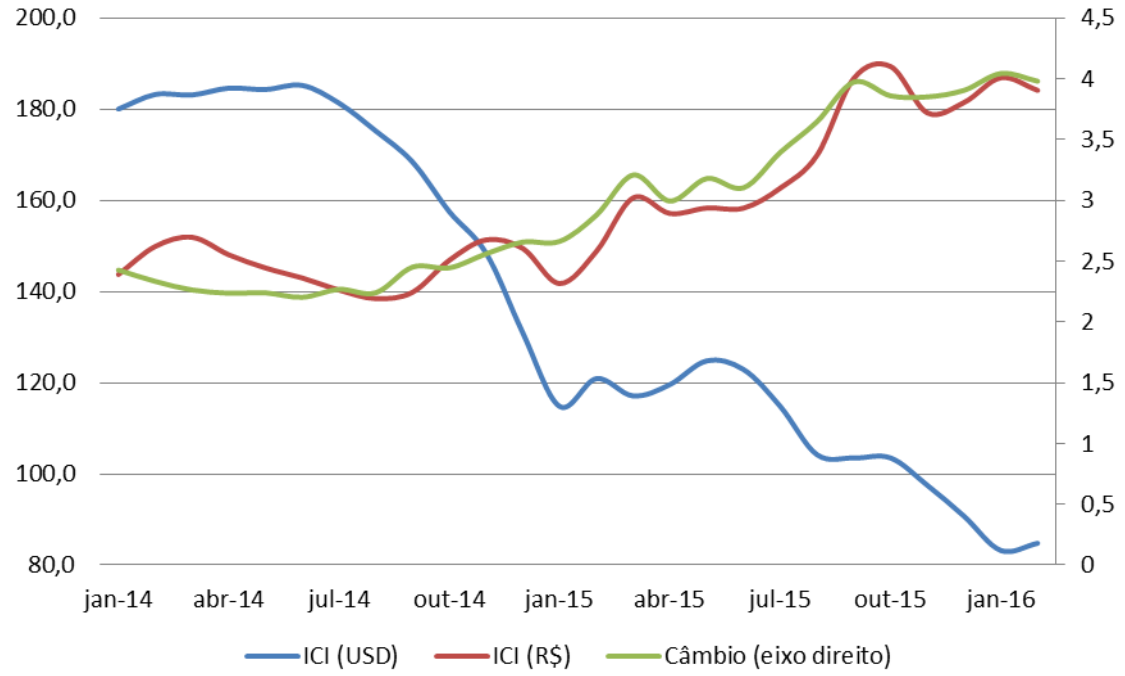
	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Alimentação	Total
abr/15	9,3	4,0	8,4	7,5	8,7	2,0	9,9	8,3
mai/15	9,1	3,9	8,8	6,9	8,7	2,2	9,9	8,2
jun/15	9,0	4,9	9,1	5,5	8,8	2,4	9,6	7,9
jul/15	8,6	11,2	9,1	6,1	8,8	2,6	9,8	8,6
ago/15	8,3	5,7	9,1	8,0	9,3	2,8	10,1	8,3
set/15	8,1	6,2	9,3	7,9	9,3	1,9	10,2	8,2
out/15	8,0	6,1	9,4	8,3	9,3	2,2	10,8	8,4
nov/15	8,1	4,5	8,8	8,3	9,4	3,0	11,1	8,4
dez/15	8,1	3,3	8,8	8,1	9,4	3,7	10,4	8,1
jan/16	7,4	3,4	9,1	7,6	9,2	3,5	10,5	7,9
fev/16	7,1	5,1	8,6	7,3	8,7	4,2	10,2	7,9
mar/16	6,8	6,9	6,6	7,1	8,4	4,7	7,4	7,5

Fonte: IBGE.
Elaboração: IPEA/DIMAC/Gecon.

A alta dos preços ao consumidor em 2015 poderia ter sido atenuada pelo comportamento favorável das *commodites* agrícolas e metálicas no mercado internacional. Entretanto, a expressiva desvalorização cambial fez com que este alívio fosse anulado. De acordo com o gráfico abaixo, verifica-se que desde a primeira metade de 2014, os preços das commodities em dólar vêm apresentando uma trajetória descendente, enquanto as cotações desses produtos no mercado doméstico apresentam uma aceleração, em linha com a apreciação da taxa de câmbio.

Esta desaceleração nos preços das c*ommodities* no mercado externo poderia, inclusive, ter aplacado a forte escalada dos preços administrados, tendo em vista que a queda na cotação do petróleo gerou uma retração no preço internacional da gasolina, que acabou não se traduzindo em queda de preços domesticamente.

GRÁFICO 5
Índice de Commodities e Taxa de câmbio



Fonte: FMI e BCB.
Elaboração: IPEA/DIMAC/Gecon.

Na margem, os índices de inflação ao consumidor já apresentam uma trajetória mais favorável. Em março, o IPCA apontou alta de 0,43%, recuando tanto em relação ao mês anterior (0,9%) quanto ao mesmo período de 2015 (1,3%). Com a incorporação deste resultado, a curva de inflação acumulada em 12 meses, declinou 1,0 p.p. entre fevereiro e março. Na decomposição do índice em março, verifica-se que dos nove grupos que compõem o índice, houve desaceleração em sete deles, com destaque para habitação, transportes e educação e comunicação.

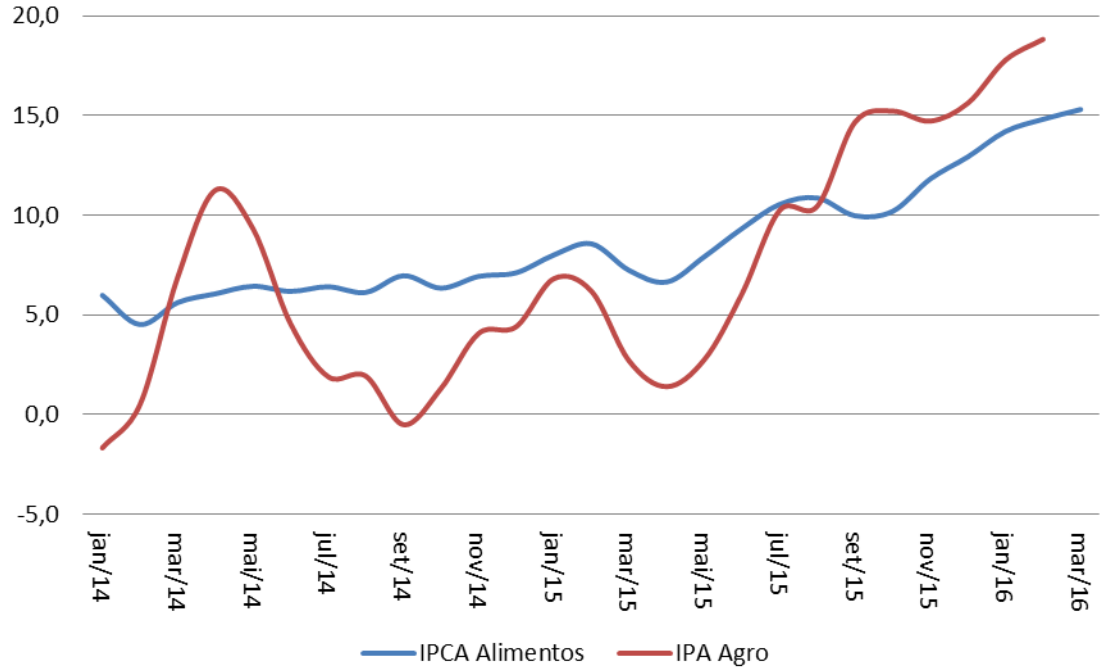
Em sentido oposto, o grupo “alimentação e bebidas” voltou a acelerar no último mês, pressionado pelo comportamento dos alimentos no domicílio, cuja alta de 1,6%, em marco, ante taxa de 1,3% em fevereiro, anulou os efeitos da descompressão no ritmo de crescimento da alimentação fora do domicílio, que recuou de 0,64% para 0,55%, na mesma base de comparação. Na desagregação deste grupo, constata-se que as maiores taxas de variação observadas nos últimos doze meses estão presentes na cadeia dos alimentos *in natura*, cuja principal explicação está relacionada às causas climáticas que alternaram períodos de estiagens prolongadas com outros de fortes chuvas. Mais recentemente, os aumentos nos custos dos fertilizantes, impactados pela apreciação da taxa de câmbio e do frete, pressionado

pela elevação do preço do diesel, também podem ser apontados como fatores de pressão sobre esses produtos.

No caso dos cereais, carnes, aves e seus derivados, a alta acumulada ao longo dos meses reflete principalmente a desvalorização cambial. Se por um lado, há o impacto sobre os custos de produção nas cadeias que utilizam insumos importados, como no caso do trigo, por outro, há o deslocamento de parte da produção doméstica para as exportações, retraindo a oferta desses alimentos no mercado interno, como vem acontecendo com o milho e as carnes. Adicionalmente, esta alta no preço dos cerais, também afeta diretamente os custos de produção das carnes, leites e ovos, tendo em vista que parte desses alimentos é utilizada para compor a ração dos animais. Deve-se ressaltar que esses fatores de pressão conjunturais – clima e câmbio - acabam por reforçar uma pressão sobre os preços dos alimentos, que já são impactados pelos altos custos de escoamento e armazenamento da produção, além da baixa qualificação da mão de obra rural.

Esta forte variação dos alimentos no varejo vem sendo acompanhada pela aceleração dos preços no atacado. Segundo o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), após registrarem uma inflação em 12 meses de 2,8% em maio de 2015, este conjunto de produtos veio acelerando sistematicamente, de modo que em março esta taxa foi de 17,98%, influenciada pela alta de 21,1% nas lavouras temporárias e 30,8% nas lavouras permanentes.

GRÁFICO 6
IPCA - Alimentos no domicílio e IPA Agrícola
(Taxa de variação em 12 meses - %)



Fonte: IBGE e FGV.
Elaboração: IPEA/DIMAC/Gecon.

Em relação à habitação, o recuo de 3,4%, na tarifa de energia elétrica ante queda de 2,9% em janeiro, e a diminuição da taxa de crescimento dos preços dos aluguéis (0,6% para 0,2% entre fevereiro e março) explicam a melhora no comportamento deste grupo. Já a queda de 0,72% nos preços das tarifas de transporte público formou o principal pontos de alívio sobre o grupo dos transportes. Por fim, o fim dos impactos dos reajustes dos preços das mensalidades escolares fez com que a variação do grupo educação retroagisse de 5,9% em fevereiro pra 0,6% em março.

TABELA 2
IPCA -15: Total e Grupos
(Variação - %)

	2015	fev/16	mar/16	Acum. Ano	Acum. 12 meses
Índice Geral	10,67	0,9	0,43	2,62	9,39
Alimentação e bebidas	12,01	1,06	1,24	4,65	13,25
Habitação	18,34	-0,15	-0,64	0,01	8,43
Artigos de residência	5,38	1,01	0,7	2,17	6,67
Vestuário	4,47	0,24	0,69	0,69	5,94
Transportes	10,17	0,62	0,16	2,56	8,08
Saúde e cuidados pessoais	9,20	0,94	0,78	2,55	10,21
Despesas pessoais	9,51	0,77	0,60	2,58	9,15
Educação	9,25	5,9	0,63	6,90	9,14
Comunicação	2,10	0,66	-1,65	-0,78	2,35

Fonte: IBGE.
Elaboração: IPEA/DIMAC/Gecon.

PERSPECTIVAS

Para o restante do ano, o balanço de riscos para a inflação coloca de um lado a manutenção do baixo dinamismo da atividade econômica e seus efeitos sobre o mercado de trabalho e consumo das famílias, além da já precificada desaceleração dos preços administrados e do cenário favorável de preços de *commodities*. Por outro lado, as incertezas em relação ao câmbio e à velocidade da retração da inflação de serviços, aliadas à possibilidade de um ajuste fiscal via aumento de impostos e a uma desancoragem de expectativas, podem limitar uma queda mais expressiva dos níveis de preços.

Deve-se salientar ainda que mesmo em um cenário de desaceleração do IPCA, este deve encerrar 2016, novamente, com uma taxa de variação acima do limite superior da banda inflacionária, mesmo em cenário de recessão continuada. De fato, a manutenção da inflação em patamares bem acima do estabelecido pelo sistema de metas, pode gerar um custo adicional à desinflação, uma vez que assim como vem ocorrendo com a regra de reajuste do salário mínimo, a indexação pode se disseminar nos demais preços da economia.

NOTA TÉCNICA

DECOMPOSIÇÃO DA TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB PELO LADO DA DEMANDA: UMA METODOLOGIA ALTERNATIVA

José Bruno Fevereiro[†]

A presente Nota Técnica pretende discutir o cálculo das contribuições dos componentes da demanda agregada para a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB). Para tal, primeiramente, será apresentada a metodologia usualmente utilizada, apontando suas limitações e equívocos habituais na interpretação de seus resultados. Em seguida será apresentada uma metodologia alternativa para o cálculo destas contribuições para a taxa de crescimento do PIB que visa contornar as limitações ressaltadas do método convencional. A terceira seção expõe, diante das limitações de dados disponíveis, os ajustes feitos nos dados originais para que fosse possível calcular as contribuições efetivas de cada componente de demanda para o período 2001-2015. A quarta seção apresenta os coeficientes de conteúdo importado para o período analisado. Já na quinta seção, são apresentadas as contribuições estimadas por ambas as metodologias, bem como alguns outros resultados pertinentes ao cálculo dessas. Por fim, a sexta seção traz algumas considerações finais e propostas para futuros trabalhos.

Em resumo, os cálculos feitos pelo método convencional mensuram as contribuições dos componentes da demanda final para o crescimento da oferta total (PIB + Importações) e não as contribuições para o crescimento do PIB como são usualmente interpretadas. A metodologia alternativa desenvolvida permite estimar as efetivas contribuições de cada componente da demanda agregada para o crescimento do PIB, pois as parcelas da demanda final de cada componente que foram supridas por produtos importados já são descontadas *a priori* do cálculo das contribuições de cada componente. Desse modo, a soma das contribuições dos componentes da demanda final (consumo das famílias, consumo do governo, investimento e exportações) será igual à taxa de crescimento do PIB, contornando, assim, a necessidade de imputar *a posteriori* uma contribuição para as importações para que a soma das contribuições se iguale ao crescimento do PIB, conforme é feito convencionalmente.

1- METODOLOGIA CONVENCIONAL

Usualmente, as contribuições dos componentes da demanda agregada para o crescimento do PIB são calculadas a partir da primeira identidade contábil em que:

$$Renda \equiv Produto \equiv Despesa$$

Dessa identidade temos que:

[†] Pesquisador do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

$$Y = C + I + G + X - M \qquad (1)$$

Assumindo que o crescimento real do PIB (Y) seja determinado pelo crescimento real das variáveis do lado direito da equação (1), pode-se utilizar os dados disponibilizados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para decompor a taxa de crescimento do PIB em termos da soma entre as contribuições do consumo das famílias (C), do governo (G), do investimento (I), das exportações (X) e das importações (M). Para tal, multiplica-se a taxa de variação das variáveis do lado direito da equação (1) pelos seus respectivos pesos no PIB, tal que sua taxa de variação percentual (representada por g_Y) possa ser obtida a partir da equação abaixo[1]:

$$g_Y = g_C\left(\frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_I\left(\frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_G\left(\frac{G_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_X\left(\frac{X_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) - g_M\left(\frac{M_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) \qquad (2)$$

Por não levar em conta o fato que as importações são na realidade uma variável de oferta e que parte da demanda final é na realidade atendida por oferta de bens e serviços importados, a soma das contribuições dos componentes que são efetivamente de demanda final é superior (inferior) ao PIB sempre que há um(a) aumento (redução) nas importações do país. O que não fica claro em diversas análises é que as contribuições estimadas por esse método para as variáveis de demanda são na realidade muito mais uma estimativa das contribuições para o crescimento da oferta total do que para o crescimento do PIB, que é como são habitualmente interpretadas[2]:

$$g_Y + g_M\left(\frac{M_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) = g_C\left(\frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_I\left(\frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_G\left(\frac{G_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_X\left(\frac{X_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) \qquad (3)$$

Apesar da evidente limitação, a metodologia convencional pode ser interpretada, no entanto, como uma primeira aproximação considerando os dados disponíveis no âmbito das Contas Nacionais Trimestrais e mesmo nas Tabelas de Recursos e Usos (TRUs), divulgadas junto com as Contas Nacionais Anuais[3], elaboradas pelo IBGE. Uma vez que, nestas bases de dados não são divulgadas informações sobre os usos/destinos das importações[4], de modo que seja possível observar diretamente o conteúdo importado existente nos gastos de consumo das famílias, investimento, consumo do governo e exportações. As informações necessárias para um cálculo mais apurado estão disponíveis apenas nas Matrizes Insumo-Produto (MIPs), cuja disponibilidade ocorre apenas para um ano de referencia e sua divulgação é feita sempre com uma defasagem temporal considerável, sendo a última MIP divulgada pelo IBGE, ainda no âmbito do SCN referência 2000, se refere ao ano de 2005. No entanto, diversos esforços de pesquisa já foram realizados para atualizar as MIPs para anos mais recentes utilizando as informações constantes nas TRUs como Neves (2013), Martinez (2014, 2015), Guilhoto e Sesso Filho (2010).

Em suma, a crítica a metodologia convencional aqui exposta consiste no fato desta metodologia dar um tratamento inadequado a importação. Esta, apesar de ser uma

[1] As taxas de crescimento nesse trabalho serão representadas sempre pela letra g.

[2] A rigor, não se tratam sequer das contribuições para o crescimento da oferta total uma vez que deveriam ser utilizados os pesos dos componentes na oferta total (Y + M) e não no PIB, como é utilizado.

[3] Em geral com uma defasagem de 2 anos.

[4] O que ocorre apenas para a produção nacional.

variável de oferta (assim como o PIB), recebe o mesmo tratamento que as variáveis de demanda, i.e. seu crescimento (queda) contribuiria negativamente (positivamente) para o crescimento do PIB. As contribuições dos componentes da demanda calculadas por esse método acabam por não distinguir o crescimento da demanda por bens e serviços domésticos de bens e serviços importados, superestimando (subestimando) a contribuição desses componentes para o crescimento do PIB sempre que há um(a) crescimento(queda) nas importações. No fim, para que a soma das contribuições seja igual a taxa de crescimento do PIB é preciso descontar o crescimento das importações de maneira *ad hoc*. Para realizar um cálculo mais correto das efetivas contribuições dos diferentes componentes da demanda final para o crescimento do PIB, é fundamental mensurar o conteúdo doméstico e importado presentes em cada gasto da demanda agregada (e a variação destes). Em outras palavras, é preciso separar do crescimento do consumo das famílias, por exemplo, o que foi crescimento da demanda por bens e serviços de origem doméstica do que foi crescimento da demanda por bens e serviços de origem importada. Portanto, com o intuito de evitar as limitações aqui expostas do método convencional, a próxima seção desenvolve um método alternativo de decomposição do crescimento do PIB pelo lado da demanda.

2- METODOLOGIA ALTERNATIVA[5]

Como ponto de partida, ao invés de se trabalhar com a primeira identidade contábil, convém utilizar como marco contábil a identidade:

$$Oferta\ Total \equiv\ Demanda\ Total$$

Subtraindo o consumo intermediário da produção doméstica e da demanda total de ambos os lados da equação temos que:

$$Y + M = C + I + G + X \qquad (4)$$

Desse modo, a demanda (oferta) final pode ser dividida em termos de conteúdo nacional (d) e conteúdo importado (m):

$$d = \frac{Y}{C+I+G+X}; \quad (5) \qquad m = \frac{M}{C+I+G+X} \quad (6)$$

$$\text{tal que:} \qquad d + m = 1$$

A partir dessa constatação, a primeira identidade contábil do PIB pode ser rescrita na seguinte forma[6]:

$$Y = (1 - m)(C + I + G + X) \qquad (7)$$

Essa formulação é a utilizada no trabalho desenvolvido por Lara (2015) para o Brasil. No entanto, como o próprio autor ressalta, cada componente da demanda agregada possui um coeficiente de conteúdo importado distinto. Como será visto nos resultados apresentados, essa é uma distinção importante uma vez que os conteúdos importados de cada componente da demanda final são bastante distintos entre si, sendo, via de regra,

[5] A metodologia aqui desenvolvida parte da crítica e das sugestões feitas nos trabalhos de Serrano (2008), Palley (2009) e Freitas e Dweck (2013).

[6] Analogamente pode se escrever a equação (7) como: $Y = d(C + I + G + X)$

maiores nos gastos de investimento e exportações, pois se tratam basicamente de gastos em bens comercializáveis, e menores nos gastos de consumo do governo, cuja natureza é majoritariamente composta por gastos em serviços (e bens não-comercializáveis). Portanto, é de suma importância que a equação (6) seja reescrita na forma de uma média ponderada dos conteúdos importados de cada componente da despesa:

$$\frac{M}{Df} = m = \alpha\frac{C}{Df} + \beta\frac{I}{Df} + \gamma\frac{G}{Df} + \delta\frac{X}{Df} \qquad (8)$$

com $\alpha = \frac{C_m}{C};\ \beta = \frac{I_m}{I};\ \gamma = \frac{G_m}{G};\ \delta = \frac{X_m}{X};$

$$M = C_m + I_m + G_m + X_m$$

$$Df = C + I + G + X$$

Em que $C_m;\ I_m;\ G_m;\ X_m$ representam os respectivos conteúdos importados presentes em cada componente da demanda.

Rearranjando os termos da equação (7) chega-se por fim[7]:

$$Y = (1-\alpha)C + (1-\beta)I + (1-\gamma)G + (1-\delta)X \qquad (9)$$

Em que o PIB é obtido através da soma do conteúdo doméstico dos respectivos componentes da demanda final. Por sua vez, as contribuições para o crescimento do PIB pelo lado da demanda são dadas pelas equações (10) abaixo[8]:

$$g_Y = \underbrace{g_C^*\left(\frac{(1-\alpha_{t-1})C_{t-1}}{Y_{t-1}}\right)}_{\substack{Contribuição\ do\ consumo\\ das\ famílias}} + \underbrace{g_I^*\left(\frac{(1-\beta_{t-1})I_{t-1}}{Y_{t-1}}\right)}_{\substack{Contribuição\ da\ formação\\ bruta\ de\ capital}} + \underbrace{g_G^*\left(\frac{(1-\gamma_{t-1})G_{t-1}}{Y_{t-1}}\right)}_{\substack{Contribuição\ do\ consumo\\ do\ governo}} + \underbrace{g_X^*\left(\frac{(1-\delta_{t-1})X_{t-1}}{Y_{t-1}}\right)}_{\substack{Contribuição\ das\\ Exportações}}$$

com $g_C^* = \frac{\Delta((1-\alpha)C)_{t,t-1}}{(1-\alpha)C_{t-1}};$ $\quad g_I^* = \frac{\Delta((1-\beta)I)_{t,t-1}}{(1-\beta)I_{t-1}}$

$g_G^* = \frac{\Delta((1-\gamma)G)_{t,t-1}}{(1-\gamma)G_{t-1}};$ $\quad g_X^* = \frac{\Delta((1-\delta)X)_{t,t-1}}{(1-\delta)X_{t-1}}$

- *Lidando com as importações de intermediários:*

Os valores dos coeficientes de conteúdo importado por componente da demanda final, no entanto, não podem ser obtidos de modo direto, uma vez que diferentemente dos demais componentes da demanda doméstica os dados de importações incluem bens e serviços intermediários. Para lidar com essa questão, a metodologia aqui desenvolvida propõe estender para os demais componentes da demanda final a metodologia presente na recente literatura de comércio internacional em termos de valor adicionado (como Yamano e Mirodout, 2011; Johnson e Nogueira, 2012; UNCTAD, 2013), que utiliza as matrizes insumo-produto para auferir o conteúdo importado presente nas exportações de diversos países.

---

[7] As importações, por sua vez, podem ser decomposta em: $M = \alpha C + \beta I + \gamma G + \delta X$

[8] As contribuições para o crescimento das importações pelo lado da demanda por sua vez é dada pela seguinte expressão:

$$\Delta M_{t,t-1} = g_C^{(\alpha)}\left(\frac{\alpha_{t-1}C_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_I^{(\beta)}\left(\frac{\beta_{t-1}I_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_G^{(\gamma)}\left(\frac{\gamma_{t-1}G_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) + g_X^{(\delta)}\left(\frac{\delta_{t-1}X_{t-1}}{Y_{t-1}}\right)$$

Seguindo Bussière et. al (2013) a partir das informações constantes na matriz insumo produto é possível desagregar as importações em bens/serviços finais (M^{fin}) e bens/serviços intermediários (M^{int}):

$$M = M^{fin} + M^{int} \qquad (11)$$

Enquanto as importações de bens finais já vêm desagregadas segundo os diferentes componentes da demanda final, a alocação da importação de intermediários[9] é dada pelo seguinte vetor coluna[10]:

$$M^{int} = A^{m}(I - A^{n})^{-1}F^{d} \qquad (12)$$

Em que:

A^{m} = matriz (de ordem n x n) que contém os coeficientes de insumos importados (a^{m}) do setor i necessários para produzir uma unidade de produto no setor j.

$(I - A^{n})^{-1}$ = matriz inversa de Leontieff (de ordem n x n) que é matriz de requerimentos totais (diretos e indiretos) que indica a relação entre a quantidade de produto bruto total necessário para suprir uma unidade de demanda final.

F^{d} = vetor coluna (n x 1) com a demanda final pela produção doméstica de cada setor.

Para obter a importação de intermediários embutidos na demanda final de cada componente do gasto basta substituir F^{d} pelo respectivo vetor coluna de cada componente da demanda final. De modo que a equação (12) pode ainda ser desagregada em[11]:

$$M_{C}^{int} = A^{m}(I - A^{n})^{-1}C^{d} \qquad (13.1)$$

$$M_{G}^{int} = A^{m}(I - A^{n})^{-1}G^{d} \qquad (13.2)$$

$$M_{FBK}^{int} = A^{m}(I - A^{n})^{-1}FBK^{d} \qquad (13.3)$$

$$M_{X}^{int} = A^{m}(I - A^{n})^{-1}X^{d} \qquad (13.4)$$

Uma vez de posse de cada vetor coluna esses são somados, de modo que se obtenha um escalar que, por sua vez é somado a respectiva importação de bens finais, para, assim, enfim poder obter o conteúdo importado embutido nos diferentes componentes da demanda final, i.e. obter estimativas para os coeficientes α, β, γ, δ:

$$\alpha = \frac{C_{m}^{fin} + C_{m}^{int}}{Y} \qquad (14.1) \qquad \beta = \frac{FBK_{m}^{fin} + FBK_{m}^{int}}{Y} \qquad (14.2)$$

$$\gamma = \frac{G_{m}^{fin} + G_{m}^{int}}{Y} \qquad (14.3) \qquad \delta = \frac{X_{m}^{fin} + X_{m}^{int}}{Y} \qquad (14.4)$$

[9] Que responde por cerca de 70% da pauta de importação do Brasil no período analisado.

[10] Seguindo a literatura internacional, assume-se como hipótese simplificadora que os usos dos produtos importados intermediários têm destinos similares que a produção nacional, i.e. sua demanda entre os setores é distribuída nas mesmas proporções que os insumos nacionais, o que validaria a utilização da matriz inversa de Leontieff doméstica nesse caso.

[11] A partir desse ponto, de modo a não confundir com a notação da matriz Identidade, a variável Investimento será representada pela sigla FBK, i.e. Formação Bruta de Capital.

3- AJUSTES NA BASE DE DADOS

Como anteriormente mencionado objetivo desta nota técnica é mensurar as contribuições efetivas do crescimento dos diferentes componentes da demanda final para o crescimento do PIB para o período compreendido de 2001 a 2015. Para o período de 2001 e 2009 foi utilizada a série de matrizes insumo-produto atualizadas por Neves (2013), período para o qual foi possível calcular os coeficientes de conteúdo importado por cada componente da demanda final. Essas matrizes insumo-produto disponíveis foram construídas com base no SCN referencia 2000, ao passo que na divulgação do novo SCN referencia 2010, os valores, as respectivas taxas de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada foram retropolados até 2000 e, com isso, os resultados foram ligeiramente alterados. Para reconciliar as contribuições calculadas com as respectivas taxas de crescimento do PIB, segundo o SCN referencia 2010, a diferença nas taxas de crescimento do PIB no período 2000-2009 foi distribuída nas contribuições de cada componente da demanda agregada de acordo com o peso de cada um no PIB.

Para o período 2010-2015 não há matrizes insumo-produto atualizadas, logo não é possível, a principio, obter os valores dos coeficientes de conteúdo importado de cada componente da demanda final. Para suprir essa lacuna de dados, estimamos um coeficiente de importação no PIB (m_t^{est}) utilizando os coeficientes de conteúdo importado de 2009 e as participações efetivas de cada componente da demanda agregada na demanda final no ano *t*:

$$m_t^{est} = \alpha_{2009}\left(\frac{C_t}{Df_t}\right)^{eff} + \beta_{2009}\left(\frac{FBK_t}{Df_t}\right)^{eff} + \gamma_{2009}\left(\frac{G_t}{Df_t}\right)^{eff} + \delta_{2009}\left(\frac{X_t}{Df_t}\right)^{eff} \qquad (15)$$

Para que a aditividade das contribuições calculadas continue valendo foi necessário ajustar as estimativas de conteúdo importado de cada componente. Para tal, o coeficiente da diferença entre o coeficiente de importação efetivo e o estimado foi distribuído pelas estimativas do conteúdo importado de cada componente de acordo com o peso de cada componente da demanda final na importação total (ver tabela 4):

$$dif_{est}^{eff} = m_t^{eff} - m_t^{est} \qquad (16)$$

$$\alpha_t^{adj} = \alpha_{2009}\left(\frac{\alpha_{2009}\left(\frac{C_t}{Df_t}\right)^{eff} + \left(dif_{est}^{eff} * \frac{C_m^{2009}}{M^{2009}}\right)}{\alpha_{2009}\left(\frac{C_t}{Df_t}\right)^{eff}}\right) \qquad (17.1)$$

$$\beta_t^{adj} = \beta_{2009}\left(\frac{\beta_{2009}\left(\frac{FBK_t}{Df_t}\right)^{eff} + \left(dif_{est}^{eff} * \frac{FBK_m^{2009}}{M^{2009}}\right)}{\beta_{2009}\left(\frac{FBK_t}{Df_t}\right)^{eff}}\right) \qquad (17.2)$$

$$\gamma_t^{adj} = \gamma_{2009}\left(\frac{\gamma_{2009}\left(\frac{G_t}{Df_t}\right)^{eff} + \left(dif_{est}^{eff} * \frac{G_m^{2009}}{M^{2009}}\right)}{\gamma_{2009}\left(\frac{G_t}{Df_t}\right)^{eff}}\right) \qquad (17.3)$$

$$\delta_t^{adj} = \delta_{2009}\left(\frac{\gamma_{2009}\left(\frac{G_t}{Df_t}\right)^{eff} + \left(dif_{est}^{eff} * \frac{G_m^{2009}}{M^{2009}}\right)}{\gamma_{2009}\left(\frac{G_t}{Df_t}\right)^{eff}}\right) \qquad (17.4)$$

tal que:

$$m_t^{eff} = m_t^{adj} = \alpha_t^{adj}\left(\frac{C_t}{Df_t}\right)^{eff} + \alpha_t^{adj}\left(\frac{FBK_t}{Df_t}\right)^{eff} + \alpha_t^{adj}\left(\frac{G_t}{Df_t}\right)^{eff} + \alpha_t^{adj}\left(\frac{X_t}{Df_t}\right)^{eff} \qquad (18)$$

A partir desses coeficientes de conteúdo importado ajustados, a equação (9) é calculada a preços correntes e a preços do ano anterior para o período 2010-2015, de modo que seja possível obter as estimativas das contribuições para o crescimento do PIB de cada componente da demanda agregada compatíveis com a equação (10), ou seja, em que as participações dos bem e serviços importados na demanda final de cada componente já foram descontadas.

4- COEFICIENTES DE CONTEÚDO IMPORTADO POR COMPONENTE DA DEMANDA FINAL

Como discutido na seção metodológica, a variável essencial para o cálculo das efetivas contribuições dos componentes da demanda final para o crescimento do PIB são os coeficientes de conteúdo importado de cada componente. Os coeficientes estimados para o período 2001 a 2015, apresentados na tabela 1, revelam a importância do esforço realizado para desagregar o coeficiente de conteúdo importado da economia total[12], uma vez que os valores para cada tipo de gasto se mostram bastante distintos. Na tabela são apresentados os coeficientes tanto a preços correntes, quanto a preços do ano anterior, dado que a alteração desses de um ano para o outro influenciam as contribuições estimadas.

TABELA 1:
Coeficientes de conteúdo importado por componente da demanda final

Ano	Consumo das famílias (α)		Consumo do governo (β)		Formação bruta de capital (γ)		Exportações (δ)		Oferta total (m)	
	Preços do ano anterior	Preços correntes	Preços do ano anterior	Preços correntes	Preços do ano anterior	Preços correntes	Preços do ano anterior	Preços correntes	Preços do ano anterior	Preços correntes
2000		0,093		0,034		0,194		0,160		0,111
2001	0,092	0,104	0,035	0,040	0,204	0,225	0,155	0,174	0,113	0,127
2002	0,092	0,098	0,038	0,042	0,201	0,213	0,151	0,160	0,109	0,118
2003	0,096	0,095	0,039	0,037	0,206	0,204	0,159	0,154	0,116	0,115
2004	0,099	0,096	0,038	0,038	0,218	0,209	0,160	0,155	0,119	0,116
2005	0,100	0,088	0,039	0,034	0,225	0,193	0,159	0,144	0,120	0,106
2006	0,103	0,090	0,037	0,033	0,215	0,197	0,161	0,144	0,118	0,104
2007	0,099	0,095	0,038	0,034	0,219	0,188	0,153	0,152	0,116	0,107
2008	0,101	0,107	0,037	0,038	0,212	0,201	0,152	0,166	0,118	0,121
2009	0,101	0,090*	0,036	0,032*	0,211	0,197*	0,148	0,124*	0,113	0,101*
2010	0,107*	0,091*	0,038*	0,032*	0,225*	0,199*	0,146*	0,126*	0,123*	0,105*
2011	0,096*	0,095*	0,034*	0,033*	0,206*	0,204*	0,131*	0,130*	0,110*	0,109*
2012	0,094*	0,101*	0,033*	0,036*	0,204*	0,216*	0,129*	0,138*	0,108*	0,116*
2013	0,104*	0,107*	0,037*	0,038*	0,221*	0,227*	0,142*	0,146*	0,120*	0,123*
2014	0,107*	0,108*	0,038*	0,038*	0,227*	0,228*	0,146*	0,147*	0,121*	0,122*
2015	0,099*	0,113*	0,035*	0,040*	0,217*	0,248*	0,136*	0,151*	0,110*	0,125*

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Neves (2013) e do Sistema de Contas Nacionais (IBGE)
*Valores ajustados a partir dos coeficientes de 2009, obtido de acordo com SCN ref. 2000, e do coeficiente da oferta total para o respectivo ano conforme descrito nas equações (15) a (18).

O componente de demanda agregada que possuí o maior coeficiente de conteúdo importado é a formação bruta de capital (FBK), cujo valor oscilou em torno de 0,20, o

[12] Ao invés de utilizar o coeficiente médio da economia (m) para todos os componentes da demanda agregada, tal qual feito por Lara (2015).

que indica que aproximadamente 20% da demanda final para investimento é suprida por bens de origem importada. O segundo componente da demanda final com maior conteúdo importado é o das exportações, cujo coeficiente oscilou entre 0,174 (2001) e 0,124 (2009). Por ser o componente de demanda com maior peso, o coeficiente do consumo das famílias é bem próximo ao da média da economia. Já o coeficiente do consumo do governo são os menores devido às características intrínsecas dos seus gastos, que são majoritariamente composto por serviços, que são essencialmente não-comercializáveis.

5- RESULTADOS:

As contribuições pelo o crescimento do PIB pelo lado da demanda, estimadas por ambas as metodologias, para o período de 2001 a 2015 são apresentadas na tabela 1[13]. Em linhas gerais, pode se dizer que a metodologia alternativa desenvolvida busca distribuir à contribuição imputada as importações pelos componentes da demanda final levando em consideração a diferença nos coeficientes de conteúdo importado de cada componente da demanda agregada apresentados na tabela 3. Desse modo, obteve-se a real contribuição do crescimento dessas variáveis para o crescimento do PIB, i.e. descontando a parcela do crescimento dessas que, na realidade, contribuíram para o crescimento das importações.

TABELA 2:
Contribuições para o crescimento do PIB pelo lado da demanda

Ano	Convencional							Proposta			
	Consumo das famílias (em p.p.)	Consumo do governo (em p.p.)	Formação bruta de capital (em p.p.)	Exportações (em p.p.)	Importações (em p.p.)	Exportações Líquidas (em p.p.)	PIB (%)	Consumo das famílias (em p.p.)	Consumo do governo (em p.p.)	Formação bruta de capital (em p.p.)	Exportações (em p.p.)
2001	0,50	0,49	-0,12	0,94	-0,41	0,53	**1,39**	0,44	0,45	-0,32	0,82
2002	0,85	0,74	-1,27	0,80	1,94	2,74	**3,05**	1,74	0,75	-0,46	1,02
2003	-0,34	0,32	-0,47	1,57	0,06	1,63	**1,14**	-0,24	0,36	-0,28	1,30
2004	2,43	0,74	1,74	2,20	-1,34	0,85	**5,76**	2,08	0,71	1,16	1,80
2005	2,66	0,37	-0,45	1,60	-0,98	0,62	**3,20**	2,20	0,34	-0,62	1,29
2006	3,20	0,67	1,46	0,74	-2,10	-1,37	**3,96**	2,12	0,60	0,83	0,40
2007	3,85	0,77	2,84	0,89	-2,28	-1,39	**6,07**	2,93	0,66	1,84	0,64
2008	3,87	0,39	2,82	0,05	-2,04	-1,98	**5,09**	3,06	0,30	1,71	0,02
2009	2,66	0,55	-3,13	-1,25	1,04	-0,21	**-0,13**	2,78	0,58	-2,67	-0,81
2010	3,86	0,77	5,41	1,27	-3,79	-2,51	**7,53**	2,42	0,61	3,65	0,84
2011	2,86	0,43	1,22	0,51	-1,11	-0,60	**3,91**	2,33	0,38	0,81	0,39
2012	2,11	0,43	-0,56	0,03	-0,09	-0,06	**1,92**	1,92	0,41	-0,45	0,03
2013	2,13	0,28	1,27	0,28	-0,95	-0,67	**3,01**	1,71	0,24	0,87	0,19
2014	0,55	0,26	-0,68	-0,12	0,14	0,02	**0,15**	0,52	0,25	-0,53	-0,10
2015	-2,49	-0,20	-3,82	0,68	1,99	2,67	**-3,85**	-1,72	-0,13	-2,72	0,73

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Neves (2013) e do Sistema de Contas Nacionais (IBGE)

[13] De modo a compatibilizar os resultados de 2001 a 2013, baseados nas Contas Nacionais anuais, com os resultados de 2013 a 2015, baseados nas Contas Nacionais Trimestrais, o consumo das ISFLSF presente nas contas nacionais anuais foi agregado ao consumo das famílias e desse modo compatibilizar os resultados com a série de consumo das famílias presente nas Contas Nacionais Trimestrais.

Diante do exposto, não é de se estranhar que a diferença nas contribuições dos componentes de demanda nos dois métodos seja maior quanto maior for a contribuição das importações para o crescimento do PIB na metodologia convencional, ou seja, quanto maior o conteúdo nacional do particular componente da demanda final. Em 2002, por exemplo, o PIB cresceu 3,05% na metodologia convencional a contribuição do crescimento do consumo das famílias foi de 0,85 p.p. ao passo que na metodologia aqui desenvolvida a contribuição foi de 1,74 p.p.. Esse resultado reflete o fato de que a taxa de crescimento do consumo das famílias por produtos domésticos foi muito maior do que a taxa de crescimento do consumo das famílias (que inclui a demanda por importados). Vale lembrar que o ano de 2002 foi marcado por uma forte desvalorização cambial que inibiu a demanda por importados em todas as categorias de uso, o que se refletiu na contribuição positiva de 1.94 p.p. das importações na metodologia convencional. Por outro lado, temos o exemplo de 2007, ano no qual o PIB cresceu 6,07%: na metodologia convencional a taxa de crescimento da FBK aponta para uma contribuição positiva de 2,84 p.p., porém, uma parcela significativa desse aumento no Investimento foi na realidade suprido por bens importados, de modo que na realidade a contribuição da FBK para o crescimento da produção doméstica foi de 1,84 p.p.. Já a pequena diferença observada nas contribuições do consumo do governo nas duas metodologias decorre dos baixos coeficientes de conteúdo importado desse componente da despesa (inferior a 5% do gasto em todo o período analisado, ver tabela 3).

A comparação entre os resultados de 2010 e 2011 da contribuição do consumo das famílias também demonstra a relevância da metodologia proposta. Na metodologia convencional a redução na taxa de crescimento do PIB é em boa medida explicada pela redução no crescimento do consumo das famílias de modo que a contribuição para o crescimento deste cai de 3,77 p.p., em 2010, para 2,89 p.p., em 2011. Na metodologia alternativa, por sua vez, a contribuição para o crescimento passa de 2,42 p.p., em 2010, para 2,33 p.p., em 2011, uma queda muito inferior a da metodologia tradicional – o que reflete que a maior parte do menor crescimento do consumo das famílias em 2011 se deu na demanda por bens de origem importada. Desse modo, a desaceleração do PIB ocorrida no período, cuja taxa de crescimento caiu de 7,53% para 3,91%, não pode ser atribuída ao consumo das famílias, mas à redução nas taxas de crescimento da demanda por bens e serviços domésticos ocorrida nos demais componentes da demanda final.

Uma vez feitas as comparações entre as duas metodologias, cabe ainda analisar o que as contribuições auferidas pela metodologia alternativa nos dizem sobre a trajetória do crescimento econômico no Brasil no período. Para tal, os resultados apresentados na tabela 2 foram divididos em 3 períodos distintos. A tabela 3 apresenta a média das contribuições para o crescimento do PIB pelo lado da demanda ao ano. O primeiro, 2001 a 2005, foi marcado por um padrão de crescimento puxado principalmente pelas exportações, cuja contribuição ao crescimento do PIB (1,25 p.p.) foi igual a do consumo das famílias (1,25 p.p.) a despeito do peso das exportações no PIB ser bastante inferior. Pelo lado negativo, chama à atenção a contribuição média negativa da FBK (-0,11 p.p.).

O segundo subperíodo, 2006-2010, é marcado por uma aceleração do crescimento do PIB, puxada principalmente pela demanda interna. Este passa de um

crescimento médio de 2,91% a.a. entre 2001 e 2005 para 4,51% a.a. no segundo subperíodo. A aceleração desse crescimento é explicada, pelo lado da demanda, por uma aceleração nas taxa de crescimento do consumo das famílias, cuja contribuição (em média) aumentou para 2,62 p.p., e da FBK, cuja contribuição média foi de 1,07 p.p.. Apesar da maior taxa de crescimento do PIB a contribuição do Consumo do governo permanece praticamente inalterada tendo passado de 0,52 p.p. no primeiro subperíodo para 0,55 p.p. entre 2006-2010. Por fim, a contribuição média das exportações teve uma forte redução caindo para apenas 0,22 p.p..

TABELA 3:
Média (a.a.) das contribuições para a taxa de crescimento do PIB pelo lado da demanda

Período	Consumo das famílias (em p.p.)	Consumo do governo (em p.p.)	Formação bruta de capital (em p.p.)	Exportações (em p.p.)	PIB (em %)
2001-2005	1,25	0,52	(0,11)	1,25	2,91
2006-2010	2,66	0,55	1,07	0,22	4,51
2011-2015	0,95	0,23	(0,40)	0,25	1,03

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Neves (2013) e do Sistema de Contas Nacionais (IBGE)

O terceiro subperíodo, 2011-2015, foi marcado pela forte desaceleração na taxa de crescimento do PIB, que terminou na queda observada em 2015 de -3,8%. Destaca-se que a contribuição do consumo do governo, ao contrário do observado na passagem entre o primeiro e o segundo subperíodo, acompanhou a tendência do PIB caindo de uma contribuição média de 0,55 p.p. para 0,23 p.p.. A queda na contribuição média do consumo do governo foi acompanhada ainda por expressivas quedas nas contribuições médias do consumo das famílias e da FBK para 0,96 p.p. e –0,40 p.p., respectivamente. Por fim, a contribuição média das exportações se manteve em patamar similar ao registrado no subperíodo anterior, 0,25 p.p., sendo que esse resultado foi positivamente afetado pela expressiva contribuição positiva registrada em 2015 (0,73 p.p.).

Por fim, um último dado que emerge do estudo realizado é participação dos componentes da demanda final na importação total, uma vez distribuídos o peso da importação de intermediários[14]. Apesar de apresentar um coeficiente de conteúdo importado significativamente inferior ao do investimento e das exportações (ver tabela 1), o consumo das famílias emerge como destino final de quase 48,1%, em média, do total importado no país no período estudado – como mostra a tabela 4. Por sua vez, a FBK correspondeu por 31,1%, em média, e as exportações por 15,2%, em média, da importação total.

O maior crescimento da FBK observado a partir de 2005 refletiu-se num aumento na participação deste componente na importação total até 2010, período no qual a participação passa de 27,6% para 36,8% do total. A contrapartida desse movimento, por sua vez, foi a queda na participação das Exportações, cuja participação

[14] Para mais detalhes sobre esse procedimento o leitor é remetido a seção metodológica, equações (11) a (14).

cai de 20,1% em 2004 para apenas 11,5% em 2010[15]. Por fim, a forte recessão observada no ano de 2015, cuja queda na taxa de crescimento da FBK foi um dos traços mais marcantes, refletiu-se na queda de 3,8 p.p. na participação deste componente nas importações totais entre 2014 e 2015.

TABELA 4
Distribuição da Importação segundo os componentes da demanda final
(em %)

Ano	Consumo das famílias	Consumo do governo	Formação bruta de capital	Exportações	PIB
2000	51,1%	5,5%	29,9%	13,5%	100,0%
2001	49,5%	5,8%	29,8%	15,6%	100,0%
2002	48,3%	6,8%	27,2%	17,8%	100,0%
2003	48,8%	5,9%	26,3%	19,0%	100,0%
2004	45,8%	5,7%	28,3%	20,1%	100,0%
2005	47,2%	6,0%	27,6%	19,2%	100,0%
2006	47,6%	5,8%	28,7%	18,0%	100,0%
2007	48,1%	5,8%	29,0%	17,2%	100,0%
2008	46,7%	5,7%	30,8%	16,8%	100,0%
2009	49,9%	6,1%	31,7%	12,3%	100,0%
2010	46,6%	5,2%	36,8%	11,5%	100,0%
2011	46,5%	5,1%	36,3%	12,1%	100,0%
2012	47,3%	5,1%	35,3%	12,3%	100,0%
2013	47,2%	5,2%	35,3%	12,2%	100,0%
2014	48,2%	5,4%	34,4%	11,9%	100,0%
2015	50,0%	5,7%	30,6%	13,8%	100,0%
Média	48,1%	5,7%	31,1%	15,2%	100,0%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados de Neves (2013) e do Sistema de Contas Nacionais (IBGE)

6- CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente nota técnica buscou fazer uma revisão crítica da metodologia convencional de mensuração das contribuições dos componentes da demanda agregada para o crescimento do PIB. Tal se justifica pelo fato desta metodologia dar um tratamento inadequado às importações. Estas, apesar de constituírem uma variável de oferta como o PIB, recebe o mesmo tratamento que as variáveis de demanda, nas quais seu crescimento (queda) contribuiria negativamente (positivamente) para o crescimento do PIB. Alternativamente, uma mensuração correta das contribuições para o crescimento do PIB pelo lado da demanda deve levar em consideração que o crescimento da demanda final só contribui positivamente para o crescimento do PIB caso esse aumento seja produzido por bens e serviços produzidos domesticamente. Portanto, é de suma importância mensurar o conteúdo doméstico e importado de cada

[15] Cabe lembrar que essas participações não são independentes entre si, i.e. para que a participação de um componente suba a de outro precisa necessariamente cair. Desse modo, mesmo que não ocorra nada de relevante com o conteúdo importado das exportações sua participação pode cair devido ao movimento nos demais componentes. No entanto, vale ressaltar que no período em questão houve uma reprimarização da pauta de exportações na direção de commodities e bem agrícolas, cujo conteúdo importado é geralmente menor do que a de bens industrializados.

componente da demanda agregada (e a variação destes) para obterem-se estimativas mais apuradas das contribuições de tais componentes.

A mensuração das contribuições pelo método proposto neste trabalho tem como principal empecilho a disponibilidade dos dados necessários para seu cálculo. Como discutido, as matrizes insumo-produto costumam ser divulgadas apenas para um ano de referência e, em geral, com uma defasagem de tempo considerável. Essa nota técnica, no entanto, se aproveitou do esforço de atualização das matrizes insumo-produto realizado por outros pesquisadores para mensurar os coeficientes de conteúdo importado até de 2009 e a partir desses fazer estimativas para o período mais recente. Diante disso, é importante ressalvar que os resultados apresentados devem ser interpretados com cautela, tratando-se, de fato, de uma aproximação dos resultados efetivos. Dentro em breve, o IBGE deverá divulgar uma nova MIP compatível com o SCN referencia 2010, a partir da qual, com o auxílio das TRUs, poderemos atualizar os resultados para o período 2010-2013[16] e compará-los com os resultados estimados nessa nota. Caso os resultados sejam parecidos, isto validará ainda mais o método aqui utilizado para mensurar as contribuições do período mais recente.

Por fim, como anteriormente discutido, cabe destacar que, em uma análise pelo lado da demanda, o crescimento dos componentes da demanda agregada contribui tanto para o crescimento do PIB como para o crescimento das Importações. Portanto, futuros estudos devem explorar a metodologia aqui desenvolvida para calcular as contribuições dos diferentes componentes da demanda final para o crescimento (queda) das Importações. Essa é uma informação nova, que não costuma ser calculada e discutida nas análises de conjuntura macroeconômica e que pode vir a enriquecer o debate econômico.

REFERÊNCIAS:

BUSSIÈRE, M., CALLEGARI, G., GHIRONI, F., SESTIERI, G., YAMANO, N. (2013), "Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008-9", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 5, pp. 118-151.

FREITAS, F.; DWECK, E. (2013), "The pattern of economic growth of the Brazilian Economy 1970-2005: a demand-led growth perspective." In: LEVREVO, S.; PALUMBO, A.; STIRATI, A. Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Aggregate Demand, Policy Analysis and Growth. New York: Palgrave MacMillan, 2013. v. 2, cap. 7.

GUILHOTO, J.J.M., U.A. SESSO FILHO (2010), "Estimação da Matriz Insumo-Produto Utilizando Dados Preliminares das Contas Nacionais: Aplicação e Análise de Indicadores Econômicos para o Brasil em 2005". *Economia & Tecnologia*. UFPR/TECPAR. Ano 6, Vol. 23, Out./Dez. ISSN 1809-080X.

[16] Anos para os quais já dispomos de TRUs, a preços correntes e do ano anterior, do SCN referência 2010.

JOHNSON, R. and NOGUERA, G. (2012), “Accounting for intermediates: Production sharing and trade in value added”, Journal of International Economics, Volume 86, Issue 2, March 2012, Pages 224–236.

LARA, F.M (2015), “As contribuições à desaceleração do crescimento no Brasil (2011-14)”, Indicadores Econômicos FEE, v. 43, n. 2.

MARTINEZ, T. S. (2014), “Método RAWS/RAW para estimação anual da Matriz de Insumo-Produto na referência 2000 das Contas Nacionais.” Texto para discussão IPEA, n. 2043.

NEVES, J. P. (2013), Mudança Estrutural na Economia Brasileira entre os anos 2000 e 2008: uma Análise de Decomposição Estrutural. Dissertação de Mestrado não publicada, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

PALLEY, T.I. (2009), “Imports and the Income-Expenditure Model: Implications for Fiscal Policy and Recession Fighting”, Journal of Post-Keynesian Economics, vol. 32, pp. 311-322.

SERRANO, F. (2008), Los trabajadores gastan lo que no ganan: Kalecki y la economía americana en los años 2000. Revista Circus, Buenos Aires, ano 1, n. 3, p. 7-24, primavera 2008.

UNCTAD (2013), “Global Value Chains and Development”. UNCTAD, Genebra.

YAMANO, N. e MIRODOUT, S. (2011), “Trade in value added: concepts, methodology and challenges”. Paper presented at seminar: The Fragmentation of Global Production and Trade in Value-Added - Developing New Measures of Cross Border Trade, World Bank, Washington, 9-10/06/2011.

NOTA TÉCNICA

RESPOSTA DAS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS A CHOQUES DE *COMMODITIES*

Francisco Santos[1]

1. INTRODUÇÃO

A desaceleração do crescimento chinês e seu efeito sobre o mercado de commodities têm suscitado diversas questões a respeito do impacto na economia brasileira de um choque no preço de commodities. Esse impacto se manifesta tanto no presente, com efeitos sobre o mercado financeiro por meio da intensa volatilidade dos mercados, quanto no futuro, ao afetar a capacidade de a economia crescer no longo prazo. Sabendo das várias dimensões que tal efeito se faz presente, o que se pretende no texto é abordar uma questão particular, mais especificamente, o efeito de choques de commodities sobre as exportações brasileiras.

A participação predominante de produtos básicos em sua pauta exportadora a partir de 2011, aliada à comparação internacional em termos de exportações líquidas, não deixam dúvidas quanto à importância desse conjunto de bens, o que nos permite classificar o Brasil como exportador de commodities. É bem verdade que, mesmo no período em que os manufaturados ainda predominavam, até 2010, eventuais choques no mercado de commodities afetavam significativamente a balança comercial brasileira. No entanto, a crescente importância desse item faz com que se projete uma magnitude maior de tal efeito, o que justifica a importância do tema e os desafios em termos de políticas públicas.

O objetivo desta nota é avaliar a efeito de preços de commodities nas exportações brasileiras. Para tanto, analisaremos o volume exportado para as seguintes categorias de produtos relacionados a *commodities*: "Minérios, escórias e cinzas", "Combustíveis, óleos e ceras minerais", "Carnes" "Sementes, frutos e grãos", "Alumínio e suas obras" e "Cereais". Esse conjunto de produtos cobriu 38,7% da pauta exportadora em 2014, ou 85,4% quando separamos somente os produtos básicos. Para isso, depois desta breve introdução, a segunda seção apresenta a evolução dos preços de commodities entre 1997 e 2015 e sua divisão em ciclos de reversão e expansão. Em seguida, na terceira seção, são discutidos os resultados de um modelo econométrico tendo como base as exportações divididas por categoria. Por último, as considerações finais deste estudo são apresentadas na quarta seção.

[1] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: < francisco.santos@ipea.gov.br >.

2. CICLOS DE *COMMODITIES*

Como pano de fundo, é importante definir de maneira clara e precisa quais movimentos de preços de *commodities* serão tratados. Naturalmente, o maior interesse recai sobre movimentos mais intensos e duradouros uma vez que são estes que provocam maior impacto no setor externo.

Tendo em mente os dois parâmetros (intensidade e duração) acima citados, é necessário caracterizar os ciclos de preços de commodities. O ponto de partida é a separação dos movimentos em dois ciclos: expansão e reversão. No ciclo de expansão, o preço de *commodities* acelera enquanto que no de reversão, desacelera. Para tal, será utilizada a série de preços de *commodities* do FMI, que a divulga em base mensal desde 1992. A série foi deflacionada pelo índice de preços ao consumidor dos Estados Unidos (CPI, ou *consumer price index*) para obter a série em termos reais. Para efeito da definição dos ciclos, o índice geral de preços será empregado.

A Gráfico 1 mostra a evolução do preço de commodities[2] entre 1996 e 2014, bem como a delimitação por ciclos. Para efeito de definição de um ciclo, foi estabelecido um mínimo de 30% entre o valor inicial e o teto (ciclo de expansão) ou piso (ciclo de reversão) propostos. Tal critério permite que sejam destacados momentos de moderada variação de preços, que são menos importantes para o estudo em questão. O início de um ciclo de expansão ou reversão foi definido a partir do momento em que o índice não retorna mais a seu valor inicial. O fim de um ciclo de expansão, por sua vez, foi determinado pela contínua queda do índice, a partir do qual seu pico não é mais atingido nos períodos subsequentes. De maneira análoga, o fim de um ciclo de reversão foi determinado pelo contínuo aumento do índice, em que seu piso não é mais atingido.

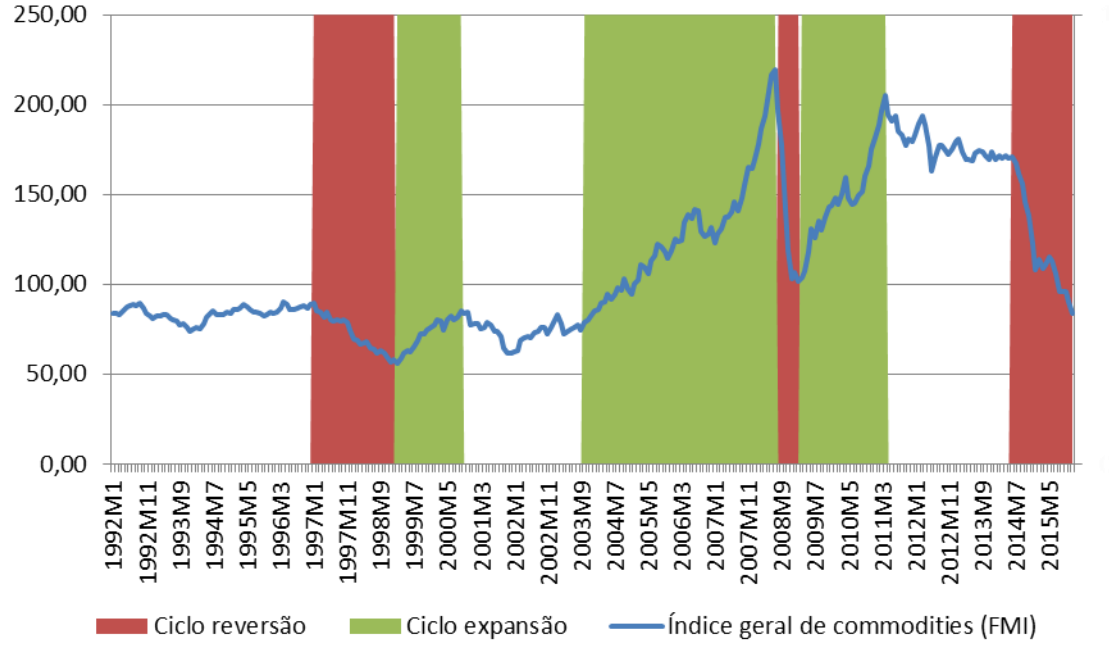
A partir dos critérios acima definidos, foram obtidos três ciclos de reversão[3] e três ciclos de expansão[4] de preço de *commodities* entre 1992 e 2015. Em média, os ciclos de reversão duram 13,6 meses enquanto que os de expansão duram 34,3 meses. Padrão similar de assimetria na duração dos ciclos também havia sido observada em Moreno, Saavedra e Ulloa (2014), em que os autores analisam a série de preço de *commodities* desde 1970.

[2] A série utilizada no gráfico é disponibilizada pelo FMI por meio do índice PALLFNF, que inclui todas as *commodities.*

[3] Os três ciclos de reversão aconteceram nos seguintes períodos: entre Janeiro/1997 até Janeiro/1999, entre Agosto/2008 e Fevereiro/2009 e entre Junho/2014 e Dezembro/2015.

[4] Os três ciclos de expansão aconteceram nos seguintes períodos: entre Fevereiro/1999 até Agosto/2000, entre Setembro/2003 e Julho/2008 e entre Março/2009 e Abril/2011.

GRÁFICO 1
Evolução dos preços de *commodities* entre 1996 e 2014 e identificação dos ciclos de expansão e reversão



Fonte: FMI.
Elaboração: Ipea/Dimac.

Em termos de intensidade, os ciclos mais recentes apresentaram maior variação percentual entre o pico (ou piso, no caso de uma reversão) e seu valor inicial. No ciclo mais duradouro, o de expansão entre final de 2003 e meados de 2008, houve aumento de preços de 174,9% em termos reais. Como as duas últimas reversões ocorreram de forma subsequente às expansões, as variações percentuais negativas foram proporcionais aos aumentos observados nos ciclos de expansão sendo que, em ambos os casos, o índice de preços se aproximou de cem (100), valor que em que o ajuste de preço de *commodities* se equivaleria ao ajuste de preços gerais da economia.

Uma maneira mais rigorosa de analisar a intensidade dos ciclos é dividi-los pelo número de anos de sua duração, como em Moreno, Saavedra e Ulloa (2014). Sob essa métrica[5], o ciclo de reversão mais acentuado corresponde ao do período imediatamente posterior à crise financeira de 2008, que durou sete (7) meses e, corrigido pela duração, teve impacto de 91,02% ao ano. O ciclo de expansão entre 2009 e 2011, por sua vez, foi o mais intenso, tendo registrado uma variação ajustada de 47,03% ao ano. Note que, apesar de o ciclo de expansão entre 2003 e 2008 ter sido aquele que apresentou maior variação em termos absolutos, essa variação se deu em espaço de tempo prolongado o que justifica o fato de que não se enquadra como mais intenso segundo essa perspectiva. É importante

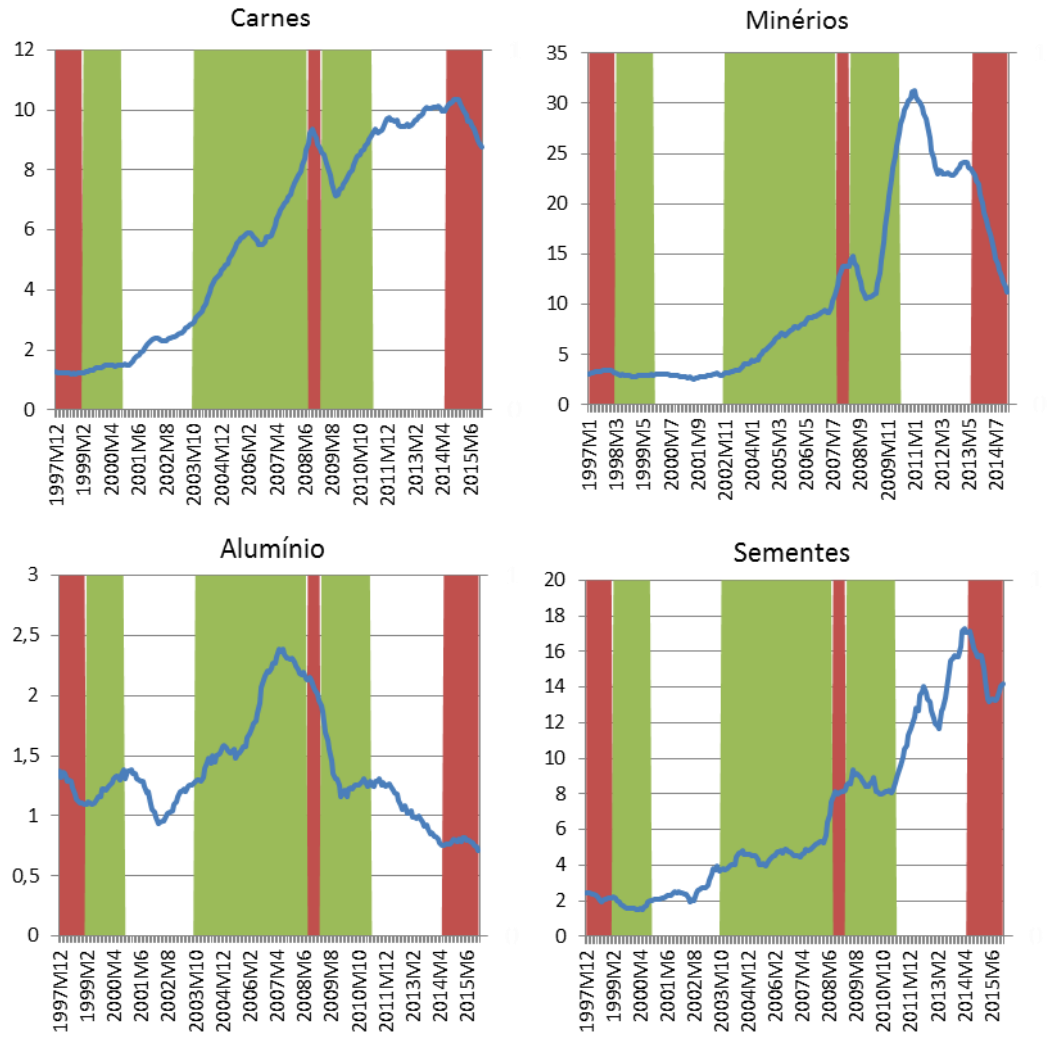
[5] Por simplicidade, optou-se por uma correção linear que foi feita pela divisão da variação percentual pelo número de meses do ciclo e multiplicado o resultado dessa operação por 12.

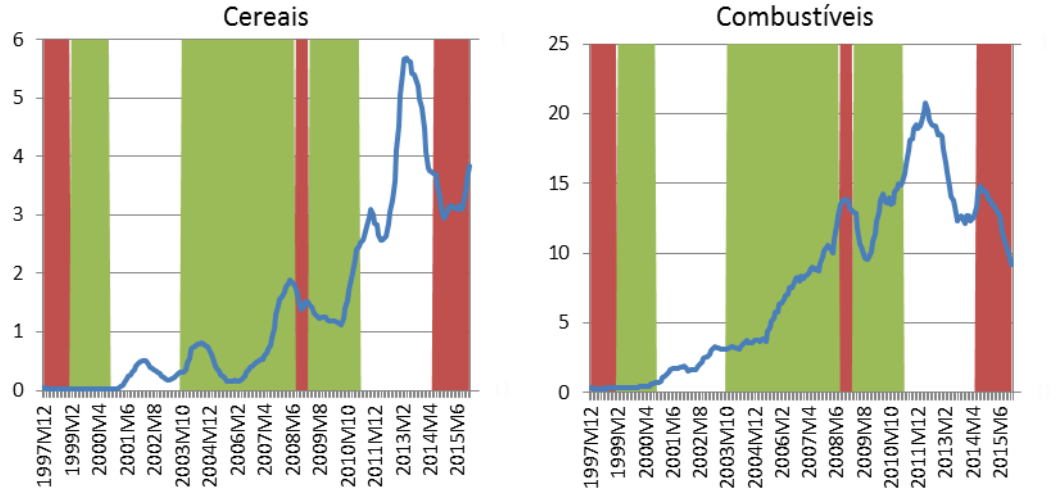
salientar que o atual ciclo de reversão não entrou nessa comparação por ainda estar em andamento, mas já é possível dizer que se trata de um ciclo bastante intenso.

Definidos os ciclos, o próximo passo é avaliar o efeito de mudanças de preços em cada uma das seis categorias. Por restrição de dados mensais da balança mensal, tal análise será feita com dados entre janeiro de 1997 e dezembro de 2015. Devido à sazonalidade intrínseca à atividade exportadora, os dados do Gráfico 2 se referem ao acumulado em 12 meses.

GRÁFICO 2

Volume financeiro exportado em bilhões de dólares americanos, acumulados nos últimos doze meses, em termos reais entre 1997 e 2015.





Fonte: FMI, Sistema AliceWeb (Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, MDIC)
Elaboração: Ipea/Dimac.
Notas: 1) Os volumes exportadores foram deflacionados pelo índice de preços ao consumidor dos Estados Unidos (CPI, *Consumer Price Index*). 2) Os períodos marcados em vermelho correspondem a períodos de recessão enquanto que, em verde, denotam expansão.

De maneira geral, os itens exportados obtiveram expressivos ganhos de volume entre 1997 e 2015, em termos reais. Também é verdade que o segundo ciclo de expansão, entre 2004 e 2008, é o que apresenta resposta mais homogênea, em que todos os setores analisados obtiveram crescimento contínuo no período. No entanto, a resposta aos demais choques em preços é heterogênea, variando conforme o setor analisado. Duas características marcantes merecem destaque. Em primeiro lugar, ciclos de preços de curta duração, como o da crise financeira de 2008, exercem impacto menos acentuado nos três setores ligados a alimentos (Carnes, Sementes e Cereais). Nos demais, o impacto é acentuado e, mesmo na ocorrência de um ciclo de expansão na sequencia, os valores demoram a voltar ao nível anterior. Também é verdade que os volumes exportadores dos setores ligados à produção (Minérios e Alumínio) e energia (Combustíveis) antecipam a queda nos respectivos preços, evidenciando a relevância e a presença de determinantes econômicos, não associados a preços, em tais mercados. Tal constatação fica bem clara tanto ciclo de expansão entre 2004 e 2008, em que os volumes começaram a crescer no ano anterior, bem como no atual ciclo de recessão, em que os volumes começaram ainda em 2013, ano em que a inversão nos níveis de preços ainda não estava solidificada.

3. MODELO E RESULTADOS

É evidente que a resposta das exportações depende de uma série de fatores, além do preço. Portanto, qualquer conclusão baseada nos gráficos descritivos acima não tem valor científico. Para avaliar a resposta das exportações a choques no preço de *commodities*, o correto seria construir um modelo teórico que explicitasse todos os determinantes da

variação de volume exportado e, a partir deste, proceder aos testes econométricos para separar o efeito de preços.

No presente texto, daremos esse passo a partir de um modelo linear simples[6] que expressa o volume exportado como função de variáveis domésticas (nível e volatilidade cambial) e externas (nível de comércio mundial e preço de *commodities*), além de um termo autoregressivo. Com isso, obteremos uma estimativa do impacto de tais variáveis sobre o volume exportado para cada uma das categorias acima nos valendo dos dados mensais de exportações disponíveis do MDIC (Sistema AliceWeb) e dos preços de *commodities* em frequência mensal disponibilizados pelo FMI, conforme modelo mostrado a seguir:

$$exp_{k,t} = \alpha + \alpha_1 exp_{k,t-1} + \beta p_{t-1} + \lambda fx_{t-1} + \alpha_2 Vol\,(fx)_{t-1} + \alpha_3 Imp_{mundial,t-1} + \varepsilon_t \qquad (1)$$

Onde t indica o mês, k indica a categoria. Como o volume financeiro exportado, representado pela variável $exp_{k,t}$, é sazonal, optou-se por utilizar a variável dessazonalida, em termos reais. A variável p_t diz respeito ao preço de *commodities*[7] deflacionado pelo índice de preços ao consumidor norte-americano (CPI, *Consumer Price Index*). A variável fx_{t-1} é a taxa de câmbio real, ajustada pelo IPCA, conforme fornecido pelo Banco Central do Brasil (BCB) em bases mensais, e $Vol(fx)_t$ é a volatilidade da taxa de câmbio real, medida pelo quadrado da variação cambial entre um mês e o anterior. Finalmente, $Imp_{mundial,t}$ é o volume de importações mundiais dessazonalizadas[8] que serve como referência para o nível de comércio mundial. Todas as variáveis explicativas e de controle estão em logaritmo.

Como o grau de abertura e a qualidade da política comercial do Brasil, potenciais variáveis omitidas da regressão, não têm correlação com o preço de commodities, se espera que o parâmetro β não apresente viés por conta de sua omissão. Além disso, supõe-se que o choque de preços de *commodities* é exógeno. Os dados desagregados se iniciam em janeiro de 1997 e terminam em fevereiro de 2015. O período posterior, entre março de 2015 até dezembro de 2015, será utilizado para avaliação fora da amostra. A Tabela 1 mostra os valores do parâmetro β, que indica a resposta ao preço de *commodities*, por categoria de exportação.

[6] O modelo é semelhante ao de Casagrande et al (2014). As diferenças residem na definição de variáveis e na quantidade de defasagens, mas o conceito é idêntico.

[7] Para a categoria de "Cereais", "Sementes, frutos e grão" e "Carnes", o índice do FMI mais adequado é: "Food Price Index". No caso de "Minérios, escórias e cinzas", será utilizado o índice "Metals Price Index" e no caso de "Combustíveis, óleos e ceras minerais", a melhor opção é "Crude Oil (petroleum)".

[8] As informações de importações mundiais foram extraídas do site CPB <http://www.cpb.nl/en/data> que disponibiliza os dados de volume já dessazonalizados.

TABELA 1

Parâmetros β e λ obtidos da regressão (1)

Produto	Minérios, escórias e cinzas	Combustíveis, óleos e ceras minerais	Carnes	Sementes, frutos e grãos	Alumínio e suas obras	Cereais
β	NS	0.62	NS	0.36	0.63	1.89

Nota: NS se refere a coeficientes não significativos da regressão a 5%. Os coeficientes reportados são significativos a 5%.

A análise da Tabela 1 mostra claramente que o impacto de preços nas exportações, quando significativo, é positivo. Em outras palavras, aumento (redução) no preço de *commodities* aumenta o volume financeiro de exportações. Como todas as variáveis explicativas e de controle estão em logaritmo, o parâmetro β reflete a variação percentual mensal do volume exportado em 12 meses, ocasionado pela variação de 1% no preço de *commodities*. A título de exemplo, quando o preço de *commodities* varia em 1%, se espera um aumento de 0,62% no valor mensal exportado de combustíveis, em dólares.

É importante destacar que o impacto não foi observado em duas categorias: "Minérios, escórias e cinzas" e "Carnes". Três fatores podem explicar esse aparente paradoxo, ambos relacionados a problemas de especificação do modelo. Em primeiro lugar, o impacto em volume pode ser defasado, ou seja, uma mudança de preços pode causar mudanças no volume exportado meses a frente. No entanto, o acréscimo de até três defasagens na variável de preços não resultou em alterações nos resultados. Outro problema diz respeito à possibilidade de existirem variáveis omitidas que provoquem viés no coeficiente de interesse. Para avaliar esse ponto, precisaríamos de outro modelo que considerasse outros aspectos, como os setoriais, mas tal análise está fora do escopo desta nota técnica. Finalmente, o índice de preços de alimentos do FMI pode não refletir as mudanças de preços para todas as categorias, constituindo um erro de medida.

Um exercício interessante é avaliar o período entre março de 2015 até dezembro de 2015, período não compreendido na amostra da regressão. A Tabela 2 mostra as variações de preço de cada *commodity* e a respectiva variação no volume financeiro exportado, em termos reais.

TABELA 2

Variação no preço e no volume exportado (acumulado em doze meses, em termos reais) entre Março de 2015 e Dezembro de 2015.

Produto	Minérios, escórias e cinzas	Combustíveis, óleos e ceras minerais	Alumínio e suas obras	Carnes	Sementes, frutos e grãos	Cereais
Preço	-22,1%	-30,8%	-15,7%		-8,5%	
Volume	-36,6%	-31,7%	-12,2%	-12,5%	-5,7%	+22,8%

É fácil perceber que a correlação entre preços de commodities e volume exportado é positiva, ou seja, num período em que o preço caiu em todos os segmentos, os volumes também caíram, com exceção do setor de "Cereais". Lembre-se, no entanto, que outros fatores também são determinantes para a evolução do volume exportado. A taxa de câmbio real, por exemplo, se desvalorizou 28,2% em igual período e os resultados da regressão apontam que desvalorizações aumentam exportações. Na medida em que a elasticidade câmbio das exportações, quando significativa, é positiva para todos os setores, é possível explicar o fato de que a razão entre variação entre preço e volume é menor do que os resultados obtidos para o parâmetro β da Tabela 1. Numa visão simplificada, ignorando a influência do comércio mundial, os resultados apontam para uma compensação entre o efeito do preço e o efeito do câmbio, sendo que o efeito do primeiro é maior do que o segundo, com exceção do setor de "Cereais". Trata-se de uma importante conclusão na medida em que o mercado de *commodities* e o mercado de câmbio mundial têm estreita correlação a partir dos anos 2000, segundo o Banco de Compensações Internacionais (*Bank of International Settlements, BIS*)[9]. Segundo o BIS, o dólar se valoriza quando os preços de *commodities* caem.

4. CONCLUSÃO

Conclui-se, portanto, ao dividir as mudanças no preço de commodities em ciclos, que o valor exportado, ainda que com variações entre setores e entre períodos, acompanha as mudanças de estado, ou seja, obtém crescimento nos ciclos de expansão e retração nos ciclos de recessão. Além disso, a duração do ciclo é um fator importante na amplitude do impacto. Uma análise mais rigorosa, por meio de um modelo de regressão linear, mostra que a resposta das exportações a choques no preço de *commodities* é positiva para os setores de "Minérios, escórias e cinzas", "Sementes, frutos e grãos" e "Alumínio e suas obras". Nos demais casos, é não significativa. Os resultados também apontam para uma compensação entre o efeito- preço e o efeito-câmbio, sendo que o efeito do primeiro é maior do que o segundo, com exceção do setor de "Cereais".

[9] Relatório do BIS chamado: "Global financial markets remain dependent on central banks".

A resposta das exportações ao choque no preço de *commodities* merece estudo mais aprofundado uma vez que há várias questões em aberto e se trata de tema de fundamental importância para a economia brasileira. Em particular, estudos futuros deverão identificar as razões pelas quais alguns setores não respondem a variações de preços de *commodities*, o que não parece lógico à luz do equilíbrio da oferta e da demanda. Refinamentos no modelo de exportações também serão necessários para confirmar ou não os resultados obtidos e expandir o escopo de informações sobre o tema.

REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

Casagrande, DL; Feistel, PR; Hidalgo, AB; Azevedo AF. **As elasticidades setoriais das exportações brasileiras: uma análise empírica no curto e no longo prazo**. Anais do 42º Encontro Nacional de Economia, 2014.

Fundo Monetário Internacional (FMI), **IMF Primary Commodity Prices**, disponível em <http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>.

Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC), Sistema AliceWeb, disponível em <http://aliceweb.desenvolvimento.gov.br>.

Moreno, C; Saavedra, C;Ulloa, B. **Commodity prices and financial stability**. Working paper nº 738, Banco Central de Chile, 2014.

CPB, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, disponível em <http://www.cpb.nl/en/data>.

NOTA TÉCNICA

AUMENTO DA OCIOSIDADE DA CAPACIDADE PRODUTIVA E REDUÇÃO DO CRESCIMENTO POTENCIAL NO PERÍODO RECENTE

José Ronaldo de Castro Souza Júnior[1]

1 INTRODUÇÃO

A redução do nível de atividade econômica e, mais intensamente, da formação bruta de capital fixo (FBCF) trazem à tona duas questões importantes. A primeira é sobre o grau de ociosidade da capacidade produtiva brasileira e a segunda é sobre o impacto da redução dos investimentos sobre o crescimento do produto potencial. Enquanto o aumento da ociosidade da capacidade produtiva abre espaço para que o produto cresça acima de seu potencial quando houver uma retomada do crescimento, a redução do crescimento do produto potencial pode dificultar uma retomada mais forte e prolongada da economia brasileira.

Para contribuir com o debate macroeconômico ajudando a esclarecer essas duas questões mencionadas, esta nota técnica se propõe a estimar o produto potencial e o hiato de produto por meio da metodologia da função de produção descrita em Souza-Júnior e Caetano (2013) e Souza-Júnior (2015).

2 DESACELERAÇÃO DO INVESTIMENTO E SEU IMPACTO SOBRE O CRESCIMENTO DO ESTOQUE DE CAPITAL

A taxa de crescimento do investimento líquido é, consideravelmente, mais volátil que a do investimento bruto, embora, obviamente, as tendências sejam as mesmas. O que acontece é que, à medida que o estoque líquido de capital aumenta, o valor da depreciação (mantida a

[1]. Coordenador do Grupo de Estudos de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <ronaldo.souza@ipea.gov.br>.

mesma taxa de depreciação) também se eleva. Isso ocorre independentemente do que ocorre com o investimento bruto.

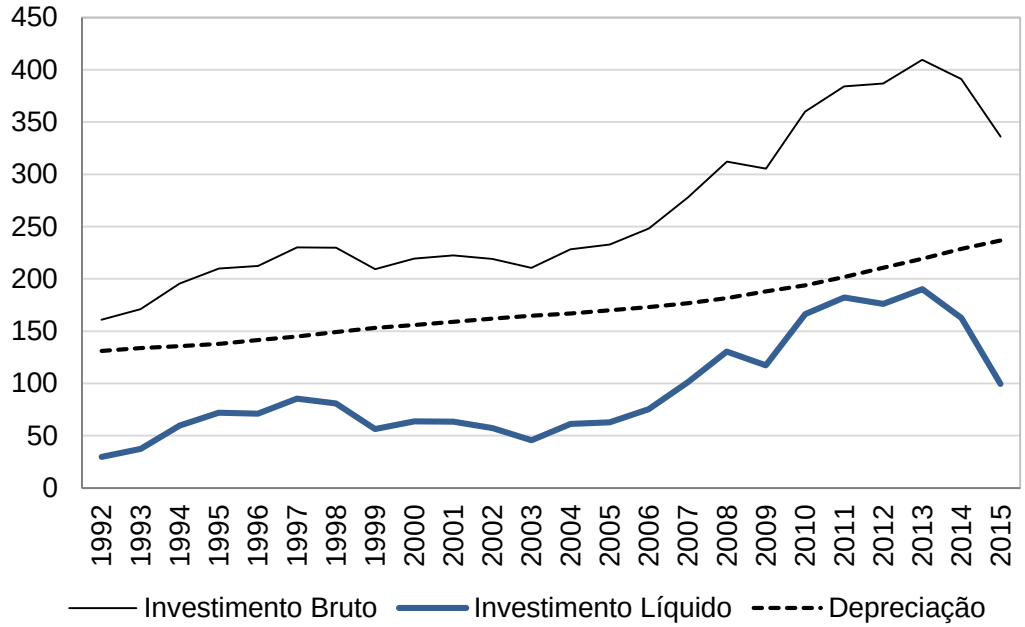
Os dados de estoque de capital utilizados neste trabalho são uma atualização simples da série anual estimada pelo Ipea (disponível no Ipeadata) para o período 1950-2008 por meio do método do estoque perpétuo – descrito por Morandi e Reis (2002). A atualização foi feita com base nos dados do Sistema de Contas Nacionais Referência 2010 (SCN 2010) do IBGE e nos dados do SCN Trimestral (SCNT 2010), mantendo-se a mesma taxa média de depreciação estimada por Morandi e Reis (2002). A desagregação temporal dos dados anuais para trimestrais foi feita com base na distribuição da FBCF ao longo dos anos.

Os gráficos 1 ao 3 mostram o que aconteceu no caso da economia brasileira. A aceleração do crescimento do investimento verificada na segunda metade da década de 2000 gerou uma elevação da taxa de crescimento do estoque líquido de capital, que estava abaixo de 2% a.a. na primeira metade da mesma década e ultrapassou 4% a.a. em 2011. Um resultado imediato desse aumento foi a elevação do valor da depreciação. Como, no período subsequente, principalmente a partir de 2014, a FBCF sofreu quedas significativas e consecutivas, a taxa de crescimento do investimento líquido ficou negativa em quase 40% no final de 2015.

GRÁFICO 1

Investimento bruto *versus* investimento líquido (1992-2015)

Valor a preços constantes (R$ bilhões de 2000)

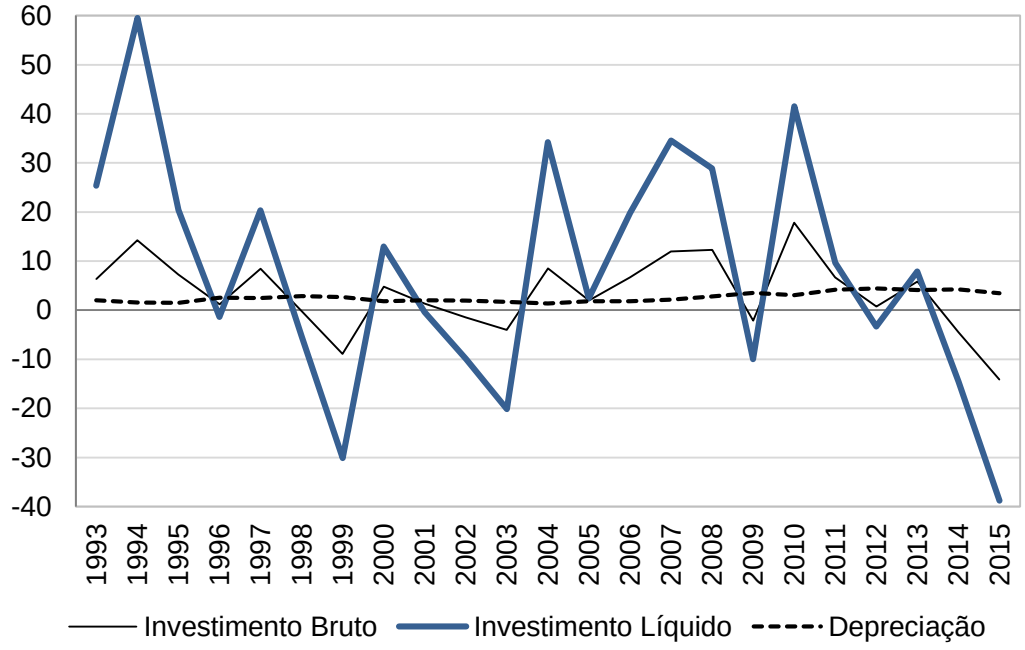


Elaboração do autor.

GRÁFICO 2

Investimento bruto *versus* investimento líquido (1993-2015)

Taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres (%)



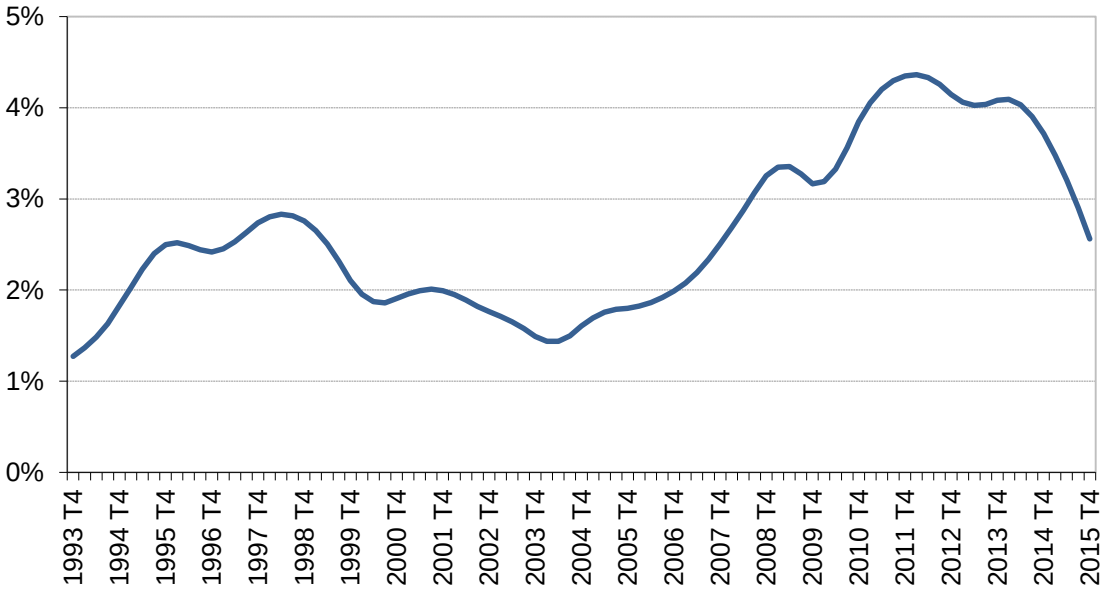
Elaboração do autor.

A taxa de crescimento do estoque de capital, por conseguinte, caiu de valores acima de 4% a.a. para 2,6% a.a. no final de 2015. Na comparação interanual do último trimestre, o crescimento foi ainda mais baixo, 2,1%. A consequência direta dessas reduções é a desaceleração do crescimento do produto potencial, que será mensurado nas próximas seções.

GRÁFICO 3

Estoque líquido de capital físico (1993-2015)

Taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres



Elaboração do autor.

3 CONTABILIDADE DO CRESCIMENTO DE 1992 A 2015

O passo inicial para a estimativa do produto potencial por meio da função de produção é o cálculo da produtividade total dos fatores (PTF) – também conhecido como resíduo de Solow. Supõe-se aqui que a estrutura produtiva da economia seja representada pela função Cobb-Douglas com retornos constantes de escala:

$$Y_t = A_t \left(K_t C_t\right)^{\alpha} \left[L_t \left(1-U_t\right)\right]^{(1-\alpha)}, \qquad (1)$$

onde $0 < \alpha < 1$, Y_t é o PIB efetivo, K_t representa o estoque de capital, L_t é a população economicamente ativa (PEA) e A_t é a PTF. O estoque de capital é corrigido por algum indicador do nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), denominado C_t, para

representar os serviços do capital efetivamente empregados. O mesmo deve ser feito em relação ao fator trabalho, que é corrigido pela taxa de desemprego, U_t. Antes de se estimar o PIB potencial, porém é necessário estimar a PTF:

$$\ln A_t = -\alpha \ln(K_t C_t) - (1-\alpha)\ln[L_t(1-U_t)] + \ln Y_t. \quad (2)$$

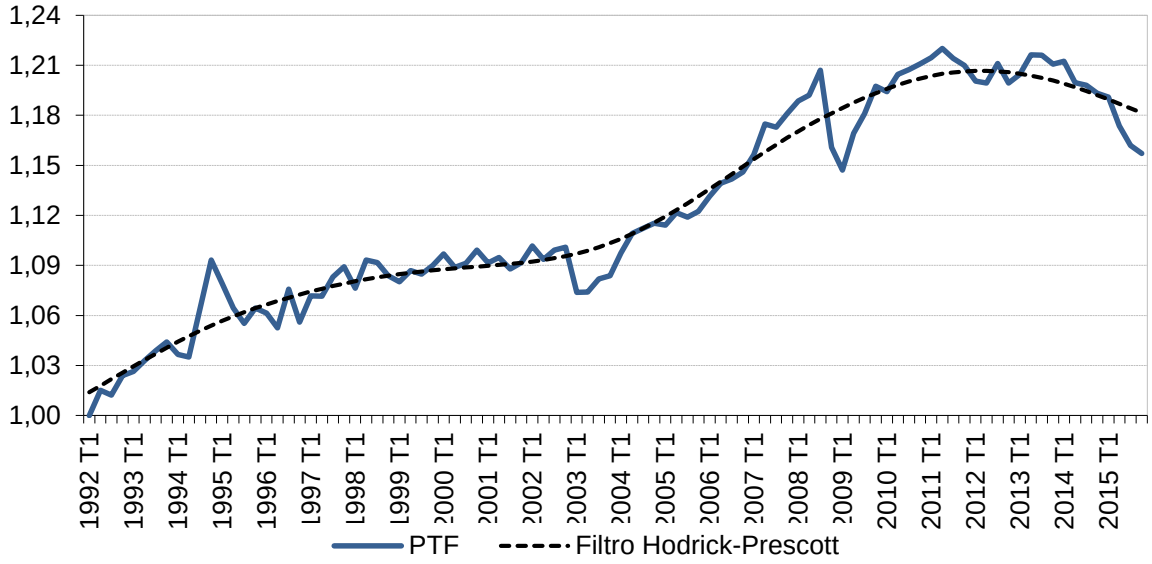
A metodologia e as fontes de dados utilizados são os mesmos de Souza-Júnior e Caetano (2013) e Souza-Júnior (2015). Os resultados podem ser vistos na tabela 1, que mostra que, após o período de crescimento mais elevado, quando a produtividade crescera uma média de 1,5% a.a. no período 2004-2011, o período mais recente mostra uma perda significativa de produtividade de 0,9% a.a.. Outro dado que chama a atenção é a desaceleração do crescimento da mão de obra, cujo crescimento fica próximo de zero na média do último período (2012-2015).

TABELA 1
Contribuições para o crescimento econômico, por período
(Taxas médias em % a.a.)

		Capital	Trabalho	PTF	PIB
		K_tC_t	$L_t(1-U_t)$	A_t	(soma)
1993 a 1997	(composição)	1.6	1.1	1.3	4.0
Crescimento dos fatores		4.1	1.8	1.3	
1998 a 2003	(composição)	0.5	1.3	0.0	1.8
Crescimento dos fatores		1.2	2.2	0.0	
2004 a 2011	(composição)	1.3	1.6	1.5	4.4
Crescimento dos fatores		3.3	2.6	1.5	
2012 a 2015	(composição)	1.0	0.2	-0.9	0.3
Crescimento dos fatores		2.5	0.3	-0.9	

Elaboração do autor.

GRÁFICO 4
PTF – 1992 a 2015
Índice (1992 T1 =1,00)



Elaboração do autor.

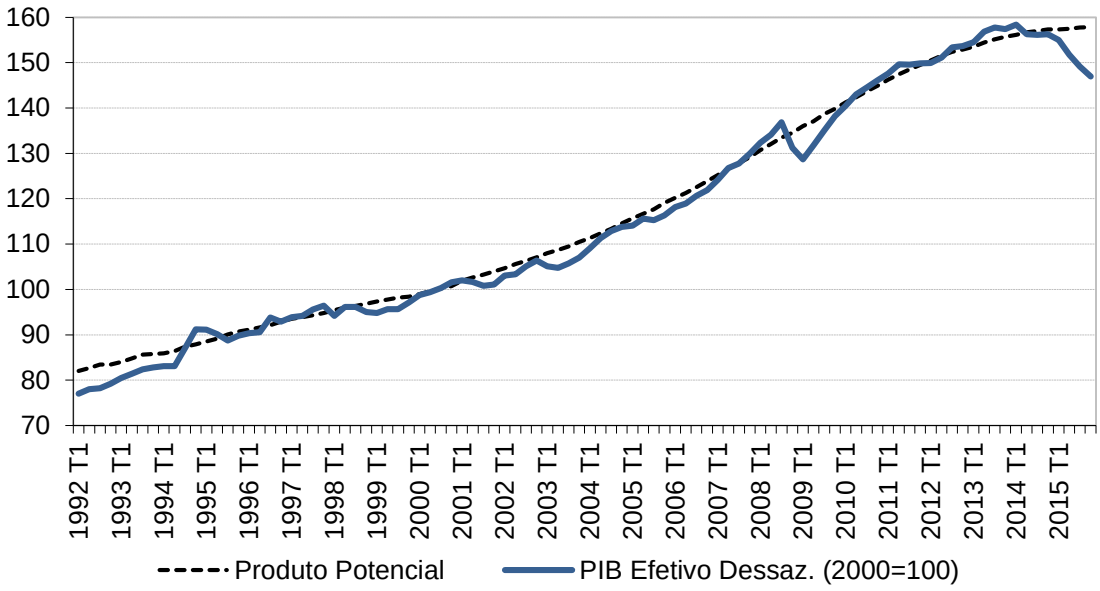
4 PRODUTO POTENCIAL E HIATO DO PRODUTO

O produto potencial e o hiato do produto foram obtidos seguindo os procedimentos propostos por Souza-Júnior e Caetano (2013) e Souza-Júnior (2015) para encontrar os níveis potenciais de mão de obra, de estoque de capital e de produtividade.

Os resultados, nos gráficos 5 e 6, mostram que a redução recente do PIB gerou um hiato de quase 7%, valor bastante elevado e que permitiria que a recuperação da atividade econômica ocorresse mesmo com os baixos níveis de investimento verificados atualmente.

GRÁFICO 5

Produto Potencial *versus* PIB Efetivo (1992-2015)
Índice (PIB 2000=100)

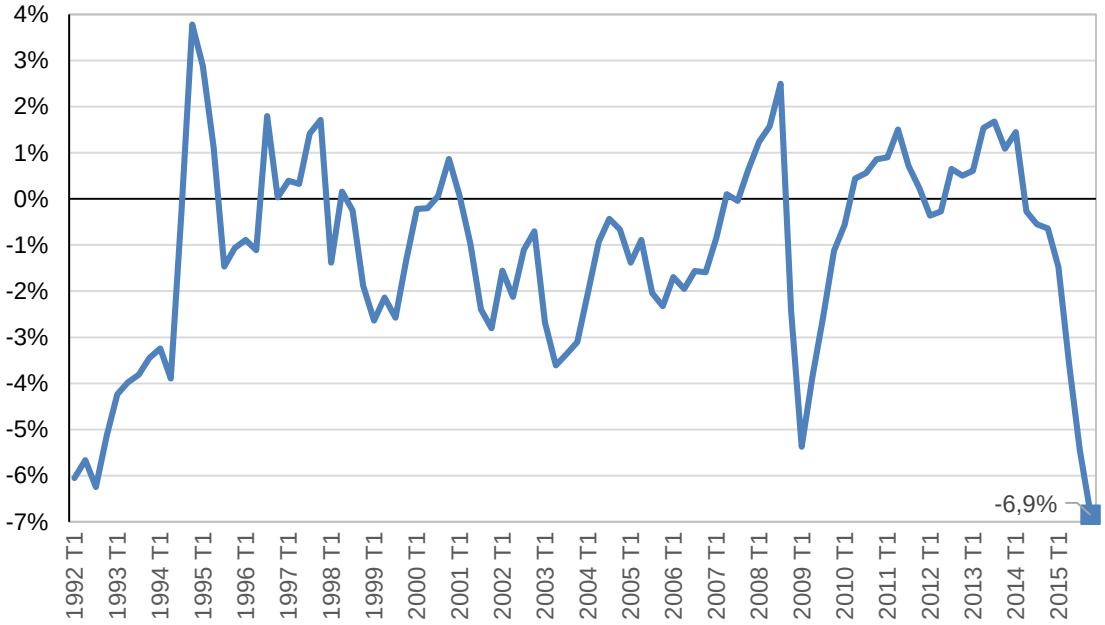


Elaboração do autor.

Esgotada essa capacidade ociosa, será necessária uma recuperação expressiva dos investimentos e/ou uma reversão significativa da tendência da produtividade uma vez que o crescimento da oferta de mão de obra deve seguir numa trajetória de desaceleração imposta por fatores demográficos – como destacado por Souza-Júnior e Levy (2014). As consecutivas quedas dos investimentos reportadas anteriormente contribuíram para a desaceleração da taxa de crescimento do produto potencial, que passou de valores acima de 4% a.a. na segunda metade da década de 2000 para cerca de 0,5% a.a. no período mais recente.

GRÁFICO 6

Hiato do produto (1992-2015)

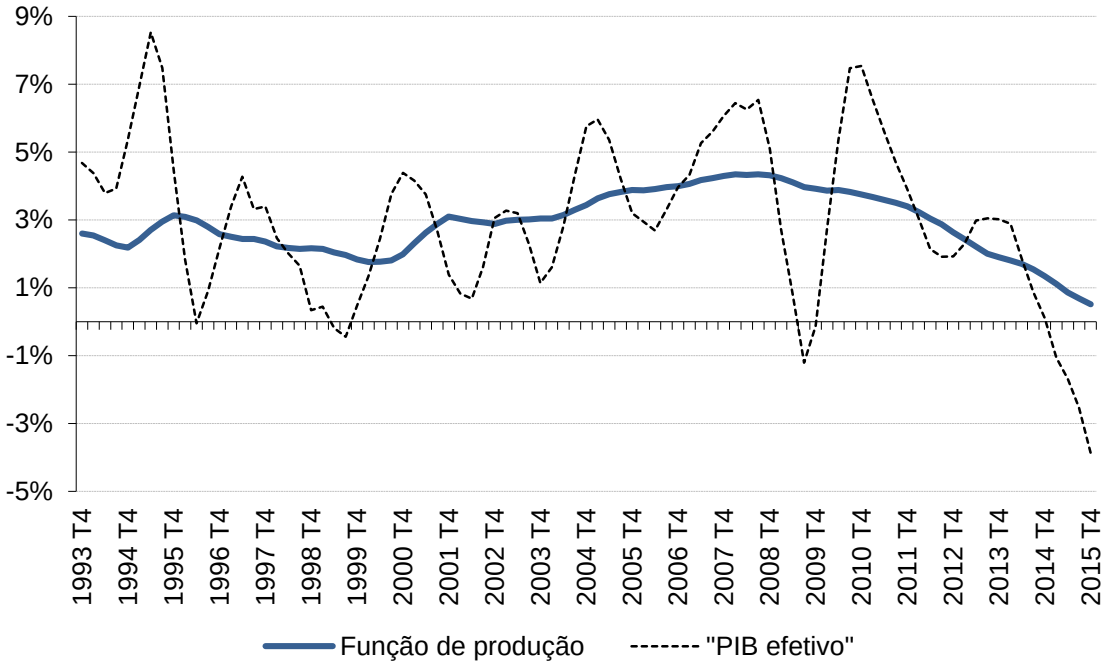


Elaboração do autor.

GRÁFICO 7

Produto Potencial *versus* PIB Efetivo (1993-2015)

Taxa acumulada em quatro trimestres



Elaboração do autor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A economia brasileira vive um quadro recessivo que resultou na criação de uma capacidade ociosa retratada por um hiato do produto da ordem de 7%. O aumento da ociosidade também é visto em indicadores mais restritos, como o Nuci da indústria de transformação da Fundação Getúlio Vargas (FGV). Tal ociosidade disponibiliza capacidade de oferta para uma retomada do crescimento econômico que, para ser mantido, teria de ser acompanhado por uma expressiva retomada dos investimentos em capital fixo e de uma melhora da eficiência da economia. A oferta de mão de obra, por sua vez, tende a continuar seguindo uma tendência de desaceleração devido à dinâmica demográfica prevista para os próximos anos e décadas.

Por último, é importante ressaltar que todos esses cálculos estão sujeitos a erros e a imprecisões relacionados aos dados (erros de mensuração), à função de produção escolhida para representar a economia e às escolhas acerca dos níveis potenciais de utilização dos fatores. Ainda assim, as conclusões gerais desta nota não dependem de grande precisão das estimativas, que retratam apenas a ordem de grandeza dos desafios de médio prazo para o crescimento econômico brasileiro.

REFERÊNCIAS

MORANDI, L.; REIS, E. J. Estoque de capital fixo no Brasil: 1950-2002. Anais do XXXII Encontro Nacional de Economia. **Anais...** , 2002. João Pessoa: Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia - ANPEC.

SOUZA-JÚNIOR, J. R. C. Impacto da nova metodologia do sistema de contas nacionais sobre as estimativas de produtividade e do produto potencial. **Carta de Conjuntura do Ipea**, v. 27, p. 125–134, 2015.

SOUZA-JÚNIOR, J. R. C.; CAETANO, S. M. Produto potencial como ferramenta de análise da política monetária e da capacidade de crescimento da economia brasileira. **Revista EconomiA**, v. 14, n. 1C, p. 671–702, 2013.

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