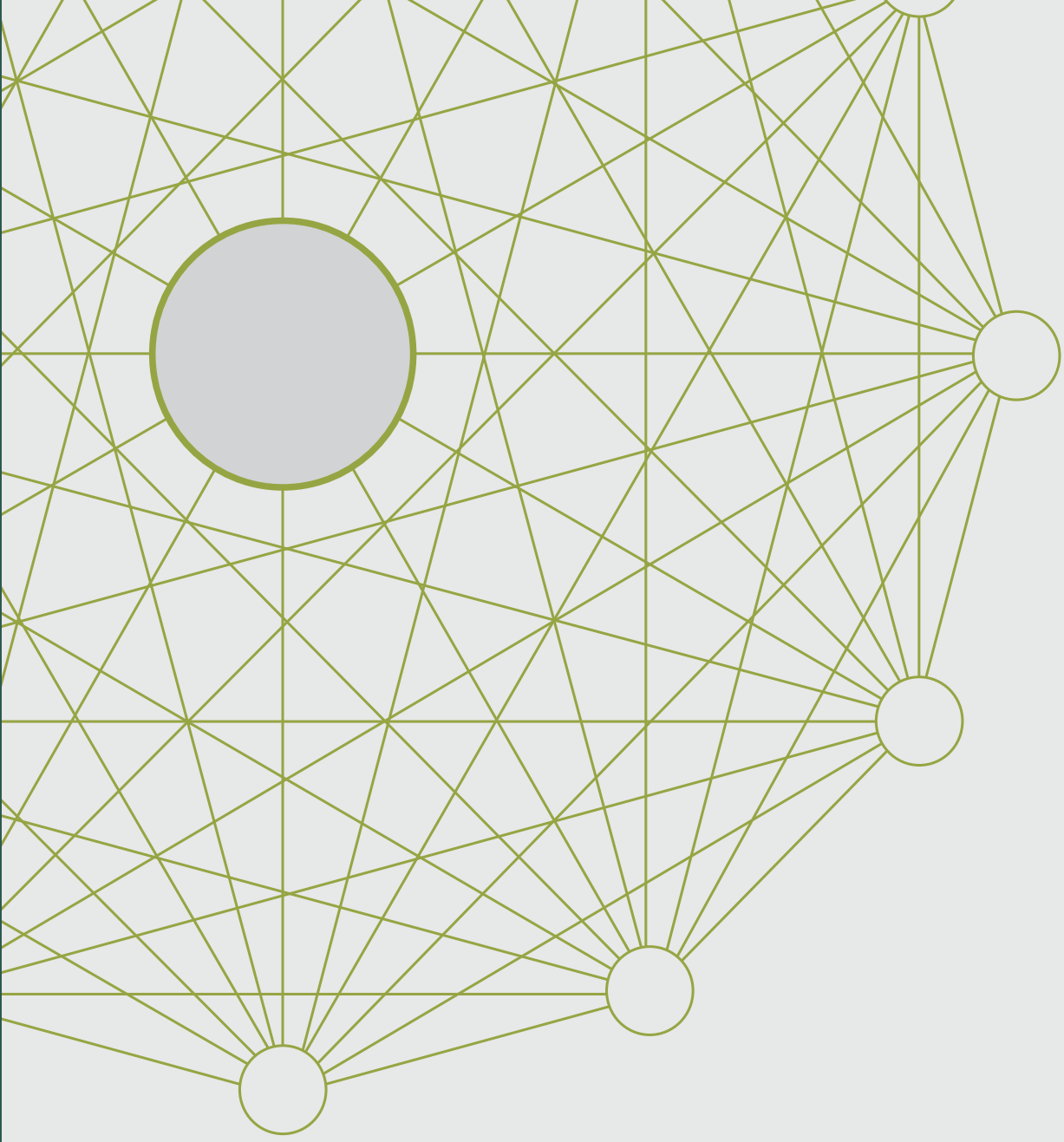


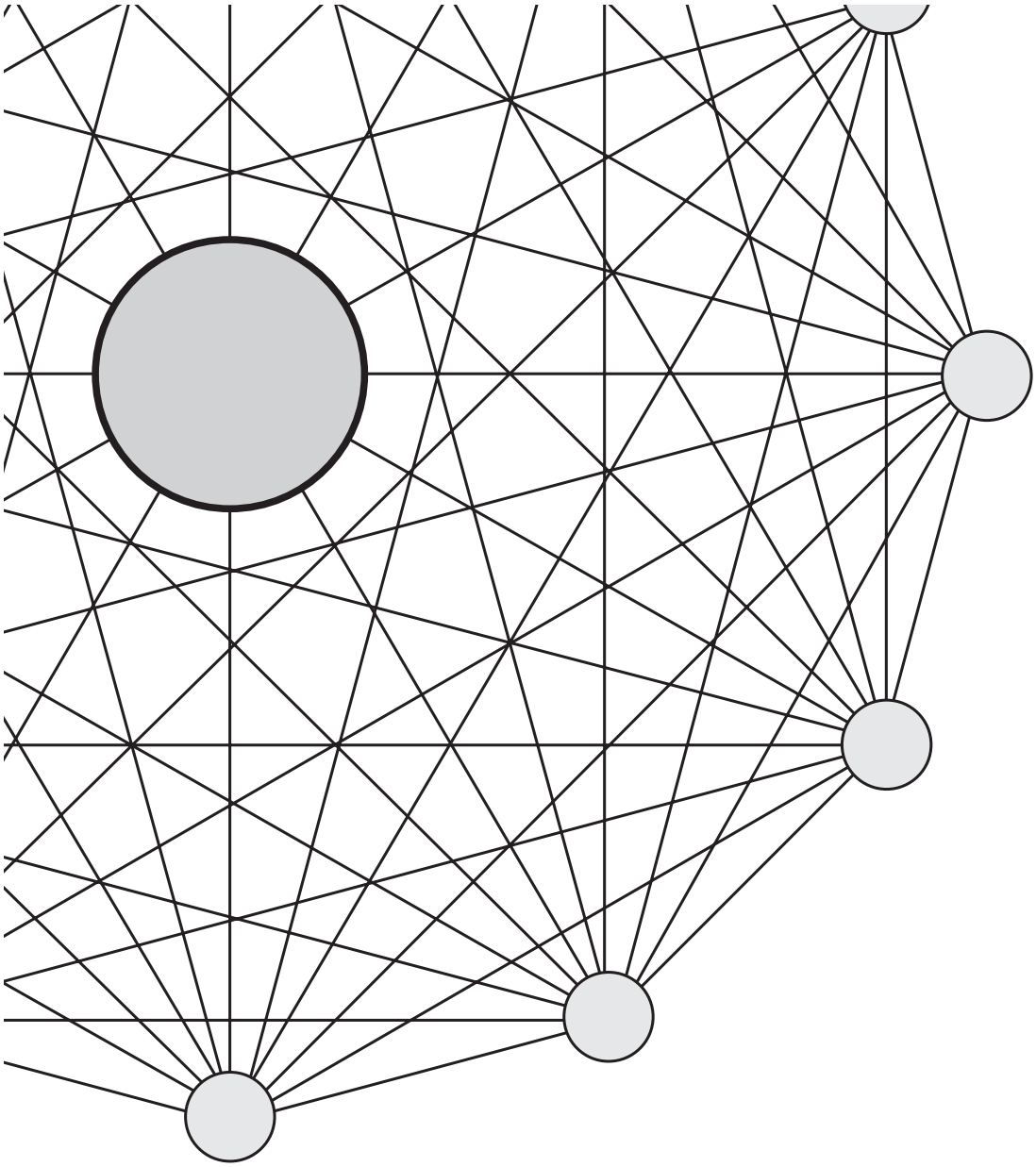
CARTA DE CONJUNTURA

Março

2015

26

ipea
Por um Brasil desenvolvido



CARTA DE CONJUNTURA

março

2015

26

ipea

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República
Ministro – Roberto Mangabeira Unger

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais, possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro, e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Jessé José Freire de Souza

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais, Substituto
Bernardo Alves Furtado

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto
Carlos Henrique Leite Corseuil

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Renato Coelho Baumann das Neves

Chefe de Gabinete
José Eduardo Elias Romão

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

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

ISSN 1982-8772

carta de conjuntura

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Gecon – Grupo de Estudos de Conjuntura

Equipe Técnica
Fernando José da Silva Paiva Ribeiro (Coordenador)
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Maria Andréia Parente Lameiras
Paulo Mansur Levy

Colaboradores
Cláudio Hamilton Matos dos Santos
Marco Antonio Freitas de Holanda Cavalcanti

Equipe de Apoio
Alejandro da Rocha Souto Padrón
Felipe dos Santos Martins
Mariana Leite Moraes da Costa
José Bruno Ramos Torres Fevereiro
Pedro Américo de Alemida Ferreira
Hugo Hoffmann Borges

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2015

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

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

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

CDD 330.05

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

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

As seções desta carta foram produzidas com informações disponíveis em 15 de abril de 2015.

SUMÁRIO

SÍNTESE DA CONJUNTURA 5

ATIVIDADE ECONÔMICA 9

MERCADO DE TRABALHO 31

INFLAÇÃO 43

SETOR EXTERNO 51

MOEDA E CRÉDITO 65

FINANÇAS PÚBLICAS 75

ECONOMIA MUNDIAL 93

NOTAS TÉCNICAS

REVISÃO METODOLÓGICA DAS CONTAS NACIONAIS E PRINCIPAIS IMPACTOS SOBRE A TRAJETÓRIA DO PIB E SEUS COMPONENTES 115
LEONARDO MELLO DE CARVALHO
JOSÉ BRUNO RAMOS TORRES FEVEREIRO

A ECONOMIA BRASILEIRA EM MOMENTOS DE AJUSTE: BREVE COMPARAÇÃO ENTRE 1999, 2003 E 2015 131
FERNANDO J. RIBEIRO

UMA NOTA SOBRE A UTILIZAÇÃO DE DADOS DOS PORTAIS DE TRANSPARÊNCIA EM ANÁLISES CONJUNTURAIS SOBRE AS FINANÇAS PÚBLICAS DOS ESTADOS BRASILEIROS 145
CLÁUDIO HAMILTON MATOS DOS SANTOS
ALEJANDRO PADRÓN
FELIPE DOS SANTOS MARTINS
MARIANA LEITE MORAES DA COSTA

SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL REVISITADA 159
MÁRIO JORGE MENDONÇA
LUIS ALBERTO MEDRANO

PRODUTO INTERNO BRUTO MENSAL: 2003 A 2014 169
JOSÉ RONALDO DE CASTRO SOUZA JÚNIOR

SÍNTESE DA CONJUNTURA

Os números dos primeiros meses de 2015 relatam atividade econômica virtualmente estagnada (ou em queda, a depender do indicador considerado), inflação crescente, elevação, ainda que gradual, do *deficit* em transações correntes e aumento da taxa de desemprego. Em linhas gerais, essa evolução representa o aprofundamento das tendências que já se verificavam em 2014, quando o produto interno bruto (PIB) cresceu apenas 0,1%, refletindo uma desaceleração geral da demanda doméstica: houve forte retração da formação bruta de capital fixo (-4,4%) e o consumo das famílias e do governo cresceu às menores taxas em mais de dez anos – respectivamente, 0,9% e 1,3% −, com as exportações líquidas tendo variação próxima de zero.[1]

A *Carta de Conjuntura* já vinha destacando, há alguns números, um amplo conjunto de elementos que vinha conduzindo a economia a um quadro de relativa estagnação, a saber: aumento do endividamento das famílias, inflação em alta, elevação dos juros, demanda externa fraca, queda de preços de *commodities* e nível elevado de estoques na indústria. Paralelamente, observava-se expressiva queda dos níveis de confiança de consumidores e empresários, que, ainda que seja em parte consequência da própria piora da atividade, representa, sem dúvida, um importante elemento que retroalimenta o quadro negativo.

Nos últimos meses, novos elementos contracionistas foram adicionados ao cenário herdado de 2014: o aumento de preços administrados – com forte impacto sobre a inflação e o poder de compra das famílias no curto prazo –, o aumento do desemprego (com queda no emprego formal), a rápida desvalorização do câmbio e, por fim, as medidas de ajuste fiscal, notadamente a elevação dos tributos (e, consequentemente, a redução da renda disponível do setor privado) e a forte contração dos gastos do governo. Tudo isso tendo como pano de fundo um quadro político instável, com conflitos entre os poderes Executivo e Legislativo.

Não seria correto, porém, julgar o ajuste macroeconômico em curso apenas por seus impactos de curto prazo. O que se busca é a correção dos desequilíbrios acumulados nos últimos anos – que se expressam em preços relativos desalinhados, inflação, e *deficit* crescentes do setor público e em transações correntes –, que, se bem-sucedida, permitirá à economia recuperar uma trajetória de crescimento em bases mais sólidas em um futuro não muito distante. Com efeito, a experiência prévia do país com ajustes deste tipo – os exemplos recentes são os anos de 1999 e 2003 –, é positiva, no sentido em que as metas de ajuste foram alcançadas e a atividade econômica respondeu de maneira relativamente

1. Esses números já se referem ao novo Sistema de Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), cujas principais mudanças e implicações são discutidas em nota técnica anexa a esta *Carta*.

rápida e vigorosa, com o PIB voltando a crescer a taxas expressivas apenas dois ou três trimestres depois.

A principal vertente do ajuste atual é a fiscal. O longo descompasso entre a evolução das receitas e das despesas, tanto no nível federal quanto nos governos subnacionais, levou o resultado primário do setor público consolidado a registrar *deficit* equivalente a 0,63% do PIB em 2014 − queda de quase 4 pontos percentuais (p.p.) do PIB nos últimos três anos – e elevou a dívida bruta do governo geral a 63,5% do PIB (na metodologia antiga) – aumento de 9 p.p. no mesmo período. Nesse sentido, o esforço da nova equipe econômica tem sido o de combinar medidas pelo lado da receita − elevações de alíquotas de impostos, expansões de bases de incidência de tributos e reversão das desonerações tributárias, inclusive as que incidem sobre as contribuições previdenciárias – e forte contenção das despesas públicas, notadamente as de custeio e investimento.

Registre-se que o protagonismo do Congresso Nacional na calibragem das medidas do ajuste fiscal em curso é um elemento novo do contexto atual em relação às experiências anteriores. Tudo indica que as medidas propostas pelo Executivo serão significativamente modificadas pelos parlamentares, de modo que a composição que precisa do ajuste ainda está em discussão, com novas medidas sendo propostas praticamente todas as semanas. Ainda assim o governo parece ter os instrumentos necessários para realizar o ajuste prometido, inclusive mediante o contingenciamento de despesas – cujo decreto deverá ser lançado até maio – e a restrição ao endividamento de estados e municípios.[2]

Seja como for, o ajuste fiscal terá custos. A forte redução dos investimentos públicos esperada para 2015, em particular, não ajudará nem a recuperação da economia no curto prazo, nem as perspectivas de crescimento no longo prazo. Contudo, embora medidas de impacto imediato sobre as contas públicas sejam inevitáveis, as linhas gerais do ajuste permitem concluir que o Executivo não está mirando apenas no curto prazo. Medidas como a reversão das desonerações tributárias e os ajustes finos realizados, por exemplo, nas transferências de renda às famílias são claros exemplos de ações com impactos também no médio e no longo prazos. No cenário mais provável, a reafirmação do compromisso com a transparência e a sustentabilidade das contas públicas, e o espaço fiscal proporcionado pelo ajuste deverão contribuir para a recuperação do potencial de crescimento da economia mais à frente.

A segunda vertente do ajuste macroeconômico relaciona-se às contas externas. O *deficit* em transações correntes encontra-se hoje em patamar desconfortável, acima de 4% do PIB, e não há sinais de que possa ter alguma melhoria significativa no curto prazo, especialmente em função da queda contínua dos termos de troca e do fraco desempenho das exportações de bens manufaturados – que, em termos de *quantum*, permanecem ainda cerca de 25% abaixo do valor alcançado em 2008, antes da crise financeira internacional.

2. Uma nota técnica anexa a esta *Carta* discute a questão das finanças públicas estaduais e a utilização de bases de dados que permitam uma melhor avaliação do que acontece nas contas "acima da linha".

É verdade que o país não tem enfrentado dificuldades para financiar este *deficit* − em que pese a crescente importância dos investimentos em carteira na composição das entradas de capital −, e o elevado volume de reservas mitiga o risco de uma crise cambial. Ainda assim, o real sofreu forte desvalorização no primeiro trimestre deste ano, de cerca de 25% entre meados de janeiro e o final de março. Esse movimento é reflexo direto de três fatores: a valorização do dólar em relação às demais moedas internacionais, a queda dos preços das *commodities* e o aumento do risco-país. Além disso, houve uma mudança na política do Banco Central do Brasil (BCB), que anunciou o fim da oferta diária de *swaps* cambiais, embora com o compromisso de rolar os contratos vincendos.

Ainda que represente pressões adicionais sobre a inflação no curto prazo, esse movimento do câmbio colabora para a redução do *deficit* externo. O câmbio real entrou em trajetória de desvalorização mais significativa há cerca de seis meses, e seus efeitos sobre os fluxos de comércio devem se fazer sentir ao longo do ano. Mas há dois aspectos importantes a serem considerados. Primeiro, a incerteza ainda reinante sobre a trajetória futura do câmbio, haja vista a revalorização ocorrida no mês de abril, quando as cotações do dólar recuaram para perto de R$ 3,00, após atingirem quase R$ 3,30 em março. O segundo é o impacto do câmbio dos preços relativos de bens comercializáveis e não comercializáveis no mercado doméstico. Até o momento, os índices de preços não mostram qualquer mudança na trajetória dominante nos últimos anos, de queda relativa dos preços dos bens comercializáveis. Tal mudança é necessária para potencializar os efeitos do câmbio e induzir uma recuperação das exportações, especialmente de bens industriais.

De qualquer forma, o país parece caminhar para uma redução no *deficit* em transações correntes que, tipicamente, resulta da combinação de três fatores: desvalorização real do câmbio, desaceleração da atividade doméstica e crescimento do comércio mundial. O primeiro fator parece estar começando a atuar, a despeito das questões apresentadas no parágrafo anterior. O segundo fator já está atuando, especialmente no que diz respeito à produção industrial, que impacta diretamente a importação de bens intermediários, principal grupo de produtos na pauta de importações. Com efeito, o *quantum* das importações totais está em queda desde o início de 2014. Esse movimento deve ser reforçado pelo ajuste fiscal, que tende a aumentar a poupança doméstica e, em um cenário de baixo crescimento, reduzir a necessidade de poupança externa.

Uma redução mais profunda do *deficit* externo, contudo, fica condicionada ao último fator, cujas perspectivas no curto prazo não são as melhores. As previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da Organização Mundial do Comércio (OMC) para o crescimento do comércio mundial neste e no próximo ano são modestas, com tendências pouco favoráveis para mercados emergentes importantes para o Brasil – notadamente China e América Latina – e incerteza quanto à retomada dos países desenvolvidos. Além disso, não há previsão de recuperação importante dos preços das *commodities*, elemento que vem

prejudicando os resultados da balança comercial já há três anos. Diante disso, o mais provável é que a queda do *deficit* em transações correntes ocorra de forma lenta e gradual.

Por fim, a terceira vertente do ajuste macroeconômico em curso é o controle da inflação, mesmo em um cenário de realinhamento dos preços administrados. No acumulado em doze meses até março, a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 8,13%, com grande parte da aceleração observada no primeiro trimestre deste ano vindo dos preços administrados. Esse grupo teve variação de 13,4% em doze meses, influenciado pelo reajuste de 60,5% no preço da energia elétrica, de 14,0% do ônibus urbano e de 11,5% da gasolina. A esse quadro já negativo soma-se o impacto inflacionário das desvalorizações cambiais. Neste contexto, a desaceleração do ritmo de crescimento dos preços dos serviços – que, por sua vez, dependerá da dinâmica da atividade econômica e da evolução do mercado de trabalho e seus impactos sobre o salário real – ajudaria enormemente o quadro inflacionário.

Talvez apostando nisso, a autoridade monetária continua reafirmando sua expectativa de que a inflação convergirá para a meta de 4,5% no ano que vem. As reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) realizadas em 2015 deram continuidade à estratégia de aperto monetário, com aumentos da meta Selic em dois degraus de 0,5 p.p., trazendo a taxa básica da economia para 12,75% ao ano (a.a.). A expectativa é de que as altas continuem por pelo menos mais duas reuniões, levando a Selic para, no mínimo, 13,50%. Em vista das expectativas de inflação – tanto as captadas no boletim *Focus* do BCB quanto a inflação implícita nos títulos públicos −, a taxa de juros real retornou para níveis semelhantes aos de meados de 2011, antes do início do último ciclo de redução de juros.

Em suma, o quadro macroeconômico neste início de ano apresenta-se difícil, com praticamente todos os indicadores econômicos tendo desempenho negativo. Mas o ajuste em curso guarda muitas semelhanças com as experiências de ajustes em 1999 e 2003, nos quais a economia voltou a crescer em prazos relativamente curtos – conforme discutido em nota técnica anexa a esta *Carta*. Mesmo que as características do cenário atual talvez tornem a recuperação da atividade econômica mais lenta que nos ajustes anteriores, perseverar no ajuste trará recompensas no futuro.

1 ATIVIDADE ECONÔMICA

SUMÁRIO

A análise dos indicadores recentes de atividade econômica ratifica o diagnóstico apresentado nas últimas edições da *Carta de Conjuntura*, embora o quadro de estagnação anteriormente identificado tenha sofrido uma deterioração adicional nos primeiros meses de 2015. De modo geral, o cenário continua sendo caracterizado por uma desaceleração do consumo de bens e serviços, acompanhado por uma produção industrial ainda deprimida. Ocorre, todavia, que essa perda de dinamismo já começa a ter consequências mais acentuadas no mercado de trabalho. Se, anteriormente, o desaquecimento vinha se refletindo apenas em redução da criação de novas vagas, acompanhada por uma desaceleração dos ganhos reais de renda, as informações mais recentes já apresentam destruição de postos de trabalho, enquanto os níveis reais de renda começam a retrair. Além da maior insegurança proveniente do mercado de trabalho, o aumento da pressão inflacionária tem contribuído para deprimir ainda mais a confiança das famílias, que se encontra em patamares históricos mínimos. Já com relação aos empresários, o fraco desempenho da demanda interna, somado às incertezas associadas ao ambiente político e econômico do país, também se reflete numa piora contínua dos seus níveis de confiança. Como agravante, há os já esperados efeitos negativos associados aos ajustes monetário e fiscal em curso.

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o produto interno bruto (PIB) avançou 0,3% na comparação entre o quarto trimestre de 2014 e o período imediatamente anterior, considerando-se a série livre de efeitos sazonais. Embora as revisões metodológicas implementadas pelo IBGE no Sistema de Contas Nacionais tenham implicado alterações importantes,[1] o ritmo de crescimento do PIB nos últimos seis trimestres continua apontando para um cenário de estagnação, corroborado por uma taxa média de crescimento nula. Com o avanço no quarto trimestre, o crescimento acumulado em 2014 ficou em apenas 0,1%, contrastando com o resultado de 2,7%, observado em 2013. Com isso, o carregamento estatístico (*carry-over*) para o ano de 2015 ficou em zero. Na comparação com igual trimestre do ano anterior, o quadro não é diferente. Após registrar quedas de 1,2% e 0,6% nos trimestres anteriores, o PIB voltou a cair no quarto trimestre, ficando 0,2% abaixo do patamar atingido no mesmo período de 2014. A perda de fôlego é evidente também na trajetória da taxa acumulada em quatro trimestres, que desacelerou pela terceira vez consecutiva, passando de 0,7% para 0,1%.

Com relação aos seus componentes, todos os setores econômicos apresentaram, em 2014, um ritmo de crescimento mais fraco do que em 2013, evidenciando o caráter disseminado do quadro de desaceleração vigente. Pelo lado da demanda, o pequeno avanço de 0,1% registrado pelo PIB na margem pode ser creditado ao crescimento de 1,1% do consumo das famílias, único componente a apresentar variação positiva nesta base de comparação. No acumulado do ano, o crescimento de 0,9% do consumo foi o menor desde 2003. A formação bruta de capital fixo (FBCF), por sua vez, caiu pelo sexto período consecutivo, contraindo 0,4% na série dessazonalizada. Já no comparativo interanual, a queda foi de 5,8%, fechando o ano com retração de 4,4%. A redução do ritmo de crescimento da demanda também contou com o mau desempenho do consumo do governo no período, recuando 0,6% na margem. No ano, a absorção doméstica (consumo total + FBC) cresceu numa taxa próxima à do PIB, indicando uma contribuição neutra do setor externo em 2014.

Entre os componentes da oferta, o destaque positivo foi o avanço da agropecuária, que voltou a crescer na margem (+1,8%) após dois trimestres. Com este resultado, a taxa de crescimento no ano ficou em 0,4%.

1. Uma descrição detalhada das alterações provenientes das mudanças metodológicas no Sistema de Contas Nacionais pode ser vista na nota técnica *Revisão Metodológica das Contas Nacionais e Principais Impactos sobre a Trajetória do PIB e seus Componentes*.

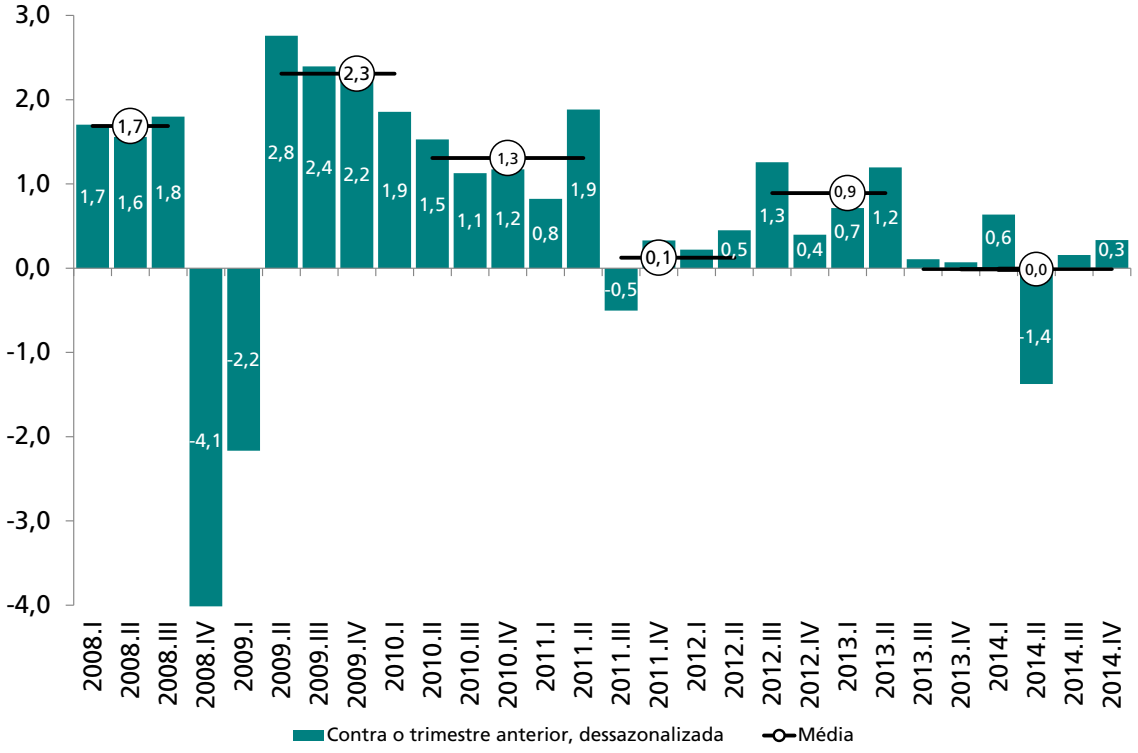
Já o setor de serviços desacelerou na margem, avançando 0,3% no quarto trimestre contra 0,7% no período anterior. Ainda assim, no ano, foi o setor que mais contribuiu para o crescimento do PIB, tendo registrado alta de 0,7%. Por fim, a indústria foi o único setor a registrar queda na comparação dessazonalizada. O recuo de 0,1% foi consequência do mau desempenho da transformação, que retraiu 1,6% na margem. Com isso, a indústria fechou o ano com queda de 1,2%.

Dentro desse contexto, embora ainda apresentem um nível elevado de incerteza, as perspectivas para 2015 são pouco otimistas. As informações referentes ao desempenho da atividade nos primeiros três meses do ano têm indicado piora do cenário. Enquanto as vendas no comércio varejista continuam desacelerando, negativamente influenciadas pelo desaquecimento do mercado de trabalho e pelo encarecimento dos bens, a produção industrial segue em queda. Após a pequena recuperação observada em janeiro, o indicador de produção física mensal do IBGE voltou a cair em fevereiro, recuando 0,9% na margem. Para o restante do ano, o contexto permanece pouco favorável, com a combinação de apertos monetário e fiscal indo de encontro a uma demanda doméstica já enfraquecida. Além disso, a conjuntura externa continua se mostrando debilitada, com os preços de *commodities* mantendo-se deprimidos e a demanda dos principais parceiros comerciais parecendo insuficiente para estimular o setor exportador da indústria. Outros fatores também representam risco para o desempenho futuro da atividade industrial, como um possível racionamento de energia elétrica, ainda não totalmente descartado.

1.1 PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB)

Os números do PIB do quarto trimestre de 2014, já incorporadas as mudanças referentes à revisão implementada pelo IBGE no Sistema de Contas Nacionais, não alteraram o quadro de forte perda de dinamismo que caracterizou a atividade econômica ao longo do ano passado. O crescimento de 0,3% na passagem entre o terceiro e o quarto trimestres de 2014, na série sem efeitos sazonais, foi o segundo consecutivo após a forte queda de 1,4% registrada no segundo trimestre. Ainda assim, a economia encontra-se virtualmente estagnada desde o terceiro trimestre de 2013, período no qual apresentou uma taxa média de crescimento nula (ver gráfico 1.1). Com o avanço no quarto trimestre, que correspondeu a uma taxa de expansão anualizada de 1,3%, o crescimento acumulado em 2014 ficou em apenas 0,1%, representando forte desaceleração em relação ao resultado de 2,7% observado em 2013. Como consequência desse fraco desempenho, o *carry-over* para 2015 ficou em zero, ou seja, o PIB terá crescimento nulo ao final do ano, caso permaneça estagnado durante os próximos quatro trimestres, na série com ajuste sazonal.

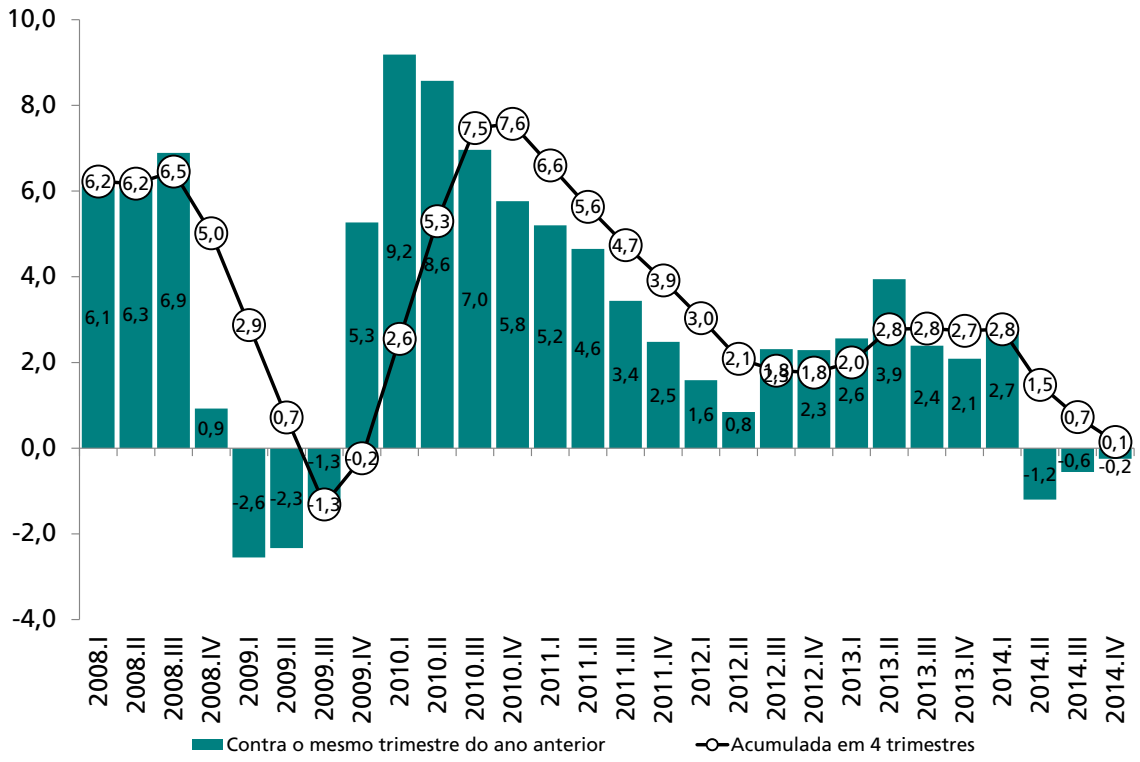
GRÁFICO 1.1
PIB: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado
(Em %)



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

O quadro de estagnação da atividade econômica também fica evidente tomando por base a comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. Com efeito, a queda de 0,2% do PIB no quarto trimestre de 2014 representou a terceira variação negativa consecutiva nesta base de comparação, igualando o recorde negativo da série histórica, atingido nos três primeiros trimestres de 2009. A perda de fôlego da economia doméstica ao longo do ano passado fica ainda mais dramática ao analisarmos a comparação acumulada em quatro trimestres. Após iniciar 2014 crescendo à taxa de 2,8%, o PIB sofreu forte desaceleração nos três períodos seguintes, quando sua taxa de expansão recuou para 1,5%, 0,7% e 0,1%, respectivamente (gráfico 1.2).

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



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

1.2 COMPONENTES DA OFERTA

Na comparação com o mesmo período do ano anterior, a agropecuária foi o principal destaque positivo entre os setores produtivos no quarto trimestre de 2014. Após duas quedas consecutivas nos períodos anteriores, a produção do setor atingiu patamar 1,2% maior em relação ao quarto trimestre de 2013 (tabela 1.1). Com isso, a contribuição à taxa trimestral do PIB foi de 0,1 ponto percentual (p.p.). Na comparação acumulada em quatro trimestres, o setor encerrou o ano de 2014 com avanço de apenas 0,4%, o que representou uma forte desaceleração em relação ao crescimento de 7,9% verificado no ano anterior. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA/IBGE) divulgado em fevereiro de 2015, embora alguns produtos tenham apresentado crescimento na produção, como a soja (5,8%), a mandioca (8,8%) e o algodão (26,0%), a grande maioria sofreu queda de produtividade. Além disso, importantes culturas registraram contração do volume produzido em 2014, como a cana-de-açúcar (-6,7%) e o milho (-2,2%). Com isso, a agropecuária apresentou contribuição nula para o crescimento anual do PIB. O desempenho mais fraco ao longo do segundo semestre, quando comparado à primeira metade do ano, acabou gerando um ca*rry-over* negativo para 2015, que ficou em -0,4%.

TABELA 1.1
PIB: taxa real de crescimento trimestral interanual e acumulado no ano
(Em %)

	2013				2014				Variação acumulada no ano	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2013	2014
PIB a preço de mercado (pm)	2,6	3,9	2,4	2,1	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	2,7	0,1
Imposto sobre produtos	2,7	4,8	4,1	2,2	2,8	-1,8	-1,5	-0,6	3,4	-0,3
PIB preço básico (pb)	2,5	3,8	2,1	2,1	2,7	-1,1	-0,4	-0,2	2,6	0,2
Agropecuária	21,4	9,7	-3,3	3,4	3,4	-1,5	-1,4	1,2	7,9	0,4
Indústria	-1,5	3,8	2,2	2,4	3,0	-3,6	-1,9	-1,9	1,8	-1,2
Serviços	2,5	3,2	2,5	2,0	2,4	-0,2	0,3	0,4	2,5	0,7
Demanda interna com variação de estoques	4,0	4,2	3,6	2,1	2,5	-1,5	-0,9	0,5	3,5	-0,1
Demanda interna sem variação de estoques	2,9	4,3	3,8	2,5	2,3	-1,2	-1,0	-0,4	3,4	-0,1
Consumo - total	3,0	3,2	2,8	2,0	2,2	0,5	0,4	0,9	2,7	1,0
Famílias	3,7	3,6	2,7	1,6	2,0	0,2	0,1	1,3	2,9	0,9
Governo	0,7	1,9	3,1	3,0	2,6	1,5	1,6	-0,2	2,2	1,3
FBCF	2,7	8,8	7,9	4,9	3,0	-7,9	-6,4	-5,8	6,1	-4,4
Exportação	-4,9	6,0	2,8	3,7	3,1	-0,2	4,6	-10,7	2,1	-1,1
Importação	7,1	7,4	12,4	3,7	1,6	-2,7	1,6	-4,4	7,6	-1,0
PIB pm variação dessazonalizada	0,7	1,2	0,1	0,1	0,6	-1,4	0,2	0,3		

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

O setor de serviços, por sua vez, obteve o segundo melhor resultado na comparação interanual, registrando crescimento de 0,4% sobre o quarto trimestre do ano passado. Este resultado manteve praticamente inalterado o ritmo de crescimento do setor, que havia registrado alta de 0,3% no período anterior. Ainda assim, voltou a apresentar a maior contribuição para o resultado do PIB, adicionando 0,2 p.p. Entre as atividades, o avanço foi generalizado, com exceção dos grupos comércio e administração, educação e saúde públicas, que apresentaram quedas de 2,9% e 0,1%, respectivamente. Os destaques positivos foram serviços imobiliários (3,0%), serviços de informação (1,9%) e intermediação financeira e seguros (1,3%). No acumulado em quatro trimestres, o crescimento ficou em 0,7%, resultado bastante inferior ao obtido em 2013 (2,5%). Este resultado representou uma adição de 0,4 p.p. em termos de contribuição ao PIB. Já o carregamento estatístico para 2015 ficou em 0,4%.

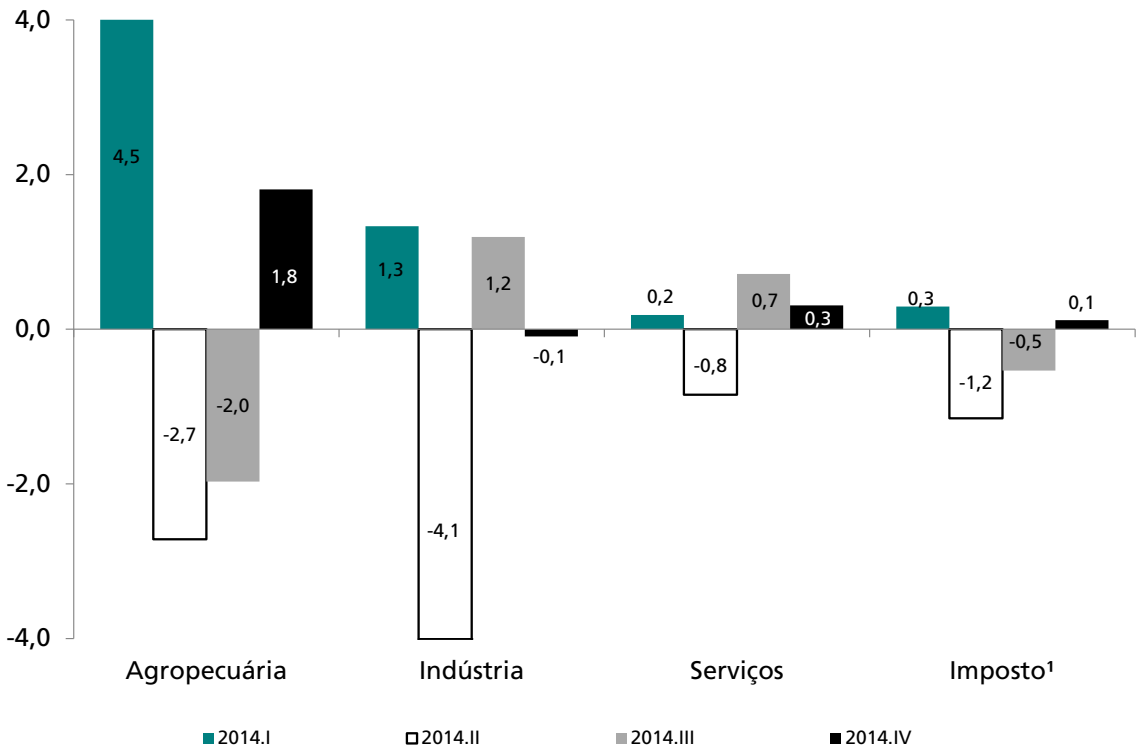
A indústria, por fim, recuou pela terceira vez consecutiva na comparação interanual, registrando queda de 1,9% ante o quarto trimestre de 2013. Com isso, a contribuição para o resultado interanual do PIB se manteve negativa em -0,4 p.p. Todos os subsetores apresentaram contração, com exceção da extrativa mineral, que, positivamente influenciada pelos aumentos na extração de petróleo e gás natural, assim como na extração de minérios de ferro, registrou alta de 9,7%, o quarto resultado

positivo nessa base de comparação. Entre os destaques negativos, a produção e distribuição de energia, gás e água registrou o pior resultado (-5,9%), refletindo a alta no uso das termelétricas na geração de energia. Por sua vez, a indústria de transformação obteve o segundo pior resultado, ficando 5,4% abaixo do patamar atingido no quarto trimestre de 2014. Esta foi a terceira queda consecutiva da atividade nesta base de comparação. No acumulado em quatro trimestres, após ter crescido 1,8% em 2013, a indústria registrou queda de 1,2% em 2014, sendo responsável por reduzir o crescimento do PIB em 0,2 p.p. O desempenho ao longo do ano passado gerou um *carry-over* de -0,5% para 2015.

Na comparação entre o quarto trimestre de 2014 e o período imediatamente anterior, na série dessazonalizada, a agropecuária apresentou o melhor desempenho, avançando 1,8% na margem. Este resultado, no entanto, foi insuficiente para reverter a queda de 4,6% acumulada nos dois períodos anteriores. Por sua vez, a atividade dos serviços também registrou avanço na passagem entre o terceiro e o quarto trimestres, com alta de 0,3%. O resultado, contudo, representou uma desaceleração em relação ao período anterior, quando o setor cresceu 0,7% (gráfico 1.3). Entre as atividades, o crescimento foi generalizado, com destaque para os serviços de informação (1,4%), serviços de intermediação financeira e seguros (1,3%) e outros serviços (1,0%).

Ainda na série dessazonalizada, após ter avançado 1,2% no período anterior, a indústria recuou no quarto trimestre de 2014, registrando queda de 0,1% na margem. Com alguma volatilidade, o setor manufatureiro se mantém virtualmente estagnado desde o primeiro trimestre de 2012, período em que apresenta uma taxa média de crescimento marginal nula. A queda no quarto trimestre foi reflexo do mau desempenho da atividade de transformação, que recuou 1,6% sobre o período anterior. Enquanto a extrativa mineral permaneceu estagnada, a atividade associada à produção de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana foi o destaque positivo, com alta de 1,8%.

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



Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Nota: [1] Dessazonalização própria.

1.3 COMPONENTES DA DEMANDA

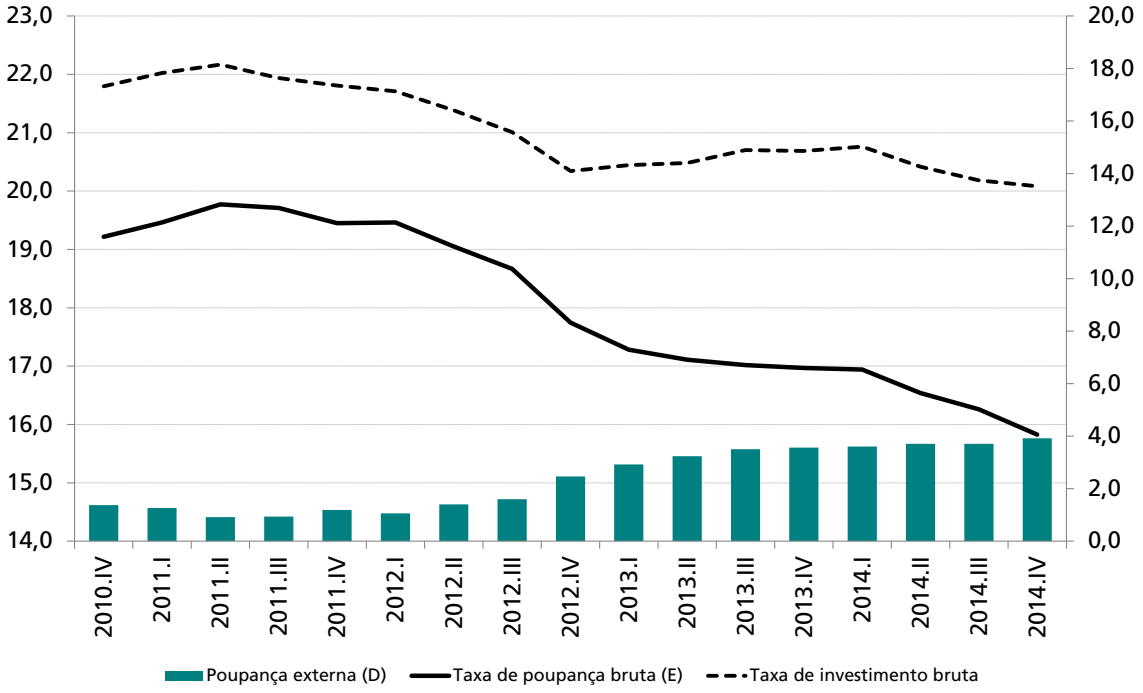
O consumo das famílias cresceu pelo 45º trimestre seguido, registrando expansão de 1,3% na comparação entre o quarto trimestre de 2013 e o mesmo período do ano anterior. Este resultado significou uma melhora em relação aos dois trimestres anteriores, quando o crescimento havia sido de apenas 0,2% e 0,1%, respectivamente. Com isso, o consumo das famílias voltou a ser o destaque entre os componentes pelo lado da demanda, contribuindo com 0,8 p.p. no resultado trimestral do PIB. A recuperação no quarto trimestre, porém, não impediu que o crescimento acumulado em quatro trimestres continuasse em sua trajetória de desaceleração, que já dura seis trimestres. O ano fechou com alta de apenas 0,9%, resultado bastante inferior ao crescimento de 2,9% verificado em 2013 e o mais baixo em mais de dez anos. Ainda assim, o consumo contribuiu com 0,6 p.p. à variação total do PIB no ano. A taxa de poupança também sofreu forte recuo no ano, passando de 17,0% para 15,8%, o menor valor da nova série revisada.

Já o consumo do governo recuou 0,2% na comparação com o quarto trimestre de 2013. Este foi o primeiro resultado negativo desde o primeiro trimestre de 2003,

refletindo-se numa contribuição nula ao crescimento interanual do PIB no trimestre. Ainda nesta base de comparação, seu deflator implícito voltou a apresentar o maior aumento entre os componentes do PIB, registrando variação de 8,2%. Na comparação acumulada em quatro trimestres, o consumo do governo reduziu seu ritmo de crescimento pelo terceiro período consecutivo, exibindo alta de 1,3% em 2014 contra 2,2% no ano anterior. Com isso, adicionou 0,3 p.p. no resultado anual do PIB.

A FBCF registrou a terceira variação negativa na comparação interanual, ficando 5,8% abaixo do patamar atingido no quarto trimestre de 2013. Este resultado foi o pior entre os componentes da demanda interna, retirando 1,2 p.p. da taxa de crescimento trimestral do PIB. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes recuou para 19,2% contra 20,0% em igual período do ano anterior. Já a taxa de investimento bruta, que inclui a variação de estoques, manteve-se praticamente estável, passando de 17,7% para 17,5%. Com relação à evolução dos preços relativos, a variação interanual registrada pelo deflator implícito da FBCF (7,7%) voltou a ganhar terreno em relação ao deflator do PIB (6,3%). Na comparação acumulada no ano, a taxa de investimento a preços correntes encerrou o ano em 20,1%, apenas 0,6 p.p. abaixo do resultado obtido em 2013. Vale destacar que, desde meados de 2012, vem crescendo a diferença entre a taxa de investimentos e a taxa de poupança, que sofreu forte declínio ao longo deste período, aumentando, dessa forma, a dependência da economia em relação à poupança externa (gráfico 1.4).

GRÁFICO 1.4
Investimento, poupança doméstica e poupança externa
(Taxa acumulada em quatro trimestres, em %)



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

Na comparação acumulada em quatro trimestres, a taxa de expansão da FBCF sofreu forte redução, passando de 6,1% em 2013 para -4,4% ao final de 2014. Este resultado, que representou uma contribuição negativa de -0,9 p.p. à taxa de crescimento anual do PIB, 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 9,5%, o setor da construção civil encerrou o ano com queda de 3,3%. O destaque positivo ficou por conta do componente outros, que registrou crescimento de 5,5% em 2014. Vale destacar que este componente, assim como a construção civil, aumentou sua participação relativa na FBCF *vis-à-vis* o Came, após a revisão das Contas Nacionais. Em termos da FBC, a participação da variação de estoques no desempenho do PIB no quarto trimestre de 2014 foi bastante positiva, adicionando 0,8 p.p. à sua taxa interanual. O mesmo ocorreu no acumulado do ano, embora a influência positiva no PIB tenha sido menor, com a adição de 0,2 p.p.

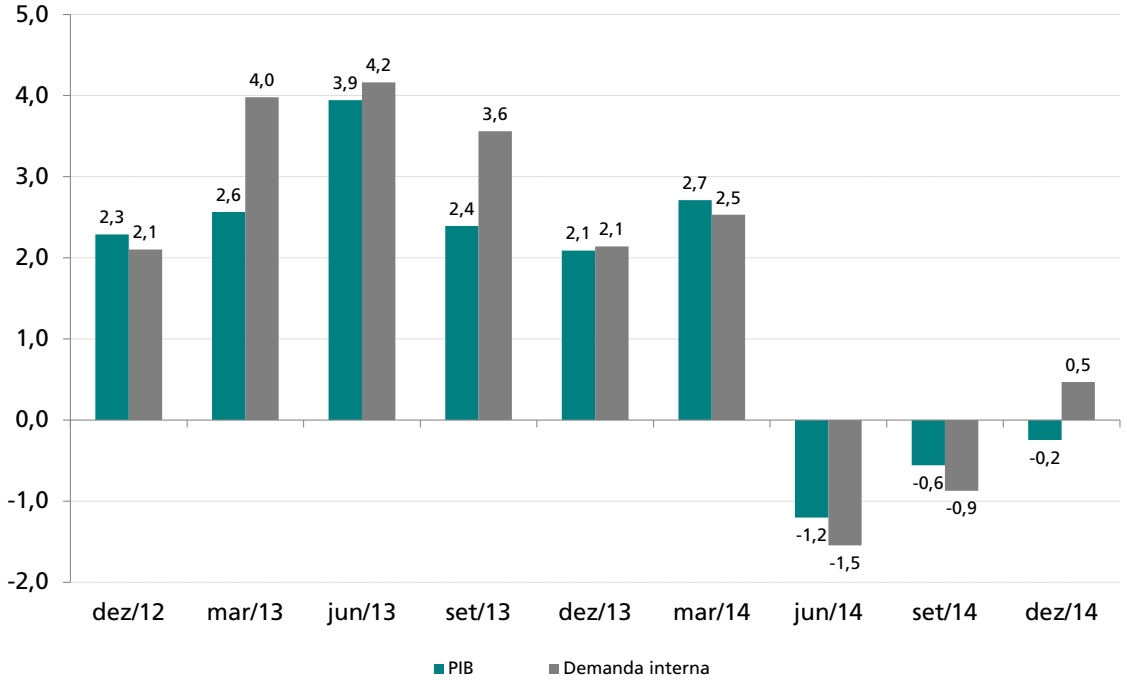
Por fim, ainda na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, nota-se que a absorção doméstica, composta pelo consumo total (famílias e governo) e pela FBC (FBCF + variação de estoques), cresceu a uma taxa superior ao PIB no quarto trimestre de 2014, interrompendo uma sequência de três períodos em que apresentou um ritmo inferior de expansão, implicando uma contribuição negativa das exportações líquidas no seu crescimento interanual (gráfico 1.5). Este resultado foi reflexo da queda de 10,7% das exportações de bens e serviços, enquanto as exportações reduziram-se em 4,4%. No acumulado do ano, entretanto, a absorção doméstica cresceu 3,1% contra 2,3% do PIB, com a diferença sendo coberta pelas exportações líquidas, que deram contribuição negativa de 0,9 p.p. para o crescimento do PIB.

Na comparação entre o quarto trimestre de 2014 e o período imediatamente anterior, na série livre de influências sazonais, o consumo das famílias também mostrou recuperação, registrando avanço de 1,1%, o que significou uma pequena aceleração em relação ao resultado do terceiro trimestre, quando havia crescido 0,4% (gráfico 1.6). Parte deste aumento pode ser explicada pela inclusão das informações provenientes da nova Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad) que, ao contrário da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), contabilizou crescimento da massa salarial real no quarto trimestre de 2014. A trajetória ascendente apresentada pela taxa de crescimento dessazonalizada do consumo das famílias ao longo do ano acabou elevando o *carry-over* para 2015, que ficou em 0,9%.

GRÁFICO 1.5

Taxas de crescimento: PIB *versus* demanda interna

(Taxa trimestral, em %)

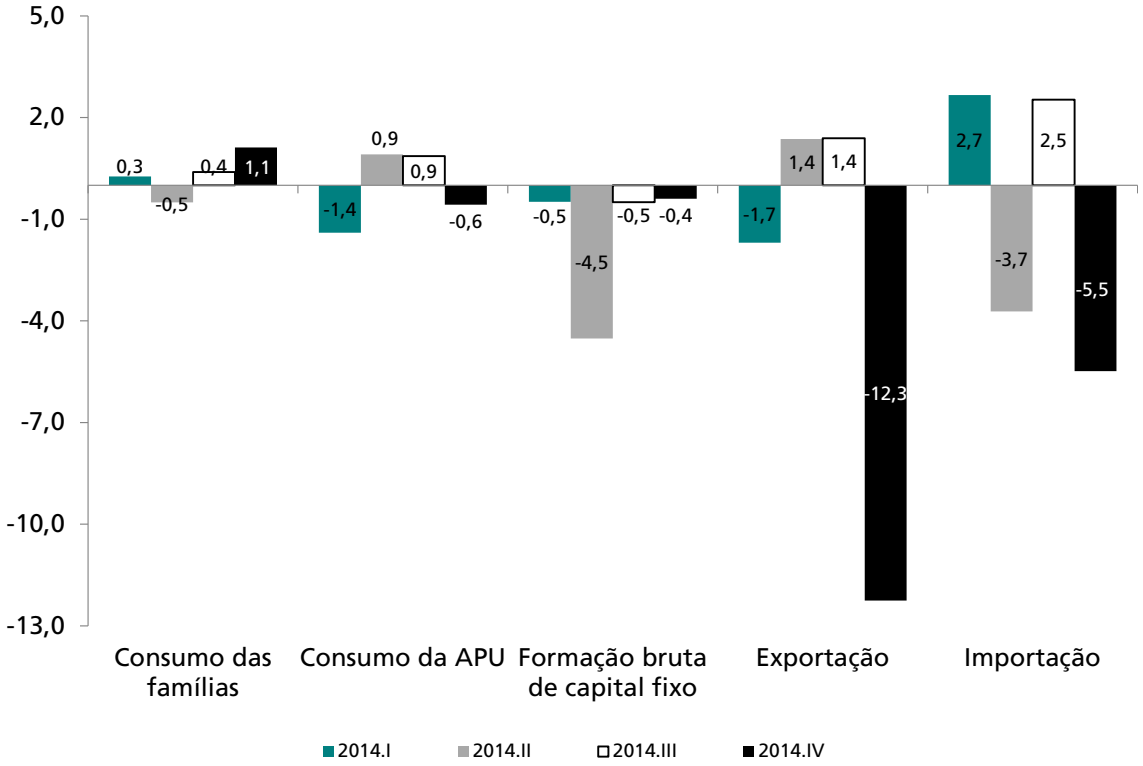


Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 1.6

Componentes do PIB pelo lado da demanda: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado

(Em %)



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

Já o consumo do governo registrou recuo de 0,6% na comparação com o período anterior, interrompendo uma sequência de dois avanços consecutivos na margem. O *carry-over* para 2015 ficou em 0,2%. Já a FBCF registrou queda de 0,4%, a sexta variação negativa na comparação dessazonalizada, acumulando, neste período, uma perda de 7,4%. Com isso, o carregamento estatístico deixado para 2014 ficou em -1,7%. Por fim, assim como no comparativo interanual, a demanda interna teve desempenho superior do PIB no trimestre, avançando 0,4% ante o período anterior, na série dessazonalizada.[2] Este resultado levou a uma variação negativa das exportações líquidas no quarto trimestre, com queda de 12,3% das exportações de bens e serviços e de 5,5% das importações.

1.4 PRODUÇÃO INDUSTRIAL

Segundo os dados da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF) do IBGE, a indústria recuou 0,9% na passagem entre os meses de janeiro e fevereiro, na série livre de influências sazonais (tabela 1.2). Reafirmando o padrão de estagnação que prevalece desde meados do segundo semestre de 2012, o resultado de fevereiro mais que devolveu o avanço de 0,3% registrado no mês anterior.[3] Com isso, a indústria atingiu o menor patamar desde agosto de 2009. Ainda na série com ajuste sazonal, o índice da média móvel trimestral contraiu pelo quarto período consecutivo, passando de -0,9% para -0,8%. A queda em fevereiro, somada às revisões ocorridas na série ajustada, piorou o arrasto estatístico para o primeiro trimestre do ano, que se reduziu de -0,6% para -1,8%. Já com relação ao resultado esperado para 2015, o esforço de crescimento também aumentou, uma vez que o *carry-over* passou de -2,5% para -2,9%.

Na comparação com o mesmo período do ano passado, a produção industrial apresentou variação negativa pelo 12º mês consecutivo, situando-se num patamar 9,1% inferior ao observado em janeiro de 2013. Com isso, a taxa de crescimento acumulada no primeiro bimestre ficou em -7,1%, enquanto o resultado em doze meses voltou a desacelerar, reduzindo-se de -3,5% para -4,5%.

2. Dessazonalização própria.

3. Revisões na série dessazonalizada reduziram a taxa de crescimento do mês de janeiro, que passou de 2,0% para 0,3%. Enquanto o nível da série ajustada caiu 0,3% em janeiro, a média do quarto trimestre de 2014 se elevou pelo mesmo montante.

TABELA 1.2
PIM-PF
(Variação em %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado[1]			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Dez. 2014	Jan. 2015	Fev. 2015	Dez. 2014	Jan. 2015	Fev. 2015	No ano	Em 12 meses
Geral	-1,6	0,3	-0,9	-2,9	-5,1	-9,1	-7,1	-4,5
Classes								
Extrativa mineral	1,1	1,9	0,9	9,2	10,1	12,0	11,0	7,2
Transformação	-3,6	1,8	-1,3	-4,6	-7,0	-11,5	-9,3	-5,9
Categorias de uso								
Capital	-11,2	8,2	-4,1	-12,1	-16,0	-25,7	-21,1	-13,5
Intermediários	-0,7	0,6	-0,1	-1,7	-2,4	-4,0	-3,2	-3,0
Consumo	-2,0	-1,1	-0,4	-3,0	-7,1	-13,3	-10,2	-4,6
Duráveis	-2,4	-1,3	-0,4	-9,4	-13,8	-25,8	-20,1	-13,4
Semi e não duráveis	-1,4	-0,2	-0,5	-1,3	-5,0	-8,9	-6,9	-1,8
Insumos da construção civil	-5,6	4,6	0,2	-6,7	-8,9	-11,4	-10,2	-7,6

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.

Com relação às classes de produção, a indústria de transformação recuou 1,3% em fevereiro ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Foi verificada expansão em onze de um total de 23 atividades,[4] o que reduziu o índice de difusão[5] de 52% para 48%. Já a série com base na média móvel de três meses repetiu o resultado de janeiro, ficando em 41% (gráfico 1.7). Entre as atividades com maior peso, destacaram-se positivamente: produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos (+2,9%); e máquinas e equipamentos (+1,2%), desacelerando em relação ao forte avanço de 9,1% ocorrido em janeiro. Já entre as atividades que mais contribuíram negativamente, destacaram-se: veículos automotores, reboques e carrocerias (-1,7%), sendo este o terceiro recuo consecutivo; equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (-4,2%) e fumo, que, apesar de possuir um peso pequeno no total da indústria, registrou outra forte queda, recuando 24,0% frente ao mês anterior. Em direção contrária à transformação, a indústria extrativa mineral avançou na passagem entre janeiro e fevereiro, na série ajustada pela sazonalidade. A alta de 0,9% foi o terceiro resultado positivo consecutivo registrado pelo setor nesta base de comparação.

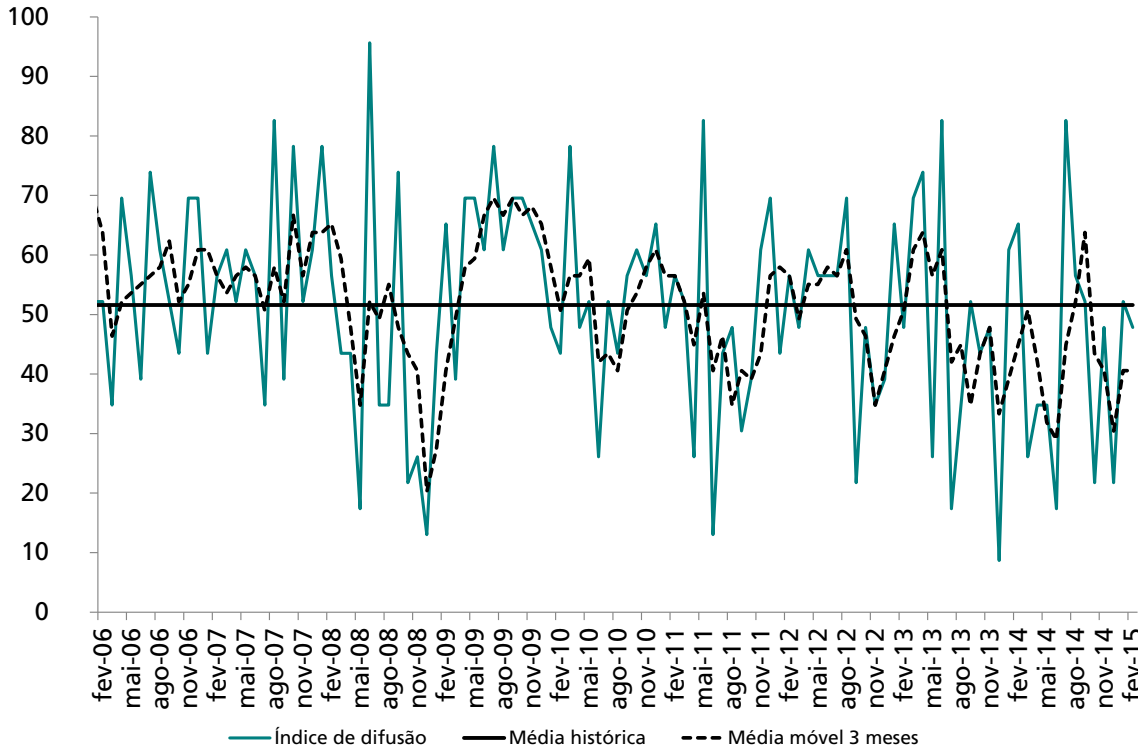
Na comparação com o mesmo mês do ano passado, a queda de 11,5% registrada pela indústria de transformação em fevereiro foi a 12ª consecutiva. Entre todos os ramos

4. 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.

5. 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.

de atividades, apenas a fabricação de celulose, papel e produtos de papel apresentou variação positiva na comparação interanual, com alta de 0,1% sobre fevereiro de 2013. Entre os demais, destacaram-se negativamente: veículos automotores, reboques e carrocerias; produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos; e máquinas e equipamentos, com variações de -30,4%, -12,8%, -10,6%, respectivamente. Já a produção da indústria extrativa mineral voltou a acelerar na comparação interanual, registrando expansão de 12% sobre o patamar verificado no mesmo mês de 2013.

GRÁFICO 1.7
PIM-PF: índice de difusão (fev./2006-fev./2015)
(Em %)



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

Considerando as grandes categorias econômicas, o mau desempenho no mês de fevereiro foi generalizado. Na comparação com o período imediatamente anterior, na série ajustada, o destaque negativo ficou por conta da produção de bens de capital, que recuou 4,1%, revertendo parte do avanço ocorrido no mês anterior. Com base na análise dos índices especiais de bens de capital, nota-se que a perda de dinamismo do setor vem ocorrendo de maneira bastante disseminada. Em fevereiro, com exceção da produção voltada para o setor de energia elétrica e para fins industriais não seriados, que avançaram 2,8% e 5,3%, respectivamente, todos os demais registraram recuo na margem. Os destaques negativos ficaram por conta dos setores voltados para a construção (-5,1%) e peças agrícolas (-5,9%).

O mau desempenho da economia também tem se refletido na produção de bens de consumo duráveis. A queda de 0,4% em fevereiro foi a quinta variação negativa consecutiva registrada pelo setor na comparação dessazonalizada, que já acumula uma perda de 8,9% no período. A queda em fevereiro ocorreu a despeito da pequena recuperação verificada na produção de veículos automotores, que avançou 1,9% na margem, interrompendo uma sequência de quatro meses de retração. Por sua vez, o setor de bens de consumo semiduráveis e não duráveis também vem registrando quedas sucessivas. O recuo de 0,5% na passagem entre janeiro e fevereiro foi o quinto resultado negativo consecutivo. Enquanto a produção de semiduráveis avançou 1,3%, o setor de não duráveis retraiu 4,9%.

Por fim, a produção de bens intermediários, categoria de uso com o maior peso na indústria, recuou 0,1% frente ao mês anterior na série ajustada. O resultado de fevereiro é um retrato do desempenho do setor, que permanece virtualmente estagnado, apresentando um nível de produção semelhante àquele verificado em outubro de 2009. O recuo na margem foi explicado, em grande medida, pelo mau desempenho das atividades ligadas à produção de peças e acessórios para equipamentos de transporte, combustíveis e lubrificantes básicos e alimentação e bebidas elaborados para a indústria, que registraram quedas de 1,2%, 0,3% e 1,5%, respectivamente. O destaque positivo ficou por conta da produção de peças e acessórios para bens de capital, com alta de 10,1%.

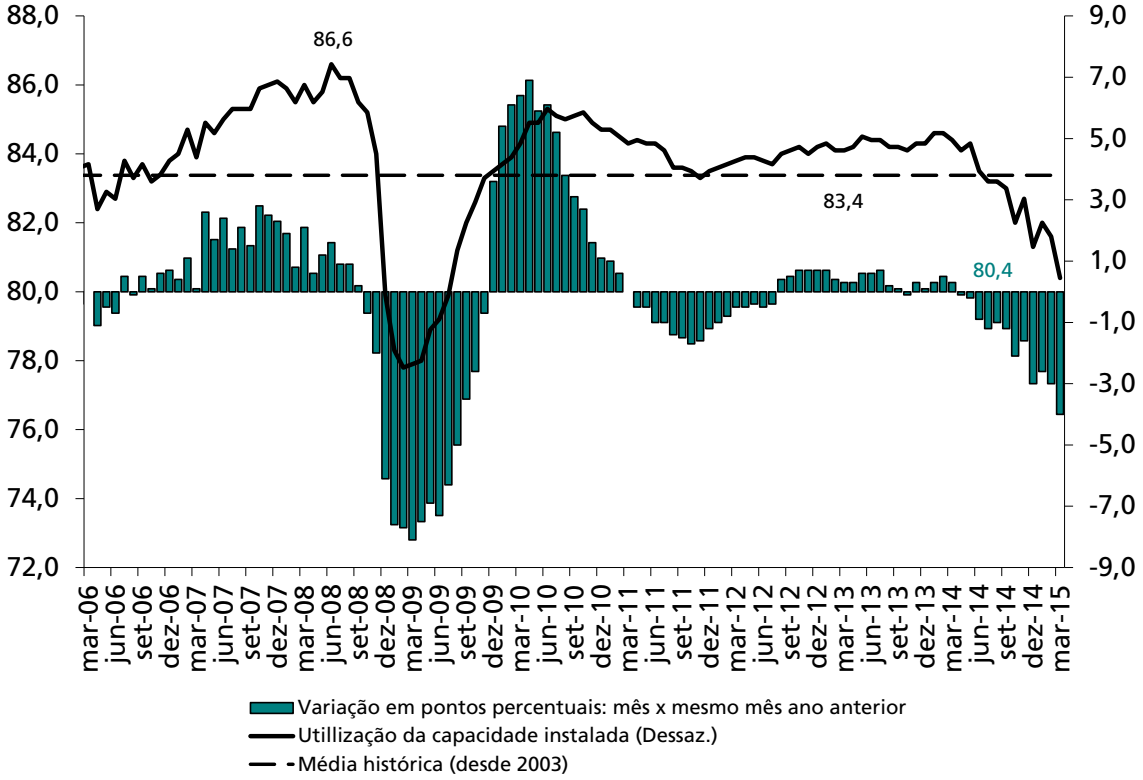
Na comparação entre fevereiro de 2015 e o mesmo mês do ano anterior, assim como aconteceu no comparativo dessazonalizado, todas as categorias de uso exibiram variação negativa. O destaque, uma vez mais, ficou por conta da produção de bens e capital, que registrou expressiva queda de 25,7%. Com exceção da produção voltada para fins industriais não seriados, que registrou aumento de 43,1%, a décima alta consecutiva, todos os demais setores ficaram abaixo do patamar alcançado em fevereiro do ano passado. Chama mais atenção a produção de bens de capital para equipamentos de transporte e a produção de peças agrícolas, com quedas de 33,3% e 32,2%, respectivamente. Com isso, enquanto o resultado do primeiro bimestre aponta queda de 21,1%, o acumulado em doze meses piorou pelo 12º período consecutivo, recuando de -10,8% para -13,5%.

Entre as demais categorias de uso, a produção de bens de consumo duráveis registrou o segundo pior resultado interanual, com queda de 25,8% frente a fevereiro do ano passado. Enquanto o acumulado no ano caiu 20,1%, a taxa de crescimento acumulada em doze meses diminuiu de -9,9% para -13,4%. O cenário também é ruim no setor de bens de consumo semi e não duráveis, que registrou retração interanual de

8,9%. Nesta base de comparação, a queda foi generalizada, com destaque negativo para a produção de não duráveis, com queda de 15,1%. Com isso, a taxa acumulada no ano caiu para -6,9%, enquanto o resultado em doze meses ficou em -1,8%. Por fim, a categoria de intermediários também assinalou queda na comparação interanual, ficando 4,0% abaixo do patamar de fevereiro de 2013. Vale notar que este foi o 16º resultado negativo em dezenove meses e refletiu as quedas nas atividades peças e acessórios para equipamentos de transporte industrial, combustíveis e insumos industriais elaborados, que retraíram 19,7%, 4,6% e 7,7%, respectivamente. Enquanto o primeiro bimestre ficou 4,0% abaixo do mesmo período de 2013, o acumulado em doze meses caiu de -2,7% para -3,0%.

Em relação ao uso dos fatores de produção, de acordo com a pesquisa *Sondagem industrial*, da Fundação Getulio Vargas (FGV), o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) do setor manufatureiro tem indicado forte tendência de queda desde maio do ano passado. Em março de 2015, o indicador atingiu um nível de 80,4%, que representou queda de 1,2 p.p. na comparação com fevereiro, na série livre de efeitos sazonais. Com este resultado, o nível de utilização dos fatores atingiu patamar 3,0 p.p. abaixo da média histórica da série (gráfico 1.8). Todas as categorias de uso têm apresentado ociosidade, sendo que o setor de bens de consumo duráveis exibe o pior quadro, operando com uma folga de capacidade de 8,6 p.p. em relação à sua média histórica. Já entre as atividades, o nível de utilização da capacidade do setor de metalurgia se encontra 6,7 p.p. abaixo da sua média. Na comparação interanual, a queda de 4,0 p.p. foi a 12ª consecutiva registrada pela indústria de transformação.

GRÁFICO 1.8
FGV (set./2006-mar./2015)
(Índices dessazonalizados)



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

1.5 COMÉRCIO

De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, as vendas reais no varejo restrito recuaram 0,1% na comparação entre fevereiro e o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal (tabela 1.3). Com isso, a média móvel trimestral do índice caiu pelo segundo mês consecutivo, passando de -0,2% para -0,7%. O resultado de fevereiro deixa um *carry-over* de -0,9% para o primeiro trimestre de 2015 e de apenas 0,1% para o ano. Entre os oito setores que compõem o varejo restrito, quatro apresentaram variação positiva, com destaque para outros artigos de uso pessoal e doméstico (1,8%), artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos (0,8%) e hipermercados e supermercados (0,2%). Entre os grupos que retraíram na margem, vale destacar combustíveis e lubrificantes, móveis e eletrodomésticos e equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, com quedas de 5,3%, 1,3% e 1,3%, respectivamente.

Em relação ao mesmo período do ano anterior, o volume de vendas no varejo restrito também caiu, assinalando queda de 3,1%, a maior desde agosto de 2003. Entre os segmentos que mais contribuíram para este resultado destacam-se: combustíveis e lubrificantes; móveis e eletrodomésticos; e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, com baixas de 10,4%, 10,4% e 1,8%, respectivamente.

Por sua vez, os segmentos outros artigos de uso pessoal e doméstico (3,0%) e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos (3,2%) contribuíram positivamente para o resultado interanual. Com este resultado, enquanto a taxa de variação acumulada no primeiro bimestre de 2015 ficou negativa em 1,2%, a comparação em doze meses desacelerou pelo nono período consecutivo, passando de 1,8% para 0,9%.

TABELA 1.3
Vendas no varejo: evolução das taxas de crescimento
(Variação em %)

Índices de volume de vendas no varejo (PMC)	Mês/mês anterior dessazonalizado			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Dez. 2014	Jan. 2014	Fev. 2015	Dez. 2014	Jan. 2014	Fev. 2015	No ano	Em 12 meses
Comércio varejista restrito[1]	-2,4	0,3	-0,1	0,3	0,5	-3,1	-1,2	0,9
Comércio varejista ampliado[2]	-4,3	-0,2	-1,1	-2,2	-4,9	-10,3	-7,5	-3,8
1. Combustíveis e lubrificantes	-0,8	-1,0	-5,3	2,0	-0,2	-10,4	-5,2	0,2
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	-0,1	0,4	-0,2	-0,9	0,2	-1,8	-0,8	0,3
2.1 Hipermercados e supermercados	-0,2	0,2	0,2	-0,8	0,3	-1,4	-0,6	0,3
3. Tecidos, vestuário e calçados	-7,1	1,4	-0,7	-3,4	-0,7	-7,3	-3,8	-2,2
4. Móveis e eletrodomésticos	-9,3	1,9	-1,3	-3,4	-3,4	-10,4	-6,5	-1,6
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	-1,1	1,5	0,8	8,0	5,0	3,2	4,1	7,5
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	-9,1	-0,3	1,0	-9,3	-9,9	-5,3	-7,9	-9,1
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-7,9	13,5	-1,3	7,2	21,0	8,4	14,5	0,3
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	-3,5	-0,2	1,8	7,2	4,5	3,0	3,8	6,5
9. Veículos, motos, partes e peças	-9,7	-1,3	-3,5	-8,6	-16,3	-23,7	-19,8	-12,8
10. Materiais de construção	1,3	-1,8	-0,7	1,0	-2,8	-13,0	-7,8	-2,8

Fonte: PMC/IBGE.
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.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, o resultado de fevereiro também assinalou o terceiro recuo seguido na série dessazonalizada, com baixa de 1,1% ante o período anterior. A piora em relação ao resultado do varejo restrito se deveu ao mau desempenho das vendas de veículos, motos, partes e peças, que recuaram 3,5%, enquanto o setor de materiais de construção retraiu 0,7%. Já na comparação com o mesmo mês do ano passado, a queda de 10,3% em fevereiro, além de ter sido a 11ª variação negativa em doze meses, foi o pior resultado em toda a série histórica da PMC. Assim como na comparação com ajuste sazonal, a contribuição do grupo veículos, motos, partes e peças foi a mais negativa. A queda de 23,7% frente a fevereiro do ano passado foi responsável pela subtração de 7,1p.p. da taxa interanual do varejo ampliado. Com isso, o primeiro bimestre de 2015 registrou patamar 7,5% abaixo daquele atingido no mesmo período do ano passado. Na variação acumulada em doze meses, a tendência de desaceleração do comércio é ainda mais evidente. Nessa base de comparação, o varejo ampliado registrou piora pelo 12º período consecutivo, caindo de -2,4% para -3,8%. Com isso, o *carry-over* para o primeiro trimestre ficou em -3,1%.

1.6 OUTROS INDICADORES E PERSPECTIVAS

De um modo geral, as perspectivas para o desempenho da atividade econômica em 2015 são pouco otimistas, uma vez que, além de um elevado nível de incerteza, o cenário atual se caracteriza pela presença de uma série de fatores que podem restringir o crescimento nos próximos trimestres. O índice de atividade econômica do Banco Central do Brasil (IBC-Br) iniciou o ano de 2015 com retração. Após a queda de 0,6% em dezembro último, o indicador voltou a registrar variação negativa na passagem de janeiro, recuando 0,1% na série dessazonalizada. Na comparação com o mesmo período do ano anterior, a queda de 1,8% foi o oitavo resultado negativo em dez meses. Com isso, o carregamento estatístico para o primeiro trimestre de 2015 ficou em -0,5%.

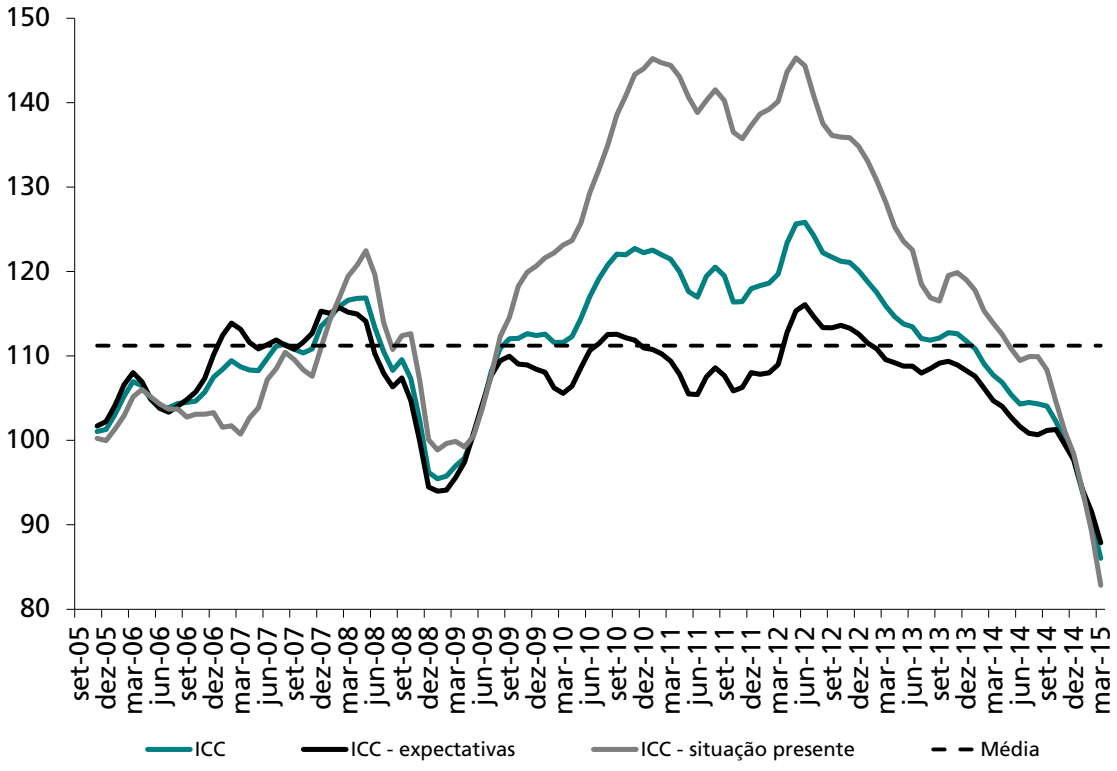
Em relação à demanda por bens e serviços, os fundamentos provenientes do mercado de trabalho, um dos principais responsáveis pela trajetória de crescimento do consumo das famílias, continuam deteriorando. Este quadro de enfraquecimento reflete, basicamente, a desaceleração observada no crescimento da renda real e a queda na criação de novos postos de trabalho. Antes concentrado na indústria, este processo vem se tornando mais disseminado, atingindo também a construção civil e o setor de serviços. Algumas pesquisas já apontam, inclusive, para a destruição líquida de vagas em algumas atividades (ver seção *Mercado de Trabalho*). Além da perda de dinamismo do mercado de trabalho, a evolução real da renda dos agentes tem sido negativamente afetada pelo comportamento ascendente da inflação.

Uma parte importante desse movimento está associada à correção que vem sendo implementada nos preços administrados, por exemplo, o custo da energia elétrica e dos combustíveis. Assim como o grupo alimentos, são itens com baixa elasticidade, ou seja, estes aumentos acabam exercendo um efeito ainda mais restritivo no consumo dos demais bens e serviços. Além disso, os efeitos do ciclo de aperto monetário iniciado pelo Banco Central do Brasil (BCB) em abril de 2013 tendem a piorar as condições de crédito, seja elevando o custo do financiamento, seja interrompendo o processo de redução verificado nos indicadores de inadimplência, tornando os bancos mais seletivos. Por fim, há o ajuste fiscal, tendendo a contrair ainda mais a renda disponível para consumo.

Este conjunto de elementos ajuda a explicar o forte e contínuo declínio verificado nos níveis de confiança das famílias. De acordo com a pesquisa *Sondagem do consumidor*, da FGV, o índice de confiança do consumidor (ICC) relativo a março sofreu nova deterioração, registrando queda de 2,9% frente ao mês anterior, na série livre de influências sazonais. Esta foi a terceira retração consecutiva do indicador, acumulando um recuo de 13,8% nos primeiros três meses do ano. Além disso, o resultado de março representou o nível mais baixo de toda a série histórica. Em termos

dos componentes, enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente caiu expressivos 5,6%, o índice referente às expectativas em relação aos próximos meses também piorou, recuando 1,4%. O processo de deterioração do nível de confiança das famílias não é um fato recente, vem ocorrendo desde julho de 2012, o que pode ser observado mais claramente por meio da evolução da média móvel trimestral do indicador (gráfico 1.9).

GRÁFICO 1.9
ICC (média móvel de três meses) – set./2005-mar./2015
(Setembro de 2005 = 100)



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

A sensível piora verificada nos níveis de confiança sugere perspectivas ainda menos otimistas em relação ao desempenho do comércio varejista nos próximos meses. Embora o indicador Serasa Experian de atividade do comércio tenha mostrado alguma recuperação em março, com alta de 2,7% na série ajustada sazonalmente, o crescimento de apenas 0,6% no acumulado do primeiro trimestre de 2015 foi o mais baixo nos últimos doze anos. Por sua vez, os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave) mostraram o terceiro recuo consecutivo nas vendas do setor automotivo (autos + comerciais leves), que retraíram 1,0% na passagem de fevereiro para março. No acumulado do ano, a queda atinge 8,6%. O quadro também é pouco animador no setor de vendas de materiais de construção. Segundo a Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção (Abramat), as

vendas sofreram recuo de 1,9% na margem em fevereiro, mais que compensando o pequeno aumento de 0,4% registrado no mês anterior. Com isso, o acumulado do primeiro bimestre do ano retraiu 13,9%. Por fim, o índice de confiança do comércio (Icom)/FGV registrou variação negativa pelo quinto mês consecutivo na comparação dessazonalizada, recuando 4,4% em março.

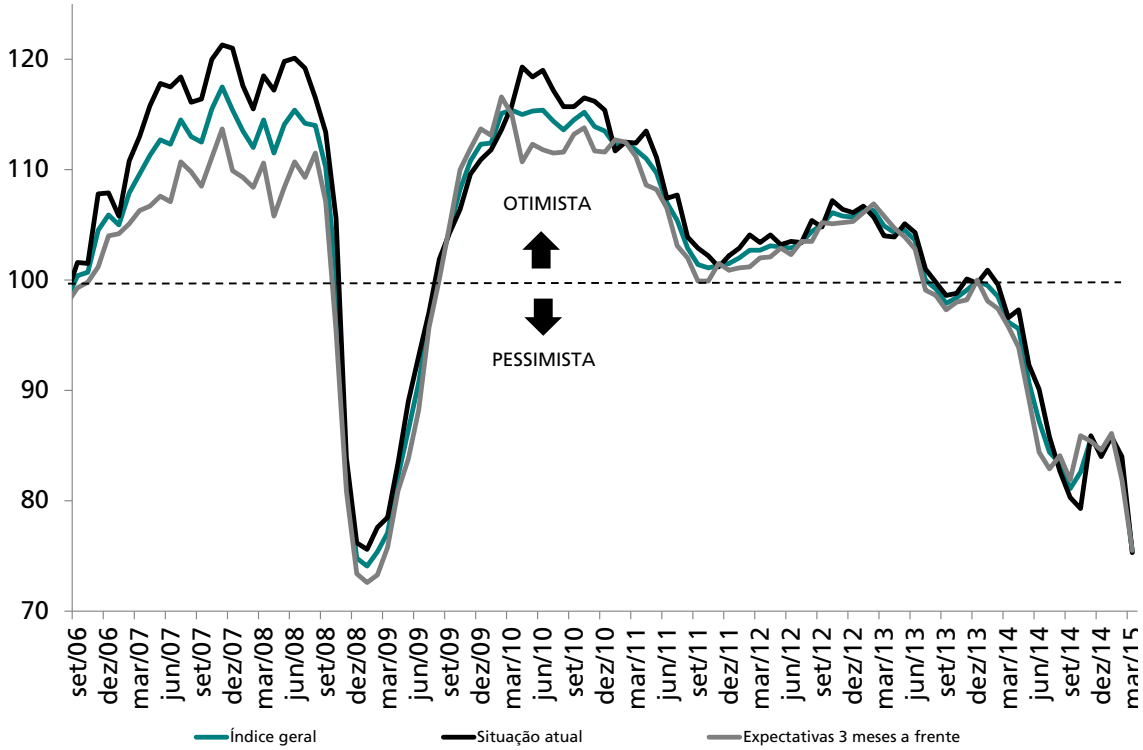
No que diz respeito à demanda por serviços, a análise dos indicadores antecedentes também aponta para um fraco desempenho nos três primeiros meses do ano. Após recuar 2,0% em janeiro e 5,4% em fevereiro, o índice de confiança de serviços (ICS), medido pela FGV, registrou queda expressiva na passagem para março, com retração de 12,1% na margem, atingindo um novo mínimo histórico da série iniciada em junho de 2008. Entre os componentes, enquanto o índice de situação atual (ISA) caiu 14,1%, o indicador que mede a confiança em relação às expectativas futuras recuou 10,7%. Esse quadro de fraqueza tem sido corroborado pelo índice de gerentes de compras (Purchasing Managers Index – PMI) relacionado ao setor de serviços. Após registrar pequena recuperação em fevereiro, situando-se acima de cinquenta pontos, o que indica um aumento da produção, o PMI voltou a retrair em março, caindo de 52,3 para 47,9 pontos, novo mínimo histórico da série.

Em relação ao setor industrial, as perspectivas imediatas também são pouco favoráveis. Apresentando uma trajetória de estagnação que já dura desde meados do segundo trimestre de 2012, o desempenho da produção industrial, tal qual apontam os dados da PIM-PF, tem sido afetado negativamente por uma série de fatores. No âmbito doméstico, além dos já conhecidos gargalos estruturais, o ainda presente descompasso entre produtividade e salários continua pressionando as margens de lucro dos empresários. Outro fator que tem exercido efeito negativo nas perspectivas para a indústria é a provável redução dos níveis de produção e investimento da Petrobras, em decorrência dos ajustes pelos quais passa a empresa. Além dela, as firmas ligadas à construção civil também passam por problemas da mesma ordem, o que pode vir a prejudicar o andamento das obras de infraestrutura, ao que se junta a desaceleração do mercado imobiliário. Além disso, a continuidade do ciclo de aperto monetário, acompanhado do ajuste fiscal, vem de encontro a um mercado doméstico cuja demanda dá sinais claros de desaceleração. Por fim, as perspectivas em relação a uma recuperação mais pujante da economia mundial são bastante pequenas, em particular no que se refere aos países da Europa e da América Latina.

Assim como no caso das famílias, todos os fatores citados anteriormente estão refletidos no comportamento dos níveis de confiança dos empresários. De acordo com a pesquisa *Sondagem conjuntural da indústria de transformação*, da FGV, após registrar

pequena melhora no mês de janeiro, o índice de confiança da índústria (ICI) recuou pelo segundo mês consecutivo, registrando expressiva queda de 9,2% em março, na série com ajuste sazonal. No acumulado dos primeiros três meses do ano, a queda chegou a 17,0%. Com isso, a confiança dos empresários se manteve na zona de pessimismo[6] pelo vigésimo mês seguido, atingindo um nível tão deprimido quanto aquele alcançado na esteira da crise financeira internacional. Enquanto o ISA caiu expressivos 10,4%, o índice de expectativas (IE) recuou 7,8% na margem (gráfico 1.10).

GRÁFICO 1.10
ICI (set./2006-mar./2015)
(Índice dessazonalizado)



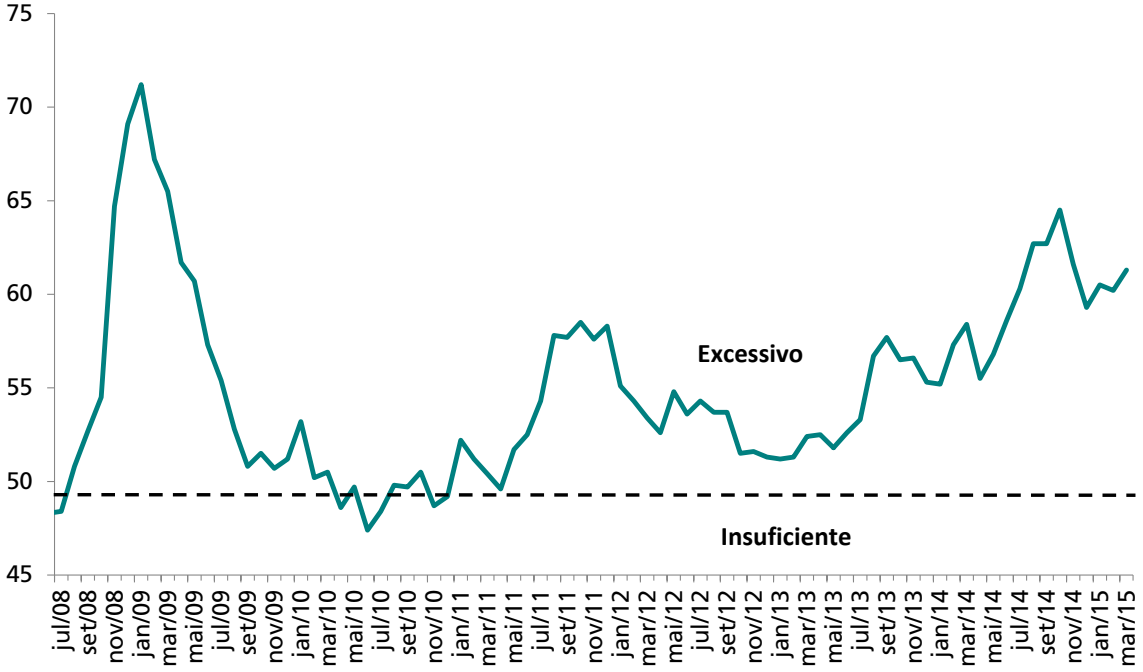
Fonte: FGV.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Os indicadores antecedentes da produção industrial indicam resultado negativo para a indústria em março, reduzindo ainda mais as perspectivas para o primeiro trimestre de 2015. Com base no indicador PMI, que serve de *proxy* para a atividade do setor manufatureiro, o ritmo de contração da produção industrial acelerou em março. Na comparação com fevereiro, o indicador passou de 49,6 para 46,2 pontos, ficando abaixo do patamar de 50 pontos, que separa crescimento de contração. Este foi o pior resultado do indicador em mais de três anos. Por sua vez, a produção de automóveis, de acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), também registrou recuo em março, com queda de 0,6% na

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

série ajustada sazonalmente. Na comparação com março de 2014, a produção foi 7,0% menor, acumulando uma queda de 16,0% no primeiro trimestre do ano. Por sua vez, apesar do fraco desempenho da produção, o nível de estoques na indústria continua acima do planejado. Após registrar queda nos três últimos meses do ano passado, o indicador voltou a subir durante o primeiro trimestre de 2015 (gráfico 1.11).

GRÁFICO 1.11
Evolução do nível de estoques na indústria de transformação – efetivo *versus* planejado (jul./2008-mar./2015)



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

Por fim, com relação à FBCF, embora uma análise mais precisa dos seus componentes ainda não seja possível, devido à necessidade de adaptação da metodologia de cálculo das séries de alta frequência às recentes mudanças implementadas na revisão das Contas Nacionais, pode-se antecipar um cenário de curto prazo ainda deprimido para os investimentos. Com relação ao consumo aparente de máquinas e equipamentos, além de os índices de confiança continuarem a se deteriorar, os dados da PIM-PF indicam uma forte queda de 21,1% da produção doméstica de bens de capital no acumulado do primeiro bimestre. O quadro é similar em relação à produção de insumos da construção civil (também divulgada na PIM-PF), que registra queda de 10,2% nos dois primeiros meses de 2015. Por sua vez, o ICI da pesquisa *Sondagem da indústria da construção*, da Confederação Nacional da Indústria (CNI), continua sugerindo um cenário menos aquecido para o setor.

2 MERCADO DE TRABALHO

SUMÁRIO

Nos últimos meses os sinais de arrefecimento do mercado de trabalho brasileiro tornaram-se mais evidentes, em consonância com a desaceleração da atividade econômica em curso no país. O primeiro indicativo desta perda de dinamismo do emprego vem da elevação da taxa de desocupação. De fato, tanto a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) quanto a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad Contínua), ambas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), mostram um incremento da taxa de desocupação nos últimos meses, mesmo em um ambiente marcado pela queda da população economicamente ativa (PEA), que atua como um fator atenuante à alta do desemprego.

Ao longo de todo o ano de 2014, os dados da PME revelavam que a PEA era o principal fator responsável pela manutenção da taxa de desocupação em níveis baixos, ainda que a população ocupada (PO) já apresentasse sinais claros de desaceleração. Nos últimos meses, entretanto, com a diminuição no ritmo de queda da PEA e com a retração mais intensa da ocupação, a taxa de desemprego, em fevereiro de 2015, atingiu 5,9%, acelerando 0,8 ponto percentual (p.p.) na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

Diferentemente do que vem ocorrendo na PME, em que a taxa de crescimento da PO já está em terreno negativo desde meados de 2014, a ocupação medida pela Pnad Contínua ainda aponta variações positivas, mesmo que em ritmo menor que o observado no início do ano passado. No entanto, como a expansão da PEA vem sendo superior à da PO, a taxa de desocupação medida pela Pnad Contínua também acelerou no último trimestre encerrado em fevereiro (7,4%) quando comparado ao mesmo período do ano anterior (6,8%).

Assim como a PME, os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), também mostram retração da ocupação, tendo em vista que os saldos líquidos (admissões menos demissões) acumulados em doze meses revelam uma destruição de mais de 200 mil postos de trabalho em fevereiro.[1] Confrontando-se os dados da Pnad Contínua com os do Caged, uma vez que ambos abrangem todas as Unidades da Federação (UFs), a aparente contradição entre as duas pesquisas (queda da ocupação pelo Caged e ligeira expansão pela Pnad Contínua) pode ser um indicativo de que o aumento da ocupação esteja ocorrendo no mercado informal da economia, o que é compatível com o cenário de desaquecimento da atividade econômica.

Como consequência deste arrefecimento do mercado de trabalho, os salários reais já apresentam um recuo nas suas taxas de crescimento. Se, por um lado, os ganhos nominais já tendem a ser menores por conta da perda de poder de barganha por parte dos trabalhadores, por outro, o aumento da inflação age como um ponto de compressão extra sobre os salários reais. Esta conjunção entre desaceleração da ocupação e dos rendimentos reais implica queda no ritmo de crescimento da massa salarial, impactando negativamente o consumo das famílias, ainda que este possa ser um fator de alívio inflacionário.

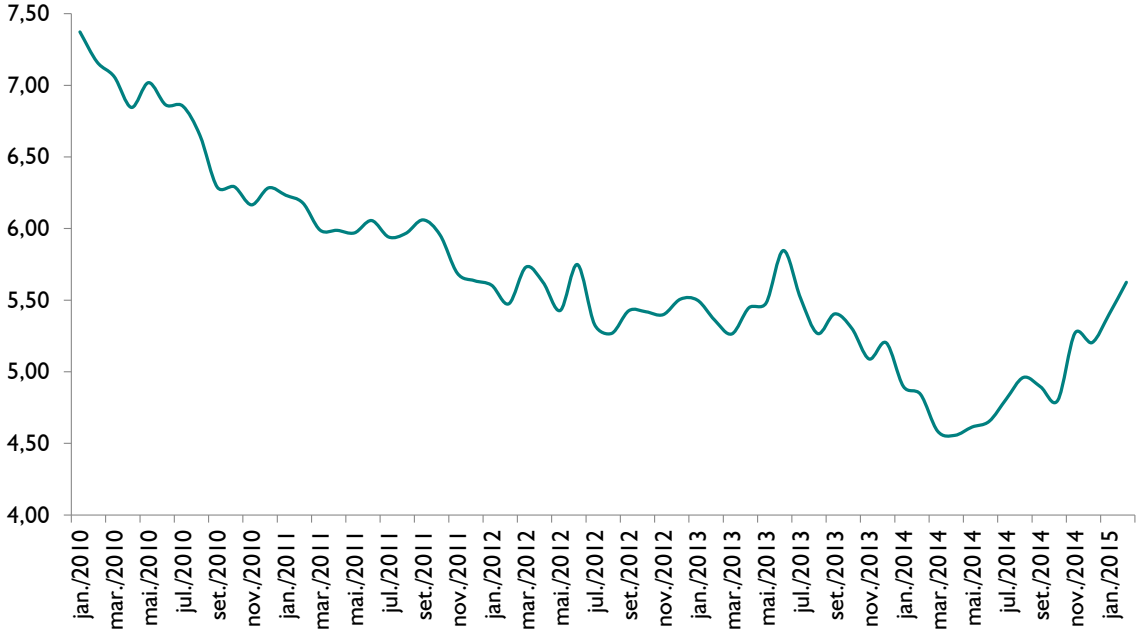
2.1 TAXA DE DESEMPREGO

Em fevereiro, segundo dados da PME, a taxa de desemprego atingiu 5,9%, mostrando elevação tanto na margem quanto em termos interanuais. Após a retirada da sazonalidade da série, a taxa de desocupação registrou alta pela terceira vez consecutiva, passando de 5,4% em janeiro para 5,6% em fevereiro (gráfico 2.1). Na comparação com fevereiro de

1. Saldos em doze meses feitos por meio da acumulação dos saldos mensais sem ajustes.

2014, o aumento de 0,8 p.p. da taxa de desemprego configurou-se como o maior incremento apontado na comparação interanual desde maio de 2009.

GRÁFICO 2.1
Taxa de desocupação dessazonalizada (jan./2010-jan./2015)
(Em %)

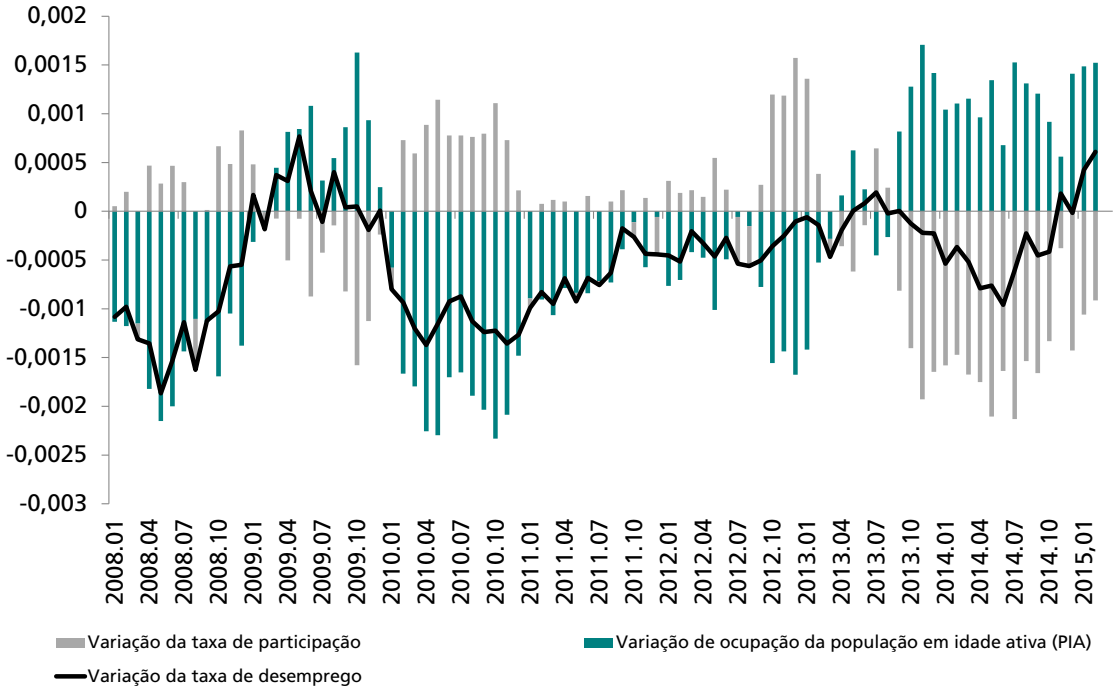


Fonte: PME/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A elevação da taxa de desemprego em fevereiro é decorrente de uma retração da PO em ritmo maior que a observada pela PEA. De fato, desde o último trimestre de 2013, a trajetória de desaceleração da PEA vem sendo de fundamental importância para manter a taxa de desocupação em níveis historicamente baixos, mesmo em um ambiente de estagnação da atividade econômica e de queda da ocupação (gráfico 2.2). Nos últimos doze meses, até fevereiro, enquanto a PO recuou 0,2%, a PEA aponta queda de 0,6%.

No entanto, no primeiro bimestre deste ano, ao registrar variação nula diante do mesmo período de 2014, a PEA parece dar sinais de recuperação, indicando que, ao manter o movimento de retração do nível da PO, iniciado em dezembro de 2014, a taxa de desocupação deverá subir ainda mais no decorrer de 2015.

GRÁFICO 2.2
Decomposição da variação da taxa de desemprego (jan./2008-fev./2015)
(Em p.p.)



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

Uma crítica recorrente nos estudos relacionados ao mercado de trabalho brasileiro baseados na PME dizia respeito ao fato de esta pesquisa possuir uma abrangência territorial limitada, calcada em apenas seis regiões metropolitanas (RMs).[2] No entanto, a partir de janeiro de 2015, o IBGE passou a divulgar mensalmente os resultados da Pnad Contínua, que coleta informações de aproximadamente 3.500 municípios, distribuídos por todas as UFs,[3] proporcionando um melhor entendimento da dinâmica do emprego no país.

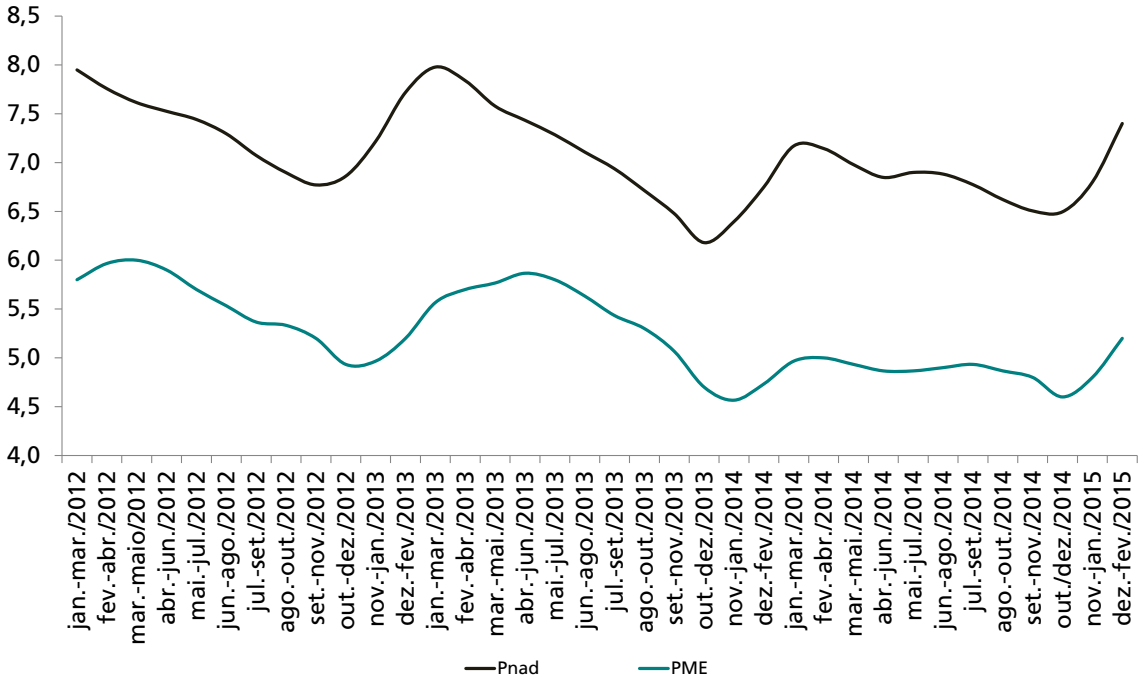
De acordo com os dados mais recentes da Pnad Contínua, no trimestre encerrado em fevereiro de 2015, a taxa de desemprego atingiu 7,4%, mantendo-se 0,6 p.p. acima da observada no mesmo período do ano anterior. Com a incorporação deste resultado, a desocupação aumentou pela quarta vez consecutiva.

Na comparação com os dados divulgados pela PME, nota-se que, embora haja diferença no nível das séries, as taxas de desemprego obtidas pelas duas pesquisas revelam um comportamento similar, indicando aumento da desocupação nos últimos meses (gráfico 2.3).

2. São elas: Rio de Janeiro, São Paulo, Recife, Porto Alegre, Belo Horizonte e Salvador.

3. Segundo nota metodológica da pesquisa, os indicadores mensais são obtidos por meio de informações de trimestres móveis, nos quais são contabilizados os dados coletados nos últimos três meses da pesquisa.

GRÁFICO 2.3
Pnad Contínua *versus* PME: taxa de desocupação (2012-2015)
(Em %)



Fonte: PME e Pnad Contínua/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Diferentemente do que ocorre com a taxa de desocupação, a análise dos dados de ocupação divulgados pela PME e pela Pnad Contínua revela um cenário mais contraditório. Ainda que em ambas as pesquisas a PO mostre uma desaceleração nos últimos meses, esta trajetória de declínio é mais forte e persistente na PME que na Pnad Contínua (gráfico 2.4). De forma similar, a comparação do comportamento da PEA nas duas pesquisas também revela uma retração deste contingente de trabalhadores muito mais intensa na PME que na Pnad, o que pode sugerir um mercado de trabalho mais dinâmico nas regiões não abrangidas pela PME.

GRÁFICO 2.4A – PO

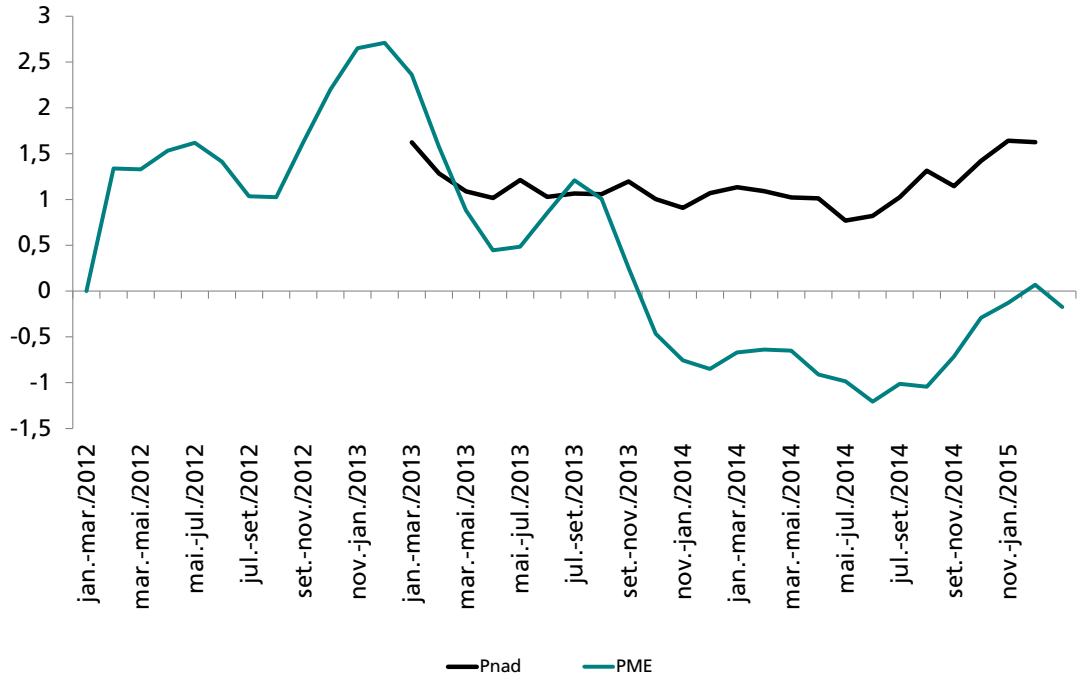
Indicadores do mercado de trabalho (jan.-mar./2012-dez.-fev./2015)

(Taxa de variação interanual, em %)

GRÁFICO 2.4B – PEA

Indicadores do mercado de trabalho (jan.-mar./2012-dez.-fev./2015)

(Taxa de variação interanual, em %)



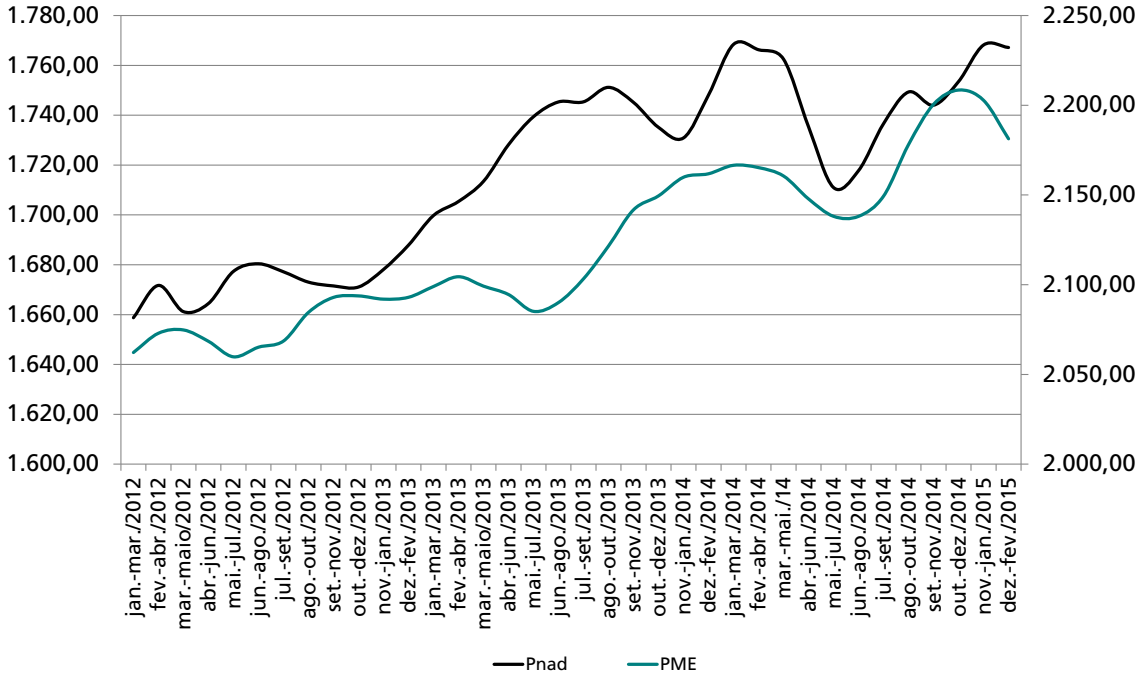
Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

2.2 RENDIMENTOS

Assim como o avanço da taxa de desemprego, o comportamento dos rendimentos nos meses mais recentes também corrobora o cenário de perda de dinamismo do mercado de trabalho. Em fevereiro, de acordo com a PME, o rendimento médio real habitualmente recebido pelo trabalhador recuou 0,5% na comparação interanual, atingindo a primeira variação negativa desde outubro de 2011 (-0,3%) e a maior retração desde maio de 2005 (-0,7%), mantendo-se esta mesma base de comparação. Em relação a janeiro, a série dessazonalizada mostra uma queda ainda maior (-1,5%), repercutindo não apenas o aumento da inflação, mas também a leve desaceleração dos rendimentos nominais. Com este resultado, nos últimos doze meses, até fevereiro, os rendimentos reais acumulam variação de 2,2%, contabilizando a terceira queda consecutiva deste indicador. Na comparação com os dados da Pnad, no entanto, verifica-se que esta desaceleração dos rendimentos, na margem, ainda não se mostra significativa na pesquisa de abrangência nacional (gráfico 2.5).

GRÁFICO 2.5
Rendimentos médios reais habitualmente recebidos (jan.-fev./2012-dez.-fev./2015)
(Em R$ de jan./2015)



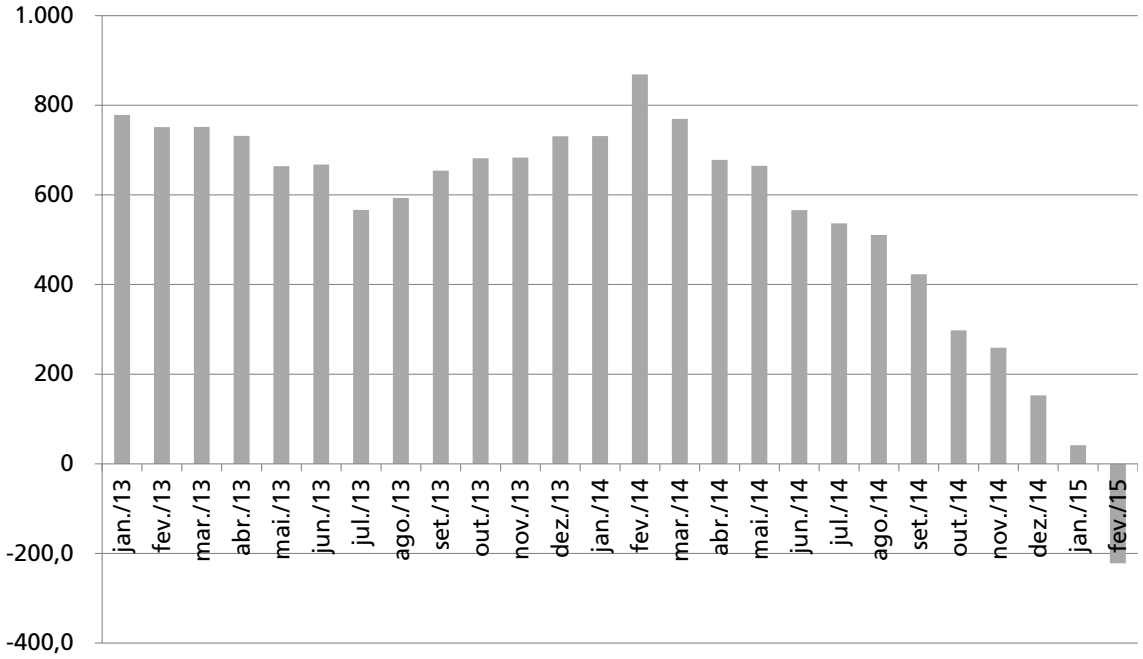
Fonte: PME e Pnad/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

2.3 EMPREGO FORMAL

O efeito do baixo crescimento da economia brasileira impactou mais fortemente o mercado de trabalho formal, como era de se esperar. Após encerrar 2013 com uma criação líquida superior a 730 mil vagas, os saldos mensais de geração de novas vagas de trabalho com carteira assinada, medidos pelo Caged, vieram desacelerando ao longo de 2014, de

modo que, no fim do ano, a economia brasileira conseguiu criar apenas 152,8 mil novos empregos formais (gráfico 2.6). Em 2015, com a piora do ambiente econômico, as demissões já superam as admissões. Segundo o Caged, apenas nos dois primeiros meses do ano, foram fechadas mais de 84 mil vagas de emprego no país. Com este resultado, nos últimos doze meses até fevereiro, o mercado brasileiro perdeu mais de 200 mil postos de trabalho.

GRÁFICO 2.6
Caged: saldo acumulado em doze meses (jan./2013-fev./2015)
(Em 1 mil unidades)

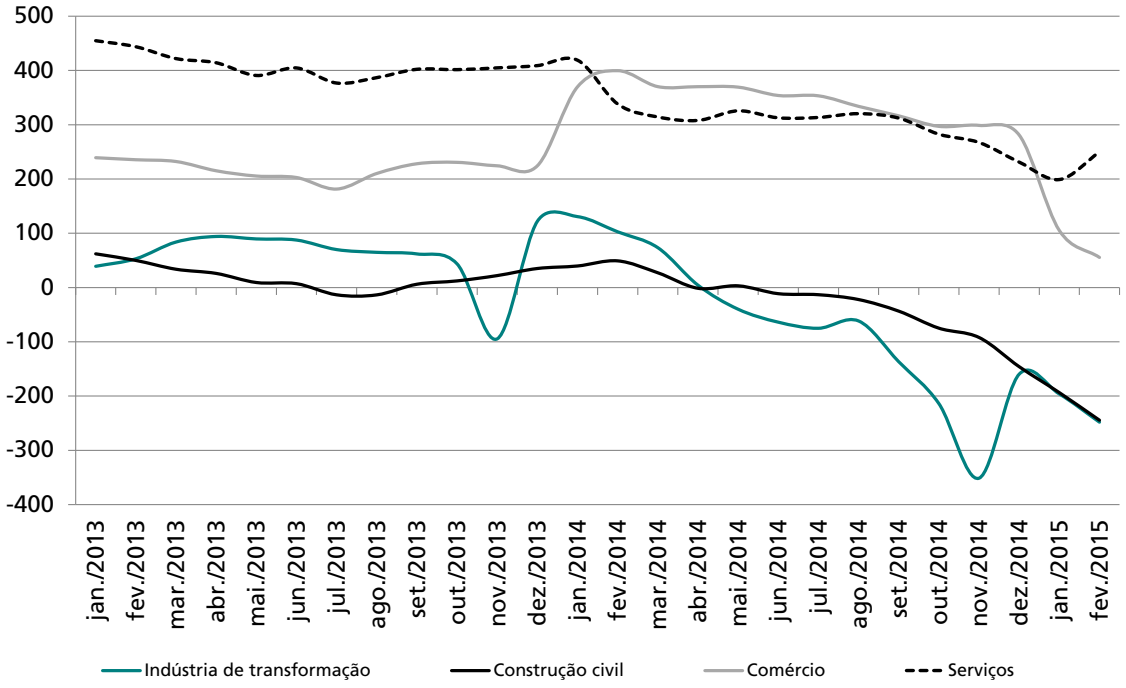


Fonte: Caged/MTE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

2.4 EMPREGO SETORIAL

A análise dos dados desagregados do Caged por setores mostra que, em um primeiro momento, as demissões foram concentradas no setor industrial, impactado pela baixa competitividade com os produtos importados, além dos sucessivos incrementos nos custos do trabalho. Posteriormente, este processo de dispensa de trabalhadores estendeu-se à construção civil, repercutindo na própria retração da economia e, mais recentemente, na dificuldade de obtenção de empréstimos necessários à manutenção do plano de investimentos por parte de grandes empreiteiras investigadas por desvios de dinheiro da Petrobras. Nos últimos meses, entretanto, os efeitos da crise econômica começaram a surgir mais vigorosamente no comércio via desaceleração do consumo, de modo que, desde dezembro de 2014, este setor vem desligando trabalhadores em ritmo superior às admissões. Mantendo-se este cenário de estagnação, é provável que esta retração da ocupação chegue ao setor de serviços nos próximos meses (gráfico 2.7).

GRÁFICO 2.7
Caged: saldos acumulados em doze meses, por setores (jan./2013-fev./2015)
(Em 1 mil unidades)



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

As estatísticas de ocupação setorial extraídas da PME revelam um quadro semelhante ao observado pelo Caged. Em que pese o fato de que nesta pesquisa do IBGE a PO nos setores relacionados ao comércio tenha mostrado uma aceleração no início de 2015, é evidente que a ocupação vem perdendo fôlego em todos os setores da economia, especialmente na indústria e na construção civil (tabela 2.1). Como consequência deste arrefecimento da ocupação, os rendimentos reais mostram taxas de variação bem mais modestas que as apresentadas nos anos anteriores.

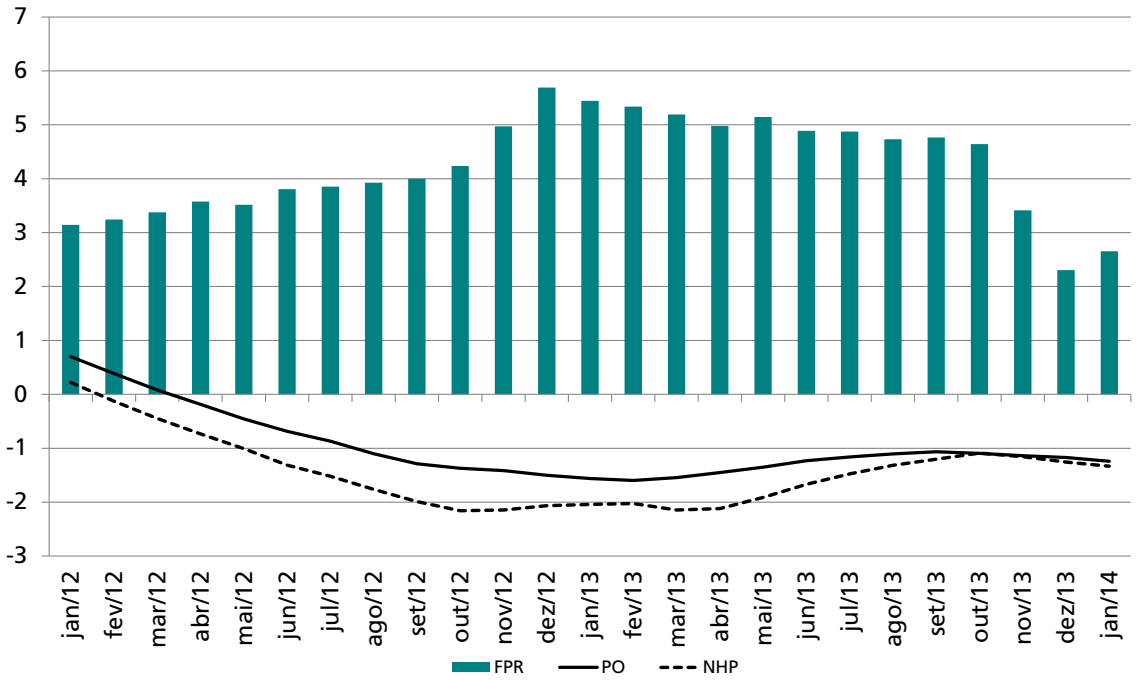
TABELA 2.1
PME: indicadores do mercado de trabalho (2011-2015)
(Taxa de variação acumulada no ano, em %)

	Indústria de transformação		Construção civil		Comércio		Serviços	
	Ocupação	Rendimentos	Ocupação	Rendimentos	Ocupação	Rendimentos	Ocupação	Rendimentos
2011	1,2	2,7	3,9	5,1	1,4	5,0	6,4	1,7
2012	-0,2	4,1	4,6	3,6	2,3	4,6	2,8	4,2
2013	-0,9	1,8	-1,6	2,4	1,1	3,7	0,9	1,4
2014	-2,8	2,7	-1,8	1,3	-1,1	6,7	1,2	4,2
2015[1]	-6,5	0,6	-5,1	0,1	0,9	6,0	1,6	-1,8

Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Nota: [1] Refere-se a janeiro e fevereiro.

Os dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes), do IBGE, corroboram a perda de empregos no setor industrial. Como reflexo do fraco desempenho da atividade industrial, a PO na indústria de transformação recuou 4,1% em fevereiro de 2015 ante o mesmo mês do ano anterior. Computando esta nova queda, o emprego industrial acumula, nos últimos doze meses, uma retração de 3,4%, registrando o pior desempenho desde março de 2010. Assim como vem ocorrendo com a ocupação, o número de horas pagas (NHP) na produção também apresenta quedas sucessivas em todas as bases de comparação. No acumulado em doze meses até fevereiro, o NHP na indústria de transformação retroagiu 4,2%, atingindo a 37ª queda consecutiva (gráfico 2.8).

GRÁFICO 2.8
Emprego industrial (jan./2013-jan./2015)
(Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



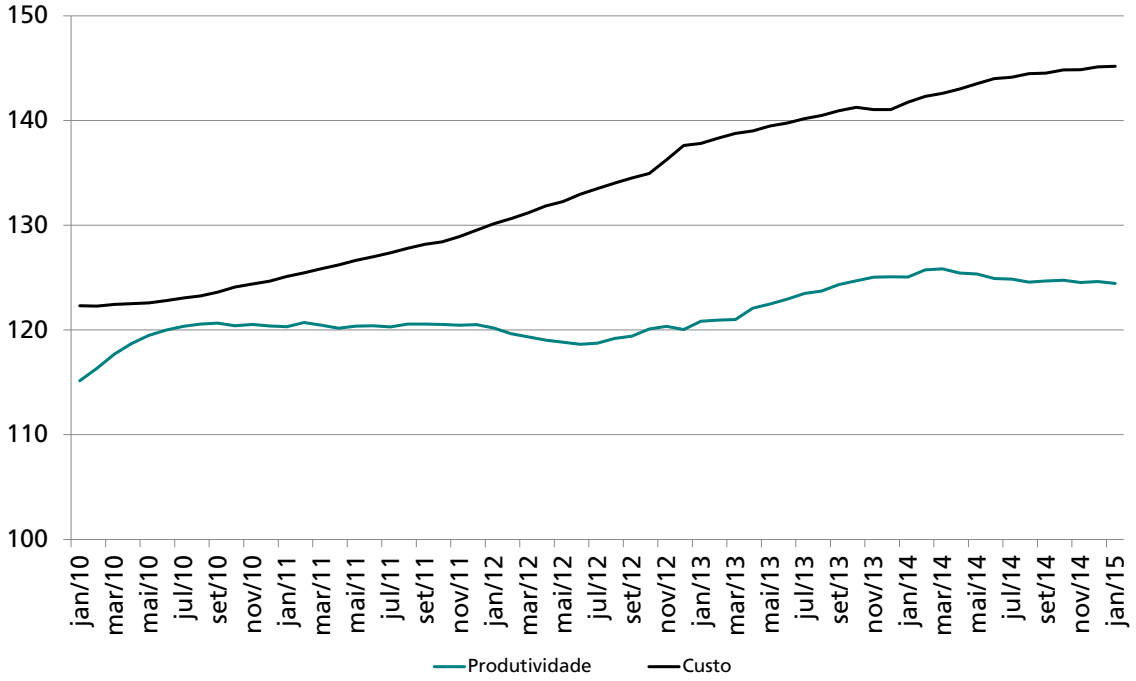
Fonte: Pimes/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: FPR – Folha de pagamento real e NHP – Número de horas pagas.

Ainda que os ajustes do setor industrial diante do mau desempenho da produção tenham se dado, inicialmente, no corte do NHP e, posteriormente, na redução do quadro de empregados, os rendimentos reais neste segmento ainda se mantinham em patamar elevado. Ao longo de 2014, entretanto, a taxa de crescimento dos salários reais pagos na indústria de transformação desacelerou continuamente, de modo que, nos últimos doze meses até fevereiro, a alta de 1,6% observada nos salários atingiu o menor nível desde dezembro de 2006.

Em que pese o arrefecimento na taxa de crescimento dos rendimentos industriais, esta desaceleração não se mostra suficientemente forte para permitir um recuo do custo

unitário da mão de obra, que continua crescendo mais que a produtividade do trabalho (gráfico 2.9). De fato, o maior desafio da indústria atualmente é estreitar este diferencial entre custo do trabalho e produtividade, para que possa ocorrer uma melhora da competitividade deste setor e, consequentemente, a retomada do crescimento da produção.

GRÁFICO 2.9
Produtividade e custo da hora trabalhada na indústria de transformação (jan./2010-jan./2015)
(Índice 2003 = 100, médias móveis de doze meses)



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

2.5 PERSPECTIVAS

À medida que vão se consolidando as expectativas de uma desaceleração da atividade econômica para o ano de 2015, a tendência é de que o arrefecimento do mercado de trabalho torne-se um pouco mais intenso, ainda que, regional ou setorialmente, possam ser observados alguns movimentos contrários. Por conseguinte, as perspectivas são de uma contínua retração do nível da ocupação, cujos impactos altistas sobre a taxa de desemprego serão mais ou menos significativos dependendo do comportamento da PEA. Se, por um lado, a queda dos rendimentos pode estimular a entrada de um segundo membro da família na força de trabalho, por outro, não se podem descartar novas retrações da PEA decorrentes do desalento que marca a maioria dos períodos de baixo crescimento econômico.

No caso dos salários, o aumento da desocupação reduz o poder de barganha dos trabalhadores, que tendem a obter ganhos nominais abaixo dos obtidos nos anos anteriores. Adicionalmente, a aceleração da inflação esperada para o ano deve contribuir para uma queda no ritmo de crescimento dos rendimentos reais.

3 INFLAÇÃO

SUMÁRIO

A inflação brasileira, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), vinha apresentando uma trajetória de aceleração desde o início de 2014, mas mantinha-se dentro do intervalo de tolerância da meta de inflação. Ao longo do primeiro trimestre de 2015, porém, ocorreu forte intensificação do processo de alta de preços, de modo que, no acumulado em doze meses até março, o índice apresentou variação de 8,13%, ultrapassando o teto da banda de tolerância (6,5%).

Na decomposição do índice, verifica-se que boa parte deste incremento do IPCA veio do comportamento dos preços administrados, cujas tarifas foram artificialmente represadas durante 2013, gerando um estoque de reajustes pendentes que estão sendo repassados ao consumidor. Adicionalmente, a crise hídrica, que gerou a implementação do sistema de bandeiras tarifárias, vem contribuindo para majorar ainda mais os custos da energia elétrica, já impactados pelo fim dos repasses governamentais à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) e pelo pagamento dos empréstimos recebidos pela Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE). Esta constatação de que o principal foco inflacionário nos últimos meses reside nos preços administrados foi explicitada no *Relatório de Inflação* (RI) de março de 2015, divulgado pelo Banco Central do Brasil (BCB). De acordo com o RI, o aumento da inflação corrente reflete um realinhamento de preços monitorados e livres, de modo que seus efeitos devem se dissipar nos próximos meses, levando a uma desaceleração gradual do IPCA, que será beneficiado também pelo baixo crescimento da economia e pelo maior rigor fiscal.

Adicionalmente a esta pressão dos preços monitorados sobre o IPCA, o comportamento da taxa de câmbio e a inércia dos preços dos serviços também devem dificultar uma desaceleração mais rápida do índice. De setembro de 2014 a março de 2015, a desvalorização cambial já ultrapassa 30%, ao passo que, neste mesmo período, os bens comercializáveis apresentam alta de 3,5%, por certo beneficiados, em parte, pela queda dos preços das *commodities* no mercado internacional. Apesar de esta não ser uma variação baixa, tendo em vista o centro da meta (4,5%), a inflação dos bens comercializáveis é bem inferior à observada nos preços não comercializáveis (6,2% nos últimos doze meses, até março).

Os preços não comercializáveis ainda mostram um comportamento altista baseado, sobretudo, no desempenho dos serviços. Em que pese algum recuo na margem, não se deve esperar uma desaceleração rápida nos preços destes itens, tendo em vista que uma retração mais acentuada da demanda será, em parte, anulada pelo aumento dos custos do setor, especialmente relacionados à energia e a salários. Há ainda indícios de que, com a mudança no padrão de consumo dos brasileiros, muitos serviços antes considerados inacessíveis passaram a ter uma importância maior, fazendo com que a retração da demanda se dê de forma mais lenta que a verificada no passado.

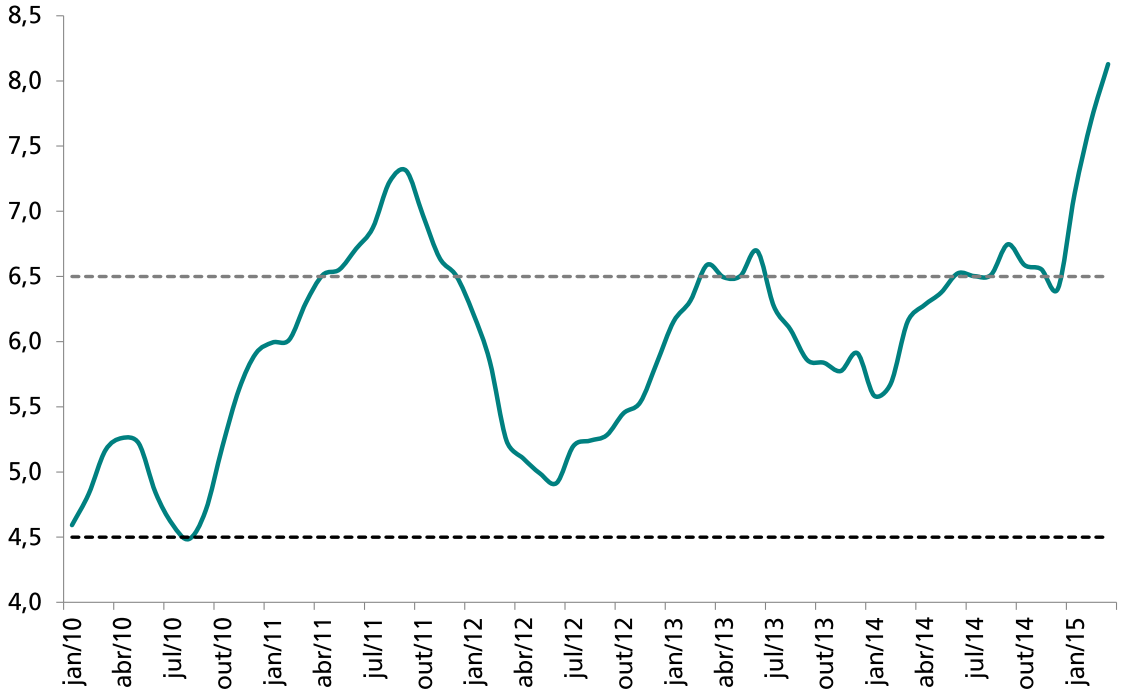
Em outras palavras, se de um lado o realinhamento entre preços monitorados e livres já se faz presente no cenário atual, de outro as discrepâncias entre preços comercializáveis e não comercializáveis ainda precisam ser ajustadas, principalmente em um ambiente de *deficit* em conta corrente.

3.1 PREÇOS AO CONSUMIDOR

Após encerrar o ano de 2014 com uma inflação acumulada de 6,5%, o IPCA intensificou sua trajetória de aceleração de tal forma que, em março, já apresentava uma taxa de variação em doze meses de 8,1%. Com este resultado – o pior desde maio de 2005 –, o

IPCA, em doze meses, superou em 1,6 ponto percentual (p.p.) o limite superior de tolerância da meta (gráfico 3.1).

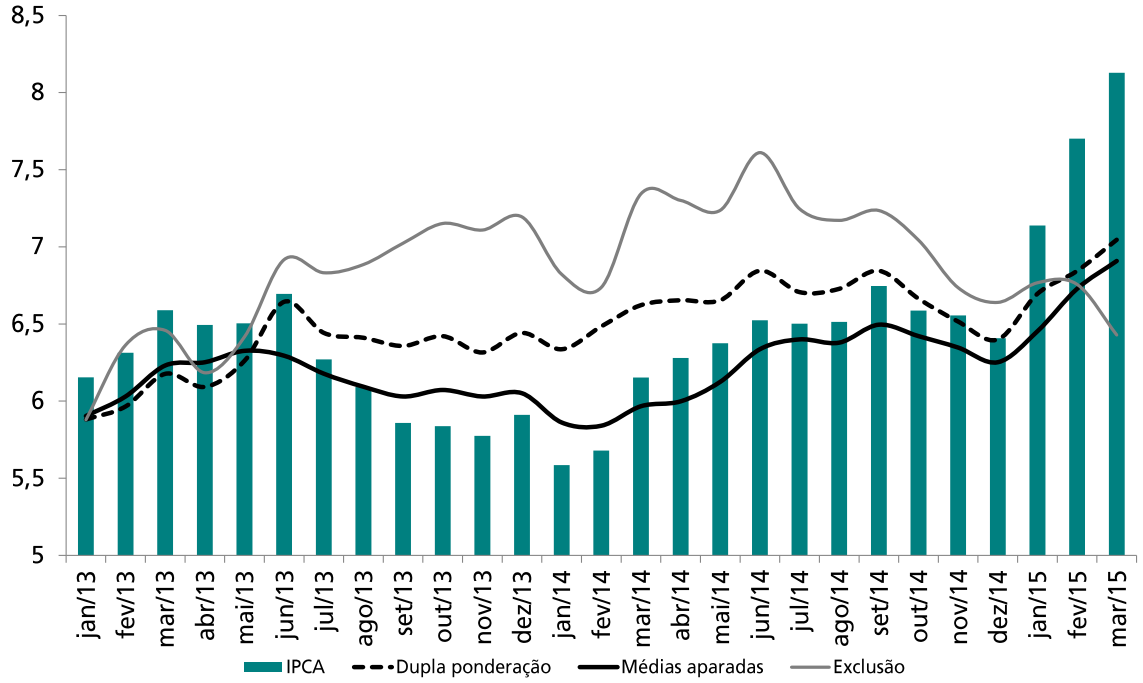
GRÁFICO 3.1
IPCA (jan./2010-jan./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em %)



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

Em março, o IPCA apontou alta de 1,32%, situando-se acima do observado tanto no mês anterior (1,22%) quanto no mesmo período de 2014 (0,92%). Com a inclusão dos dados, verifica-se que, apenas nos três primeiros meses do ano, a inflação acumula alta de 3,8%, comprometendo quase 85% da variação requerida para atingir o centro da meta de 4,5%. Em linha com o índice cheio, as principais medidas de núcleo da inflação também aceleraram no último trimestre, ainda que em menor escala. Na média, após apresentarem alta em doze meses de 6,4% em dezembro, os núcleos avançaram para 6,8% em março, com destaque negativo para o núcleo de dupla ponderação, cuja variação em doze meses passou de 6,4% para 7,1% entre dezembro e março. Em sentido oposto, por retirar do cômputo os preços administrados e os alimentos, que formam dois grupos de grande pressão sobre o IPCA, o núcleo por exclusão recuou de 6,6% para 6,4%, nesta mesma base de comparação (gráfico 3.2).

GRÁFICO 3.2
IPCA e médias de núcleo de inflação (jan./2013-mar./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em %)



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

Na decomposição do IPCA de março, verifica-se que, dos nove grupos que compõem o índice, cinco deles apontaram variações superiores às obtidas em fevereiro, com destaque para o grupo habitação, cuja alta de 5,3% reflete o reajuste de 22,1% das tarifas de energia elétrica (tabela 3.1). De modo similar, o grupo alimentos e bebidas também registrou aceleração em março em comparação ao período imediatamente anterior, impactado pelos aumentos nos preços dos tubérculos (4,0%), das hortaliças (5,2%) e da alimentação fora do domicílio (1,2%). Em contrapartida, o grupo educação recuou de 5,90% para 0,75% entre fevereiro e março, com a dissipação dos efeitos dos reajustes das mensalidades escolares. Da mesma forma, os grupos transportes e comunicação também apresentaram desaceleração na margem. No caso do primeiro, o destaque fica por conta do item passagens aéreas, com queda de 15,5%, enquanto o segundo foi beneficiado pelo recuo de 4,1% nos preços da telefonia fixa.

TABELA 3.1
IPCA: total e grupos
(Em %)

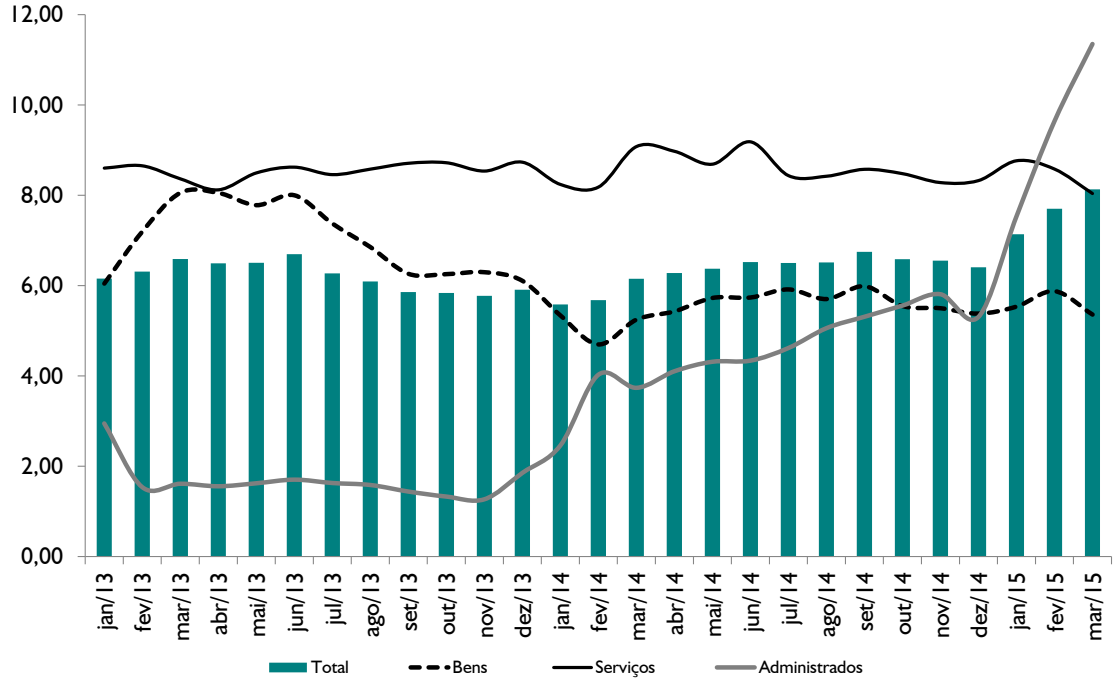
	2014	Jan./2015	Fev./2015	Mar./2015	Acumulado em doze meses
Índice geral	6,41	1,24	1,22	1,32	8,13
Alimentação e bebidas	8,03	1,48	0,81	1,17	8,19
Habitação	8,80	2,42	1,22	5,29	16,83
Artigos de residência	5,50	-0,28	0,87	0,35	4,45
Vestuário	3,65	-0,69	-0,6	0,59	3,17
Transportes	3,76	1,83	2,2	0,46	7,09
Saúde e cuidados pessoais	6,97	0,32	0,6	0,69	6,93
Despesas pessoais	8,31	1,68	0,86	0,36	7,98
Educação	8,45	0,31	5,88	0,75	8,32
Comunicação	-1,51	0,15	-0,02	-1,16	-1,45

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

A análise do IPCA por categorias mostra que a escalada da inflação em 2015 é reflexo, sobretudo, da forte apreciação dos preços administrados. Após encerrar o ano passado com uma taxa de crescimento de preços da ordem de 5,3%, os preços administrados foram acelerando ao longo do trimestre. Em março, no acumulado em doze meses, este grupo de preços aponta variação de 13,4%, influenciados pelo reajuste de 60,5% no preço da energia elétrica entre abril de 2014 e março de 2015. Ainda que em menor proporção, os impactos das altas de 14,0% do ônibus urbano, de 11,5% da gasolina e de 9,6% dos planos de saúde também ajudam a explicar a trajetória ascendente da curva de inflação de preços monitorados em doze meses (gráfico 3.3).

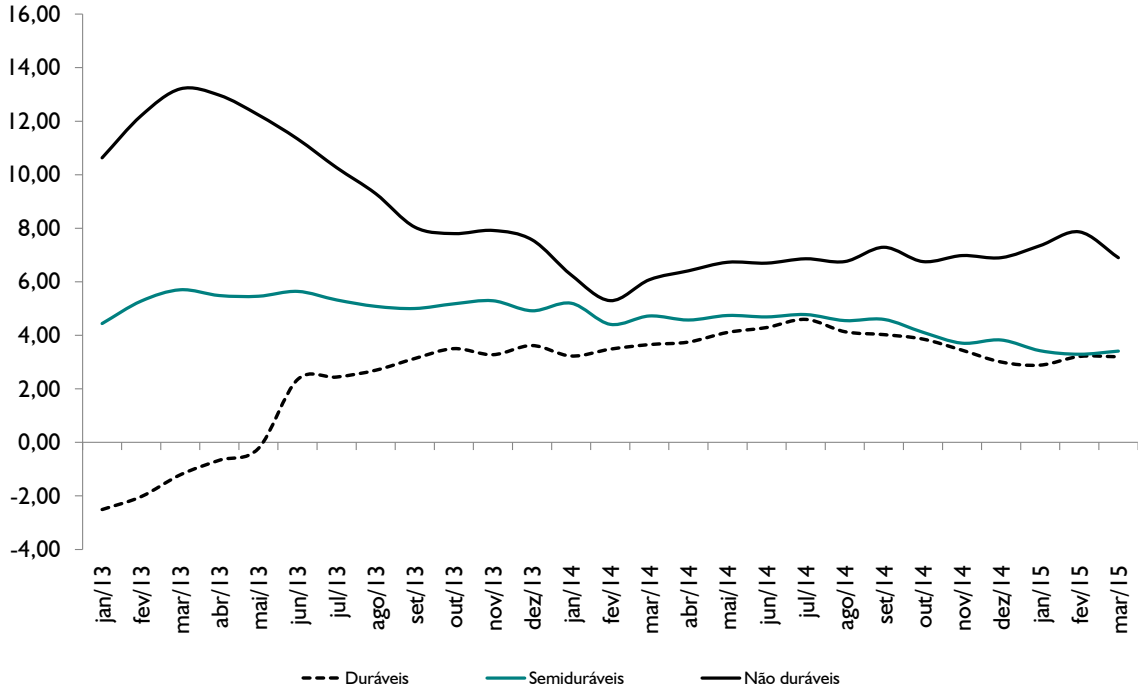
No caso dos bens e serviços livres da economia, verifica-se que houve um leve recuo na taxa de variação em doze meses destes dois grupos, ainda que esta venha se mantendo sistematicamente acima do centro da meta de inflação. Em março, no acumulado em doze meses, os bens de consumo registraram alta de 5,4%, ficando 0,5 p.p. abaixo do observado em fevereiro. Este resultado foi proporcionado pela desaceleração dos bens de consumo não duráveis, cuja inflação retroagiu de 7,9% em fevereiro para 6,9% em março, graças ao efeito estatístico que retirou do cálculo da série a forte alta dos alimentos no domicílio em março de 2014 (2,4%), substituindo-a por uma variação mais baixa em março de 2015 (1,2%). Os bens de consumo duráveis e semiduráveis, por sua vez, apresentaram inflação relativamente estável entre fevereiro e março, embora seja possível perceber na comparação com o fim de 2014 uma leve aceleração no caso dos duráveis, impactados pelo reajuste de 2,9% ocorrido em fevereiro no item automóvel novo (gráfico 3.4).

GRÁFICO 3.3
IPCA, por categoria (jan./2013-mar./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em %)



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

GRÁFICO 3.4
IPCA: bens de consumo (jan./2013-mar./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em %)



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

Pelo lado dos serviços, nota-se que, desde julho do ano passado, com o fim dos efeitos da realização da Copa do Mundo, este grupo de itens vem demonstrando alguma desaceleração, ainda que de forma lenta e muito calcada no comportamento dos subgrupos transportes e despesas pessoais (tabela 3.2). De fato, em uma análise mais criteriosa, verifica-se que, na comparação entre dezembro de 2014 e março de 2015, dos sete conjuntos de preços que compõem o índice, apenas estes dois grupos apresentaram quedas em suas taxas de inflação em doze meses, com destaque especial para o segmento de transportes, com recuo de 6,4% para 2,5%, beneficiado pelo comportamento do item passagem aérea, conforme já explicado.

TABELA 3.2
IPCA: serviços desagregados (dez./2013-mar./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em %)

	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Alimentação	**Total**
Dez/13	10,4	6,8	9,3	8,5	8,4	3,6	10,1	**8,7**
Jan/14	9,9	1,9	9,4	9,0	8,5	3,6	9,7	**8,2**
Fev/14	9,3	0,3	8,6	9,3	9,0	3,9	9,9	**8,2**
Mar/14	9,6	8,1	8,8	9,7	8,9	3,7	10,1	**9,1**
Abr/14	9,5	8,9	8,8	9,2	8,9	3,7	10,0	**9,0**
Mai/14	9,3	5,8	8,5	9,4	8,9	3,2	10,1	**8,7**
Jun/14	9,2	8,3	8,8	10,8	8,9	2,8	10,1	**9,2**
Jul/14	9,4	2,8	8,7	9,3	8,9	2,6	10,2	**8,4**
Ago/14	9,3	4,0	8,0	7,8	8,5	2,5	9,8	**8,4**
Set/14	9,3	3,7	7,7	8,0	8,5	3,4	10,0	**8,6**
Out/14	9,1	5,2	7,3	7,9	8,5	3,3	9,5	**8,5**
Nov/14	9,2	4,5	7,7	7,9	8,5	2,7	9,0	**8,3**
Dez/14	9,2	6,4	8,0	7,5	8,5	1,5	9,2	**8,3**
Jan/15	9,4	9,8	7,9	7,7	8,3	1,7	9,5	**8,8**
Fev/15	9,2	8,7	8,6	7,8	8,4	1,7	9,2	**8,6**
Mar/15	9,4	2,5	8,6	7,2	8,8	1,6	9,5	**8,0**

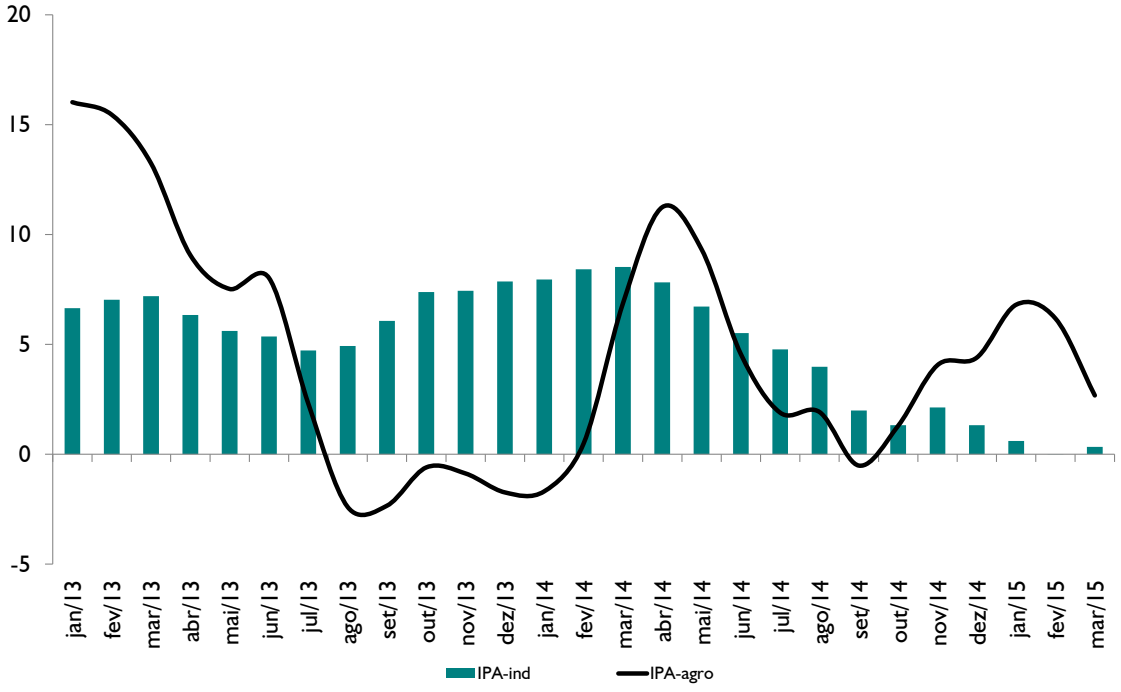
Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

3.2 PREÇOS AO PRODUTOR

Diferentemente do que vem ocorrendo no varejo, os preços ao produtor revelam uma trajetória descendente ao longo dos últimos meses (gráfico 3.5). No caso dos produtos agrícolas, nota-se que, após uma forte alta no segundo semestre de 2014, possibilitada pela desaceleração nos preços das *commodities* agrícolas no mercado internacional – que vem, inclusive, atenuando os efeitos da recente desvalorização cambial –, os preços apresentaram um comportamento bem mais favorável durante o primeiro trimestre de 2015. De acordo com o índice divulgado pelo BCB, as *commodities* agropecuárias apresentavam, em março de 2014, uma alta acumulada em doze meses de 19,4%, que veio retroagindo gradativamente de modo que, no mesmo mês de 2015, a variação

apontada foi de 7,5%. Da mesma forma, os preços industriais também apresentam uma curva de inflação em doze meses favorável e próxima de zero, mesmo em decorrência de alguma aceleração das *commmodites* metálicas ocorrida em março de 2015, em especial do minério de ferro. Esta desaceleração dos preços industriais ao produtor é corroborada pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) da Fundação Getulio Vargas (FGV), cuja variação, em doze meses, declinou de 8,0% em março de 2014 para 2,3%, em março de 2015.

GRÁFICO 3.5
IPA (jan./2013-mar./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em %)



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

3.3 PERSPECTIVAS

Para os próximos meses, o balanço de riscos para a inflação coloca, de um lado, a contínua pressão dos preços administrados e as incertezas em relação ao câmbio e, do outro, os efeitos advindos do baixo crescimento econômico projetado para o ano. De fato, mesmo em face de uma desaceleração dos preços livres, decorrente da diminuição no ritmo de crescimento dos serviços e das projeções de aumento das safras de grãos no Brasil e no exterior, não há, por enquanto, nenhum fator capaz de anular os efeitos da inflação de preços administrados.

4 SETOR EXTERNO

SUMÁRIO

As contas externas brasileiras iniciaram 2015 sem grandes surpresas, com pequena redução do *deficit* comercial e também do *deficit* em transações correntes em relação ao início de 2014, refletindo a combinação de atividade econômica fraca e desvalorização cambial. Entretanto, o *deficit* externo permanece em patamar desconfortável, superior a 4% do produto interno bruto (PIB), e não há sinais de que possa haver alguma melhoria significativa no curto prazo. O ponto positivo é que, a despeito das incertezas que dominam os cenários interno e externo, o país não tem encontrado problemas em financiar o *deficit*, ainda que os fluxos líquidos de capital tenham sofrido redução no primeiro bimestre.

Mesmo sem haver problemas de oferta de dólares, o real sofreu forte desvalorização no primeiro trimestre deste ano, de cerca de 25% entre meados de janeiro e final de março. Este movimento é reflexo direto de três fatores: *i)* a valorização do dólar em relação às demais moedas internacionais; *ii)* a queda dos preços das *commodities;* e *iii)* o aumento do risco-país. Além disso, houve uma mudança na política do Banco Central do Brasil (BCB), que anunciou o fim da oferta diária de *swaps* cambiais, embora com o compromisso de rolar os contratos vincendos. Não há motivos que levem a crer em uma desvalorização do dólar ante as moedas internacionais, nem em uma recuperação dos preços das *commodities* nos próximos meses, sendo mais provável que ocorra o contrário. Isto aponta para uma tendência de alta da taxa de câmbio. O risco-país, medido pelos *credit default swaps* (CDS) da dívida brasileira, é mais volátil e tende a dominar os movimentos de curto prazo da taxa de câmbio – como, aliás, aconteceu nos primeiros dias de abril, quando a queda do CDS foi acompanhada de valorização do câmbio.

O desempenho do *quantum* de exportações permanece negativo, especialmente nos manufaturados, cujo volume de vendas permanece cerca de 25% inferior ao alcançado às vésperas da crise financeira internacional, em 2008. As vendas de básicos cresceram em volume nos primeiros meses do ano, mas seu valor em dólar caiu em virtude da redução dos preços de exportação, movimento que ganhou força do final de 2014 para cá e trouxe nova redução dos termos de troca − desde o seu pico histórico, alcançado no final de 2011, a perda acumulada é da ordem de 20%. Na ausência de uma recuperação dos termos de troca, a provável melhoria da balança comercial ao longo do ano virá, por ora, mediante a contenção do crescimento do *quantum* importado, que já vem ocorrendo desde o ano passado. Mas a geração de *superavit* mais robustos dependerá da recuperação do crescimento do *quantum* exportado.

Na conta capital e financeira, percebe-se uma importante mudança do perfil dos influxos de capital. No primeiro bimestre, cerca de dois terços do saldo líquido da conta capital e financeira referiram-se a investimentos estrangeiros em carteira, notadamente aqueles direcionados a aplicações de renda fixa. Houve também um crescimento significativo das captações de crédito de curto prazo (inferior a um ano) e de empréstimos e títulos de médio e longo prazos, ainda que o saldo líquido destes tenha sido relativamente pequeno em função do volume excepcionalmente elevado de amortizações. Os investimentos diretos, ao contrário, tiveram redução importante neste início de ano. Na prática, o financiamento externo do país está, no momento, mais dependente de recursos que vêm atraídos por um diferencial de juros elevado e/ou pela capacidade de captar recursos no exterior a custo bem mais baixo que no mercado interno.

4.1 BALANÇO DE PAGAMENTOS

O *deficit* em transações correntes do balanço de pagamentos apresentou redução de 7,6% no primeiro bimestre deste ano em relação ao mesmo período de 2014, ficando em

US$ 17,5 bilhões. No acumulado dos últimos doze meses, o *deficit* recuou para US$ 89,9 bilhões (ante o recorde de US$ 91,3 bilhões alcançado no final do ano passado), o que equivale a 4,22% do PIB. Esta porcentagem aumentou em relação a 2014, uma vez que a desvalorização recente do câmbio provocou redução do PIB medido em dólares. Todos os principais componentes das transações correntes registraram redução do *deficit* no bimestre, mas, em termos absolutos, a principal contribuição veio da conta de rendas, com quase US$ 1 bilhão a menos (tabela 4.1).

TABELA 4.1
Balanço de pagamentos (jan.-fev./2013-2015)
(Em US$ milhões)

Contas	Janeiro-fevereiro			Variação %
	2013	2014	2015	2015-2014
Resultado global	**3.240**	**3.114**	**1.569**	**(49,6)**
Transações correntes	(17.902)	(18.972)	(17.533)	(7,6)
Balança comercial	(5.334)	(6.197)	(6.016)	(2,9)
Serviços	(6.749)	(6.777)	(6.417)	(5,3)
Rendas	(6.511)	(6.339)	(5.357)	(15,5)
Transferências unilaterais	692	342	256	(25,1)
Conta capital e financeira	**21.227**	**20.599**	**18.396**	**(10,7)**
Investimentos estrangeiros diretos	7.493	9.167	6.737	(26,5)
Investimentos estrangeiros em carteira	5.548	4.874	11.867	143,5
Empréstimos e títulos de médio e longo prazo (líquidos)	3.595	2.503	236	(90,6)
Investimentos brasileiros no exterior	(1.147)	(3.229)	(5.210)	61,3
Outros capitais	5.738	7.284	4.765	(34,6)
Erros e omissões	**(85)**	**1.486**	**706**	**(52,5)**
Variação de reservas	**3.240**	**3.114**	**1.569**	**(49,6)**

Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs. Os parêntesis indicam valores negativos.

Os fluxos líquidos de capital para o país também se reduziram no primeiro bimestre, para US$ 18,4 bilhões (-10,7%), mas ainda foram suficientes para financiar o *deficit* e proporcionar um saldo positivo da ordem de US$ 1,6 bilhão no balanço de pagamentos. A despeito disso, o estoque de reservas internacionais se reduziu no período em US$ 1,9 bilhão, pois a valorização do dólar ante as demais moedas internacionais diminuiu o valor em dólares das reservas mantidas em outras moedas. No final de fevereiro, o estoque era de US$ 372,1 bilhões (17,4% do PIB).

A tabela 4.1 revela uma importante mudança de composição dos fluxos neste início de ano, com destaque para o grande crescimento dos investimentos em carteira (143,5%), especialmente em aplicações de renda fixa (76% do total no bimestre),

aproveitando-se do crescente diferencial de juros internos em relação ao exterior. Estes recursos foram responsáveis por quase dois terços dos fluxos líquidos ingressados no bimestre. Nos anos anteriores, o item mais importante eram os investimentos estrangeiros diretos, mas estes sofreram queda de 26,5% neste ano, e responderam por apenas 36,6% dos fluxos. Houve também redução expressiva dos recursos líquidos ingressados na forma de empréstimos e títulos de médio e longo prazo (-90,6%), embora não por conta de uma eventual redução das captações de novos empréstimos – na verdade, elas cresceram 15,1% em relação ao mesmo período de 2014 –, mas em virtude de um volume excepcionalmente elevado de amortizações − US$ 13 bilhões, 44,5% a mais que no mesmo período de 2014.

A propósito, as informações do BCB mostram que o país terá um cronograma bastante pesado de amortizações de dívida externa em 2015, cerca de US$ 154 bilhões, sendo US$ 57,6 bilhões de dívida de curto prazo, US$ 32,3 bilhões de empréstimos intercompanhias (contabilizados como investimento direto) e US$ 65 bilhões de dívida de longo prazo.

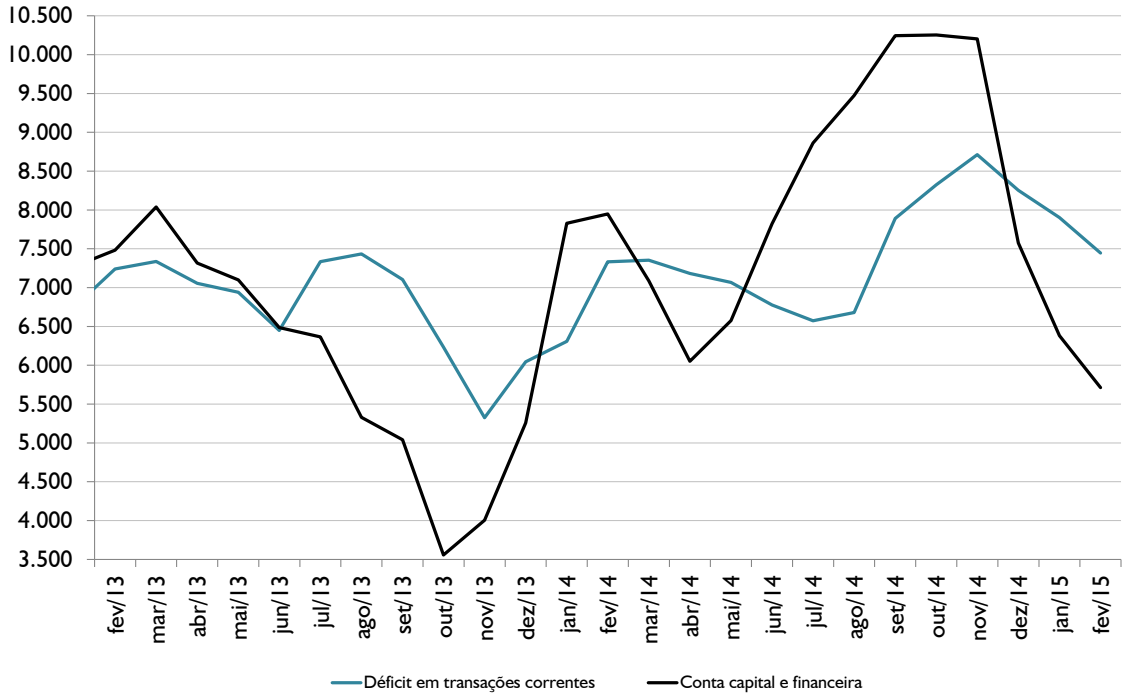
O gráfico 4.1 mostra que, em termos dessazonalizados, houve uma redução significativa dos saldos da conta capital e financeira nos últimos meses, situando-se abaixo do *deficit* em transações correntes. Estava claro que o nível de entradas de capital observado no final de 2014, que chegaram a alcançar US$ 10 bilhões ao mês, não era sustentável, assim como o patamar atual, próximo de US$ 6 bilhões, também parece baixo demais. Afora as grandes flutuações desta conta – que, vale dizer, apresenta um ajuste sazonal pouco robusto −, o movimento recente indica certo equilíbrio entre o *deficit* em conta corrente e os fluxos de capital, não havendo, até o momento, indícios de escassez de financiamento externo.

O gráfico 4.2 evidencia que a acomodação recente do *deficit* em transações correntes reflete certa estabilização do saldo comercial, em um nível próximo a US$ 1 bilhão negativo por mês, e uma discreta redução dos *deficit* das contas de serviços e de rendas, que, a rigor, vêm oscilando em torno do mesmo patamar nos últimos dois anos.

GRÁFICO 4.1

Balanço de pagamentos: transações correntes, e conta capital e financeira (fev./2013-fev./2015)

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



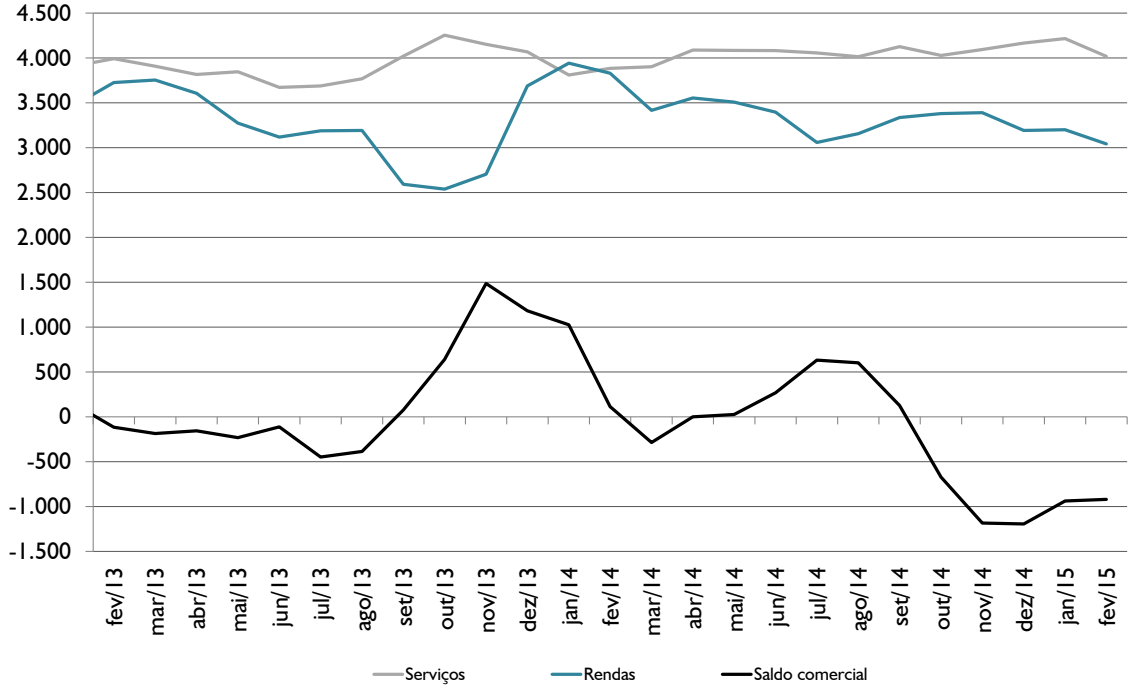
Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4.2

Saldo comercial e *deficit* de serviços e de rendas (fev./2013-fev./2015)

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



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

4.2 CÂMBIO

A moeda brasileira atravessou um período de grande pressão no primeiro trimestre deste ano, com a cotação do dólar passando de cerca de R$ 2,60 em meados de janeiro para um pico de R$ 3,26 no final de março – uma desvalorização de cerca de 25%, a maior sofrida em tão pouco tempo desde a crise financeira de 2008. Este movimento não ocorreu em um cenário de escassez de dólares no mercado; ao contrário, o financiamento externo continuou a fluir normalmente no período, conforme dito na seção anterior. Também não houve aumento das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos, fator que tradicionalmente gera uma fuga de recursos de países emergentes.

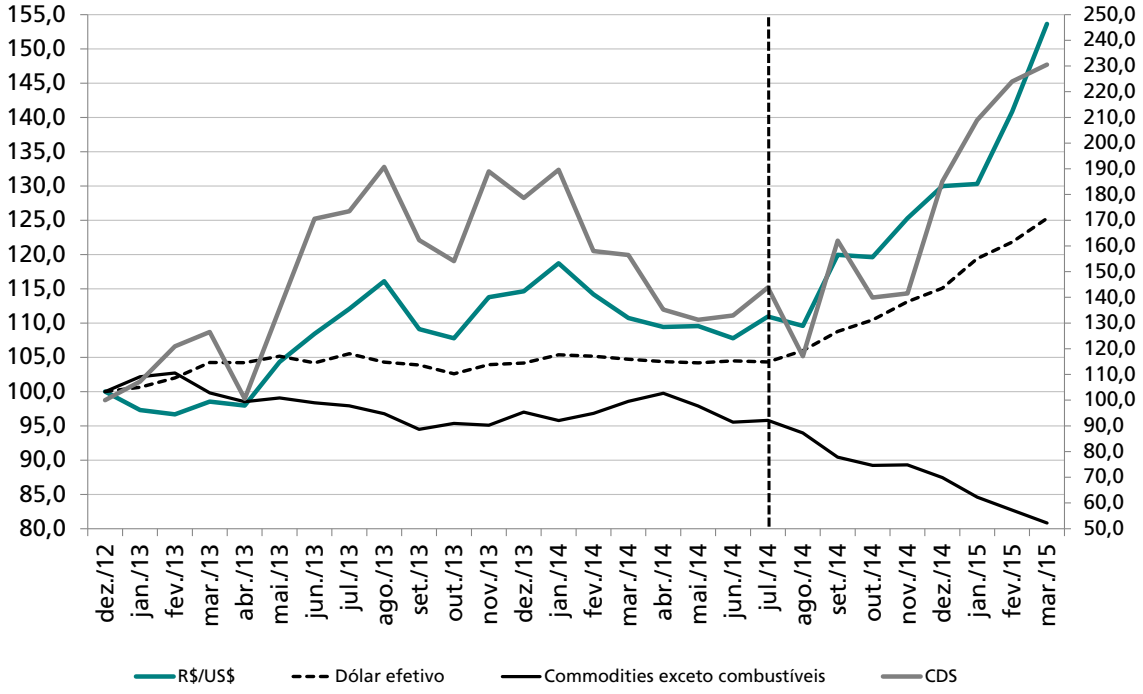
Essa variação cambial pode ser mais corretamente atribuída a três fatores: *i)* a valorização do dólar em relação às demais moedas internacionais; *ii)* a queda dos preços das *commodities*; e *iii)* o aumento do risco-país. O gráfico 4.3 mostra a evolução mensal destes três indicadores, juntamente com a da taxa de câmbio nominal real-dólar, evidenciando a inflexão sofrida por todas estas variáveis a partir de meados do ano passado. Nesse período, a taxa efetiva do dólar em relação a uma cesta das principais moedas internacionais valorizou-se cerca de 19%. O índice de *commodities* (retirando-se os combustíveis, para isolar do efeito das cotações do petróleo) caiu quase 18%; a cotação do CDS de cinco anos do país teve alta de 32,9%; e a moeda brasileira teve desvalorização de 37,1%.

Ainda que seja difícil definir qual a importância relativa de cada um desses fatores para explicar a variação do câmbio, não há dúvida quanto à relevância de cada uma delas. A valorização do dólar tem um efeito direto – ou seja, na ausência de outras forças, o real tenderia a se desvalorizar ante o dólar na mesma intensidade que as demais moedas. A queda dos preços das *commodities* também age para desvalorizar a moeda, em um fenômeno típico de países que são grandes exportadores de *commodities*, amplamente confirmado pelos estudos empíricos. E a teoria da paridade coberta de juros prevê que o aumento do risco-país implica, por arbitragem, uma imediata desvalorização da moeda.

Dois desses fatores – valorização do dólar e queda dos preços das *commodities* − parecem ter caráter mais estrutural, relacionados à expectativa de aumento dos juros americanos, ao afrouxamento monetário na Europa e no Japão, ao maior crescimento nos Estados Unidos e à desaceleração da economia chinesa. Nesse sentido, não se deve esperar uma reversão no curto prazo. Por sua vez, o CDS é um item bastante volátil e sujeito a rápidas mudanças diante de novos fatos políticos e econômicos, e seu comportamento tende a ter efeito preponderante sobre o câmbio no curto prazo. Entre o final de março e a segunda semana de abril, a cotação do CDS do país recuou quase

15%, o que, certamente, está por trás do recuo da taxa de câmbio, que em 8 de abril fechou em R$ 3,05, contra R$ 3,20 do último dia de março.

GRÁFICO 4.3
Taxa de câmbio nominal, *spread* do CDS brasileiro, preços de *commodities* (exceto combustíveis) e taxa efetiva do dólar em relação às principais moedas internacionais (dez./2012-mar./2015)
(Dez./2012 = 100)



Fonte: BCB e Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: Eixo direito, CDS; eixo esquerdo, demais taxas.

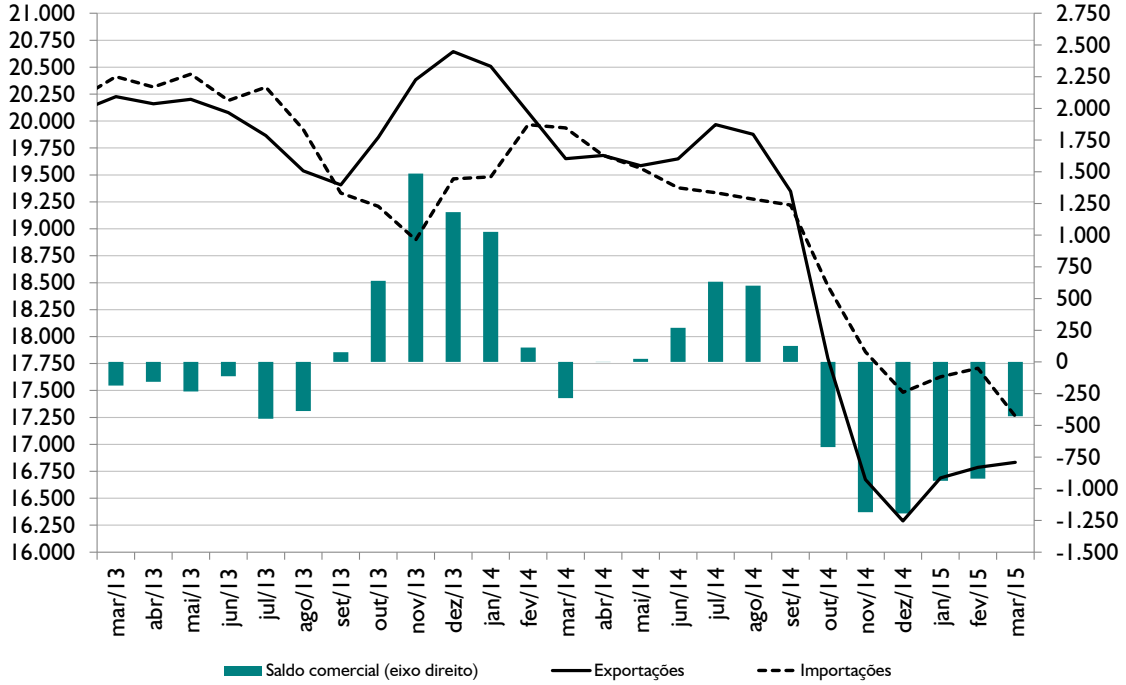
O movimento do câmbio também foi, certamente, afetado pela decisão do BCB de não renovar o programa de oferta diária de *swaps* cambiais, encerrado no dia 31 de março. A autoridade monetária informou, porém, que irá renovar integralmente os contratos vincendos.

Em termos reais, a taxa de câmbio em relação ao dólar, deflacionada pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), da Fundação Getulio Vargas (FGV), acumulou desvalorização de 13,3% entre junho do ano passado e fevereiro deste ano. Entretanto, como grande parte deste movimento representou uma valorização do dólar em relação às demais moedas internacionais, a variação real do câmbio, quando se considera uma cesta de treze moedas, foi menor entre junho de 2014 e fevereiro de 2015: 9,7%. Com a desvalorização adicional de março, o ganho real em relação ao dólar deve ter aumentado para cerca de 25%, e em relação à cesta de treze moedas deve ter chegado a 18%.

4.3 BALANÇA COMERCIAL

O saldo comercial no primeiro trimestre de 2015 foi deficitário em US$ 5,6 bilhões, resultado um pouco melhor que o registrado no mesmo período de 2014 (*deficit* de US$ 6,1 bilhões), com exportações e importações acumulando quedas semelhante nesta comparação: -13,7% e -13,2%, respectivamente. A dinâmica recente dos fluxos de comércio é evidenciada no gráfico 4.4. As exportações, em termos dessazonalizados, reduziram-se para um patamar inferior a US$ 17 bilhões mensais neste início de ano, ante valores próximos a US$ 20 bilhões há um ano. No caso das importações, a queda foi de US$ 20 bilhões para cerca de US$ 17,5 bilhões.

GRÁFICO 4.4
Exportações, importações e saldo comercial (mar./2013-mar./2015)
(Valores dessazonalizados, em médias móveis de três meses, anualizados – US$ milhões)



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

A tabela 4.2 mostra que a maior parte da redução de US$ 6,8 bilhões das exportações no primeiro trimestre, em comparação ao mesmo período do ano passado, é explicada por apenas dois produtos: minério de ferro, cujas vendas retraíram-se em US$ 3,2 bilhões, e soja em grão, com queda de US$ 2,0 bilhões. No minério, toda a queda é explicada pelos preços, que tiveram redução de 53,9% no período. Na soja, houve retração da ordem de 20% tanto nos preços quanto no volume exportado.

A despeito da relevância desses dois itens, o mau desempenho exportador é um fenômeno generalizado na pauta, à exceção dos bens semimanufaturados, que tiveram crescimento de 3,1%, por conta da expansão das vendas de celulose e de

semimanufaturados de ferro e aço. Os manufaturados tiveram redução de 10%, com as notáveis exceções de aviões (+21,3%) e de óxidos e hidróxidos de alumínio (+32,7%), e os produtos básicos sofreram queda de 21,2%, tendo como destaque positivo apenas o aumento de 40,4% das vendas de café em grão.

TABELA 4.2
Exportações, importações e saldo comercial, segundo produtos selecionados (2014-2015)

Principais produtos	Valor Jan.-mar./2015	Variação 2015-2014	
	US$ bilhões	%	US$ bilhões
Exportações	**42,8**	**-13,7**	**-6,8**
Minério de ferro	3,9	-45,5	-3,2
Soja em grão	2,6	-43,0	-2,0
Carnes (frango e bovina)	2,3	-16,6	-0,5
Manufaturados	16,4	-10,0	-1,8
Automóveis	0,7	-15,5	-0,1
Aviões	0,7	21,1	0,1
Demais	17,6	3,8	0,6
Importações	**48,3**	**-13,2**	**-7,3**
Bens intermediários	22,1	-10,0	-2,5
Petróleo	1,6	-53,4	-1,9
Demais combustíveis	5,1	-10,0	-0,6
Bens de capital	10,7	-10,9	-1,3
Automóveis	1,3	-25,2	-0,4
Demais bens duráveis	3,0	-16,7	-0,6
Bens de consumo não duráveis	4,5	-2,3	-0,1
Saldo comercial	-5,6	-8,6	0,5

Fonte: Secex/Mdic.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Do lado das importações, a queda no trimestre também foi generalizada, refletindo a desaceleração da atividade econômica disseminada entre os diversos componentes da demanda e da oferta, notadamente a indústria, o consumo e os investimentos. A queda da produção industrial provocou redução de 10,0% nas importações de bens intermediários, grupo que deu a maior contribuição absoluta para a redução das importações totais: US$ 2,5 bilhões (tabela 4.2). O segundo elemento de maior importância foi o petróleo, com queda de 53,4% das importações, o equivalente a US$ 1,9 bilhão a menos. Neste caso, pesa não só a redução da demanda, mas também a expressiva queda de preços do produto. A retração do investimento doméstico pesou sobre as importações de bens de capital, levando a uma redução de 10,9% em relação ao primeiro trimestre de 2014. Os bens de consumo tiveram contração de mais de US$ 1 bilhão, com destaque para os automóveis (diminuição de US$ 400 milhões, representando queda de 25,2%).

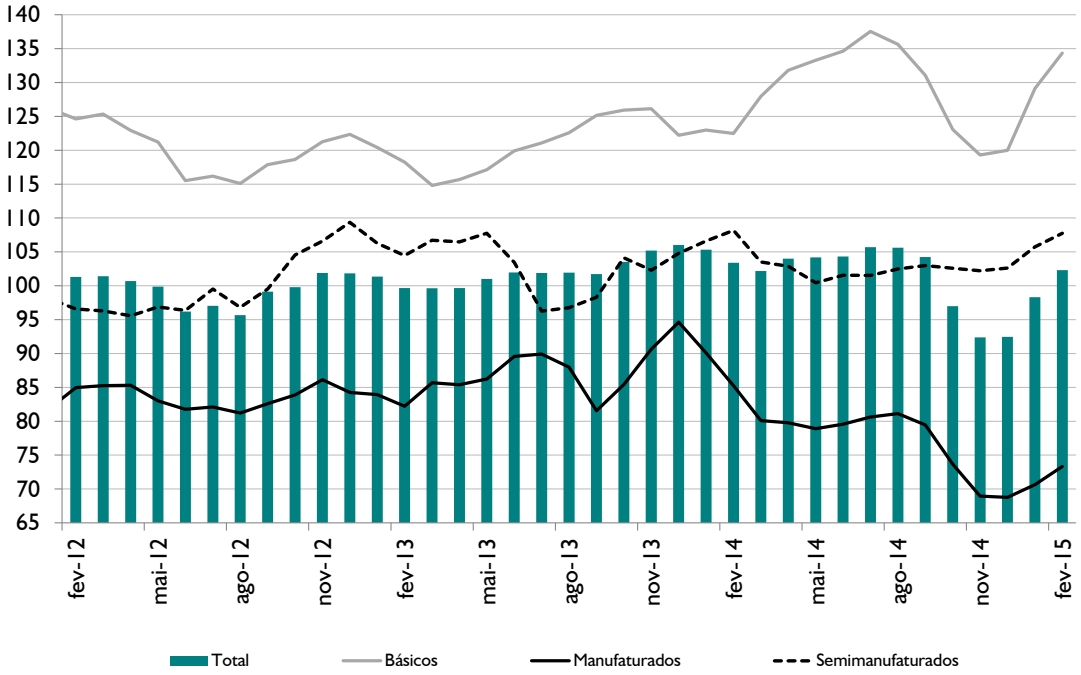
A redução dos fluxos de comércio também foi generalizada entre os principais países e blocos econômicos com os quais o país transaciona. Nas exportações, metade da redução observada no primeiro trimestre deveu-se às menores vendas para a China, que acumularam queda de 35,4%. Houve redução significativa também das exportações para a Argentina (-13,6%) e a União Europeia (-8,4%), ao passo que as vendas para os Estados Unidos ficaram estáveis. Nas importações, destacam-se as quedas das compras oriundas da União Europeia (-16,6%), da Argentina (-17,9%), dos Estados Unidos (-18,0%) e da África (-31,8%).

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

A redução das exportações no primeiro bimestre de 2015, na comparação com o mesmo período de 2014, foi determinada quase totalmente pelos preços, que tiveram redução de 17,2%, ao passo que o *quantum* teve queda de apenas 2,6%. Os preços tiveram o pior desempenho para um primeiro bimestre em toda a série histórica do índice, iniciada em 1978. Para efeito de comparação, no início de 2009, quando se enfrentava o período mais duro da crise financeira internacional, a queda havia sido de 5,4%. A queda de preços foi especialmente forte nos produtos básicos (-27,7%, puxada por petróleo e minério de ferro), mas também atingiu os semimanufaturados (-6,7%) e os manufaturados (-5,6%). Com relação ao *quantum*, ao contrário, os básicos foram os únicos a registrar crescimento no primeiro bimestre, de 6,3%, com expansão do volume exportado de petróleo e de minérios. Os manufaturados, por sua vez, tiveram queda de 14,5%.

Portanto, entende-se a forte redução das exportações neste início de ano como resultado de uma forte queda dos preços, que veio se juntar a um comportamento negativo do *quantum* exportado – desfavorável já há algum tempo, sem apresentar sinais de recuperação até o momento. O gráfico 4.5 evidencia que, a despeito de uma recuperação recente detectada nas séries dessazonalizadas – a queda no final de 2014 foi atípica e devida, em grande parte, a um montante menor de exportação de plataformas de petróleo –, o *quantum* de exportações totais oscila, há cerca de três anos, no mesmo patamar alcançado em setembro de 2008, imediatamente antes da crise financeira internacional. De lá para cá, apenas os produtos básicos tiveram aumento de vendas. Os manufaturados permanecem, ainda, cerca de 25% abaixo do nível daquela época.

GRÁFICO 4.5
Índices de *quantum* de exportações, segundo classes de produtos (fev./2012-fev./2015)
(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses – set./2008 = 100)



Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

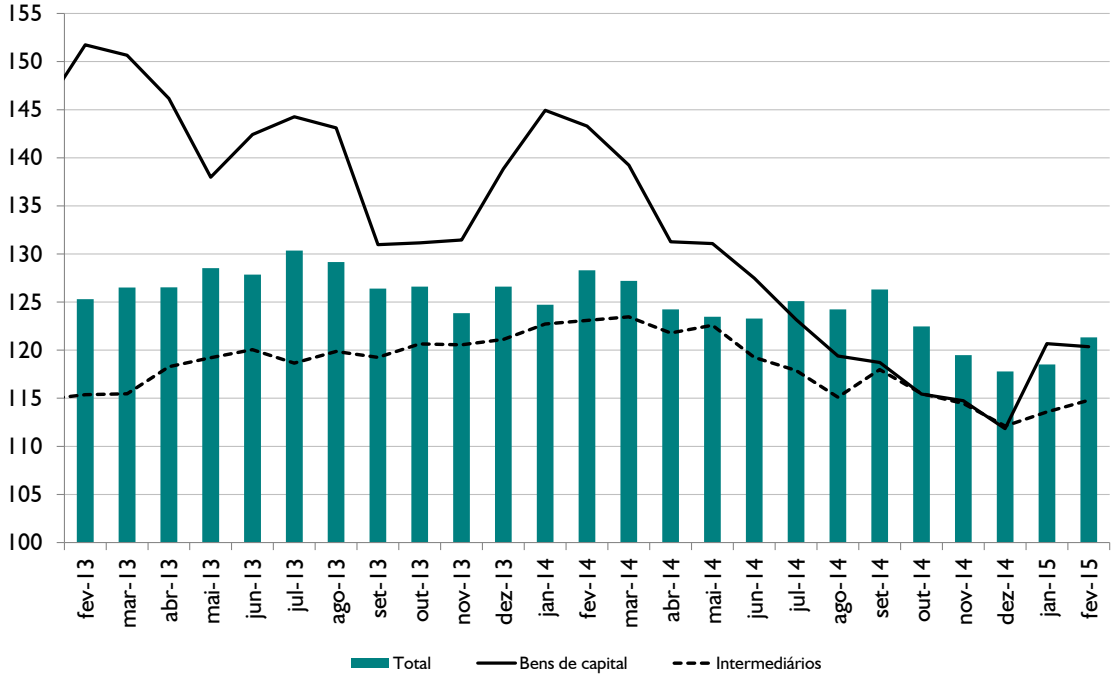
No caso das importações, a retração das vendas no primeiro bimestre do ano esteve mais ligada à redução do *quantum* (-10,3%), mas também houve significativa queda de preços (-7,2%), puxada principalmente pelos combustíveis (-25,2%). Com efeito, o preço destes bens recuou para um nível alcançado pela última vez em 2009, em virtude do recuo das cotações do petróleo. No *quantum*, a queda foi expressiva em todas as categorias de uso, com destaque para bens de capital (-17,7%) e bens de consumo duráveis (-16,7%).

O gráfico 4.6 ilustra que o comportamento do *quantum* neste início de ano representou o aprofundamento da tendência que já se observava ao longo de 2014. Na verdade, o *quantum* de importações totais se encontra, atualmente, em um nível inferior ao alcançado há dois anos. A queda foi especialmente forte nos bens de capital, mas o principal determinante foi a redução do *quantum* de bens intermediários, que representam mais de metade da pauta e que entraram em trajetória de declínio no início do ano passado. Este movimento acompanha *pari passu* o comportamento da produção doméstica da indústria de transformação, conforme evidencia o gráfico 4.7.

GRÁFICO 4.6

Índices de *quantum* de importações, segundo categorias de uso selecionadas (fev./2013-fev./2015)

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

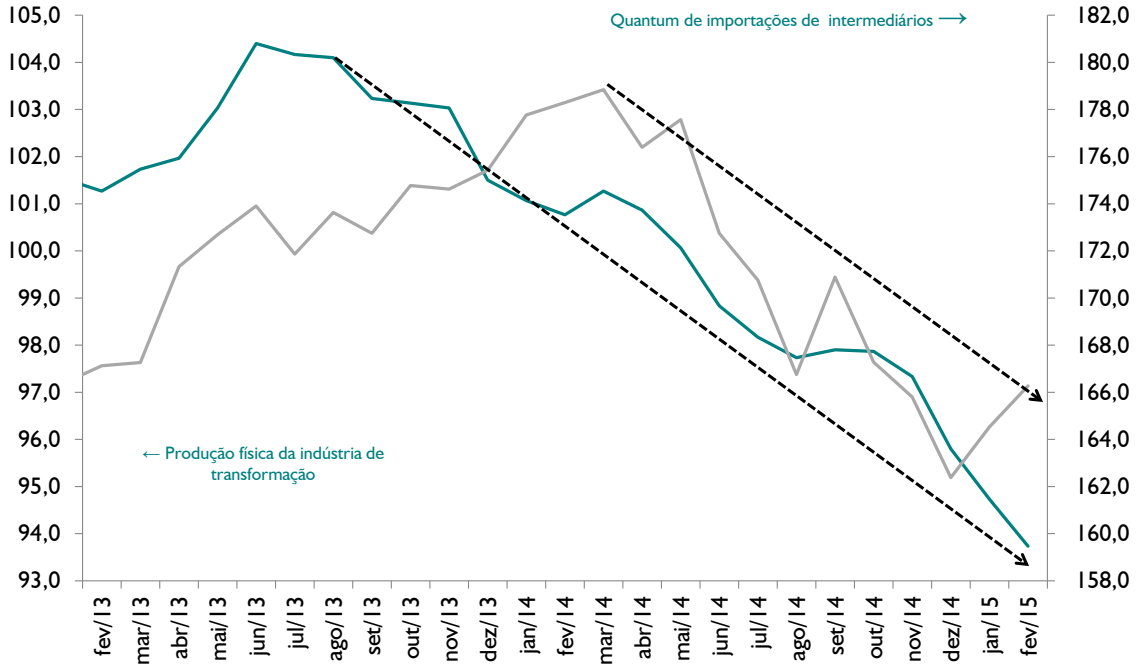


Fonte: Funcex.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4.7

***Quantum* de importações de bens intermediários (2006 = 100) e produção física da indústria de transformação (2012 = 100) (fev./2013-fev./2015)**

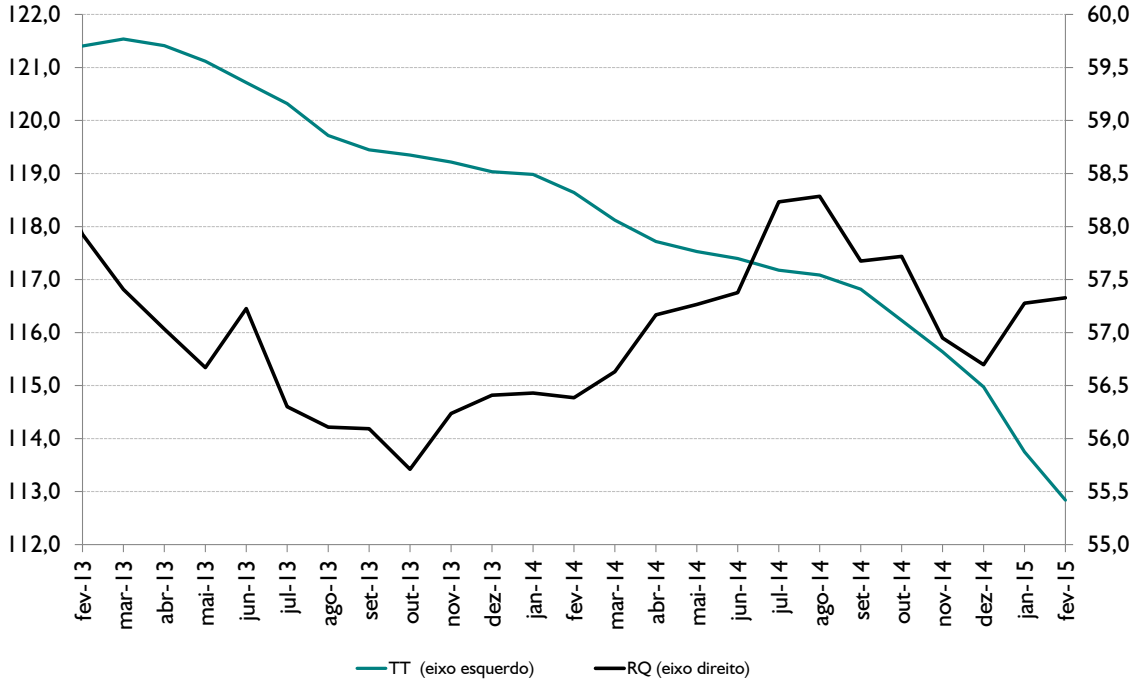
(Séries dessazonalizadas – média móvel de três meses)



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

Os termos de troca (TTs) do país, que já vinham em trajetória de queda, viram esse movimento se acelerar nos últimos meses (gráfico 4.8). No primeiro bimestre de 2015, houve queda de 10,8% em relação ao mesmo período de 2014. Desde o final de 2011, a perda acumulada é da ordem de 20%. A queda relativamente mais forte do *quantum* importado em relação ao exportado permitiu que a razão de *quantum* (RQ) se recuperasse nos últimos meses, tendo crescido 8% no primeiro bimestre em relação ao primeiro do ano passado, compensando a perda nos TTs e permitindo a discreta melhoria do saldo comercial. Os TTs já retornaram a sua média histórica (considerando-se os últimos vinte anos), mas a RQ está ainda próxima de seu menor nível em mais de dez anos.

GRÁFICO 4.8
Evolução dos TTs e da RQ (fev./2013-fev./2015)
(Média móvel de doze meses – 2006 = 100)



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

4.5 SERVIÇOS E RENDAS

O *deficit* de US$ 6,4 bilhões na conta de serviços do balanço de pagamentos no primeiro bimestre representou uma redução de 5,3% em relação ao mesmo período do ano passado, respondendo a alguns fatores contracionistas, como a desaceleração do consumo doméstico, a desvalorização do câmbio e a queda dos fluxos de comércio internacional. Este último fator explica a redução de 10,6% nas despesas líquidas com transportes, aliás em uma ordem de grandeza similar à das quedas das exportações e importações no mesmo período (na casa de 13%). O câmbio mais caro e a retração do

consumo pesaram sobre as viagens internacionais, que tiveram queda de 6,4%. A conta de aluguel de equipamentos permaneceu como o item mais deficitário dos serviços, com saldo levemente inferior ao do primeiro bimestre de 2014 (tabela 4.3). Os serviços empresarias, profissionais e técnicos, única rubrica superavitária importante, viram seu saldo reduzir-se em 4,2%.

TABELA 4.3
Balança de serviços e de rendas (jan.-fev./2013-2015)
(Em US$ milhões)

Contas	Janeiro - fevereiro			Variação %
	2013	2014	2015	2015-2014
Serviços e rendas	(13.260)	(13.117)	(11.774)	(10,2)
Serviços	**(6.749)**	**(6.777)**	**(6.417)**	**(5,3)**
Aluguel de equipamentos	(2.819)	(3.053)	(3.011)	(1,4)
Viagens internacionais	(2.801)	(2.801)	(2.623)	(6,4)
Transportes	(1.449)	(1.429)	(1.278)	(10,6)
Empresariais, profissionais e técnicos	1.763	1.858	1.780	(4,2)
Demais serviços	(4.261)	(4.406)	(4.296)	(2,5)
Rendas	**(6.511)**	**(6.339)**	**(5.357)**	**(15,5)**
Lucros e dividendos	(4.242)	(3.785)	(2.412)	(36,3)
Juros	(2.335)	(2.623)	(2.998)	14,3
Salários	66	69	54	(22,2)

Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs. Os parêntesis indicam valores negativos.

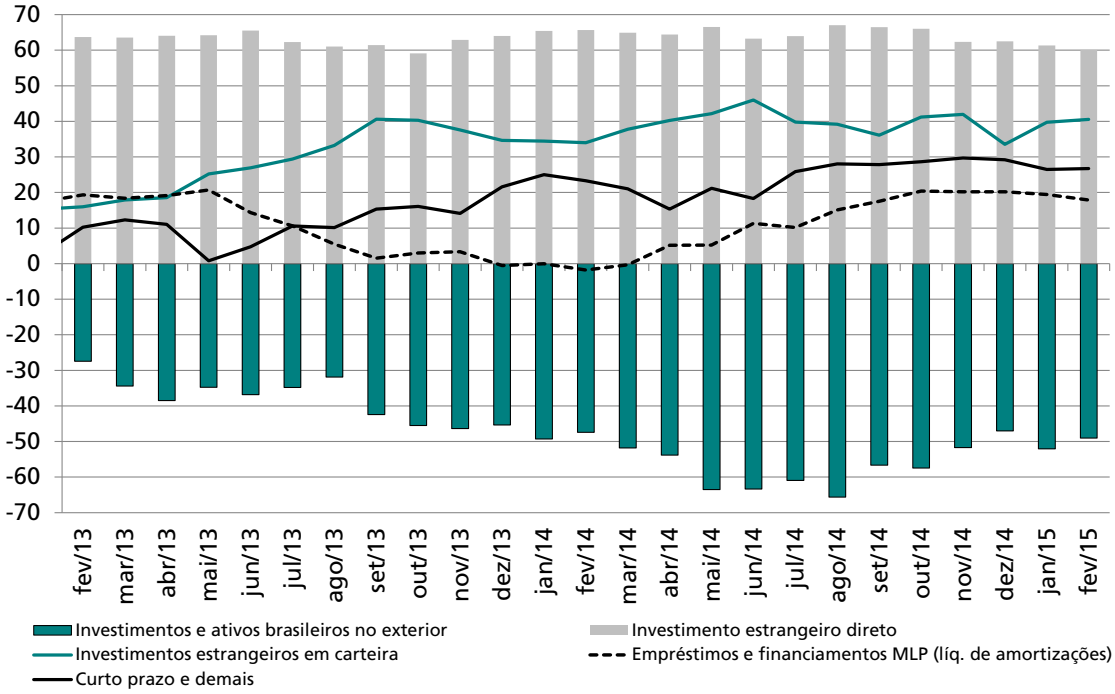
A conta de rendas teve queda de 15,5% em seu *deficit* no bimestre, especialmente em decorrência da menor remessa de lucros e dividendos, conta que vem decrescendo ao longo dos últimos anos. A menor lucratividade das firmas, o mau desempenho das ações em bolsas de valores e a desvalorização cambial ajudam a explicar este fenômeno. A conta de juros, ao contrário, vem crescendo ano a ano, e fechou o primeiro bimestre com alta de 14,3%, com *deficit* já superior ao das remessas de lucros.

4.6 FLUXOS DE CAPITAL

O fraco desempenho da atividade econômica doméstica e as incertezas não criaram, até o momento, dificuldades para o financiamento externo do país. Entretanto, conforme já mencionado, o perfil do financiamento vem se alterando no período recente, com menor volume de investimentos estrangeiros diretos – mas preservando um patamar anualizado ainda elevado, da ordem de US$ 60 bilhões − e crescimento dos investimentos em carteira e dos capitais de curto prazo. A captação de empréstimos e títulos de médio e longo prazos (MLP) permanece em expansão, com influxos da ordem de US$ 70

bilhões a US$ 80 bilhões anuais nos últimos meses (gráfico 4.9), mas o crescimento das amortizações acaba por gerar um volume líquido de recursos igual ao que se observou no país nos últimos anos, de cerca de US$ 20 bilhões – com a notável exceção de 2013, quando o anúncio do Federal Reserve dos Estados Unidos de que iria começar a retirar os estímulos monetários causou uma contração temporária das captações.

GRÁFICO 4.9
Conta capital e financeira: principais rubricas (fev./2013-fev./2015)
(Valores acumulados em doze meses, em US$ milhões)



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

Na prática, o financiamento externo do país está, no momento, mais dependente de recursos que vêm atraídos por um diferencial de juros elevado e/ou pela capacidade de captar recursos no exterior a custo bem mais baixo que no mercado interno. Vale notar, ainda, o movimento de redução dos investimentos brasileiros no exterior nos últimos meses, caindo para um patamar anualizado de cerca de US$ 50 bilhões, revertendo uma trajetória de alta que havia se acelerado bastante entre meados de 2013 e meados de 2014, quando estes fluxos de saída praticamente dobraram.

5 MOEDA E CRÉDITO

SUMÁRIO

Nas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) ocorridas depois da última edição da *Carta de Conjuntura* (dezembro de 2014), foi dada continuidade aos aumentos da meta Selic, em dois degraus de 0,5 ponto percentual (p.p.), trazendo a taxa básica da economia para 12,75% ao ano (a.a.). A expectativa é de que as altas continuem por pelo menos mais duas reuniões, levando a taxa Selic para 13,50%. A continuidade da alta está embutida nos resultados do sistema de coleta de expectativas do Banco Central do Brasil (BCB) e nos negócios no mercado futuro de juros. A inflação esperada para os próximos doze meses vinha subindo acentuadamente desde meados de 2014, mas recuou fortemente em março e especialmente em abril deste ano, encontrando-se em torno de 6,0%, aproximadamente o nível em que estava antes do aumento. O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), acumulado em doze meses, observado, tem mostrado aceleração: em março de 2015, a inflação por ele medida foi 8,1%, quase 2 p.p. a mais que um ano antes (6,2% em março de 2014). A taxa média de juros de todo o Sistema Financeiro Nacional (SFN) subiu significativamente entre dezembro de 2014 e fevereiro de 2015, de 23,7% para 25,6%. Esta média é composta de níveis de juros bem discrepantes entre recursos direcionados e livres. Em fevereiro de 2015, a taxa média de recursos livres para pessoa física (PF) foi de 54,3%, e para pessoa jurídica (PJ), 26,1%. A taxa média de recursos direcionados foi de 7,6% para PFs e 8,7% para PJs.

Na última edição desta *Carta de Conjuntura*, destacava-se a reversão na tendência de queda da taxa de crescimento em doze meses do saldo total de crédito na economia. Desde então, porém, esta taxa voltou a cair e, em fevereiro de 2015, está em nível similar ao do terceiro trimestre de 2014, em cerca de 11%. As novas concessões de crédito, ajustadas pelo número de dias úteis do mês e deflacionadas pelo IPCA, apresentaram queda de 10,4% em fevereiro de 2015, em relação ao mesmo mês de 2014. A inadimplência continua baixa, mas subiu em janeiro e fevereiro de 2015. A taxa total passou de 2,72%, em dezembro de 2014, para 2,84%, em fevereiro de 2015.

5.1 JUROS

O código de linguagem dos comunicados divulgados após as reuniões do Copom de 16 de julho e 3 de setembro de 2014 indicava que o BCB não pretendia alterar a meta para a Selic em breve. Porém, na reunião seguinte, em 29 de outubro de 2014, o comitê decidiu elevar a taxa Selic em 0,25 p.p., para 11,25% a.a. Na reunião de 3 de dezembro de 2014, o Copom deu continuidade à alta, intensificando o ritmo e passando a meta Selic para 11,75%. No comunicado que se seguiu à reunião, demonstrou pouco impulso para aumentos nos passos futuros. O código de palavras, incluindo a menção aos *efeitos cumulativos e defasados da política monetária*, fazia supor que a autoridade monetária não pretendia ir muito além no ciclo de alta. No entanto, seguiram-se mais dois aumentos de 0,50 p.p., nas reuniões de 21 de janeiro e 4 de março de 2015 (tabela 5.1).

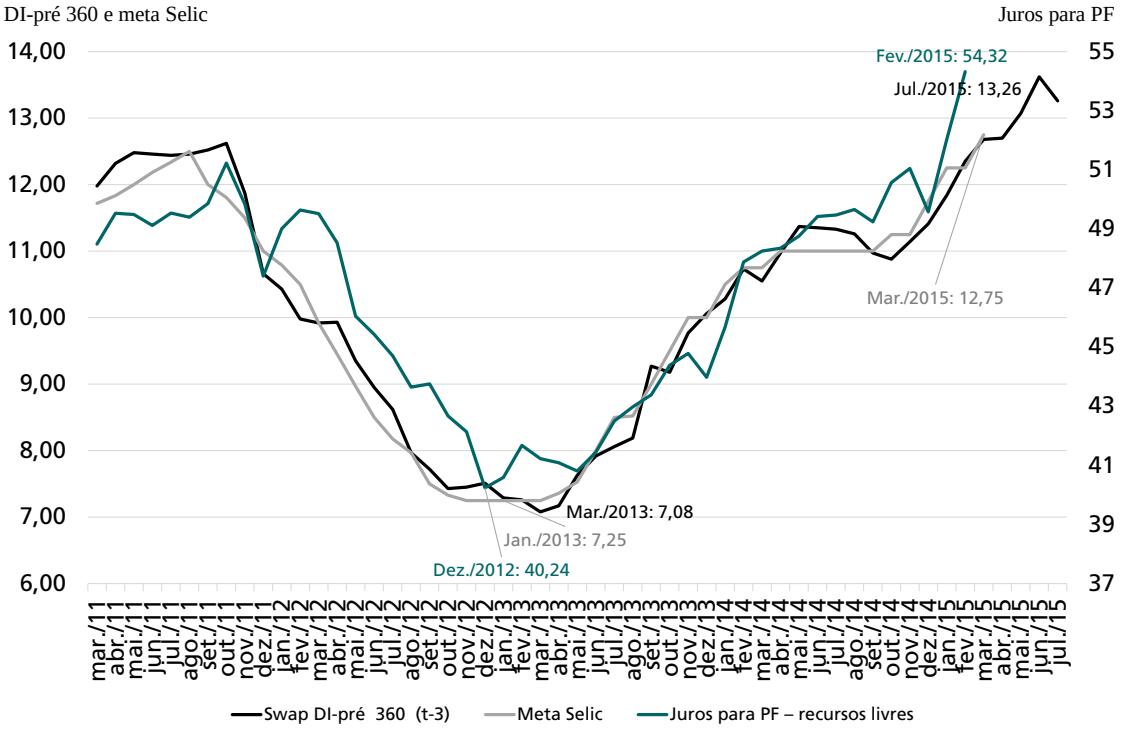
TABELA 5.1
Meta Selic definida em reuniões recentes (2014-2015)

Data da decisão	Meta Selic (% a.a.)	Aumento (p.p.)
3/9/2014	11,00	-
29/10/2014	11,25	0,25
3/12/2014	11,75	0,50
21/1/2015	12,25	0,50
4/3/2015	12,75	0,50

Fonte: BCB.

O gráfico 5.1 mostra a evolução da meta para a Selic definida pelo Copom, cotejada com a taxa do *swap* DI-pré defasada em três meses e com os juros médios das operações de crédito do SFN para PFs, no segmento livre. Esta última taxa atingiu 54,3% em fevereiro último, aproximadamente 14 p.p. acima de seu ponto de mínimo no período considerado no gráfico, em dezembro de 2012, que se verificou justamente quando a Selic estava em seu menor valor, de 7,25%. A taxa do *swap* DI-pré tem antecipado os movimentos da Selic em três meses, o que sugere continuidade das elevações da meta, embora na primeira quinzena de abril se tenha observado uma queda na taxa do DI-pré.

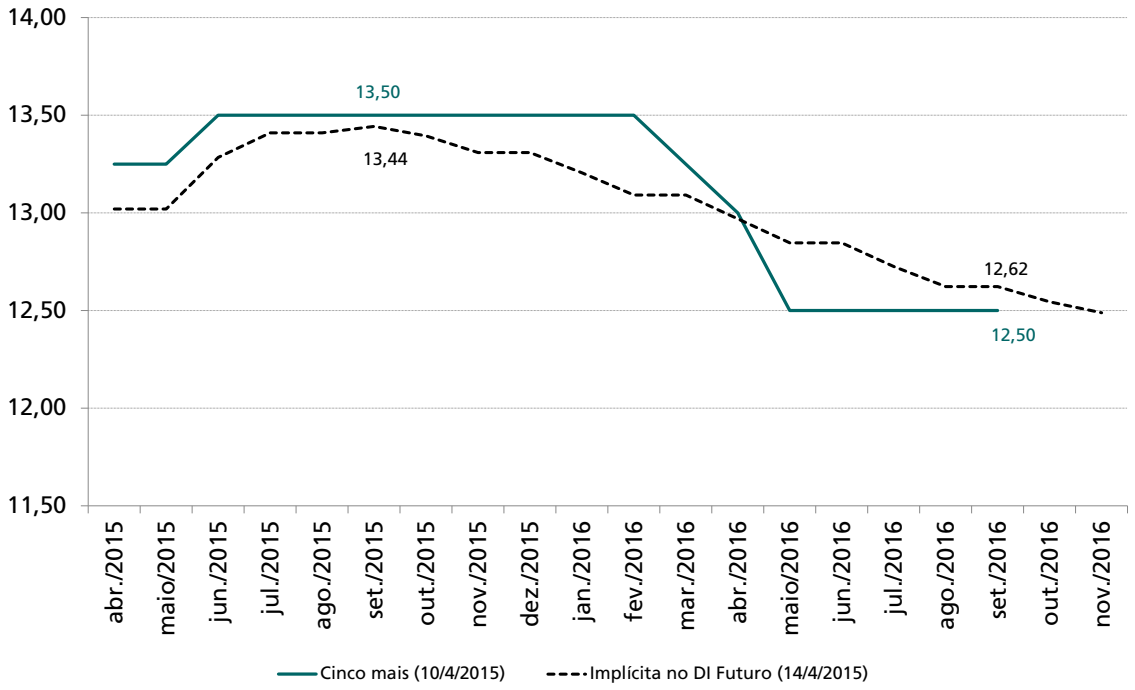
GRÁFICO 5.1
Meta Selic, *swap* DI-pré com prazo de 360 dias e taxa média de juros para PF com recursos livres (mar./2011-abr./2015)
(Em %)



Fonte: Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) e BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: *Swap* DI-pré de abril de 2015 corresponde à média diária até o dia 14.

Essa continuidade de alta da Selic está espelhada também nas expectativas coletadas pelo BCB (em seu boletim *Focus*) e nos contratos de Depósitos Interfinanceiros (DI) Futuro negociados na BM&FBovespa, ambos mostrados no gráfico 5.2. As expectativas dos cinco participantes da *Focus* que mais acertam (os "cinco mais", no gráfico 5.2) indicavam, em 10 de abril de 2015, mais duas elevações, a primeira de 0,50 p.p. e a segunda de 0,25 p.p., nas reuniões de abril e junho, seguidas de estabilização da meta para a Selic em 13,50% até fevereiro de 2016. A meta para a Selic implícita no DI Futuro também indica alta até 13,50%. Mas o caminho de redução é mais suave e se inicia ainda em 2015.

GRÁFICO 5.2
Expectativas para a meta Selic: cinco mais da pesquisa *Focus* e DI Futuro
(Em %)



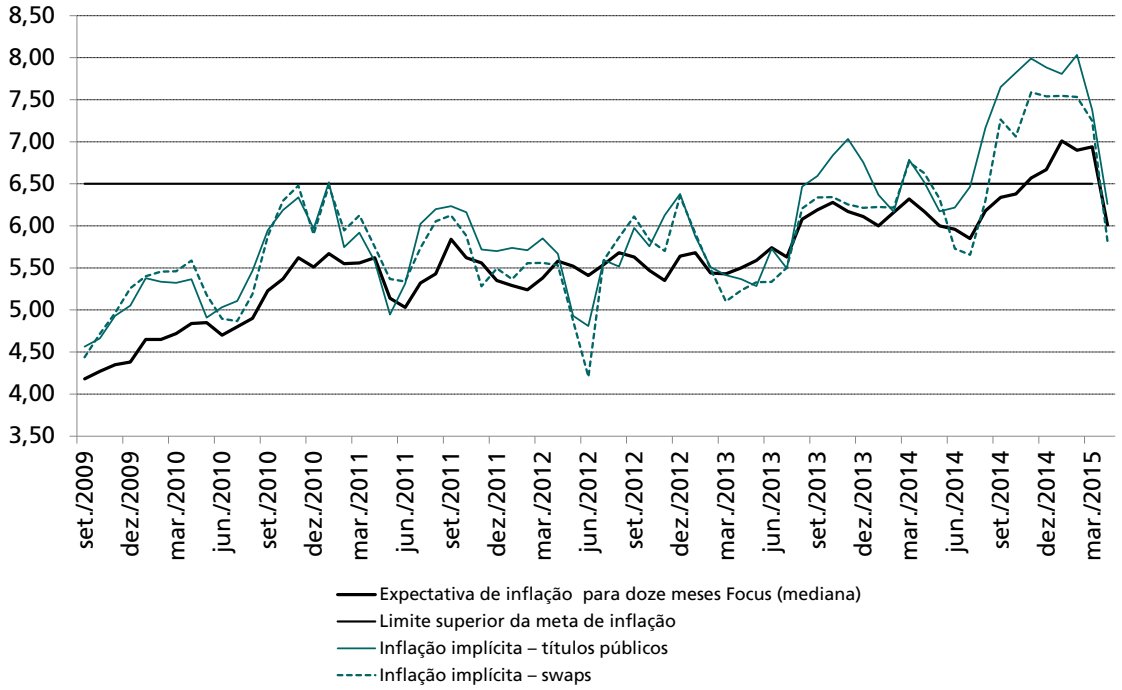
Fonte: BCB e Bloomberg.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

As repetidas elevações da Selic após sinalizações de que o ciclo poderia estar chegando ao fim e a atual antevisão de mais aumentos certamente têm relação com a trajetória ascendente das expectativas de inflação que se verificava até recentemente. O gráfico 5.3 mostra três medidas da inflação esperada para o IPCA: a coletada pelo boletim *Focus*, a implícita nas taxas de juros de títulos públicos e a implícita em contratos de *swap* (ver boxe para os conceitos). Desde novembro de 2014, a expectativa mediana do Focus ultrapassou 6,5%, o teto da meta de inflação. Desde então, subiu continuamente até 6,94% em 27 de março de 2015. A inflação esperada implícita em títulos públicos já havia superado o teto antes, em agosto de 2014 e, após atingir 8,03% no fim de fevereiro de 2015, recuou, no fim de março, para 7,38%. A inflação implícita

nos contratos de *swap* saltou de 6,30% para 7,26% de agosto para setembro de 2014, subiu até 7,59% em novembro do mesmo ano, estabilizou-se próxima a 7,5% por três meses e caiu para 6,97% em 27 de março de 2015. Na primeira quinzena de abril, porém, a queda – que já se anunciava nas medidas de inflação implícita em março – acentuou-se e apareceu também na inflação esperada pelo *Focus*. Ou seja, estas medidas de inflação esperada, em seu conjunto, mostraram considerável elevação desde o segundo semestre de 2014, apesar da elevação da meta Selic entre abril de 2013 e abril de 2014 e sua manutenção em 11,00% até outubro. A reversão recente pode representar uma mudança nas expectativas, fruto, possivelmente, do ajuste fiscal em gestação e da queda no nível de atividade, ou ainda do esgotamento esperado do efeito das tarifas públicas. Mas pode significar também aumento da volatilidade das expectativas – isto, entretanto, apenas os dados futuros permitirão aferir.

O IPCA observado tem mostrado aceleração: em março de 2015, a inflação por ele medida em doze meses ficou em 8,1%, quase 2 p.p. a mais que um ano antes, 6,2% em março de 2014; e 1,4 p.p. acima de setembro de 2014 (seis meses atrás), quando o IPCA em doze meses acumulou 6,8%.

GRÁFICO 5.3
Expectativas de inflação (IPCA) para doze meses: esperada pelo boletim *Focus*, implícita em títulos públicos e implícita em contratos de *swap* (set./2009-abr./2015)
(Em %)



Fonte: BCB, Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (Anbima) e BM&FBovespa.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

BOX 1

Três medidas de inflação esperada

São descritas, a seguir, as três medidas de inflação (IPCA) esperada apresentadas no gráfico 5.3. A do *Focus* e a implícita em títulos públicos já eram utilizadas na *Carta de Conjuntura*, e a implícita em *swaps* está sendo introduzida neste número.

Sistema de Expectativas de Mercado: o Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) do BCB é o responsável pela administração do Sistema de Expectativas de Mercado, uma ferramenta eletrônica em que instituições financeiras, consultorias e empresas do setor não financeiro previamente autorizadas – em número de aproximadamente 120 – informam suas expectativas para diversas variáveis macroeconômicas. Todo dia útil, às 17 horas, as informações são consolidadas e diversas estatísticas são geradas – médias, medianas, desvios-padrão, coeficientes de variação, e valores mínimos e máximos das projeções registradas pelos participantes. Por ser menos sujeita a oscilações dos extremos, a mediana das expectativas é a estatística monitorada com maior atenção. Do universo de instituições habilitadas, boa parte altera suas expectativas semanalmente. O acesso pode ser feito a qualquer momento, não havendo periodicidade predefinida para as atualizações. O sistema só considera os dados informados nos últimos trinta dias. Ou seja, se determinada instituição não informar novamente suas expectativas no prazo de trinta dias, o sistema automaticamente guarda os dados na base, mas as estatísticas não são mais sensibilizadas por tais expectativas. O objetivo é evitar que as estatísticas carreguem previsões desatualizadas. A inflação para os próximos doze meses é calculada acumulando-se as inflações mensais das instituições que tenham projeções para todos os doze meses do período considerado (BCB, 2014).

Inflação implícita em títulos públicos: é obtida por meio dos retornos dos títulos públicos indexados ao IPCA, que pagam juros reais prefixados, em comparação com os retornos de títulos que pagam juros nominais prefixados. A Estrutura a Termo da Taxa de Juros (ETTJ) mostra a relação entre a taxa de juros e o prazo dos títulos emitidos pelo governo. Com base na identidade de Fisher, a inflação implícita poder ser obtida da diferença dos retornos esperados na ETTJ entre ativos de juros nominais prefixados e ativos indexados à inflação acrescida de juros reais. A identidade de Fisher relaciona a taxa nominal (i) a uma composição entre taxa real (r) e expectativa de inflação (p) para o período: $(1 + i) = (1 + r) \times (1 + p)$ ou $p = [(1 + i) \div (1 + r)] - 1$. A construção da ETTJ aqui utilizada é feita pela Anbima (2010), baseada no amplamente empregado modelo de Svensson (1994) (Ipea, 2013, p. 50-51).

Inflação implícita em swaps*:* este cálculo também compara juros nominais prefixados com juros reais prefixados para obter a inflação implícita nos juros nominais, mas usa como fonte para os juros as cotações dos contratos de *swap* DI-pré e DI IPCA negociados na BM&FBovespa. O DI-pré é cotado na taxa nominal, e o DI IPCA, na taxa real de juros, de modo que a inflação implícita é calculada comparando-se as cotações de mesmos prazos; no presente caso, *swaps* de um ano.

Quando se calcula a inflação implícita, tanto numa forma como na outra, é importante ter em mente que não há somente o componente de expectativa da inflação embutida nos retornos nominais dos ativos, mas também dois componentes de prêmio de risco: risco inflacionário e risco de liquidez. O primeiro tipo de risco se refere à possibilidade de erro na previsão de inflação embutida na taxa nominal prefixada, e o segundo reflete o fato de que um mercado menos líquido é mais arriscado que um mais líquido, pois o investidor poderá ter mais dificuldade de desfazer sua posição no menos líquido.

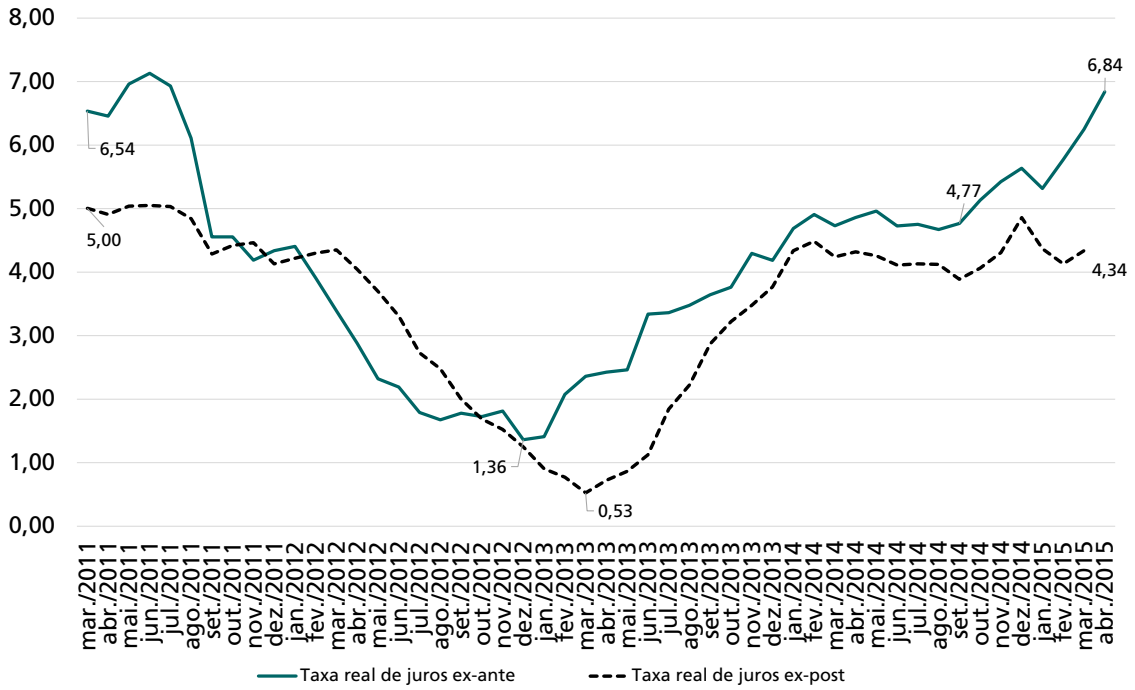
Os resultados desses métodos, então, não podem ser diretamente interpretados como expectativa de inflação futura e, em momentos de incerteza, o componente de risco pode aumentar. Por outro lado, com frequência são vistos como a medida mais precisa da expectativa vigente nos mercados quanto à inflação futura, já que as pesquisas de expectativas tendem a refletir a análise e a opinião, mas não necessariamente as apostas que envolvem valores monetários das instituições. Além disso, são áreas diferentes das instituições financeiras que originam os dois tipos de informação: as expectativas do *Focus* são produzidas por departamentos econômicos, e as do mercado de títulos, pelas mesas de operação e por estrategistas de investimentos. Ademais, vários colaboradores do *Focus* não operam com títulos públicos, como as consultorias.

Uma boa estratégia parece ser acompanhar os dois tipos de medida de expectativas de inflação, conhecendo suas características, vantagens e limitações.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O gráfico 5.4 mostra a evolução da taxa de juros real, calculada *ex-ante* e *ex-post*. O recente ciclo de aperto monetário trouxe a taxa *ex-ante* para 6,8% e a *ex-post* para 4,3%, depois de terem atingido níveis bem baixos, em relação à série, no último trimestre de 2012 e no primeiro de 2013. A taxa *ex-ante* atingiu seu mínimo, 1,36%, em dezembro de 2012 e a *ex-post* chegou a 0,53% em março de 2013. Ambas ainda estão em níveis inferiores aos observados no início de 2011, antes do último processo de redução. A elevação da taxa *ex-ante* em março e abril deste ano está associada à mencionada queda forte na inflação esperada.

GRÁFICO 5.4
Taxa Selic real *ex-ante* e *ex-post* (mar./2011-abr./2015)
(Em %)



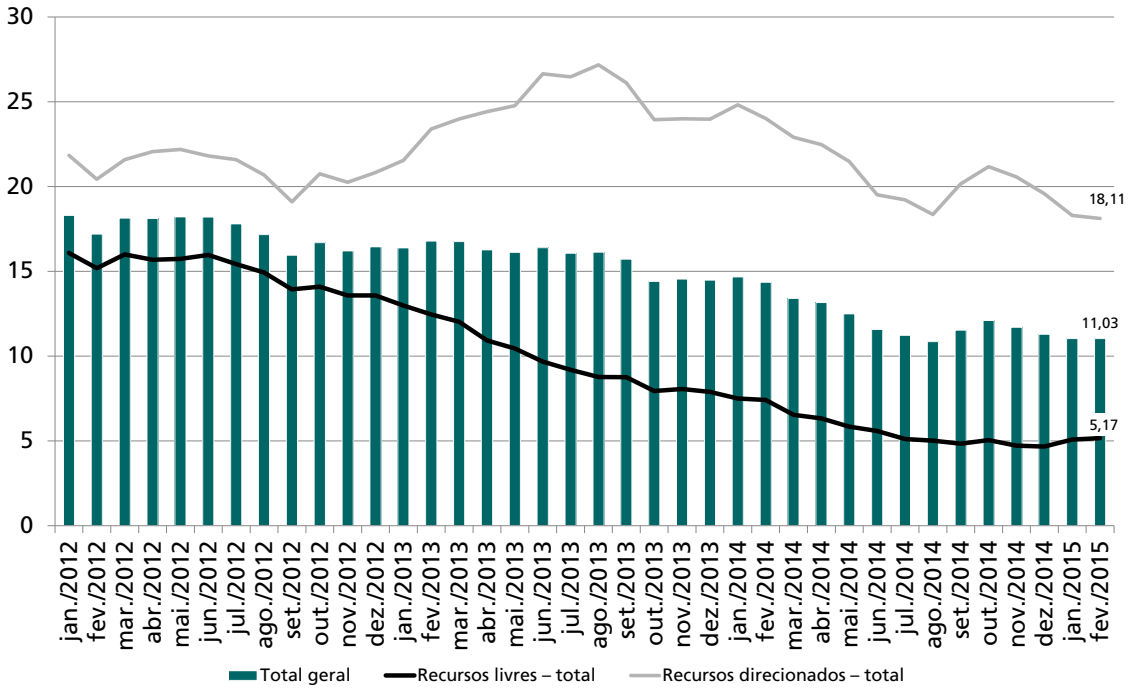
Fonte: BCB, IBGE e BM&FBovespa.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: 1. Taxa real de juros *ex-ante* calculada com *swap* DI-pré e expectativa para o IPCA para os próximos doze meses do relatório *Focus*, do BCB; *swap* de 14/4/2015 e boletim *Focus* de 10/4/2015. Taxa real de juros *ex-post* calculada com Selic acumulada nos últimos doze meses e IPCA acumulado no mesmo período.
2. O gráfico apenas apresenta duas maneiras alternativas de cálculo da taxa de juros real, sem pretender estabelecer relação entre elas.

A taxa média de juros de todo o SFN subiu significativamente entre dezembro de 2014 e fevereiro de 2015, de 23,7% para 25,6%. Esta taxa oscilava próximo a 24% desde fevereiro de 2014, após ter subido desde seu ponto de mínimo recente, de 20,9% em maio de 2013. Esta média é composta de níveis de juros bem discrepantes entre recursos direcionados e livres. Em fevereiro de 2015, a taxa média de recursos livres para PF foi de 54,3% e para PJ, 26,1%. Já a taxa média de recursos direcionados foi de 7,6% para PFs e 8,7% para PJs. Ou seja, a taxa média para PF de recursos livres é sete vezes maior do que a taxa de recursos direcionados.

5.2 CRÉDITO

Na última edição da *Carta de Conjuntura*, em dezembro de 2014, destacava-se a reversão na tendência de queda da taxa de crescimento em doze meses do saldo total de crédito na economia. Desde então, porém, esta taxa voltou a cair e, em fevereiro de 2015, está em nível similar ao do terceiro trimestre de 2014, em cerca de 11%. O movimento foi determinado pela dinâmica dos recursos direcionados, que chegaram a crescer 21,2% em outubro de 2014 sobre outubro de 2013, mas recuaram para 18,1% em fevereiro de 2015, também sobre o mesmo mês do ano anterior (gráfico 5.5).

GRÁFICO 5.5
Saldo das operações de crédito: livres e direcionados (jan./2012-fev./2015)
(Mês sobre o mesmo mês do ano anterior, em %)



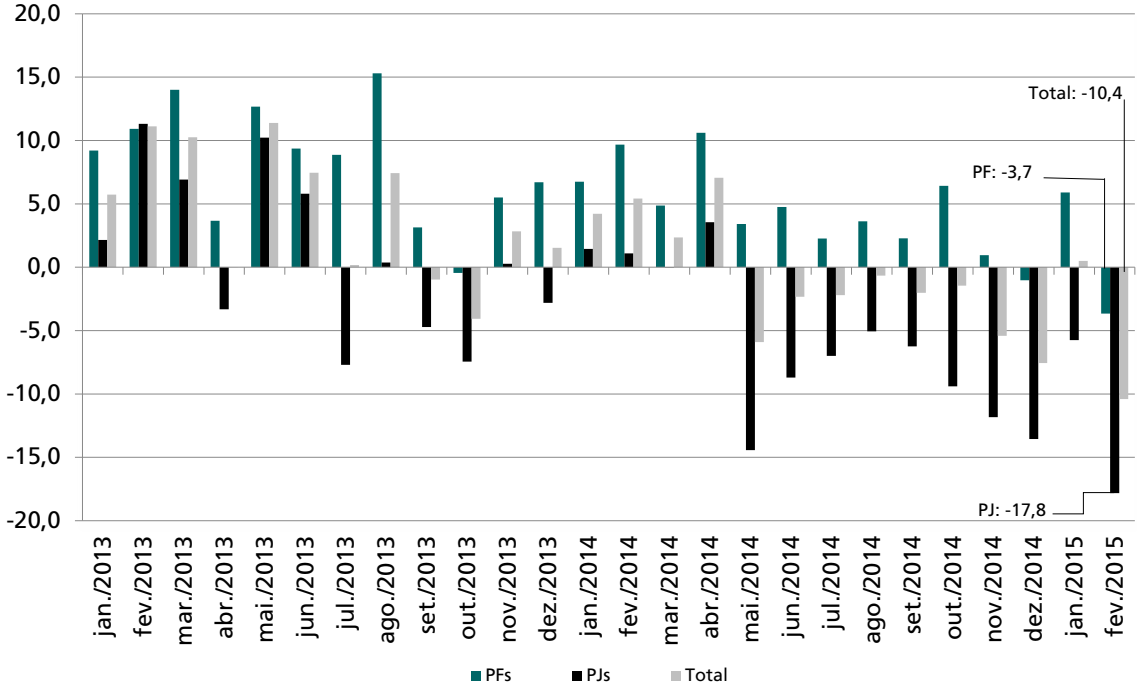
Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na divisão em PJs e PFs, a diferença na taxa de crescimento é menor: em fevereiro, o saldo de crédito para PJ cresceu 9,6%, e para PF, 12,7%, ambas sobre fevereiro de 2014. A taxa de crescimento de PF vem em leve declínio, e a de PJ tem oscilado mais, com movimento semelhante ao dos recursos direcionados, como já descrito: entre agosto e outubro de 2014, elevou-se de 8,8% para 10,8%, mas passou a declinar depois. O último movimento, entretanto, foi de alta, de 9,3% em janeiro para os já mencionados 9,6% em fevereiro.

As novas concessões de crédito, ajustadas pelo número de dias úteis do mês e deflacionadas pelo IPCA, apresentaram forte queda em fevereiro de 2015, em relação ao mesmo mês de 2014, de 10,4%. Em janeiro, havia sido registrado um pequeno

crescimento, de 0,5%, na mesma comparação, porque a queda de 5,7% em PJ havia sido compensada pela elevação de 5,9% em PF. Mas, em fevereiro, a queda de PJ acentuou-se para 17,8% e as novas concessões para PF caíram 3,7% (gráfico 5.6). No segmento de PJ, as taxas negativas já eram observadas desde maio de 2014, mas as taxas do segmento de PF continuavam positivas, com exceção de dezembro de 2014.

GRÁFICO 5.6
Operações de crédito do SFN: média diária das concessões (jan./2013-fev./2015)
(Valores deflacionados pelo IPCA, mês/mesmo mês do ano anterior, em %)



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

Também nessa comparação, as novas concessões no segmento de recursos livres caíram 8,8% em fevereiro e, no de direcionados, 20,4%; em ambos os casos, foram as maiores quedas nas séries, que se iniciam em março de 2011.

A inadimplência continua baixa, mas subiu em janeiro e fevereiro de 2015. A taxa total passou de 2,72% em dezembro de 2014 para 2,84% em fevereiro de 2015. O que chama atenção é o crescimento recente da inadimplência em recursos direcionados, que tem níveis tipicamente muito baixos. A inadimplência total com recursos direcionados passou de 0,96% em dezembro de 2014 para 1,13% em fevereiro de 2015, em aumento de 17%. O aumento entre as PJs foi de 16,6% e, entre as físicas, de 19,1%. Olhando em maior detalhe, vê-se que este aumento foi bem difundido, com os maiores aumentos nos financiamentos imobiliários: em PJ, a inadimplência subiu 22,4% entre dezembro e fevereiro últimos, e para PF, este crescimento foi de 20%.

REFERÊNCIAS

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. **Estrutura a termo das taxas de juros estimada e inflação implícita** – metodologia, versão abril de 2010. Rio de Janeiro: Anbima, 2010. Disponível em: <http://tinyurl.com/ETTJAnbima>.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema de Expectativas de Mercado**: com informações até março de 2014. Brasília: BCB, 2014. (Série Perguntas Mais Frequentes). Disponível em: <http://tinyurl.com/FAQ-BCB-SEM>.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Moeda e crédito. **Carta de Conjuntura**, n. 19, p. 43-52, jun. 2013. Disponível em: <http://tinyurl.com/cc19moedaecredito>.

SVENSSON, L. O. **Estimating and interpreting forward interest rates**: Sweden 1992-1994. Washington: IMF, 1994. (Working Papers, n. 94-114).

6 FINANÇAS PÚBLICAS

SUMÁRIO

A conjuntura fiscal nos primeiros meses de 2015 tem sido marcada pelo esforço do governo federal no sentido de viabilizar um significativo ajuste nas contas públicas. A conjunção de elevações, expansões de alíquotas, bases tributárias e forte contenção das despesas públicas, notadamente as de investimento, em um contexto de baixo dinamismo da atividade econômica, torna o quadro atual bastante semelhante aos verificados nos dois últimos ajustes do tipo, em 1999 e 2003.

Todavia, o protagonismo do Congresso Nacional na calibragem das medidas do ajuste em curso diferencia o contexto atual dos anteriores. A despeito dos melhores esforços da equipe econômica – diretamente envolvida nas negociações com deputados e senadores –, é provável que as medidas propostas pelo Executivo sejam significativamente modificadas pelos parlamentares. A composição precisa do ajuste, portanto, ainda está em discussão, com novas medidas sendo propostas praticamente todas as semanas.

Registre-se, entretanto, que as linhas gerais do ajuste já estão claras e permitem a conclusão de que o Executivo não está mirando apenas no curto prazo. Medidas como a reversão das desonerações tributárias, particularmente as que incidem sobre as contribuições previdenciárias, e os ajustes finos realizados, por exemplo, nas transferências de renda às famílias (TFs) são casos claros de ações com impactos também no médio e longo prazos. Este também é o caso do realinhamento dos preços da energia, de seus impactos positivos sobre a Petrobras e, mais geralmente, sobre as contas públicas.

Essas qualificações não implicam, evidentemente, que o ajuste em curso não tenha custos. A forte redução dos investimentos públicos esperada para 2015, em particular, não ajudará nem a recuperação da economia no curto prazo, nem as perspectivas de crescimento no longo prazo. No cenário mais provável, entretanto, a reafirmação do compromisso com a transparência e a sustentabilidade das contas públicas, o espaço fiscal proporcionado pelo aumento na arrecadação tributária, a (suave) redução no ritmo de crescimento das TFs, além da recuperação da lucratividade e da capacidade de investimento da Petrobras deverão contribuir para a recuperação do potencial de crescimento da economia mais à frente.

6.1 PROGRAMAÇÃO ORÇAMENTÁRIA E AJUSTE FISCAL

De acordo com a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2015, publicada em 2 de janeiro, a meta de *superavit* primário do setor público consolidado para este ano será de R$ 66,325 bilhões – ou de 1,2% do produto interno bruto (PIB) nominal esperado para 2015 quando da aprovação da LDO – já descontados R$ 28,800 bilhões em gastos do Programa de Aceleração de Crescimento (PAC).[1] Espera-se que os estados e municípios possam se responsabilizar por R$ 11,046 bilhões deste total, deixando para a União a tarefa de poupar os R$ 55,279 bilhões restantes. Caso não consigam, esta deverá se responsabilizar, sozinha, pela meta (Artigo 2º, § 3º, da LDO de 2015).[2]

1. Levando-se em conta que os gastos com o PAC até fevereiro somam aproximadamente R$ 7,5 bilhões, é bem possível que todo o desconto permitido – isto é, todos os R$ 28,8 bilhões – seja utilizado em 2015.

2. Uma importante mudança, registre-se, em relação à LDO de 2014.

Tentativas de antecipar a capacidade do governo de cumprir a meta de *superavit* primário prevista nas LDOs tornaram-se comuns em anos recentes. Em 2015 não tem sido diferente, com várias análises – em sua maioria pessimistas – sendo publicadas sobre o assunto. Frise-se, portanto, que a LDO *não* obriga o governo a fazer um *superavit* primário de 1,2% do PIB em 2015, mas exige que ele faça um igual ou superior a R$ 66,325 bilhões, valor limite que – notadamente após a recente publicação das novas contas nacionais referência 2010 – muito provavelmente será inferior a 1,2% do PIB deste ano.

Esse último fato não diminui, evidentemente, a severidade do ajuste fiscal em curso. Ao contrário, os últimos meses têm sido caracterizados por uma série de medidas duras, tanto de contenção de gastos quanto de aumento da arrecadação, sumarizadas no quadro 6.1.

QUADRO 6.1
Resumo das medidas do ajuste fiscal em curso

Medidas	Objetivo	Data	*Status*
Decretos nºs 8.389 e 8.412	Contenção das despesas da União ao longo dos primeiros meses de 2015.	7 de janeiro de 2015 e 26 de fevereiro de 2015, respectivamente.	Em vigor
Medidas Provisórias (MPs) nºs 664 e 665	Contenção do ritmo de crescimento das despesas da União com TFs neste e nos próximos anos.	30 de dezembro de 2014	Em vigor, ainda que sob a apreciação do Congresso Nacional
Decretos nºs 8.392, 8.393 e 8.395, e MP nº 668	Aumento da arrecadação tributária neste e nos próximos anos.	20/1/2015 (Decreto nº 8.392); 28/1/2015 (Decretos nºs 8.393 e 8.395); e 30/1/2015 (MP nº 668).	Os decretos estão em vigor. A MP também, ainda que continue sob a apreciação do Congresso.
Fim dos repasses da União à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE)	Contenção das despesas "de custeio" da União ao longo de 2015.	Desde fevereiro de 2015	Em vigor, após anúncio do Ministério da Fazenda (MF).
MP nº 669	Aumento da arrecadação tributária neste e nos próximos anos.	26 de fevereiro de 2015	Devolvida ao Poder Executivo pelo presidente do Senado e do Congresso no dia 3/3/2015. Não está, portanto, em vigor. Projeto de lei com urgência constitucional foi enviado pelo Executivo ao Congresso já no dia 3/3/2015.
Postergação da mudança do indexador da dívida de estados e municípios para 2016	Aumento da contribuição dos estados e municípios para o ajuste fiscal.	Proposta feita em audiência pública na Comissão de Assuntos Econômicos (CAE) do Senado Federal em 31/3/2015	Aguarda votação no Senado

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Correndo o risco de cometer uma simplificação excessiva, parece-nos útil dividir as medidas do atual ajuste em quatro grandes grupos.[3] No primeiro e talvez mais importante nas etapas iniciais, há o controle de despesas federais no curto prazo. No segundo grupo, há as medidas com o objetivo de diminuir os encargos que recaem sobre o setor público federal. No terceiro, por sua vez, há as medidas com o objetivo de aumentar a arrecadação tributária. Por fim, no quarto, há aquelas que visam incentivar a

3. Naturalmente, algumas medidas se prestam a mais de um fim. Aumentos no imposto sobre operações financeiras, por exemplo, servem tanto para aumentar a arrecadação tributária quanto para restringir a demanda por crédito da economia.

contribuição dos entes subnacionais para o *superavit* primário. O restante desta subseção discute o alcance e o impacto destes quatro grupos.

Começando pelo primeiro, cumpre notar que a LDO de 2015 estabelece (em seu Artigo 53) que, no caso de não aprovação da Lei Orçamentária Anual (LOA) de 2015 antes do término do ano-calendário de 2015, o governo pode executar, ao longo do mesmo ano, as despesas de caráter obrigatório[4] previstas no projeto de LOA enviado pelo Executivo federal ao Congresso Nacional. Nessa circunstância, a LDO de 2015 permite, ainda, que o governo empenhe, mensalmente, 1/12 do total das "outras despesas correntes de caráter inadiável" previsto no projeto.

A importância do Decreto nº 8.389/2015 para o ajuste em curso deriva, assim, do fato de que ele reduziu em um terço – isto é, de 1/12 para 1/18 do valor previsto no projeto de LOA – os limites de empenho das "outras despesas correntes de caráter inadiável". Não surpreendentemente, a despesa federal empenhada usualmente, classificada como consumo intermediário (IBGE, 2008, anexo 5), caiu 33% em termos reais no primeiro bimestre de 2015 em relação ao primeiro de 2014. A queda das despesas de investimento empenhadas foi ainda maior – como é habitual em ajustes do tipo –, atingindo quase 90%.

As despesas do Executivo federal em um dado ano, entretanto, não se limitam apenas àquelas aprovadas (e empenhadas) para o mesmo ano; consistem ainda naquelas aprovadas e empenhadas (inscritas em restos a pagar) em anos anteriores cujo pagamento foi postergado para o ano corrente. Daí a importância do Decreto nº 8.412/2015, que estabelece a programação financeira para o primeiro quadrimestre do ano,[5] assim como o fato de os limites previstos neste decreto incluírem tanto as despesas com restos a pagar quanto as ordens bancárias emitidas no Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi) em 2014, mas que só foram efetivamente sacadas da Conta Única da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), mantida no Banco Central do Brasil (BCB), no exercício financeiro de 2015.[6]

Tomados em conjunto, os decretos nºs 8.389 e 8.412 evidenciam o forte comprometimento da equipe econômica com a meta do *superavit* primário de 2015 já nos primeiros meses do ano; não representam, no entanto, soluções definitivas. Em particular, a aprovação da LOA de 2015 pelo Congresso Nacional no último dia 17 de março restabelece o cronograma orçamentário convencional. Este, por sua vez, prevê que ambos

4. Cuja lista precisa pode ser encontrada no Artigo 53 da LDO.

5. O anexo 2 do decreto estipula ainda um cronograma com os limites para pagamentos referentes ao PAC para o primeiro quadrimestre. Até abril são permitidos pagamentos no valor aproximado de R$ 15,1 bilhões, o que representa 52,4% do total do desconto ao fim do ano referente ao PAC permitido pela LDO, uma outra indicação de que os descontos do programa devem ser utilizados integralmente.

6. Informalmente denominadas pedaladas por alguns.

os decretos sejam substituídos, ainda em abril ou, no mais tardar, maio, por um decreto de programação orçamentária e financeira que certamente conterá fortes contingenciamentos em relação aos valores aprovados na LOA de 2015.[7]

O segundo grupo de medidas, regulamentado pelas MPs nºs 664 e 665, ambas de 2014, essencialmente torna mais rigoroso o acesso aos benefícios do seguro-desemprego, abono salarial, seguro-defeso e pensões por morte. O rápido crescimento das despesas com o pagamento dos três primeiros benefícios foi reportado em outras edições desta *Carta de Conjuntura* várias vezes desde, pelo menos, 2011.[8] As mudanças e seus impactos esperados são resumidos no quadro 6.2. Ressalte-se que, ao contrário das medidas do primeiro grupo, o impacto fiscal positivo das MPs nºs 664 e 665 não se limita a este ano. Com efeito, parece mais correto ver estas medidas como uma redução permanente (ainda que relativamente suave) nas transferências públicas às famílias brasileiras.[9]

O terceiro grupo de medidas, por seu turno, tem como objetivo aumentar a carga tributária. Com efeito, alíquotas e/ou bases de incidência de tributos – como o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), o Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep), o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e a Contribuição de Intervenção em Domínio Econômico (Cide) – foram todas revistas para cima e/ou expandidas (quadro 6.3). Além disso, com a MP nº 669/2015, o governo reviu explicitamente sua posição em relação à política de desoneração da folha de pagamentos de setores selecionados da indústria e do setor de serviços, tida agora como relativamente cara para os cofres públicos e pouco eficiente para a sustentação do nível de emprego industrial. Com efeito, esta MP estipulava aumentos na alíquota de contribuição previdenciária sobre a receita bruta da ordem de 2,5% para 4,5% e de 1,0% para 2,5%, a depender do segmento da empresa em questão, com o impacto sobre a receita estimado pelo MF em cerca de R$ 5 bilhões em 2015 e R$ 12 bilhões em 2016. A devolução da MP ao Poder Executivo pelo presidente do Senado no último dia 3 de março – um marco, certamente, das novas relações entre o Executivo e o Legislativo – forçou o governo a reenviar a proposta como projeto de lei

7. O Artigo 51 da LDO reza que o Poder Executivo tem até trinta dias após a publicação da LOA no Diário Oficial da União (DOU) para publicar a programação financeira do ano. Até meados de abril, quando este texto foi fechado, a LOA ainda não tinha sido sancionada pela Presidência da República (não tendo sido, portanto, publicada no DOU).

8. A taxa média real (deflacionada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA) anual de crescimento das despesas com o pagamento dos benefícios do abono salarial, do seguro-desemprego e do seguro-defeso foi de 12,1% no período 2001-2014. Este número muda para 14,7% no governo Lula (2003-2010) e para 9,3% no governo Dilma (2011-2014).

9. A despeito de terem crescido muito rapidamente na última década, as despesas com o pagamento dos três benefícios não chegam a 7% do total das transferências públicas de previdência e assistência social brasileiras, que somadas atingem 15% do PIB (Santos, 2013).

com urgência constitucional, o que provavelmente atrasará (mesmo na hipótese de aprovação do referido projeto) a entrada em vigor da medida.

QUADRO 6.2
Resumo das mudanças nas TFs

Benefício	Em que consiste	Mudanças	Impacto esperado	Considerações adicionais
Abono salarial	Um salário mínimo (SM) pago, uma vez no ano, a título de abono a trabalhadores com carteira assinada que ganham até dois SMs e são registrados no PIS/Pasep há mais de cinco anos.	O tempo mínimo de serviço requerido passou de um mês para pelo menos seis meses ininterruptos por ano. O benefício deixou de ser sempre igual a um SM e passou a ser proporcional ao número de meses trabalhados.	Redução de cerca de 20% do número de benefícios. Pequena redução também no valor.	O abono foi criado antes da consolidação da rede de proteção social brasileira com a Lei Orgânica de Assistência Social (Loas) e o Bolsa Família: não é comum em países com esquemas de proteção social semelhantes ao nosso.
Seguro-desemprego	Três a cinco benefícios mensais pagos a trabalhadores com carteira assinada dispensados involuntariamente.	O tempo mínimo de trabalho necessário para o primeiro pedido do benefício passou de seis para dezoito dos 24 meses anteriores ao pedido; no caso do segundo pedido, o tempo mínimo passou de seis para doze dos dezesseis meses anteriores ao pedido.	Redução de cerca de 25% no total de beneficiados.	Há fortes evidências de que o formato antigo do programa contribuía para a alta rotatividade no mercado de trabalho brasileiro.
Seguro-defeso	Benefícios mensais pagos a pescadores artesanais registrados quando da época do defeso das espécies a partir das quais se sustentam.	O tempo mínimo de registro como pescador artesanal subiu de um para três anos. Proibiu-se o recebimento conjunto deste seguro e do Bolsa Família. Restringiu-se o conceito de pescador artesanal. Limitou-se a apenas uma espécie protegida pelo defeso por pescador. Estabeleceu-se que o número de parcelas recebidas será igual ao do seguro-desemprego.	Redução do número de beneficiados em cerca de um terço. Pequena redução também no número de parcelas pagas a cada beneficiado.	Há fortes evidências de que o formato antigo do programa beneficiava um grande número de pessoas que não trabalhavam, de fato, como pescadores artesanais.
Pensões por morte	Pagamento de pensões mensais a cônjuges ou filhos de segurados do Regime Geral da Previdência Social (RGPS) e do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) civil dos servidores da União federal.	Fora exceções, passou-se a se exigir 24 contribuições mensais para concessão da pensão tanto no RGPS quanto no RPPS civil federal. Passou-se, ademais, a se exigir tempo mínimo de dois anos de casamento ou união estável para concessão da pensão para o cônjuge. A duração da pensão passará a depender da idade do cônjuge. No caso do RGPS, o valor da pensão será integral apenas no caso de uma família com quatro filhos.	Os ganhos financeiros devem ser pequenos no curto prazo, uma vez que não se tocará em direitos adquiridos. Ao longo dos anos, os ganhos serão crescentes.	As reformas deixam os parâmetros do sistema brasileiro mais próximo do de países com redes de proteção social avançadas. Servidores de estados e municípios assim como os militares não foram afetados pelas mudanças.

Fonte: Caetano *et al.* (2015).
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

QUADRO 6.3

Principais alterações tributárias propostas em janeiro de 2015

Legislação	Tributo	Mudanças	Entrada em vigor	Situação atual
Decreto nº 8.392	IOF	As alíquotas de operações de crédito sob qualquer modalidade para pessoas físicas passam de 1,5% ao ano (a.a.) para 3,0% a.a.	21/1/2015	Em vigor
Decreto nº 8.393	IPI	Equipara estabelecimentos atacadistas a estabelecimentos industriais para efeitos da incidência do IPI sobre cosméticos.	1/5/2015	Em vigor
Decreto nº 8.395	PIS/Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins)	Diminui os coeficientes de redução da contribuição para o PIS/Pasep e a Cofins incidentes sobre a importação e a comercialização de gasolina, óleo diesel, gás liquefeito de petróleo e querosene de aviação. Aumenta a contribuição por m^3 de gasolina em 46%, e de diesel em 68%.	1/5/2015	Em vigor
Decreto nº 8.395	Cide	As alíquotas específicas da Cide incidente sobre a importação e a comercialização de petróleo e seus derivados aumentam de R$ 0,00 para R$ 100 por m^3 de gasolina e suas correntes, e de R$ 0,00 para R$ 50 por m^3 de óleo diesel e suas correntes.	1/5/2015	Em vigor
MP nº 668	PIS/Cofins-Importação	Aumenta o PIS/Pasep-Importação de 1,65% para 2,10%, e a Cofins-Importação de 7,60% para 9,65%. Resultado no aumento do PIS/Cofins-Importação de 9,25% para 11,75%.	1/5/2015	Em tramitação na Mesa Diretora da Câmara dos Deputados
MP nº 669	Contribuição previdenciária	Aumenta a alíquota de contribuição previdenciária sobre a receita bruta de 2,0% para 4,5% para os segmentos de empresas listados no Artigo 7º, e de 1,0% para 2,5% para empresas que produzem produtos listados na Tabela de Incidência do Imposto sobre Produtos Industrializados (Tipi).	1/6/2015	Devolvida ao Poder Executivo pelo presidente do Senado e do Congresso Nacional no dia 3/3/2015. Não está, portanto, em vigor. Projeto de lei com urgência constitucional foi enviado pelo Executivo ao Congresso já no dia 3/3/2015.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

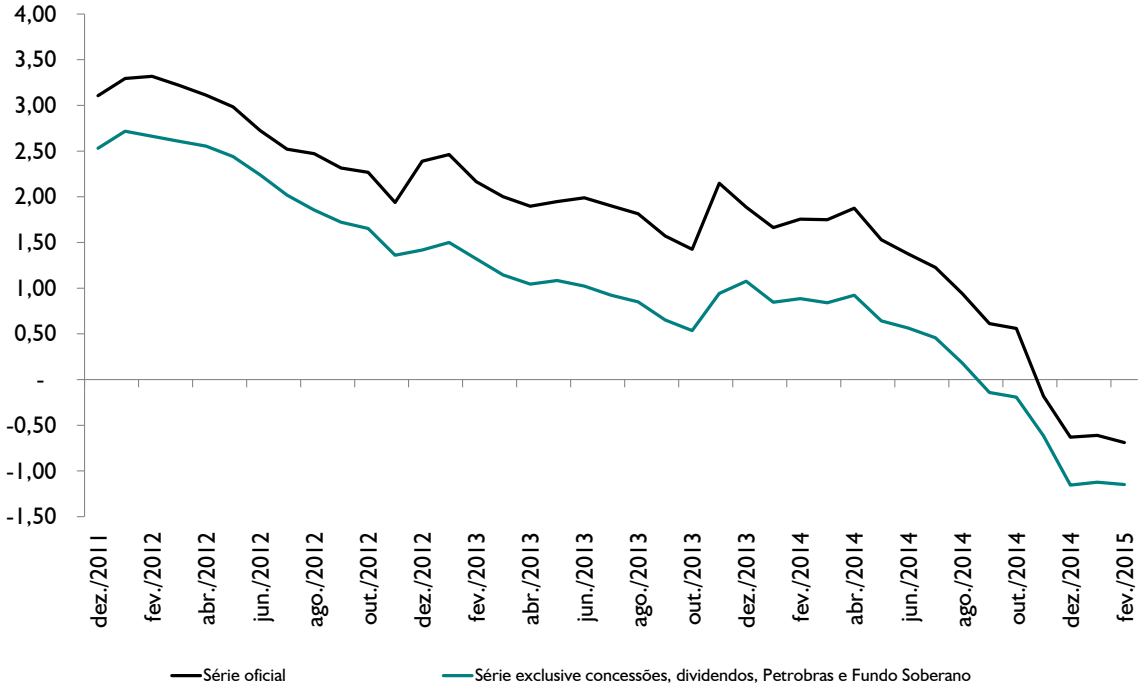
Por fim, as medidas com o objetivo de aumentar a contribuição dos estados e municípios para o *superavit* primário – que caiu *pari passu* com a da União no triênio 2012-2014 – compõem o quarto grupo. Uma vez mais o governo qualificou uma posição anterior, desta feita a sanção, no último dia 26 de novembro, do Projeto de Lei Complementar (PLC) nº 99/2013 pela Presidência da República. O texto aprovado – que passou a valer como a Lei Complementar nº 148, de 25 de novembro de 2014 – autoriza, mas não obriga, o governo federal a mudar os indexadores da dívida de estados e municípios com a União. Diante da hesitação do Executivo federal em efetuar essa mudança em um ano de crise, o Congresso reagiu com o PLC nº 2/2015, que fixa um prazo de trinta dias para que o Executivo o faça. No último dia 31 de março, no entanto, em audiência pública na CAE do Senado Federal, o ministro da Fazenda propôs ao Congresso um acordo postergando a mudança para 2016. Até o fechamento deste texto, a matéria ainda tramitava no Congresso Nacional.

6.2 GOVERNO FEDERAL

Segundo dados da STN, o ano de 2015 iniciou-se com um resultado primário positivo de R$ 10,4 bilhões por parte do governo central em janeiro, seguido por um resultado negativo de R$ 7,3 bilhões em fevereiro. O valor do resultado primário no primeiro bimestre de 2015 – R$ 3,1 bilhões – ficou 70,10% abaixo do obtido no mesmo período do ano anterior inflacionado pelo IPCA.

O resultado primário acumulado em doze meses, por seu turno, fechou fevereiro de 2015 2,44% do PIB abaixo do valor registrado em fevereiro de 2014, embora a tendência de queda tenha sido revertida nos últimos meses (gráfico 6.1).

GRÁFICO 6.1
***Superavit* primário do setor público consolidado (exclusive Petrobras e Eletrobras) (dez./2011-fev./ 2015)**
(Acumulado em doze meses e dividido pelo PIB acumulado em doze meses, em %)

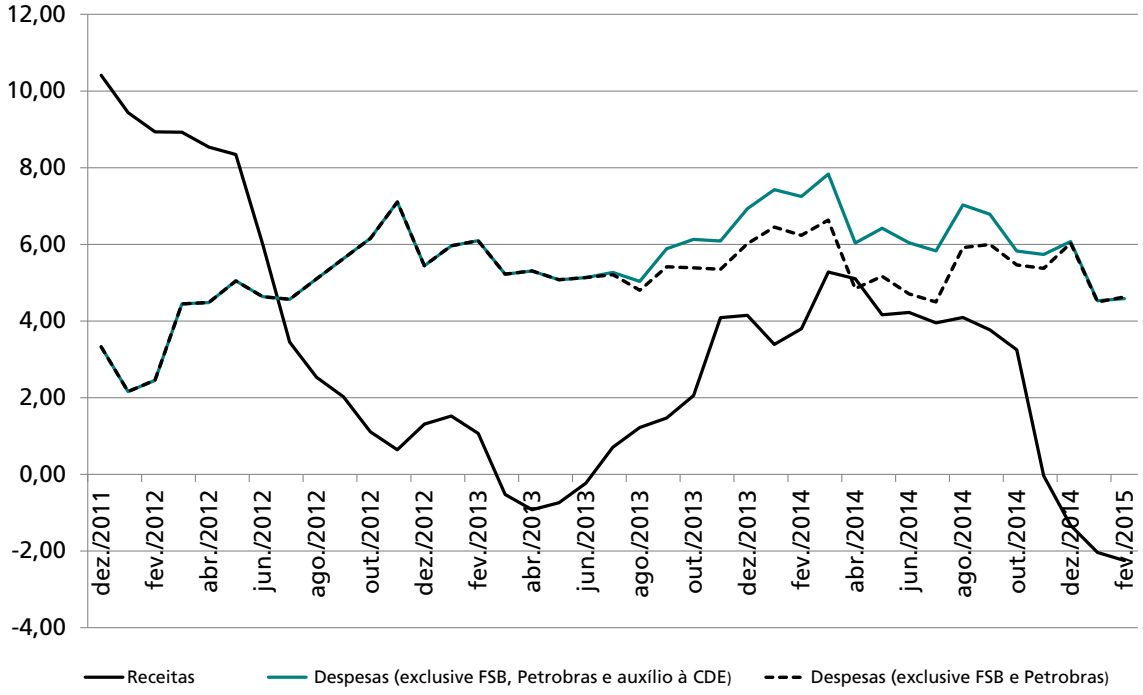


Fonte: BCB e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Conforme reiterado em diversas edições desta *Carta de Conjuntura*, a queda do resultado primário vem ocorrendo porque o crescimento real das despesas segue superando o das receitas (gráfico 6.2). No acumulado dos últimos doze meses, aquelas – exclusive Fundo Soberano do Brasil (FSB) e Petrobras – tiveram um aumento de 4,58%, em termos reais, enquanto estas apresentaram uma retração de 2,25%. Pelo lado das despesas, cabe salientar que o resultado (exclusive FSB e Petrobras) em fevereiro de 2015 foi 2,66 pontos percentuais (p.p.) abaixo do apresentado em fevereiro de 2014. Pelo lado das receitas, por sua vez, a taxa de variação real acumulada em doze meses encontra-se em terreno negativo desde novembro de 2014 e abaixo da taxa de crescimento das

despesas desde julho de 2012.[10] Ressalte-se, ainda, que o resultado no final de 2013 foi significativamente impactado por receitas extraordinárias.[11]

GRÁFICO 6.2
Receitas e despesas primárias da União (exclusive dividendos, concessões, FSB e capitalização da Petrobras) (dez./2011-fev./ 2015)
(Taxas de variação reais, deflacionadas pelo IPCA, acumuladas em doze meses, em %)



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

Dado o desempenho recente da economia brasileira, a elevada desaceleração na arrecadação de tributos associados aos lucros e à produção (gráfico 6.3) não chega a surpreender. A nota positiva continua sendo o desempenho das receitas dos tributos sobre os salários,[12] cujo crescimento acumulado nos últimos doze meses segue positivo. Todavia, o crescimento destes tributos não tem sido suficiente para compensar as quedas das demais fontes de receita do governo federal, de modo que as receitas primárias totais recentemente passaram para território negativo (gráfico 6.2).

Contudo, mesmo a receita dos tributos sobre os salários – cuja variação real em doze meses foi de 3,45% – apresentou queda real de 1,0% em fevereiro quando comparada ao valor arrecadado em fevereiro de 2014. Esta queda só não foi maior devido

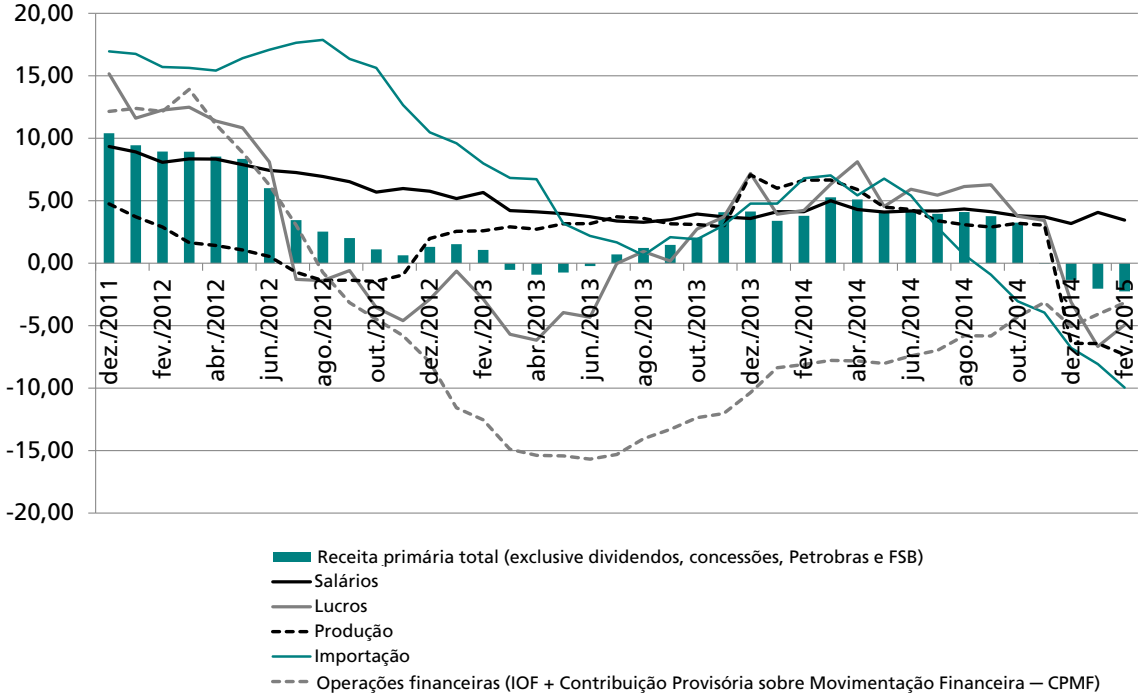
10. A exceção que confirma a regra é o mês de abril de 2014.

11. Associadas, em sua maioria, ao programa de refinanciamento de dívidas tributárias – Programa de Recuperação Fiscal (Refis). Embora o Refis tenha se repetido no final de 2014, sua arrecadação não se repetiu com a mesma intensidade.

12. Como o Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) e o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) – rendimentos do trabalho, salário-educação e contribuição para a previdência.

à elevação no valor arrecadado no IRRF sobre os rendimentos do trabalho, com alta real de 0,81%, e sobre o salário-educação, com alta de 3,29%. As contribuições previdenciárias e o IRPF registraram queda real de 1,02% e 16,18%, respectivamente, em relação a fevereiro de 2014.

GRÁFICO 6.3
Evolução dos principais componentes das receitas primárias federais totais (RPFTs) (dez./2011-fev./2015)
(Taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses, em %)



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

A dinâmica dos tributos ligados ao lucro das empresas – isto é, a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e o Imposto de Renda (IR), à exceção do IRRF sobre os rendimentos do trabalho e o IRPF – tem sido oposta à verificada para os tributos sobre os salários. Mesmo apresentando uma contração acumulada em doze meses da ordem de 4,94%, em termos reais, estes tributos apresentaram significativo crescimento (21,55%) em fevereiro na comparação com o mesmo mês de 2014. Tanto a CSLL quanto o IR cresceram bastante, com altas reais de 26,25% e 20,00% em fevereiro de 2015 quando comparados a fevereiro de 2014. A comparação bimestral é menos animadora, entretanto. Se equipararmos os dois primeiros meses deste ano com o mesmo período do ano anterior, a CSLL apresenta uma retração de 0,70%, e o IR, de 18,75%.

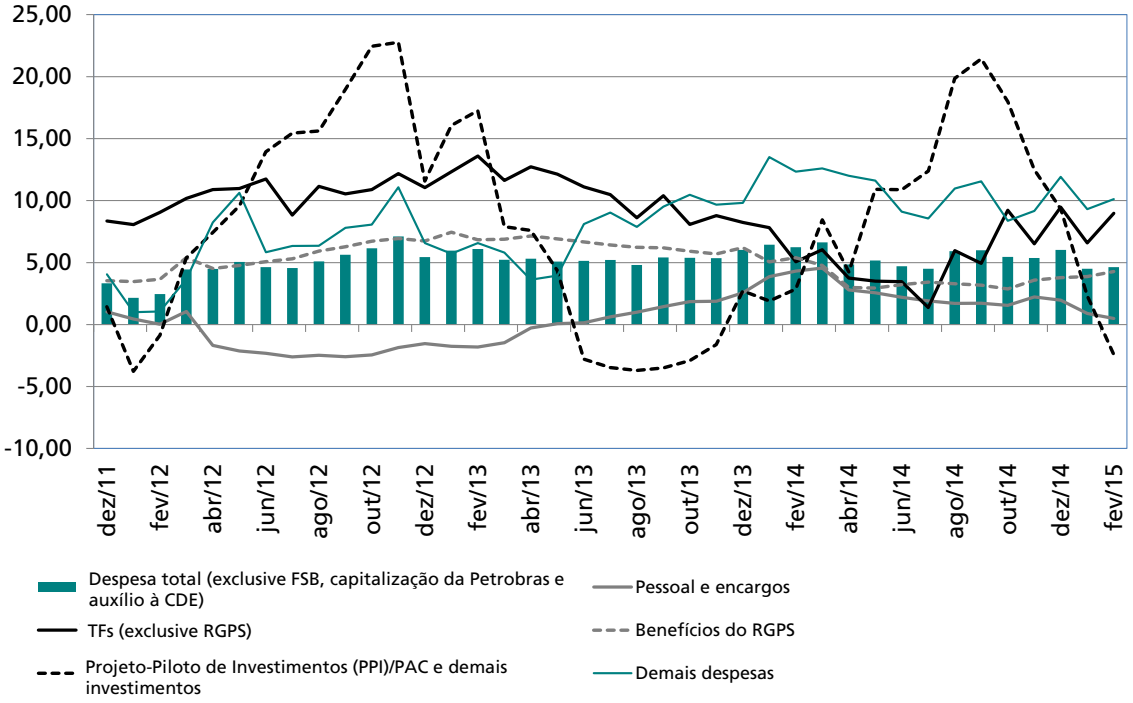
Os tributos federais incidentes sobre a produção – isto é, o IPI, a Cofins e as contribuições para o PIS/Pasep – também desaceleraram nos últimos meses e tiveram queda de 7,32% no acumulado em doze meses e queda de 3,67% na comparação dos

resultados do primeiro bimestre de 2015 com o primeiro de 2014.[13] Por fim, o quadro da arrecadação dos tributos incidentes sobre as importações e o crédito também não tem sido animador, refletindo a contração no ritmo de crescimento das respectivas bases de incidência.

Ressalte-se que as arrecadações em 2014, principalmente do PIS e da Cofins, foram infladas pelo programa de refinanciamento de dívidas colocado em prática no ano passado. Parte de seu decrescimento é, assim, devido à base de comparação. Outro ponto a se destacar é que os dados sobre a arrecadação tributária apresentados nesta seção não captam, ainda, os efeitos das medidas tributárias expostas no quadro 6.3.

A despeito da dureza dos decretos nºs 8.389 e 8.412, a DPFT ainda apresenta taxa de variação positiva – da ordem de 4,63%, em termos reais – no acumulado em doze meses. É analiticamente útil desagregar essa despesa em cinco componentes (gráfico 6.4). Entre estes, apenas as despesas com o PAC e demais investimentos – que somadas representam 4,90% da DPFT – tiveram queda (2,42%). Isto ocorreu porque a redução verificada nestas despesas nos primeiros meses de 2015 foi dura a ponto de compensar os fortes aumentos ocorridos ao longo de 2014.

GRÁFICO 6.4
Evolução dos principais componentes das despesas primárias federais totais (DPFTs) (dez./2011-fev./2015)
(Taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses, em %)



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

13. Todos os três tributos que compõem o grupo da produção apresentaram reduções quando comparados ao mesmo período do ano anterior: a Cofins apresentou queda de 3,75%; o PIS/Pasep, de 4,06%; e a parcela do IPI analisado, de 2,64%.

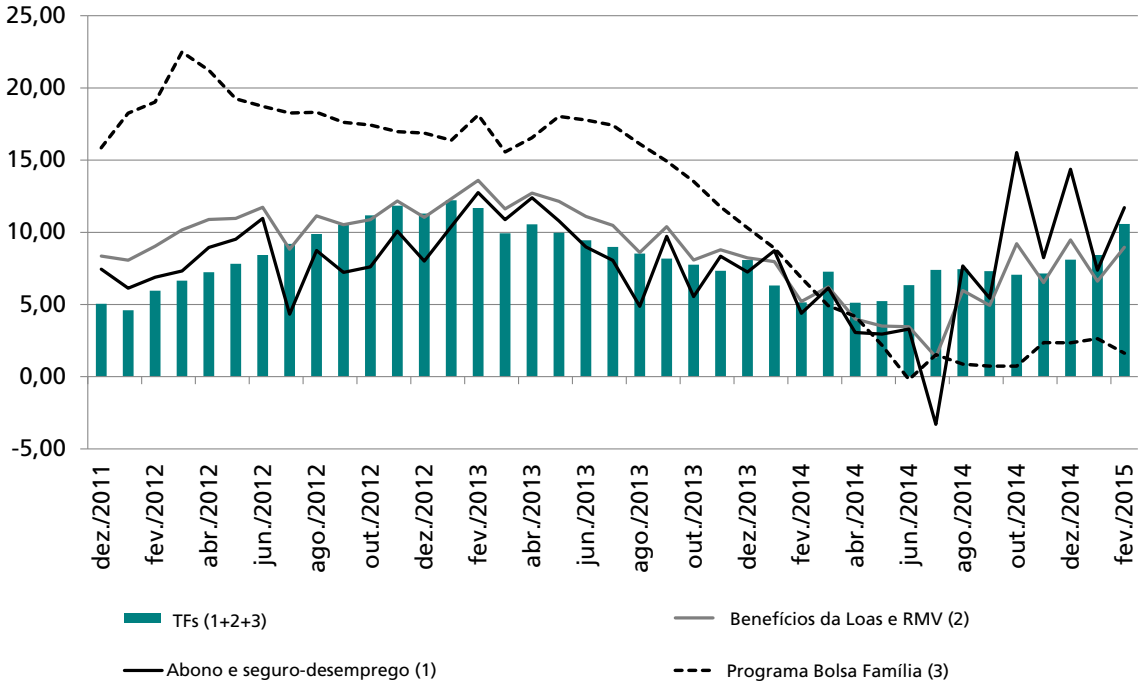
Entre os componentes com crescimento positivo, os gastos com pessoal e encargos sociais, representando cerca de 23,00% da DPFT, foram os que cresceram menos nos últimos doze meses (0,49%). Já os benefícios do RGPS, que respondem por 20,70% da DPFT, tiveram elevação de 4,28%.

O item demais despesas teve alta entre 10% e 12%, puxado pelas "outras despesas de custeio e capital, exclusive programa Bolsa Família e PAC/PPI e demais investimentos". Por volta de 10% destas despesas consistem nas compensações pagas pela União ao RGPS pelas desonerações na folha de pagamento – uma despesa intraorçamentária que teve alta de 66,06% no acumulado dos últimos doze meses. Registre-se que o item auxílios à CDE teve variação real de menos 0,21%, em doze meses, posto que em fevereiro de 2015 não houve repasse. De acordo com o secretário da STN, não haverá mais repasses para a CDE ao longo de todo o ano de 2015.

Por fim, os gastos com programas de TFs, fora o RGPS, apresentaram elevação de 8,97% no acumulado dos últimos doze meses. O gráfico 6.5 segmenta as TFs em abono salarial e seguro-desemprego, em benefícios da Loas e da Renda Mensal Vitalícia (RMV), e no Bolsa Família. Este programa, que tem o menor peso relativo dos três no total das TFs (24,10%), foi também o que cresceu menos até fevereiro de 2015, com taxa de variação real acumulada nos últimos doze meses de 1,63%. O aumento nos gastos com os benefícios da Loas e RMV – cujo peso nas TFs é de 37,11% – foi bem maior, atingindo 10,57% no acumulado em doze meses. Por fim, os gastos com abono salarial e seguro-desemprego – que representam 38,79% da TFs – foram os que tiveram o maior aumento, até fevereiro de 2015, com taxa de variação real acumulada nos últimos doze meses de 11,71%. Espera-se que estes últimos gastos sofram reduções consideráveis ao longo deste ano, já sob o efeito da MP nº 665/2014.

Os primeiros impactos do ajuste são talvez mais claros quando se analisa o resultado apenas do primeiro bimestre de 2015 em relação ao mesmo período do ano anterior. Nessa métrica, a DPFT apresentou queda real de 0,01% puxada por reduções reais nos gastos com o PAC e os demais investimentos e com pessoal e encargos sociais de 32,96% e 1,79%, respectivamente. Os gastos com o RGPS, TFs e demais despesas, por sua vez, apresentaram variação positiva de respectivamente 5,17%, 1,41% e 5,73% no período em questão.

GRÁFICO 6.5
Evolução dos principais componentes das TFs (dez./2011-fev./2015)
(Taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses, em %)

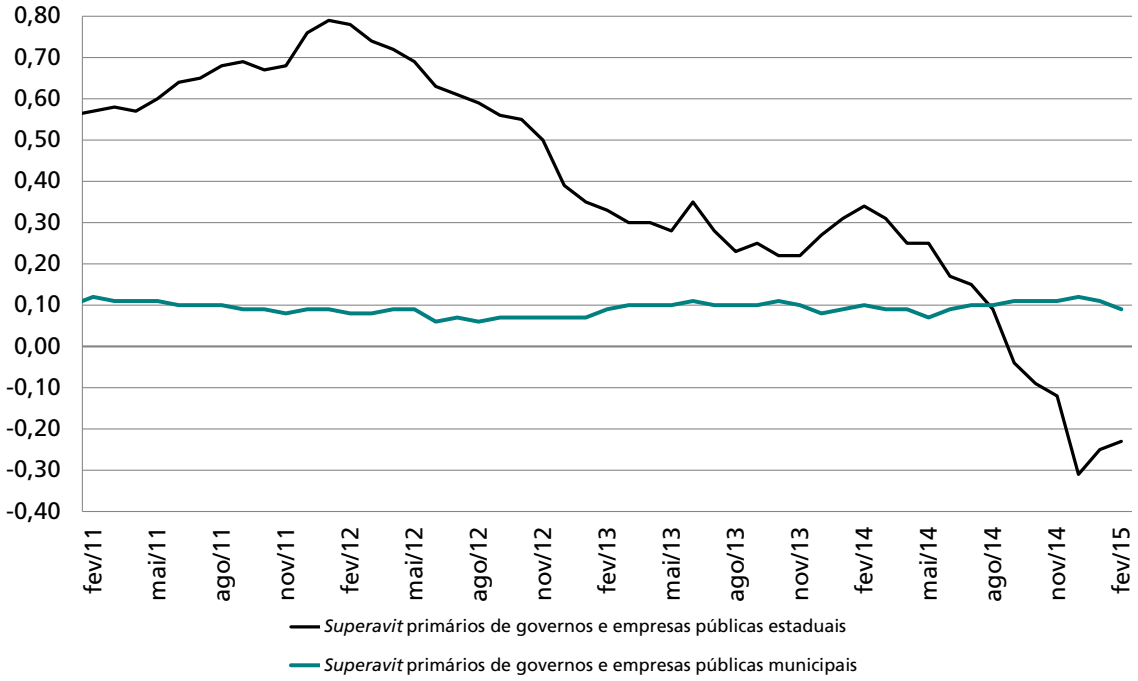


Fonte: BCB e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

6.3 ESTADOS E MUNICÍPIOS

Os entes subnacionais apresentaram nos dois primeiros meses do ano um resultado primário positivo acumulado de R$ 16,4 bilhões, mais de R$ 5,0 bilhões superior, portanto, ao valor estipulado pela LDO para todo o ano de 2015. No entanto, esta melhora não compensou os resultados negativos verificados ao longo de 2014, e o resultado acumulado em doze meses se manteve negativo em R$ 7,7 bilhões. O gráfico 6.6 mostra que a mudança de direção apresentada foi puxada principalmente pelos estados, que começaram a reverter o quadro deficitário instaurado desde setembro de 2014 e obtiveram resultado acumulado em doze meses de R$ 10,2 bilhões negativos (0,2% do PIB). Os municípios também contribuíram, obtendo *superavit* de R$ 1,3 bilhão em janeiro e R$ 547 milhões em fevereiro de 2015. Estes números mantiveram o *superavit* primário anualizado dos municípios próximo à média histórica de 0,1% do PIB.

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



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

A tabela 6.1 apresenta aproximações para a dinâmica das finanças públicas estaduais "acima da linha" no período 2011-2014 construídas a partir dos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária (Rreos) publicados pelos estados. Os dados desta tabela indicam que a taxa de crescimento das despesas primárias (liquidadas) estaduais foi significativamente maior que àquela das respectivas receitas primárias em todos os anos do primeiro governo de Dilma Rousseff. Indicam, ademais, que isso é particularmente verdadeiro no caso das despesas com pessoal e encargos sociais, ainda que o crescimento verificado nas despesas de investimento dos estados também tenha sido bastante significativo no biênio 2013-2014. Os dados sugerem, outrossim, que o primeiro bimestre de 2015 foi marcado por forte redução tanto das receitas quanto das despesas (empenhadas) públicas estaduais.

Conquanto úteis, as aproximações permitidas pelos Rreos são imperfeitas, como discutido em nota técnica publicada ao final desta *Carta de Conjuntura*. A tabela 6.2. tenta contornar algumas das imperfeições dos dados de despesa dos Rreos a partir de dados coletados nos portais de transparência de dezoito estados brasileiros. Embora apresente cobertura menor que a tabela 6.1, os dados da tabela 6.2 têm a vantagem de serem traduzidos para conceitos – das contas nacionais (IBGE, 2008, anexo 5) – mais familiares aos macroeconomistas que os "grupos de natureza de despesa" da contabilidade pública reportados nos Rreos.

Para os objetivos desta *Carta de Conjuntura*, importa notar que a história contada pelos dados da tabela 6.2 difere em alguns aspectos do quadro sugerido pelos dados da tabela 6.1. Em particular, sugerem uma desaceleração de itens importantes da despesa (liquidada) em 2014 (em relação às taxas de crescimento verificadas em 2013) maior que a sugerida pelos dados da tabela 6.1, o que qualifica um pouco a narrativa disponível até aqui sobre a dinâmica das finanças públicas estaduais no ano eleitoral de 2014.[14]

TABELA 6.1
Aproximações da dinâmica "acima da linha" das finanças públicas estaduais construídas a partir dos dados dos Rreos (2011-2015)

Receitas e despesas	Acumulado em dezembro[1]				Variação real (%)			
	2011	2012	2013	2014	2011/ 2012	2012/ 2013	2013/ 2014	1º bim. 2015/ 1º bim. 2014[2]
Receita primária total	**580,7**	**601,9**	**620,1**	**631,8**	**3,65**	**3,02**	**1,88**	**(6,45)**
Receita tributária	349,4	360,9	368,6	371,4	3,30	2,14	0,75	(8,89)
ICMS	288,5	296,2	299,7	299,5	2,67	1,17	(0,06)	(10,51)
Demais receitas tributárias	60,8	64,7	68,9	71,9	6,32	6,61	4,28	(5,21)
Transferências correntes	116,9	116,5	115,4	119,1	(0,37)	(0,95)	3,24	(7,62)
Demais receitas primárias	114,4	124,5	136,1	141,2	8,81	9,30	3,79	4,31
Despesa primária total	**551,7**	**580,1**	**621,3**	**638,1**	**5,16**	**7,09**	**2,71**	**(5,87)**
Pessoal e encargos sociais	233,9	264,2	301,0	322,0	12,93	13,93	6,99	0,72
Investimentos	30,7	30,1	41,2	48,1	(2,05)	36,88	16,67	(47,54)
Transferências constitucionais e legais	89,6	89,2	91,8	93,7	(0,46)	2,90	2,11	(16,42)
Demais despesas	197,4	196,7	187,3	174,3	(0,38)	(4,75)	(6,96)	(6,52)
Resultado primário	**27,5**	**21,8**	**(1,2)**	**(6,3)**	**(21,0)**	**(105,4)**	**435,9**	**(4,6)**

Fonte: Rreos dos estados.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Notas: [1] Dados deflacionados pelo IPCA para dezembro de 2014 referentes às receitas realizadas e às despesas liquidadas.
[2] Dados para o primeiro bimestre de 2015 são relativos apenas aos estados de Minas Gerais, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo, deflacionados pelo IPCA para fevereiro de 2015. Receita Realizada e de Despesa Empenhada.
Obs.: Os estados do Amapá, do Ceará, da Paraíba, de Pernambuco e do Rio Grande do Norte foram retirados da amostra porque ainda não disponibilizaram o Rreo para o sexto bimestre de 2014.

14. Note-se, entretanto, que a inflexão nas despesas (empenhadas e) liquidadas em 2014 não deve obscurecer o forte crescimento registrado no pagamento pelas administrações públicas estaduais de restos a pagar (empenhados de outros anos e pagos) em 2014 –, crescimento que, por sua vez, responde por parte importante da deterioração do *superavit* primário dos estados no ano passado.

TABELA 6.2
Aproximações de despesas selecionadas dos estados construídas a partir dos dados dos portais de transparência dos estados (2010-2014)
(Em %)

	Variação 2011/2010	Variação 2012/2011	Variação 2013/2012	Variação 2014/2013
Salários	8,97	5,75	7,96	1,89
Consumo intermediário	2,81	1,41	10,10	-0,98
Despesas com aposentadorias e pensões	23,96	-3,12	-0,46	6,07
Formação bruta de capital fixo	-26,86	-11,71	46,96	-0,12
Transferências a municípios[1]	3,42	2,40	4,81	-2,82

Fonte: Portais de transparência do Amazonas, da Bahia, do Distrito Federal, do Espírito Santo, de Minas Gerais, de Mato Grosso, de Pernambuco, do Piauí, do Paraná, do Rio de Janeiro, do Rio Grande do Sul, de Santa Catarina e de São Paulo.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Nota: [1] Dados do Amazonas, do Rio Grande do Sul, do Rio de Janeiro e de São Paulo.
Obs.: 1. Dados liquidados de todos os estados à exceção do Paraná.
2. Valores em R$ de dezembro de 2014.

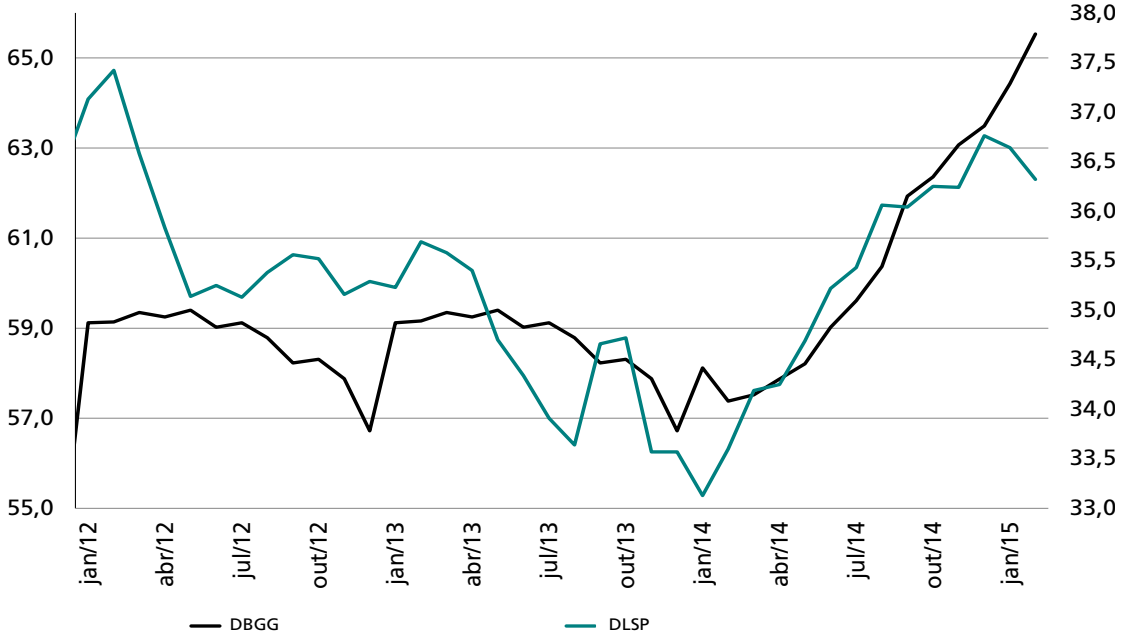
6.4 DÍVIDA PÚBLICA E NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO

Segundo dados do BCB, o setor público consolidado apresentou um *superavit* primário de R$ 21,1 bilhões em janeiro seguido por um *deficit* de R$ 2,3 bilhões em fevereiro. Mesmo com o resultado positivo de janeiro, no acumulado em doze meses, os valores continuam negativos em R$ 37,5 bilhões (0,69% do PIB). Somando as despesas anualizadas com o pagamento de juros – que fechou fevereiro na casa dos 6,65% do PIB –, chega-se a um *deficit* nominal anualizado da ordem de 7,34% do PIB, o pior resultado da série histórica iniciada em novembro de 2002.

A combinação de desvalorização cambial e melhora no resultado primário modificou a trajetória de crescimento da dívida pública líquida. Como é possível notar no gráfico 6.7, depois de doze meses de crescimento, a dívida líquida do setor público (DLSP) medida em porcentagem do PIB (referência 2000) sofreu uma considerável inflexão. Este movimento parece ter sido causado principalmente pelo efeito da subida do câmbio nas reservas internacionais (gráfico 6.8), tendo impacto negativo de 3 p.p. em fevereiro. Espera-se que este impacto deva se intensificar no mês de março, para o qual não havia dados disponíveis quando da publicação deste texto. Outra mudança foi que o *deficit* primário registrado no último trimestre do ano passou a influenciar positivamente a dívida, aumentando-a em 0,5 p.p. nos últimos três meses (dezembro, janeiro e fevereiro). A melhora marginal do resultado em janeiro e fevereiro estabilizou este valor, que vinha em trajetória de crescimento. A dívida bruta do governo geral (DBGG), por seu turno, continuou em franca ascensão, atingindo 65,5% do PIB (referência 2000) em fevereiro de 2015, em relação aos 58,1% do PIB no primeiro mês do ano passado.

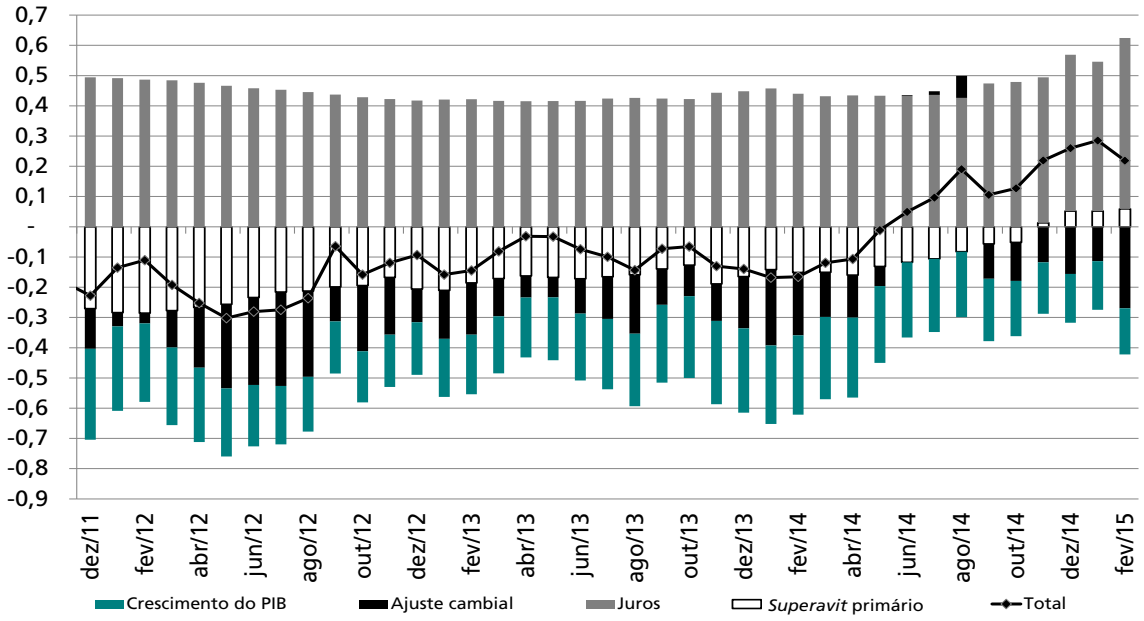
A publicação das novas contas nacionais referência 2010 implicará, naturalmente, uma redução no nível dos gráficos 6.7 e 6.8; entretanto, dificilmente mudará as trajetórias descritas neles.

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



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

GRÁFICO 6.8
Fatores condicionantes da variação da DLSP (dez./2011-fev./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em p.p. do PIB)



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

REFERÊNCIAS

CAETANO, Marcelo Abi-Ramia *et al.* **Os reflexos das Medidas Provisórias 664 e 665 sobre as pensões, o abono salarial e o seguro-desemprego em suas modalidades defeso e formal**. Brasília: Ipea, mar. 2015. (Texto para Discussão, n. 2067).

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Produto interno bruto dos municípios**. 2. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2008. (Séries Relatórios Metodológicos, n. 29).

SANTOS, Cláudio Hamilton M. dos. A dinâmica das transferências públicas de assistência e previdência (1995-2012). **Carta de Conjuntura**, Rio de Janeiro, n. 20, p. 85-97, set. 2013.

7 ECONOMIA MUNDIAL

SUMÁRIO

A economia mundial ainda exibe elementos de instabilidade, mas passou a apresentar sinais mais consistentes de reação no que se refere à retomada do crescimento. Em relação ao primeiro aspecto, o pano de fundo é a divergência entre as políticas monetárias dos Estados Unidos, de um lado, e da Área do Euro e do Japão, de outro. Expressões dessa instabilidade têm sido o comportamento do preço do petróleo e a forte valorização do dólar norte-americano. Em termos regionais, destacam-se a situação na Rússia, a trajetória de desaceleração da China e as perspectivas para a Grécia.

A retomada da atividade econômica tem se manifestado de forma mais clara nos Estados Unidos e, com menos intensidade, na Europa e no Japão. A mudança na postura do Banco Central Europeu (BCE), porém, adotando uma política de afrouxamento quantitativo, permite esperar uma reação mais forte na Área do Euro no futuro próximo. Obviamente, essas questões estão inter-relacionadas, e a queda acentuada do preço do petróleo no mercado internacional representa um dos fatores importantes para explicar a aceleração do crescimento nos países desenvolvidos, enquanto a valorização do dólar deve estimular a demanda nos países onde o processo de "desalavancagem" vinha freando uma recuperação mais forte do crescimento, como na Europa.

A divergência entre Estados Unidos, de um lado, e Japão e Área do Euro, de outro, se dá em termos do ritmo de recuperação. Na comparação entre países desenvolvidos e países emergentes, porém, a diferença está no sinal da tendência. Enquanto os primeiros estão acelerando, nos últimos a tendência é de desaceleração em relação às elevadas taxas de crescimento da segunda metade dos anos 2000 e dos primeiros dois anos desta década. Na América Latina, o quadro é de acomodação ao novo cenário internacional, em que se destaca a forte queda dos preços das *commodities* e a perspectiva de redução dos fluxos internacionais de capital. Em alguns países, como Chile, Peru e Colômbia, o ajuste já se encontra avançado e, após um ano de desaceleração do crescimento, a perspectiva já aponta para uma retomada, mesmo que modesta. Em outros, como o Brasil, esse ajuste ainda está em curso, com volatilidade de câmbio e juros e incertezas quanto à taxa de crescimento futuro. A China vem passando por transformações em sua economia, o que tende a reduzir o crescimento pelo efeito das mudanças setoriais (mais serviços) e pelo lado da demanda (mais consumo, menos investimentos e exportações em termos relativos). O efeito da desaceleração do crescimento da China sobre as demais economias da Ásia vem sendo em parte neutralizado pela possibilidade de estes países utilizarem políticas monetárias expansionistas em razão da queda dos preços do petróleo. Nesse aspecto, destaca-se a trajetória da Índia, onde a combinação de um ambiente externo mais favorável com reformas estruturais tem levado à expectativa de taxas de crescimento elevadas para os próximos anos.

7.1 PANORAMA GLOBAL

A última edição do *World Economic Outlook* (WEO) do Fundo Monetário Internacional (FMI), de abril de 2015, avalia que a economia mundial está recebendo um impulso positivo para o crescimento, associado à forte queda dos preços internacionais do petróleo. Esse impulso reflete principalmente o aumento da oferta, ainda que a desaceleração do crescimento da demanda, especialmente em países emergentes, também tenha contribuído para a queda dos preços. No entanto, esse efeito tende a ser contrabalançado por fatores negativos derivados de uma diminuição das expectativas em

relação às perspectivas de crescimento de médio prazo, com impacto sobre o investimento – fenômeno que envolveria tanto países desenvolvidos quanto os emergentes.

Talvez o mais importante seja o fato de que há uma marcante desigualdade entre países no que se refere às perspectivas futuras: enquanto se espera que o crescimento seja mais elevado naqueles já desenvolvidos, nos emergentes e nos em desenvolvimento espera-se uma desaceleração. As projeções para o crescimento global em 2015 e 2016 – 3,5% e 3,8%, respectivamente – mantiveram-se praticamente constantes em relação às apresentadas na atualização de janeiro de 2015 (a projeção de 2016 aumentou 0,1 ponto percentual – p.p.), mas ambas são bem inferiores às feitas em outubro de 2014 (-0,3 p.p. e -0,4 p.p., respectivamente). Um dos temas aprofundados nesta edição do WEO é exatamente a redução do crescimento do produto potencial em escala global, associada ao envelhecimento da população, às baixas taxas de investimento e à desaceleração do crescimento da produtividade.

O FMI destaca que as principais revisões em relação às projeções de crescimento feitas em janeiro ocorreram, entre os países desenvolvidos, nos Estados Unidos (para baixo) e na Área do Euro e Japão (para cima). Entre os países emergentes, as maiores revisões em relação às projeções de crescimento ocorreram no Brasil (-1,3 p.p. e -0,5 p.p., para 2015 e 2016, respectivamente), na Rússia em 2015 (-0,8 p.p.) e na Índia, onde a projeção de crescimento foi revista para cima em 1,2 p.p. e 1,0 p.p., para 7,5% em 2015 e 2016. Vale destacar o crescimento projetado para os Estados Unidos – superior a 3% nos dois anos –; a expansão na Europa, com taxas bem maiores que as dos anos recentes, embora ainda modestas em termos absolutos; e a expectativa de que o Japão consolide taxas positivas de crescimento após a queda de 2014. Por fim, nota-se que a recuperação do crescimento mundial deve ocorrer com expansão bem menor do comércio internacional, quando comparada com a década de 2000: em média, 4,2% ao ano (a.a.) em 2015-2016, ante 6,7% a.a. de 2000 a 2008. A tabela 7.1 apresenta essas projeções.

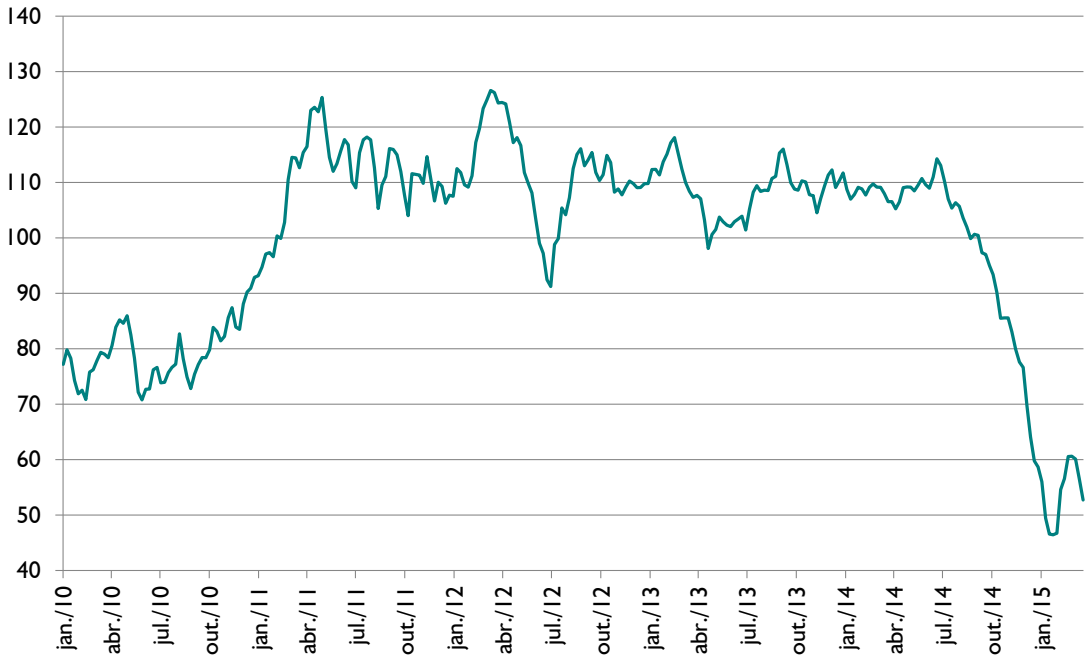
O comportamento da economia mundial vem sendo fortemente influenciado pela queda dos preços do petróleo – seja para o bem, caso da maioria dos países desenvolvidos, seja para o mal, afetando negativamente países emergentes exportadores do produto. O gráfico 7.1 mostra a trajetória recente do preço do petróleo, revelando que houve uma queda de aproximadamente 50% no último ano.

TABELA 7.1
Crescimento do produto interno bruto (PIB): observado e projeções do FMI (2000-2016)
(Em %)

Crescimento real do PIB (%)	Média 2000-2008	Média 2009-2011	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Mundo	**4,1**	**2,8**	**3,4**	**3,4**	**3,4**	**3,5**	**3,8**
Economias desenvolvidas	**2,3**	**0,4**	**1,2**	**1,4**	**1,8**	**2,4**	**2,4**
Área do Euro	2,0	-0,3	-0,7	-0,5	0,9	1,5	1,6
Reino Unido	2,7	-0,4	0,3	1,7	2.6	2,7	2,3
Estados Unidos	2,3	0,3	2,3	2,2	2,4	3,1	3,1
Japão	1,2	-0,6	1,5	1,6	-0,1	1,0	1,2
Países emergentes e em desenvolvimento	**6,5**	**5,5**	**5,1**	**5,0**	**4,6**	**4,3**	**4,7**
Ásia	8,5	8,2	6,7	7,0	6,8	6,6	6,4
China	10,4	9,7	7,7	7,8	7,4	6,8	6,3
Índia	7,0	7,5	4,7	6,9	7,2	7,5	7,5
América Latina e Caribe	3,7	3,0	2,9	2,9	1,3	0,9	2,0
Brasil	3,7	3,3	1,0	2,7	0,1	-1,0	1,0
Europa Central e Oriental	4,7	2,0	1,4	2,9	2,8	2,9	3,2
Comunidade de Estados Independentes	7,4	1,0	3,4	2,2	1,0	-2,6	0,3
Rússia	7,0	0,2	3,4	1,3	0,6	-3,8	-1,1
Oriente Médio e Norte da África	5,8	4,1	4,8	2,4	2,6	2,9	3,8
África Subssariana	5,8	4,5	4,4	5,2	5,0	4,5	5,1
África do Sul	4,2	1,7	2,5	2,2	1,5	2,0	2,1
Comércio internacional — volume	6,7	2,8	2,9	3,5	3,4	3,7	4,7

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

GRÁFICO 7.1
Preço do petróleo – Brent/Europa (jan./2010-jan./2015)
(Em US$/barril)



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

Em relatório recente,[1] o Banco Mundial analisa essa queda dos preços do petróleo, destacando quatro aspectos apresentados a seguir.

1) A presente queda, embora significativa, não é inédita, encontrando paralelo em cinco outros episódios nos últimos trinta anos. Entre eles, o que guarda maior semelhança com o quadro atual seria o de 1985-1986, que se seguiu a um período de forte expansão da oferta por países não pertencentes à Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep) e à decisão desta organização de não tentar sustentar o preço, como vem ocorrendo desde o final do ano passado.

2) Diversos fatores contribuíram para o mergulho dos preços do petróleo – aumento não antecipado da produção, a partir de fontes não convencionais; enfraquecimento da demanda; mudança de postura da Opep; redução de riscos geopolíticos localizados; e valorização do dólar no mercado internacional. A análise enfatiza o papel da expansão da oferta e da mudança de postura da Opep, destacando que, embora a oferta de produtores de custo relativamente alto, como aqueles que extraem petróleo e gás a partir de xisto nos Estados Unidos, venha a se ajustar aos novos preços, os fatores subjacentes à tendência de queda apontam para a continuidade do preço em níveis baixos no médio prazo.

3) A queda do preço do petróleo tem impacto positivo sobre o crescimento da economia mundial no médio prazo, ao mesmo tempo que reduz as pressões inflacionárias em escala global. Uma queda de 45% no preço do petróleo pode ser associada a um aumento de 0,7% a 0,8% no PIB mundial no médio prazo e a uma redução de 1 p.p. da inflação mundial no curto prazo. Obviamente, esses efeitos refletem o balanço entre as consequências positivas para os países importadores de petróleo e as negativas (redução do crescimento, desvalorização das taxas de câmbio) para os países exportadores.

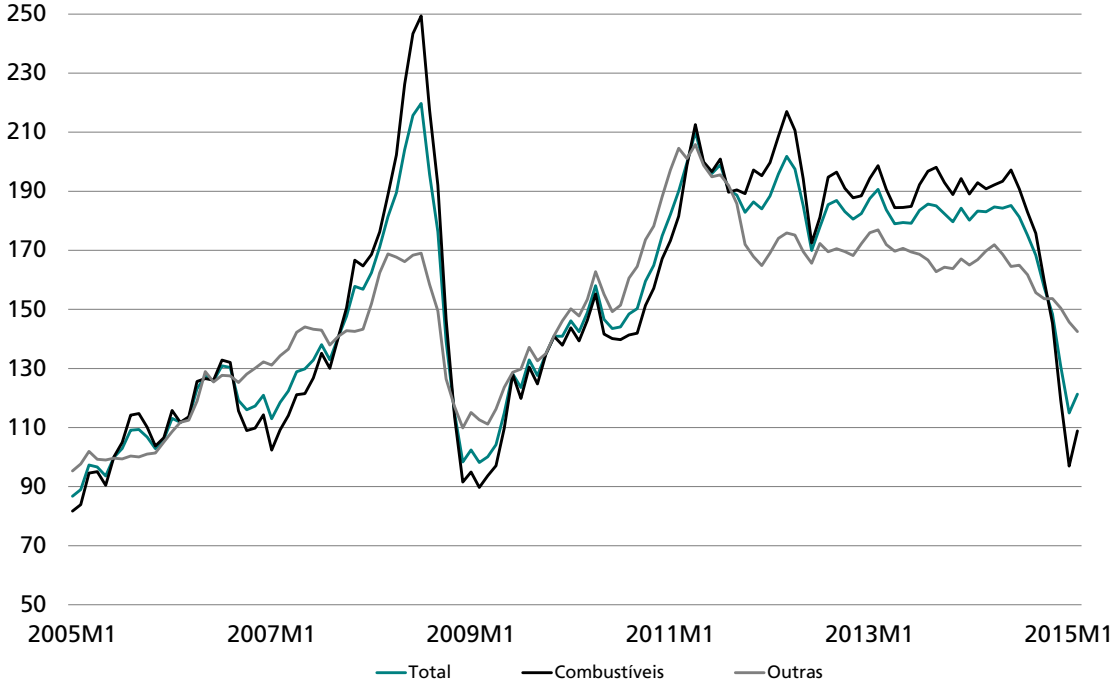
4) Por fim, do ponto de vista da política econômica, a tendência deflacionária pode exigir políticas monetárias não convencionais, enquanto os efeitos sobre a política fiscal dependem de o país ser importador ou exportador de petróleo, ou, mais precisamente, da dependência da receita fiscal em relação à produção e/ou consumo de petróleo e derivados. Um aspecto enfatizado no

1. Baffes, John *et al. The great plunge in oil prices*: causes, consequences and policy responses. [s.l.]: World Bank Group, Mar. 2015. (Policy Research Note, n. 15/01).

texto é a possibilidade que preços mais baixos abrem para corrigir subsídios extorsivos sobre o consumo de derivados.

Um dos aspectos apontados pela análise do Banco Mundial é que episódios de queda do preço do petróleo são acompanhados por reduções também nos demais preços de *commodities*. Quando o fator determinante é a retração de demanda, como em 2008-2009, a queda tende a ser mais ou menos da mesma magnitude. No caso presente, em que predominam fatores pelo lado da oferta, a queda no preço das demais *commodities* tem sido mais moderada, embora significativa, refletindo a desaceleração do crescimento na China e a valorização do dólar. O gráfico 7.2 ilustra o comportamento dos preços das principais *commodities* desde 2005, conforme acompanhamento do FMI, agrupadas em *commodities* ligadas à energia – fortemente influenciadas pelo petróleo – e as demais. Observa-se que, na segunda metade de 2008, a queda dos preços do petróleo foi maior que a dos preços das demais *commodities*, porém, no período mais recente, a diferença foi bem mais acentuada: em termos percentuais, o preço do petróleo caiu 63% entre julho e dezembro de 1998, e os preços das demais *commodities*, 35%. No período mais recente, essas variações foram -43% e -13,6%, respectivamente.

GRÁFICO 7.2
Preços de *commodities* – combustíveis e demais (2005-2015)
(2005 = 100)

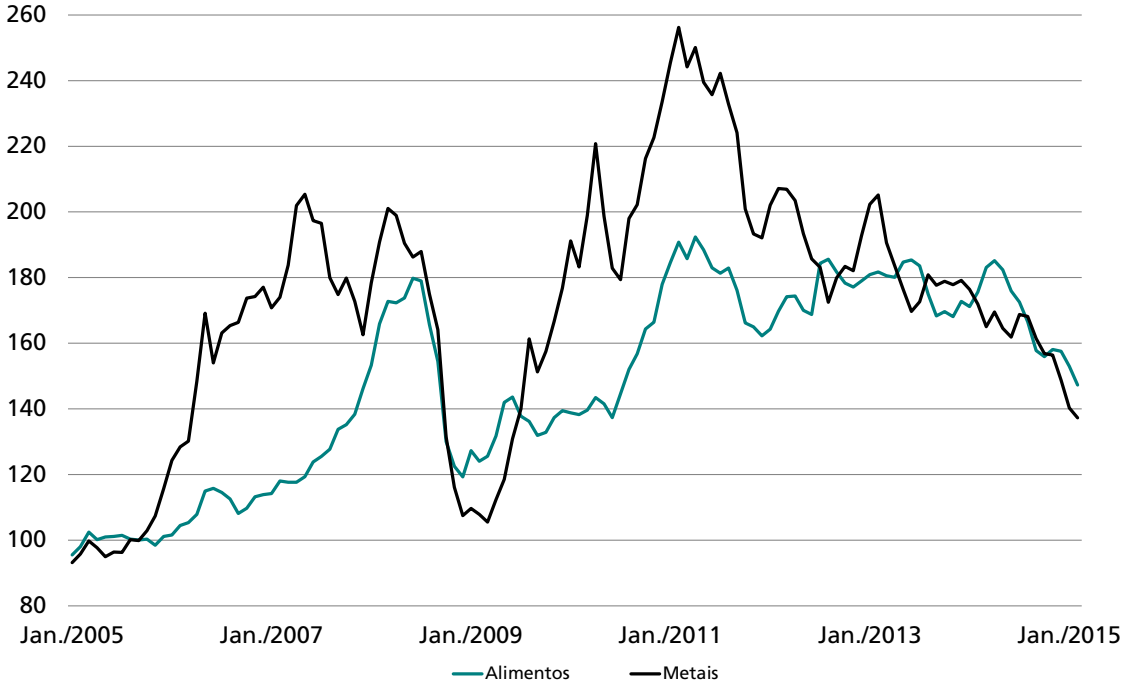


Fonte: FMI.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Quando se decompõe o preço das *commodities* não ligadas à energia em alimentos e metais, observa-se que tanto metais quanto alimentos tiveram quedas

acentuadas no período recente (gráfico 7.3). No entanto, enquanto os primeiros vêm caindo desde 2011, os preços de alimentos somente declinaram de forma mais acentuada a partir de meados do ano passado. Nos últimos doze meses, até fevereiro de 2015, os preços dos alimentos no mercado internacional declinaram 16%, os de metais, 20%, e os do petróleo, 46%. Em março, a tendência de queda se manteve, com destaque para as reduções nos preços do petróleo (de US$ 63 para US$ 58, tipo Brent) e do minério de ferro (de US$ 63/tonelada para US$ 50/tonelada). O comportamento do preço do minério de ferro replica, de certa forma, o que vem acontecendo com o preço do petróleo, em que se combinam retração de demanda e ampliação da oferta – no caso, associada à maturação de projetos de exploração no Brasil e na Austrália.

GRÁFICO 7.3
Preços de *commodities* – alimentos e metais (2005-2015)
(2005 = 100)

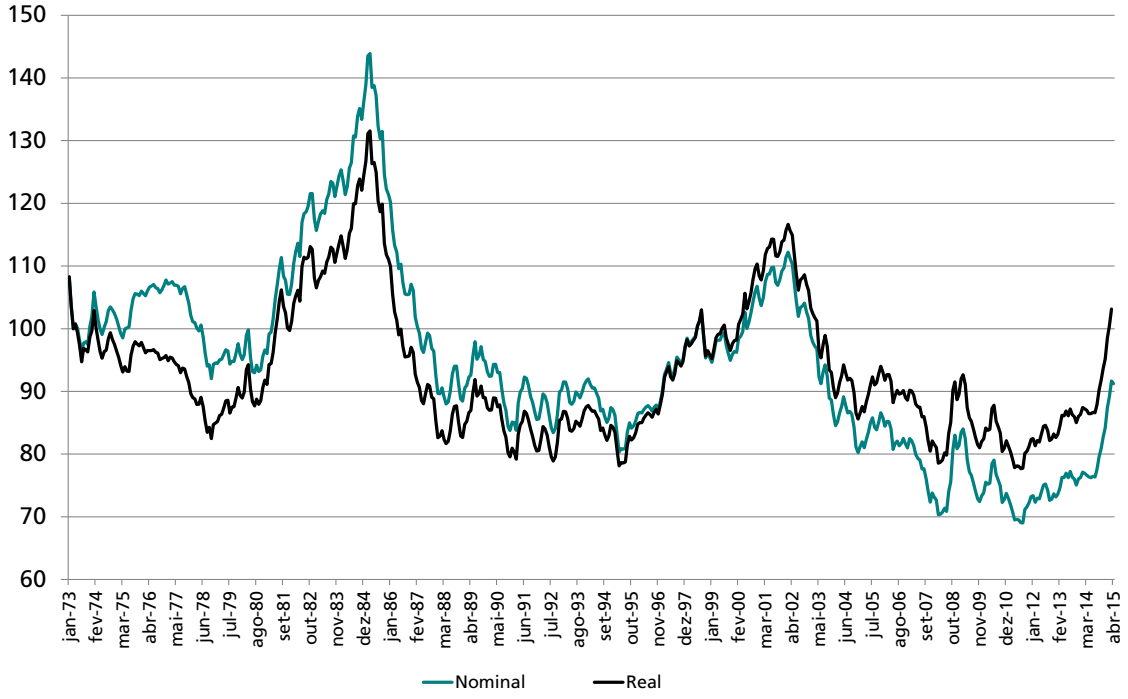


Fonte: FMI.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A trajetória declinante do preço das *commodities* reflete também o processo de valorização do dólar no mercado internacional. Essa valorização, por seu turno, decorreria da consolidação da recuperação da atividade econômica nos Estados Unidos, em especial no mercado de trabalho, e da perspectiva de que o Federal Reserve (Fed) elevará as taxas de juros num futuro próximo, após tê-las mantido próximas de zero por seis anos. A taxa de câmbio efetiva real do dólar já se valorizou cerca de 20% desde junho do ano passado. Essa variação, contudo, não é incomum e parece reproduzir outros episódios que caracterizam os ciclos da moeda americana no longo prazo, como revela o gráfico 7.4.

No gráfico, observam-se três grandes movimentos de valorização do dólar a partir de 1973: entre junho de 1980 e fevereiro de 1985 (aproximadamente 56 meses); entre abril de 1995 e janeiro de 2002 (oitenta meses); e, entre junho de 2011 e março de 2015 (45 meses). As taxas médias anuais de valorização do dólar nesses períodos foram de 10,3%, 5,3% e 8,2% a.a., respectivamente. Nesse sentido, quando se considera apenas o período mais recente de valorização, de junho de 2014 para cá, a taxa – de 30% a.a., em termos anualizados – parece forte, sendo razoável esperar alguma desaceleração nos meses à frente.

GRÁFICO 7.4
Taxa de câmbio efetiva do dólar – principais parceiros comerciais (jan./1973-set./2014)



Fonte: Federal Reserve System (Fed).
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

7.2 ESTADOS UNIDOS

A economia norte-americana revelou, ao longo do segundo e terceiro trimestres de 2014, um forte dinamismo, em parte como reação ao fraco desempenho do primeiro trimestre. No quarto trimestre, houve desaceleração, tendência que deve ter se mantido ao longo do primeiro trimestre deste ano, conforme indicadores antecedentes. Mesmo com algum recuo das taxas de crescimento, este ainda se mantém robusto e superior ao observado até 2013, conforme a tabela 7.2.

Observa-se na evolução recente do PIB norte-americano pelo lado da demanda que o consumo pessoal tem crescido a taxas relativamente elevadas, o mesmo acontecendo com o investimento privado, ainda que com alguma desaceleração. O gasto público, por sua vez, tem oscilado de maneira acentuada, enquanto o forte crescimento

das importações no último trimestre do ano passado parece ter atuado decisivamente para reduzir a taxa de crescimento do PIB no período, conforme se pode observar na tabela 7.3, que registra as contribuições dos componentes da demanda para o crescimento. As exportações líquidas, que haviam contribuído com 0,8 p.p. para o crescimento do terceiro trimestre do ano passado, tiveram contribuição de -1,2 p.p. no último trimestre do ano.

TABELA 7.2
Estados Unidos: PIB – variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada (2013-2014)
(Em %)

	1º tri. 2013	2º tri. 2013	3º tri. 2013	4º tri. 2013	1º tri. 2014	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014
PIB	**2,7**	**1,8**	**4,5**	**3,5**	**-2,1**	**4,6**	**5,0**	**2,2**
Consumo pessoal	**3,6**	**1,8**	**2,0**	**3,7**	**1,2**	**2,5**	**3,2**	**4,2**
Investimento privado bruto	**7,6**	**6,9**	**16,8**	**3,8**	**-6,9**	**19,1**	**7,2**	**5,1**
Investimento fixo	2,7	4,9	6,6	6,3	0,2	9,5	7,7	4,5
Investimento não residencial	1,5	1,6	5,5	10,4	1,6	9,7	8,9	4,8
Investimento residencial	7,8	19,0	11,2	-8,5	-5,3	8,8	3,2	3,4
Variação de estoques	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....	.....
Exportação líquida de bens e serviços	**.....**	**.....**	**.....**	**.....**	**.....**	**.....**	**.....**	**.....**
Exportações	-0,8	6,3	5,1	10,0	-9,2	11,1	4,5	3,2
Importações	-0,3	8,5	0,6	1,3	2,2	11,3	-0,9	10,1
Gastos do governo em consumo e investimento	**-3,9**	**0,2**	**0,2**	**-3,8**	**-0,8**	**1,7**	**4,4**	**-1,8**

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

TABELA 7.3
Estados Unidos: PIB – contribuição para a variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada (2012-2014)
(Em %)

	4º tri. 2012	1º tri. 2013	2º tri. 2013	3º tri. 2013	4º tri. 2013	1º tri. 2014	2º tri. 2014	3º tri. 2014	4º tri. 2014
PIB	**0,1**	**2,7**	**1,8**	**4,5**	**3,5**	**-2,1**	**4,6**	**5,0**	**2,2**
Consumo das famílias	**1,3**	**2,5**	**1,2**	**1,4**	**2,5**	**0,8**	**1,8**	**2,2**	**2,8**
Investimento privado	**-0,8**	**1,1**	**1,0**	**2,5**	**0,6**	**-1,1**	**2,9**	**1,2**	**0,8**
Investimento fixo	1,0	0,4	0,7	1,0	1,0	0,0	1,5	1,2	0,7
Não residencial	0,4	0,2	0,2	0,7	1,2	0,2	1,2	1,1	0,6
Residencial	0,5	0,2	0,5	0,3	-0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1
Variação de estoques	-1,8	0,7	0,3	1,5	-0,3	-1,2	1,4	0,0	0,1
Exportações líquidas de bens e serviços	**0,8**	**-0,1**	**-0,5**	**0,6**	**1,1**	**-1,7**	**-0,3**	**0,8**	**-1,2**
Exportações	0,2	-0,1	0,8	0,7	1,3	-1,3	1,4	0,6	0,4
Importações	0,6	0,0	-1,4	-0,1	-0,2	-0,4	-1,8	0,2	-1,6
Gastos do governo em consumo e investimento	**-1,2**	**-0,8**	**0,0**	**0,0**	**-0,7**	**-0,2**	**0,3**	**0,8**	**-0,3**

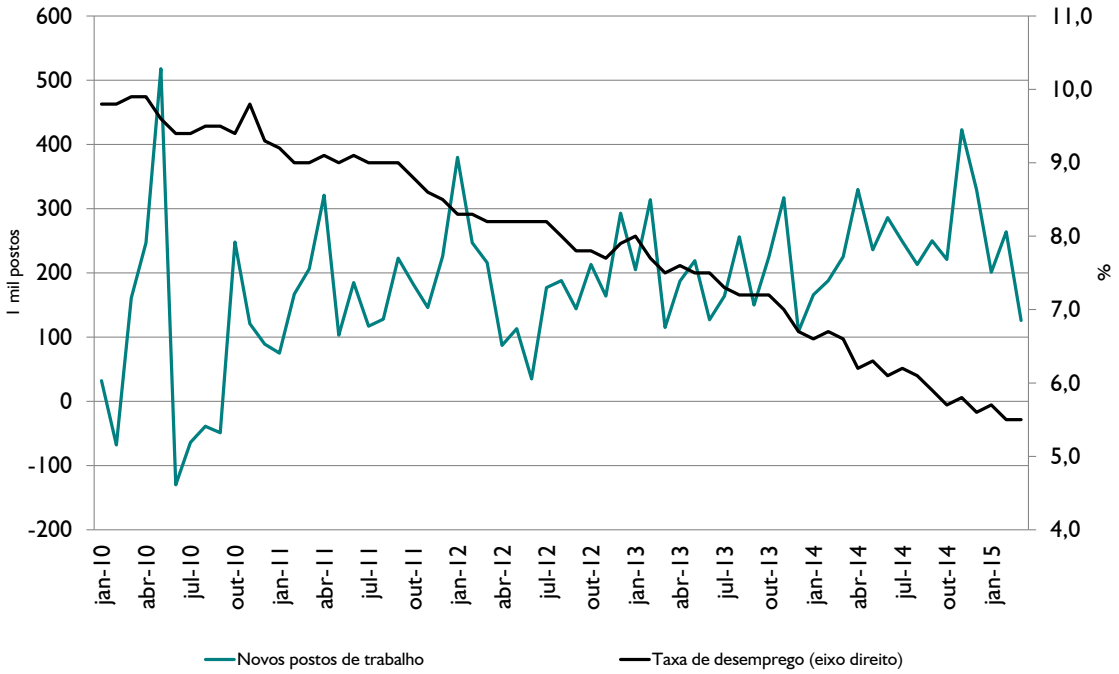
Fonte: BEA.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A queda dos preços do petróleo e a valorização do dólar devem ter contribuído para que o crescimento do PIB no primeiro trimestre tenha sido modesto. No primeiro

caso, o investimento das empresas de petróleo deve ter se reduzido fortemente, esperando-se que o investimento agregado cresça bem mais lentamente que nos últimos dois anos. A valorização do dólar, por seu turno, deve aumentar a contribuição negativa das exportações líquidas, cujo sinal já se inverteu no último trimestre de 2014.

Mais do que a recuperação do crescimento a partir de 2013, o que se destacou ao longo do segundo semestre do ano passado e primeiros meses de 2015 foi o comportamento do mercado de trabalho nos Estados Unidos. No último trimestre de 2014, a recuperação do mercado de trabalho parece ter atingido seu pico, com uma média mensal de 324 mil novos postos de trabalho. O primeiro trimestre deste ano registrou forte desaceleração, de modo que, em março, este valor havia caído para pouco menos de 200 mil. A taxa de desemprego, porém, continuou caindo, registrando 5,5% em março, estável em relação a fevereiro. As taxas de participação, depois de terem declinado de forma significativa a partir de 2008, têm mostrado razoável estabilidade, enquanto os rendimentos, que vinham recuperando sua taxa de crescimento, desaceleraram em março. Os gráficos 7.5 e 7.6 resumem o comportamento do mercado de trabalho recente nos Estados Unidos.

GRÁFICO 7.5
Estados Unidos: geração de postos de trabalho e taxa de desemprego (jan./2010-jan./2015)

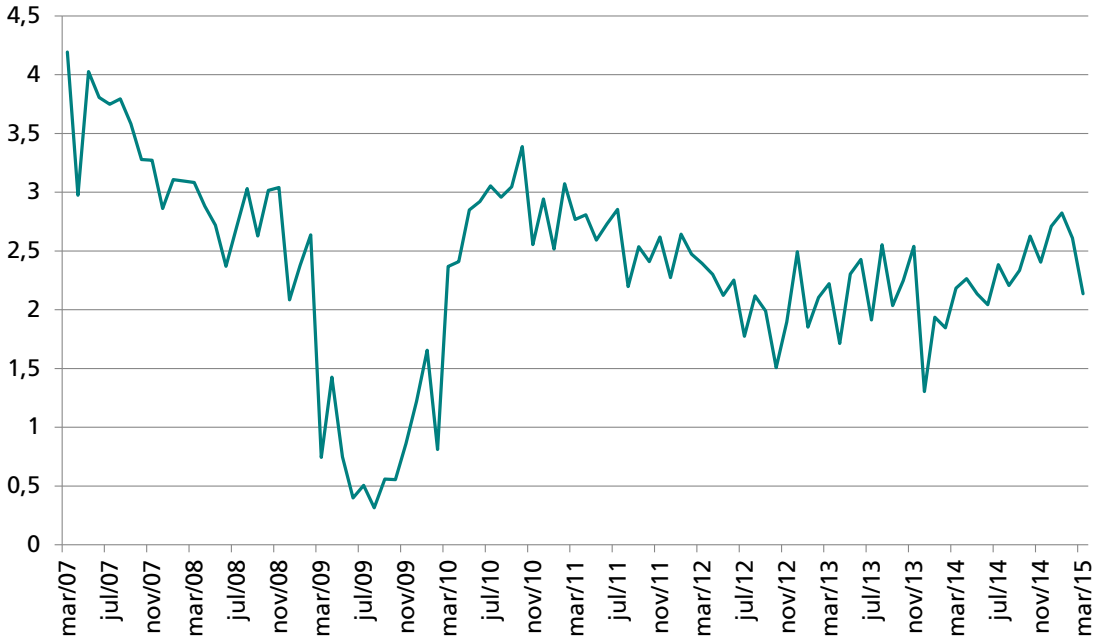


Fonte: Bureau of Labor and Statistics (BLS).
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A desaceleração do ritmo de criação de postos de trabalho em março parece consistente, com indicadores de atividade que apontam para uma perda de ritmo da produção e da demanda. O índice de atividade na indústria de transformação saiu de

uma média de 57 pontos no segundo semestre de 2014 para 51,5 em março último.[2] As encomendas e a expedição de bens duráveis e bens de capital recuaram no primeiro bimestre relativamente ao segundo semestre de 2014. O mesmo comportamento foi exibido, em menor intensidade, pelas vendas do comércio varejista. No setor da construção residencial, os sinais são mistos: o início de novas construções declinou 5,5% no primeiro bimestre em relação à média mensal do segundo semestre, mas as vendas de novas casas e autorizações para construção aumentaram 15% e 2,6%, respectivamente, na mesma comparação. Isso indicaria um possível aumento da atividade da construção nos próximos meses, na medida em que o recuo nos dados relativos a novas construções poderia estar refletindo as condições climáticas adversas do período.

GRÁFICO 7.6
Estados Unidos: rendimentos nominais do trabalho – variação interanual (mar./2007-mar./2015)
(Em %)



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

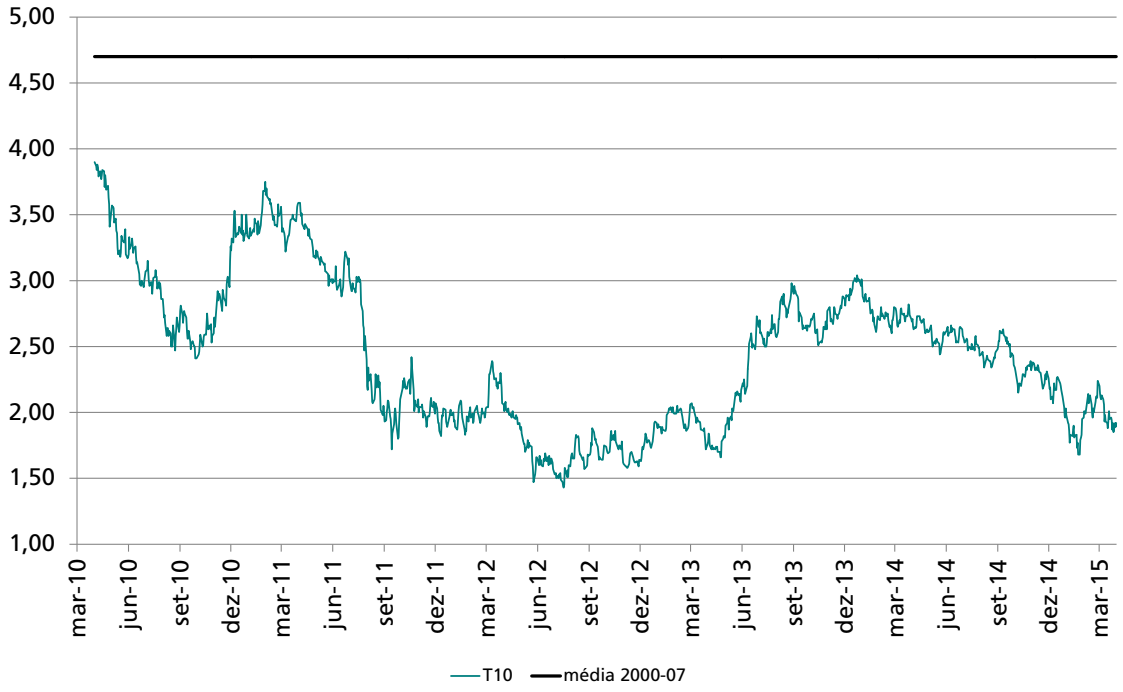
Esse quadro recente da atividade econômica e do mercado de trabalho, juntamente com a queda dos preços do petróleo e a valorização do dólar, tem se refletido na trajetória da inflação e na expectativa para as taxas de juros. No primeiro caso, a inflação dos preços ao consumidor caiu para zero em fevereiro, na comparação interanual, após ter registrado taxa de 2% em julho do ano passado. Esse movimento, obviamente, reflete o forte impacto da queda dos preços do petróleo e seu impacto sobre

2. Índice de gerentes de compra – Associação Nacional dos Gerentes de Compras (NAPM).

o preço dos combustíveis, que caiu 39% no mesmo período. O núcleo da inflação ao consumidor, que exclui os preços de alimentos e combustíveis, apresentou ligeira queda no período, tendo saído de variação anual próxima a 2% em maio e junho de 2014, para 1,7% em fevereiro – um pouco acima dos valores de dezembro e janeiro, mas ainda abaixo da meta do Fed (2%).

Como decorrência desse comportamento mais favorável da inflação, bem como da percepção de que não há pressões importantes no futuro próximo, houve uma revisão das expectativas de juros futuros no sentido de deslocar uma eventual alta mais para frente no ano. O gráfico 7.7 mostra a trajetória diária dos juros dos títulos de dez anos do Tesouro norte-americano, mostrando exatamente uma queda no período mais recente, compatível com a ata da última reunião do Fed, que parece indicar a disposição de manter a taxa de curto prazo nos atuais patamares ainda por alguns meses. O gráfico mostra também a taxa média que prevaleceu entre 2000 e 2007 para esses títulos (4,7% a.a.), indicando que, mesmo tendo aumentado em relação aos valores muito baixos de 2001 e 2012, o juro longo ainda permanece bem inferior à média pré-crise financeira.

GRÁFICO 7.7
Taxa de juros dos títulos do Tesouro norte-americano de dez anos (abr./2010-mar./2015)
(Em % a.a.)



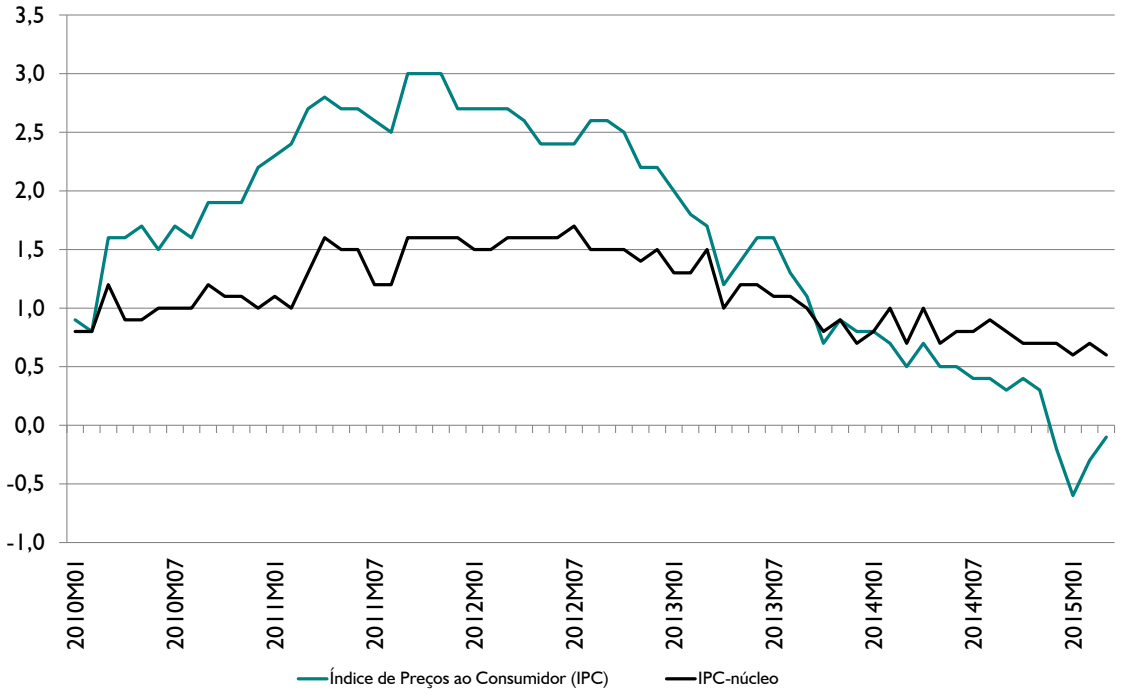
Fonte: FRED.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

7.3 EUROPA

O BCE, em sua reunião de janeiro último, finalmente decidiu-se por iniciar um programa de compra de ativos, incluindo títulos de governos, para ampliar a oferta

monetária e influenciar a curva de juros de longo prazo. A operacionalização dessa política de "afrouxamento quantitativo" começou em março e deve envolver a compra de ativos no montante de € 60 bilhões por mês até o final de setembro de 2016. Os mercados de ativos reagiram à mudança – na verdade, já vinham reagindo em antecipação a ela – e, no caso das ações, atingiram os níveis mais altos em sete anos. O comportamento da inflação, com a consolidação de taxas negativas nos últimos meses, parece ter sido decisivo para a mudança de postura anunciada, já que cresceram os riscos de uma deflação prolongada (gráfico 7.8). Em março, até mesmo o núcleo da inflação apresentou uma taxa de variação de apenas 0,6%, significativamente inferior à meta do BCE, "em torno de, mas inferior a, 2%".

GRÁFICO 7.8
Área do Euro: inflação ao consumidor – variação anual (2010-2015)
(Em %)

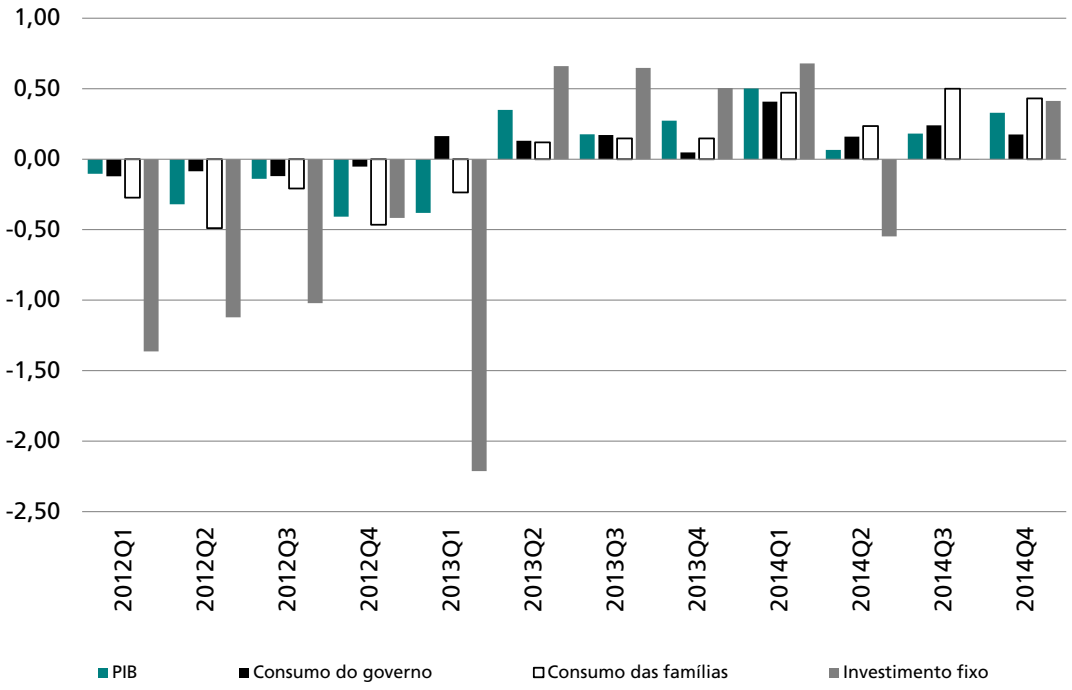


Fonte: Eurostat.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Seja porque já havia a expectativa de que essa política viria a ser eventualmente adotada, seja porque os difíceis ajustes promovidos em diversos países da Área do Euro parecem estar finalmente logrando uma melhora das expectativas, o fato é que a atividade econômica já mostrava sinais de reação desde meados do ano passado. Esse desempenho mais favorável da atividade econômica certamente se beneficiou da queda dos preços do petróleo e do consequente aumento da renda disponível. O gráfico 7.9 exibe as taxas trimestrais de variação do PIB e dos componentes da demanda final: no último trimestre de 2014, o crescimento do PIB acelerou de 0,2% para 0,3%, com destaque para o crescimento do investimento fixo, que cresceu 0,4% no período, após

dois trimestres de taxa fortemente negativa e nula, respectivamente. Ainda são taxas modestas, mas que reforçam uma trajetória de recuperação já exibida pelo consumo, que, em 2014, cresceu 1% em relação a 2013, quando havia caído 0,7%. O enfraquecimento do euro também tende a alimentar esse processo de recuperação, estimulando as exportações e reduzindo as importações. No último trimestre de 2014, as exportações líquidas de bens e serviços contribuíram com 0,3 p.p. para o crescimento de 1,1% registrado pelo PIB na comparação interanual.

GRÁFICO 7.9
Área do Euro: PIB e componentes da demanda − variação trimestral, com ajuste sazonal (2012-2014)
(Em %)

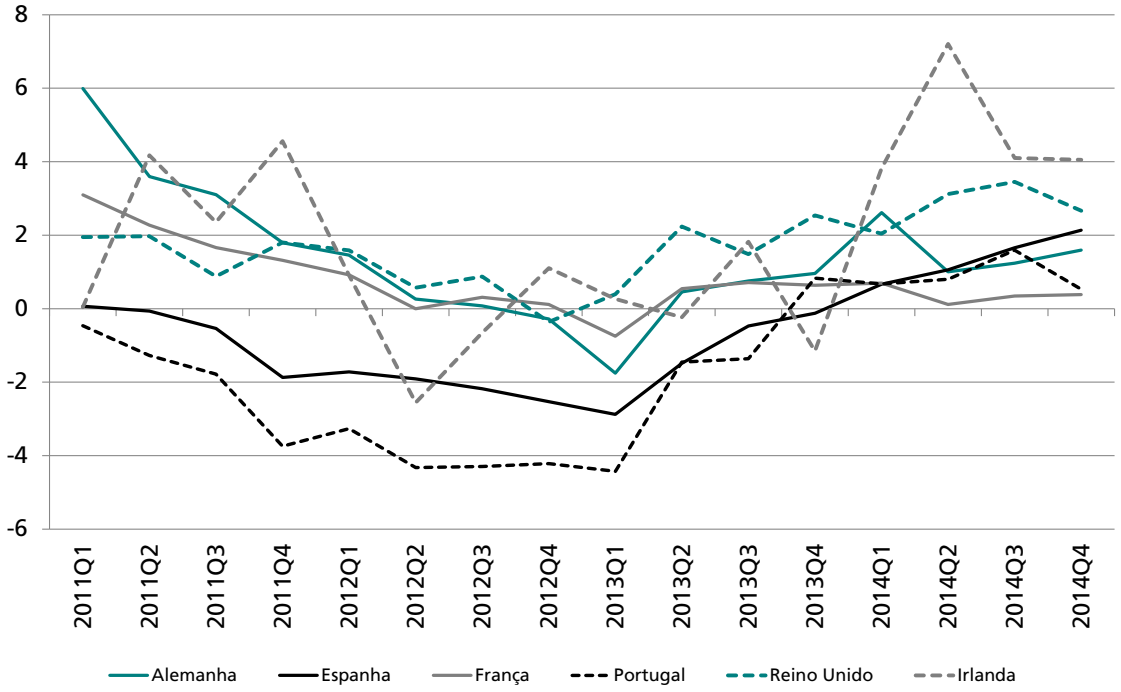


Fonte: Eurostat.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Pelo lado da oferta, os indicadores antecedentes reforçam a perspectiva de uma retomada, com o indicador de gerentes de compra (Purchasing Managers Index − PMI) de março atingindo 52,2 pontos para a indústria e 54 pontos no indicador composto – ambos representando forte aceleração em relação ao observado no final de 2014.

Na avaliação por países, destaca-se o desempenho do Reino Unido, que fechou 2014 com um crescimento de 2,8%; da Irlanda, com expansão de 4,8%; e da Polônia (3,3%). A Espanha também registrou uma recuperação importante de seu crescimento, com o PIB aumentando 1,4%, após três anos de taxas negativas. O mesmo vale para Portugal, embora seu crescimento em 2014 tenha sido bem mais modesto (0,9%), conforme gráfico 7.10.

GRÁFICO 7.10
União Europeia (UE): variação interanual do PIB − países selecionados (2011-2014)
(Em %)



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

Até mesmo a Grécia apresentou crescimento positivo, embora modesto (0,8%) em 2014. A mudança de governo, porém, voltou a gerar turbulências no continente, na medida em que o partido-líder da nova coalizão, o Syriza, venceu as eleições com base em forte rejeição ao programa de ajuste que sustenta o apoio externo da UE e do FMI. Houve uma extensão do prazo do programa em vigor até junho enquanto o país negocia um novo programa com aquelas instituições. Ainda que os riscos sistêmicos sejam hoje bem menores do que em 2011, quando eclodiu a crise grega, esta permanece como uma sombra sobre a Área do Euro, e os bancos gregos sofreram pesadas perdas de depósitos nos últimos meses.

7.4 CHINA

O crescimento chinês voltou a dar sinais de desaceleração no primeiro trimestre, depois de uma breve reversão no último trimestre de 2014. Quando se observa o crescimento médio do ano passado, a desaceleração em relação a 2013 já foi importante: de 7,7% para 7,4%. Os dados mais recentes, relativos ao primeiro bimestre de 2015, indicam continuidade dessa trajetória: a produção industrial (na realidade, valor adicionado na indústria) no primeiro bimestre deste ano foi 6,8% maior do que no primeiro trimestre de 2014, ante crescimento de 7,6% no último trimestre de 2014, na mesma base de comparação (gráfico 7.11).

GRÁFICO 7.11
China: produção industrial − variação interanual (jan.-fev./2010-jan.-fev./2015)
(Em %)

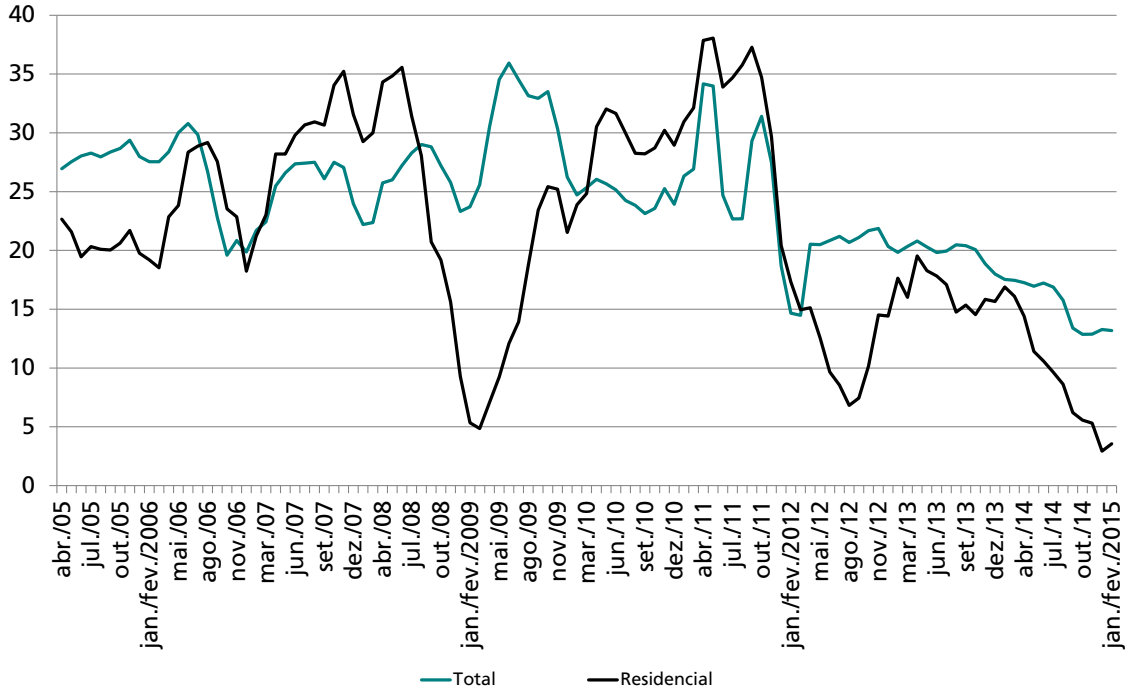
Fonte: CEIC.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Um dos aspectos mais notáveis da desaceleração da economia chinesa tem sido o comportamento do investimento, especialmente da construção residencial. O gráfico 7.12 mostra a evolução da taxa de crescimento da média móvel de três meses do investimento total e do residencial. Nota-se uma queda acentuada nessas taxas: o investimento total crescia 17,5% na comparação interanual no primeiro bimestre de 2014; agora, cresce 13,2%. No investimento residencial, a queda é ainda mais dramática: de 17% para 3,6%.

Essa desaceleração não é de todo indesejada, já que é parte da reorientação da economia chinesa por uma trilha mais equilibrada entre componentes de demanda (menos exportações e investimentos, mais consumo) e entre setores (mais serviços). A política monetária, no entanto, tem sido gradualmente afrouxada para que a transição para taxas de crescimento mais baixas seja suave. A taxa de juros de empréstimo de um ano do Banco Popular da China foi reduzida pela segunda vez em quatro meses, o mesmo tendo ocorrido com as alíquotas de depósitos compulsórios dos bancos. Há um grande encontro de contas em curso, as dívidas de governos locais estão sendo consolidadas e o sistema financeiro passa por reformas profundas: deve entrar em vigor em breve um esquema de seguro para depósitos no sistema financeiro, medida vista como importante para se avançar no sentido de sua maior internacionalização, acompanhando a abertura da conta de capitais. A única moeda relevante contra a qual o

dólar não teve valorização importante desde junho foi o renminbi – ganho de 1,7% apenas, ante 20% contra a cesta de moeda dos principais parceiros. Até mesmo essa valorização em termos efetivos pode ser vista na perspectiva de mudança estrutural da economia, com menos ênfase nas exportações.

GRÁFICO 7.12
China: investimentos em ativos fixos − variação da média móvel de três meses ante igual período do ano anterior (abr./2005-jan.-fev./2015)
(Em %)



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

Diante dos riscos de uma deflação acentuada, outros instrumentos tendem a ser mobilizados. Os investimentos em infraestrutura tendem a continuar crescendo a taxas elevadas. Nesse sentido, a Comissão Nacional para o Desenvolvimento e Reforma (NDRC na sigla em inglês) sancionou, ainda em 2014, procedimentos mais ágeis para a aprovação de projetos de investimento, destacando-se aqueles relacionados ao plano Nova Rota da Seda (*New Silk Road Plan*), que se propõe a integrar a estrutura logística entre a China e outros países das regiões menos desenvolvidas ao norte e a oeste do país.

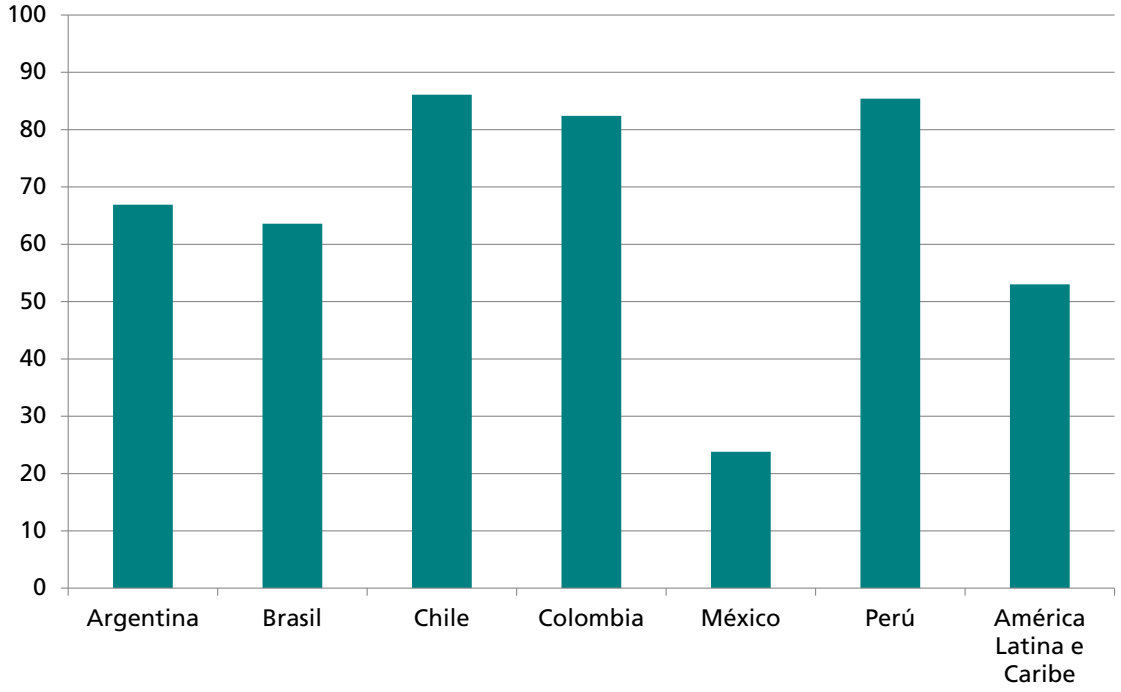
Entre as reformas que se encontram em fase de implementação, além daquela envolvendo o sistema financeiro, destacam-se a reforma das empresas estatais; a redução da intervenção governamental no sistema de preços; a reforma do sistema Hukou de migrações internas; a reforma do mercado de terras; e a reforma fiscal – com destaque para uma auditoria sobre o estoque de dívidas "paralelas" de governos locais e a criação de um mercado para títulos por eles emitidos, ao mesmo tempo que aumenta o

controle sobre *deficit* públicos. A perspectiva desse esforço parece ser a de que uma desaceleração do crescimento seria o preço para torná-lo mais robusto e sustentável.

7.5 AMÉRICA LATINA

Depois de um longo período de crescimento elevado – ligeiramente acima de 5% a.a. entre 2004-2008 e 2010-2011 –, as taxas de crescimento na América Latina desaceleraram para 2,6% a.a. em 2012-2013, para 1,3% em 2014 e projetados 0,9% em 2015, segundo o FMI. A mudança no cenário internacional, especialmente a reversão da forte alta dos preços de *commodities* observada naqueles dois períodos de alto crescimento, explica a desaceleração. De fato, esses países caracterizam-se por elevada participação de produtos primários em sua pauta de exportações, como se pode observar no gráfico 7.13. Na média do continente, essa parcela é um pouco superior a 50%, mas pode atingir mais de 80%, como no caso de Colômbia e Peru. A única exceção é o México, onde as exportações de produtos primários correspondem a menos de um quarto da pauta, dominada pelas exportações de manufaturados para os Estados Unidos.

GRÁFICO 7.13
América Latina: participação dos produtos primários no total das exportações
(Em %)

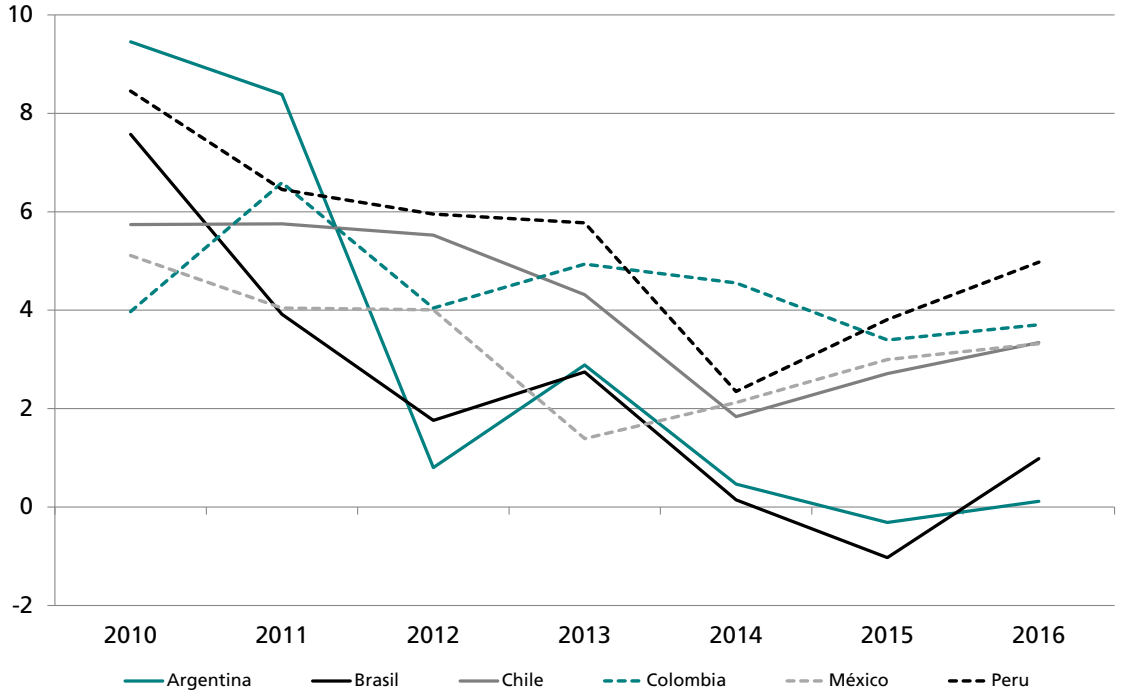


Fonte: Cepal.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A queda de preços de *commodities*, anteriormente comentada, implicou a necessidade de fortes ajustes nas economias do continente à nova realidade externa. A trajetória de crescimento declinante para as maiores economias da região reflete esse processo. Como já visto, as projeções do FMI são de um crescimento de 0,9% em 2015

e 2% em 2016. Há, contudo, diferenças importantes entre os países: no Peru, na Colômbia, no México e no Chile, a desaceleração foi menos acentuada, e as projeções apontam para um crescimento próximo a 4% em 2016. Nos casos de Argentina e Brasil, a desaceleração foi mais forte, os dois países devem enfrentar recessão em 2015, e a recuperação esperada para o ano que vem será modesta.

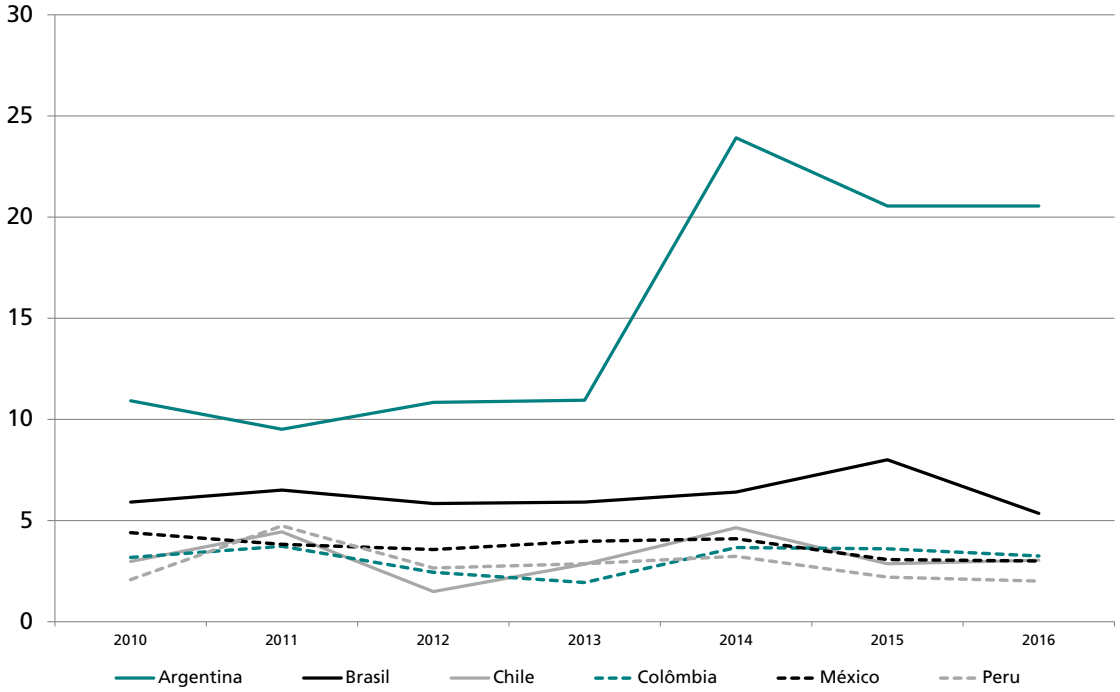
GRÁFICO 7.14
América Latina: taxas de crescimento do PIB (2010-2016)
(Em %)



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

Como já discutido na *Carta de Conjuntura nº 24*, de outubro de 2014, a capacidade de alguns países de enfrentarem a mudança no cenário internacional com menor sacrifício de crescimento está ligada à política macroeconômica. No caso da inflação, por exemplo, observa-se que, onde o crescimento se recupera mais vigorosamente, ela apresenta níveis mais baixos, conforme se vê no gráfico 7.15.

GRÁFICO 7.15
América Latina: inflação (2010-2016)
(Em % a.a.)



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

NOTAS TÉCNICAS

REVISÃO METODOLÓGICA DAS CONTAS NACIONAIS E PRINCIPAIS IMPACTOS SOBRE A TRAJETÓRIA DO PIB E SEUS COMPONENTES
LEONARDO MELLO DE CARVALHO
JOSÉ BRUNO RAMOS TORRES FEVEREIRO

A ECONOMIA BRASILEIRA EM MOMENTOS DE AJUSTE: BREVE COMPARAÇÃO ENTRE 1999, 2003 E 2015
FERNANDO J. RIBEIRO

UMA NOTA SOBRE A UTILIZAÇÃO DE DADOS DOS PORTAIS DE TRANSPARÊNCIA EM ANÁLISES CONJUNTURAIS SOBRE AS FINANÇAS PÚBLICAS DOS ESTADOS BRASILEIROS
CLÁUDIO HAMILTON MATOS DOS SANTOS
ALEJANDRO PADRÓN
FELIPE DOS SANTOS MARTINS
MARIANA LEITE MORAES DA COSTA

SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL REVISITADA
MÁRIO JORGE MENDONÇA
LUIS ALBERTO MEDRANO

PRODUTO INTERNO BRUTO MENSAL: 2003 A 2014
JOSÉ RONALDO DE CASTRO SOUZA JÚNIOR

NOTA TÉCNICA

REVISÃO METODOLÓGICA DAS CONTAS NACIONAIS E PRINCIPAIS IMPACTOS SOBRE A TRAJETÓRIA DO PIB E SEUS COMPONENTES

Leonardo Mello de Carvalho[1]

José Bruno Ramos Torres Fevereiro[2]

1 INTRODUÇÃO

A revisão das séries históricas do Sistema de Contas Nacionais (SCN) do Brasil é uma atividade realizada periodicamente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), tendo em vista, de modo geral, manter a pesquisa atualizada perante as transformações na estrutura da economia. Além disso, a atual revisão justifica-se também pela necessidade de adequar nosso sistema às recomendações do novo manual internacional de contas nacionais, o System of National Accounts (SNA), de 2008, da Organização das Nações Unidas (ONU), e, assim, tornar mais eficaz a comparação com a maioria dos países, que já havia adotado as novas recomendações. Nesse contexto, a atualização das contas nacionais também incorporou a revisão da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (Cnae), novas fontes de informação e pesquisas de referência à base de dados.

Para dar conta da complexidade dos trabalhos realizados, houve uma interrupção na divulgação das contas anuais em 2011, sendo o último dado definitivo referente a 2009,[3] e os esforços ficaram concentrados no projeto da revisão das contas nacionais. Contornando este vácuo, os dados referentes ao produto interno bruto (PIB) trimestral continuaram a ser divulgados para o período entre o primeiro trimestre de 2010 e o terceiro de 2014, considerando-se os resultados das contas nacionais trimestrais como informações oficiais. Com a recente divulgação, a nova série passa a ter 2010 como ano de referência, sendo retropolada até 2000 nas contas nacionais anuais; e até 1995, nas trimestrais.

---

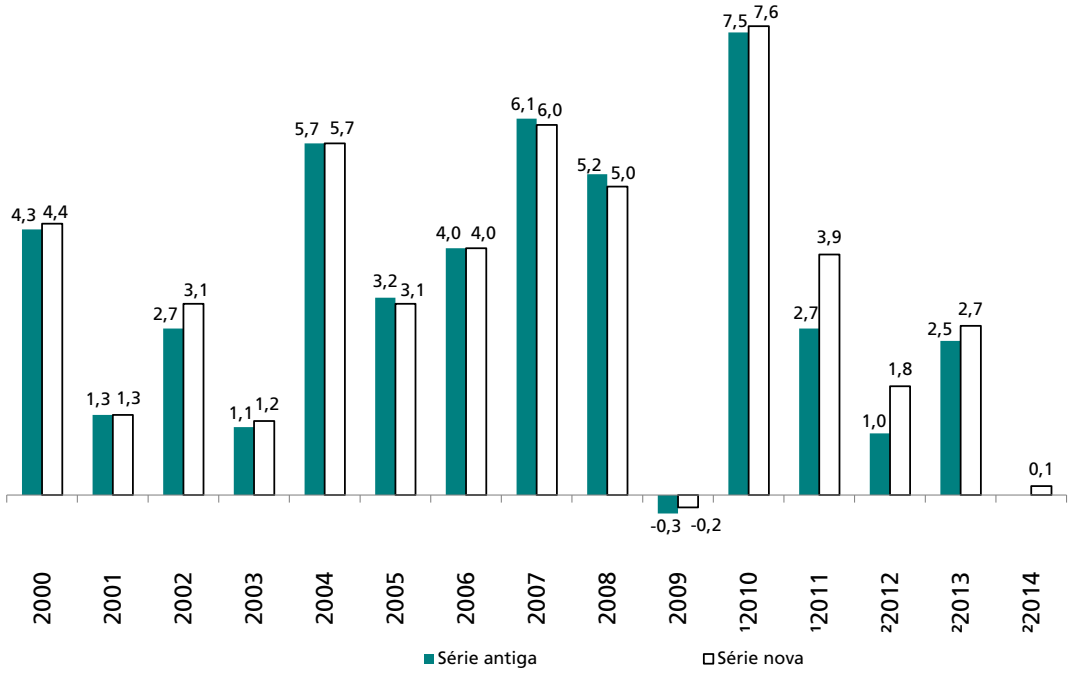
1. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

2 . Pesquisador do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) da Dimac do Ipea.

3. Vale lembrar que as contas nacionais definitivas, baseadas nas Tabelas de Recursos e Usos (TRUs) e nas Contas Econômicas Integradas (CEI), são tradicionalmente divulgadas com dois anos de defasagem.

Em termos de tendência de crescimento, numa visão mais abrangente, o impacto das mudanças foi, até certo ponto, limitado. O crescimento do PIB real aumentou, em média, apenas 0,2 pontos percentuais (p.p.) no período entre 2000 e 2013. As principais alterações ocorreram nos resultados de 2011 e 2012, que tiveram o crescimento do PIB revisado em 1,2 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente (gráfico 1). Além dos efeitos provocados pelas mudanças metodológicas em si, o fato de as alterações mais significativas nas taxas de crescimento terem sido concentradas no período mais recente, e não na série como um todo, chama atenção para outro possível fator explicativo, que está associado aos diferentes conjuntos de informação utilizados no cálculo do PIB anual, em comparação ao cálculo do PIB trimestral. Enquanto as séries trimestrais produzem uma estimativa preliminar do PIB, tendo por base um conjunto de pesquisas com maior frequência de divulgação, por exemplo, a Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF) e a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), as contas nacionais anuais utilizam um conjunto ampliado de informações, incluindo também as séries provenientes das pesquisas setoriais anuais, que geram a estimativa definitiva para o PIB.

GRÁFICO 1
Taxa de crescimento do PIB real antes e após a revisão (2000-2014)



Fonte: SCN/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Notas: [1] Valores da série antiga estão baseados nas contas nacionais trimestrais.
[2] Valores baseados de ambas as séries nas contas nacionais trimestrais.

2 AS PRINCIPAIS MUDANÇAS METODOLÓGICAS

A base de dados do novo SCN passou a incorporar novas pesquisas-marco (ou de referência) do IBGE, como a Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) 2008-2009, o Censo Agropecuário 2006 e o Censo Demográfico 2010. Além disso, o conjunto de informações foi alterado pelas atualizações da matriz de consumo intermediário, com dados provenientes da Pesquisa de Consumo Intermediário (PCI) de 2010;[4] das margens de transportes e comércio; e da matriz de impostos, levando em consideração a nova estrutura de consumo e as revisões das alíquotas.

Além das atualizações já mencionadas, novas fontes de informação foram acrescentadas à base de dados, tais como: *i*) Imposto de Renda de Pessoa Física (IRPF); e *ii*) índice de preços ao produtor (IPP), aplicado especificamente a setores da indústria de transformação. Houve também um aprofundamento no uso das bases já existentes como: *i*) Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ); *ii*) Sistema Finanças do Brasil da Secretaria do Tesouro Nacional (Finbra/STN); *iii*) Sistema integrado de Administração Financeira (Siafi) da STN; e *iv*) Departamento de Informática do Sistema Único de Saúde do Ministério da Saúde (Datasus/MS).

O mais recente SCN adota nova classificação de produtos e atividades, integrada à Cnae 2.0 e compatível com a classificação internacional mais atual (International Standard Industrial Classification – ISIC rev.4, da ONU), já incorporada nas versões mais recentes das pesquisas setoriais anuais como a Pesquisa Industrial Anual (PIA), a Pesquisa Anual de Serviços (PAS), a Pesquisa Anual de Comércio (PAC) e a Pesquisa Anual da Indústria da Construção (Paic), que continuam como pesquisas estruturantes no SCN.

Ademais, o IBGE promoveu aprimoramentos importantes na mensuração da produção de algumas atividades. Entre estas, destacam-se: *i*) alteração do cálculo do índice de volume do valor da produção (VP) da construção civil, de modo a incorporar a variação de remuneração do trabalho, obtida pelo Sistema Nacional de Pesquisa de Custos e Índices da Construção Civil (Sinapi), deflacionados pelo índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA); *ii*) mudança na mensuração do índice de volume da saúde pública, que passa a utilizar sistema de ponderação por tipo de procedimento e internação; *iii*) tratamento das usinas termelétricas na atividade energia elétrica, que altera a relação entre o valor adicionado bruto (VAB) e o consumo intermediário; e *iv*) o uso do IPP no deflacionamento de parte dos dados da indústria de transformação nas contas nacionais.

4. Exceção feita à estrutura do consumo intermediário da agropecuária, que teve como base o Censo Agropecuário 2006.

Quanto às recomendações do SNA de 2008, a principal alteração em relação à versão anterior se deu no entendimento de quais gastos devem ser contabilizados como investimento. Perante as novas recomendações, alguns ativos intangíveis, antes entendidos como consumo intermediário, foram reclassificados como formação bruta de capital fixo (FBCF), ampliando a fronteira para a classificação de ativos fixos. Entre essas novas categorias de ativos fixos, estão: *i*) pesquisa e desenvolvimento (P&D); *ii*) exploração e avaliação de recursos minerais; *iii*) aquisição de *softwares* e de banco de dados; *iv*) originais de entretenimento, literatura e artes; e *v*) outros produtos de propriedade intelectual. Os três primeiros grupos foram incorporados à FBCF no SCN – referência 2010. No entanto, por limitação da capacidade de coleta das informações, os demais ainda não foram incluídos, a exemplo do que ocorre em diversos países.

3 IMPACTOS NO DESEMPENHO DO PIB E DOS PRINCIPAIS COMPONENTES

Um dos principais efeitos das mudanças introduzidas pelo SCN – referência 2010 no PIB da economia, conforme ocorrido na maioria dos países, foi um aumento no resultado nominal em toda a série histórica, como mostra a tabela 1. Na nova série, o PIB corrente em termos nominais é superior ao da série antiga em uma proporção crescente, sendo 5,6% superior àquela estimada na antiga metodologia para 2011. A taxa de crescimento real do PIB ao longo das duas séries, por sua vez, é bastante similar, com exceção feita aos anos de 2011 e 2012. Desse modo, grande parte da crescente diferença no PIB nominal entre as duas séries refletiu-se em deflatores implícitos maiores na nova série, especialmente após 2005.

TABELA 1
PIB corrente (2000-2014)

Ano	PIB corrente			Crescimento real do PIB		Deflator implícito	
	Antiga	Nova	Diferença	Antiga	Nova	Antiga	Nova
	(R$)		(%)	(%)		(%)	
2000	1.179.482	1.202.377	1,9	4,3	4,4	6,2	5,4
2001	1.302.136	1.316.318	1,1	1,3	1,3	9,0	8,1
2002	1.477.822	1.491.183	0,9	2,7	3,1	10,6	9,9
2003	1.699.948	1.720.069	1,2	1,1	1,2	13,7	14,0
2004	1.941.498	1.958.705	0,9	5,7	5,7	8,0	7,8
2005	2.147.239	2.171.736	1,1	3,2	3,1	7,2	7,5
2006	2.369.484	2.409.803	1,7	4,0	4,0	6,1	6,7
2007	2.661.344	2.718.032	2,1	6,1	6,0	5,9	6,4
2008	3.032.203	3.107.531	2,5	5,2	5,0	8,3	8,9
2009	3.239.404	3.328.174	2,7	-0,3	-0,2	7,2	7,4
2010[1]	3.770.085	3.886.835	3,1	7,5	7,6	8,2	8,6
2011[1]	4.143.013	4.374.765	5,6	2,7	3,9	7,0	8,3
2012[2]	4.392.094	4.713.096	7,3	1,0	1,8	3,2	3,7
2013[2]	4.844.815	5.157.569	6,5	2,5	2,7	9,2	7,5
2014[2]	n.d.	5.521.256	n.d.	n.d.	0,1	n.d.	4,2

Fonte: SCN/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Notas: [1] Valores da série antiga estão baseados nas contas nacionais trimestrais.
[2] Valores baseados em ambas as séries nas contas nacionais trimestrais.
Obs.: dado não disponível (n.d.).

3.1 Componentes da demanda

Como já mencionado, as maiores diferenças nas taxas de crescimento reais entre as duas metodologias ocorreram no período de 2010 a 2012. Em 2010, o resultado agregado foi bastante similar. A revisão de 0,10 p.p. na nova série decorre de uma variação fortemente positiva nos estoques, somada a uma pequena redução do vazamento externo (tabela 2). Contudo, os principais componentes de demanda interna tiveram uma revisão do crescimento para baixo. Na nova série, a expansão do consumo das famílias (*CF*) foi 0,5 p.p. menor, enquanto as taxas de crescimento do consumo da administração pública (*APU*) e da FBCF reduziram-se 0,3 p.p. e 3,5 p.p., respectivamente. Vale destacar que, isoladamente, a redução nas taxas da demanda interna (*CF* + *APU* + *FBCF*) resultaria em um decréscimo de 1,01 p.p. no crescimento do PIB na série revisada em relação ao resultado apurado anteriormente. Por sua vez, a revisão nos resultados das exportações líquidas contribuiu positivamente. A queda de 1,8 p.p. no crescimento das importações e o aumento de 0,2 p.p. nas exportações contribuíram em 0,26 p.p. para a diferença entre a série do PIB revisada e a antiga. Portanto, não fosse a contribuição dos estoques, o PIB na nova série seria aproximadamente 0,74 p.p. inferior ao estimado pelas contas trimestrais antigas.

TABELA 2
Taxas de crescimento dos componentes da demanda (1996-2014)
(Em p.p.)

Ano	Referência	PIB	Consumo das famílias	Consumo da administração pública	FBCF	Exportação	Importação
Média ao ano (a.a.) 1996-2009	Antiga	2,8	2,8	2,3	3,6	7,6	6,1
	Nova	2,9	2,9	2,1	3,3	7,4	6,0
2010	Antiga[1]	7,5	6,9	4,2	21,3	11,5	35,8
	Nova	7,6	6,4	3,9	17,8	11,7	33,6
2011	Antiga[1]	2,7	4,1	1,9	4,7	4,5	9,7
	Nova	3,9	4,8	2,2	6,6	4,8	9,4
2012	Antiga[1]	1,0	3,2	3,3	-4,0	0,5	0,2
	Nova[2]	1,8	3,9	3,2	-0,6	0,5	0,7
2013	Antiga[1]	2,5	2,6	2,0	5,2	2,5	8,3
	Nova[2]	2,7	2,9	2,2	6,1	2,1	7,6
2014	Nova[2]	0,1	0,9	1,3	-4,4	-1,1	-1,0

Fonte: SCN/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Notas: [1] Valores da série antiga estão baseados nas contas nacionais trimestrais.
[2] Valores baseados em ambas as séries nas contas nacionais trimestrais.

Em 2011, houve uma revisão positiva para todos os elementos da demanda final, além de uma revisão para baixo em 0,3 p.p. no crescimento da importação. Como mostra a tabela 3, o aumento de 0,7 p.p. na taxa de crescimento das despesas de consumo contribuiu para explicar um terço (0,4 p.p.) da diferença observada entre as taxas de crescimento do PIB das duas séries (1,2 p.p.). A diferença de 1,9 p.p. no resultado da FBCF em 2011 também contribuiu, e de forma significativa, para a revisão

observada no PIB naquele ano, tendo adicionado mais um terço da diferença. A maior parte dos outros 0,4 p.p. foi explicada pela revisão positiva na série de variação de estoques (0,2 p.p.), enquanto os demais componentes contribuíram de forma marginal.

Em 2012, o aumento de 0,7 p.p. na taxa de crescimento do PIB foi reflexo, em grande parte, do aumento na taxa de crescimento da FBCF (3,4 p.p.) e do consumo das famílias (0,7 p.p.). A contribuição conjunta da revisão ocorrida nesses dois componentes resultou em uma diferença de 1,0 p.p. entre as duas séries do PIB. A diferença entre o PIB revisado e o antigo só não foi maior devido às contribuições negativas provenientes das revisões nas despesas de consumo do governo e na variação de estoques, que subtraíram o resultado em 0,3 p.p. conjuntamente.

TABELA 3
Contribuição à diferença entre as taxas de variação real, segundo os itens de despesa pelo lado da demanda (2011-2012)

Itens de despesa	2011				2012			
	Variação real (%) – referência 2010	Variação real (%) – referência 2000	Diferença (p.p.)	Contribuição à diferença (p.p.)	Variação real (%) – referência 2010	Variação real (%) – referência 2000	Diferença (p.p.)	Contribuição à diferença (p.p.)
PIB a preços de mercado	3,9	2,7	1,2	1,2	1,8	1,0	0,7	0,7
Despesa de consumo das famílias	4,8	4,1	0,7	0,4	3,9	3,2	0,7	0,4
Despesa de consumo do governo	2,2	1,9	0,3	0,0	3,2	3,3	-0,1	-0,1
FBCF	6,6	4,7	1,9	0,4	-0,6	-4,0	3,4	0,6
Variação de estoques	-11,2	-42,3	31,2	0,2	-89,2	-196,0	106,8	-0,2
Exportação de bens e serviços	4,8	4,5	0,3	0,0	0,5	0,5	0,1	0,0
Importação de bens e serviços (-)	9,4	9,7	-0,3	-0,1	0,7	0,2	0,5	0,1

Fonte: SCN/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: os cálculos foram normalizados a fim de compatibilizar os diferentes níveis de desagregação entre as contas nacionais anuais e as trimestrais.

Com relação às diferenças entre as taxas de crescimento nas despesas de consumo das famílias, é importante destacar que as novas contas nacionais incorporam a POF 2008-2009, o que afeta diretamente os pesos de diversos itens na ponderação da série. Já as mudanças na mensuração do índice de volume da saúde pública podem explicar as alterações nos dados de despesas de consumo do governo. Na nova base, o índice de volume passa a levar em consideração, além do número de atendimentos, o tipo de procedimento ambulatorial e de doença executado. Assim, o índice desta atividade passa a ser auferido a partir de uma média ponderada pelo custo médio de cada tipo de procedimento e de internação por tipo de doença, na rede pública de saúde.

Como já destacado, o investimento foi o componente de demanda que sofreu a principal revisão metodológica nas novas contas nacionais, sendo afetado, por exemplo, pela inclusão de novos ativos fixos na categoria de FBCF. Estas alterações geraram importantes mudanças nas taxas de crescimento da FBCF e de seus componentes, assim como na participação relativa destes no total (tabela 4). Em termos de expansão em volume, as novas contas apresentaram uma FBCF crescendo, em média, 0,3 p.p. em relação ao resultado anterior no período entre 2001 e 2013. Esta diferença tornou-se mais dramática nos últimos três anos, quando este valor subiu para 2,1 p.p.

Com relação aos componentes da FBCF, a incorporação de gastos em P&D, a aquisição de *software* e de banco de dados, e a exploração e avaliação de recursos minerais na categoria outros ativos fixos elevaram a participação desta categoria na FBCF total em 5,1 p.p., em média, entre 2001 e 2013. Além disso, taxa real de crescimento médio deste componente foi a que apresentou maior revisão, ficando 3,0 p.p. acima do resultado anterior. Outro componente que aumentou significativamente sua participação na FBCF foi a construção civil. Parte deste resultado refletiu um aumento médio de aproximadamente 30%, em valores correntes, no VP, entre 2001 e 2013. Além disso, especialmente a partir de 2011, suas taxas de crescimento em volume registraram altas elevadas, provavelmente em decorrência da mudança no cálculo do seu índice de volume. Com isso, sua participação na FBCF se elevou 9,1 p.p., em média, nestes doze anos. Por sua vez, o componente máquinas e equipamentos registrou queda em termos nominais nas novas contas. As revisões ocorridas também representaram, em média, um aumento apenas marginal nas taxas de crescimento real deste componente. Com isso, sua participação na FBCF caiu sensivelmente, registrando um recuo médio de 14,2 p.p.

Por fim, ainda que tenham ocorrido mudanças metodológicas no cálculo das novas séries, não houve mudança nas pesquisas utilizadas como fonte de informações, como na revisão de 2007 do SCN – referência 2000, em que pesquisas como a Paic e a PIA foram incluídas na base de dados, sendo ambas mantidas como principal fonte de informação para os referidos setores no novo SCN.

TABELA 4
Taxas de crescimento e composição da FBCF (2001-2014)
(Em %)

Ano	Taxas de crescimento								Composição da FBCF					
	FBCF		Construção civil		Máquinas e equipamentos		Outros		Construção civil		Máquinas e equipamentos		Outros	
	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova
2001	0,4	1,1	-2,0	-0,8	3,4	1,8	-0,6	9,1	46,5	56,2	45,8	31,2	7,7	12,5
2002	-5,2	-1,5	-3,8	0,8	-8,3	-6,8	4,1	1,7	47,3	57,8	44,3	30,0	8,4	12,1
2003	-4,6	-3,9	-5,7	-7,3	-3,6	-3,0	-3,7	8,5	44,2	53,6	46,8	32,7	9,0	13,7
2004	9,1	8,4	6,2	7,5	13,1	11,7	2,8	2,3	43,7	52,7	47,9	34,2	8,4	13,1
2005	3,6	2,3	1,0	-1,4	5,7	5,7	5,2	7,3	42,3	51,4	49,9	35,5	7,9	13,2
2006	9,8	6,1	4,9	2,2	14,5	12,1	5,8	1,5	40,4	49,4	51,7	37,4	7,9	13,3
2007	13,9	12,0	5,5	6,0	22,0	21,6	3,8	6,9	38,3	47,6	54,1	39,5	7,6	12,9
2008	13,6	12,7	9,3	7,2	18,3	21,2	1,7	6,7	36,3	45,0	56,7	42,8	7,0	12,2
2009	-6,7	-1,9	1,0	5,3	-12,5	-10,9	0,4	3,5	42,3	50,3	50,1	37,0	7,6	12,7
2010[1]	21,3	17,8	12,9	11,9	30,4	29,8	8,0	4,6	40,7	49,5	52,5	39,1	6,9	11,4
2011[1]	4,7	6,6	3,9	7,3	6,0	5,4	-0,4	7,6	41,4	50,1	52,4	38,2	6,2	11,6
2012[2]	-4,0	-0,6	1,9	2,8	-9,1	-5,9	-0,7	2,1	43,8	52,3	49,7	35,4	6,5	12,3
2013[2]	5,2	6,1	2,3	4,6	10,2	8,3	3,0	6,3	41,8	51,4	51,8	35,9	6,4	12,7
2014[2]	n.d.	-4,4	n.d.	-3,3	n.d.	-9,5	n.d.	5,5	n.d.	52,6	n.d.	33,1	n.d.	14,3

Fonte: SCN/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Notas: [1] Valores da série antiga estão baseados nas contas nacionais trimestrais.
[2] Valores baseados em ambas as séries nas contas nacionais trimestrais.

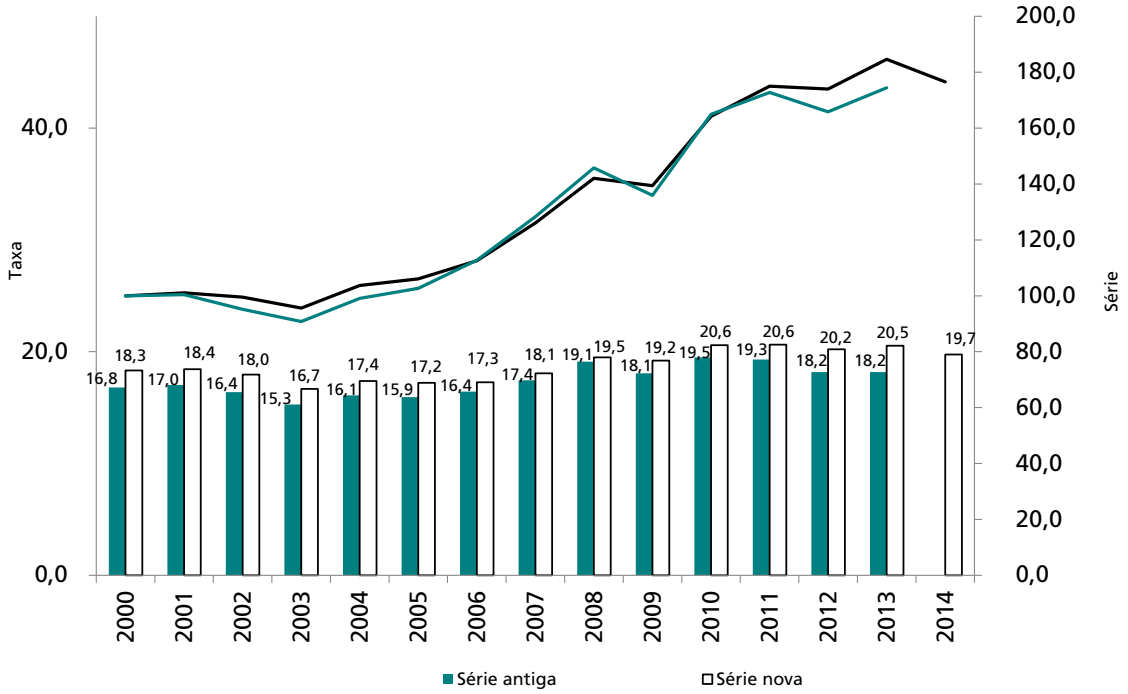
A forte revisão ocorrida na FBCF também provocou alterações significativas nas taxas líquidas de investimento, que aumentaram 1,3 p.p., em média, na comparação entre a série revisada e a anterior, no período 2000 a 2013. Além disso, como mostra o gráfico 2, a partir de 2010, a diferença entre as taxas de investimento são crescentes, passando de 1,1 p.p. para 2,3 p.p.[5] em 2013.

Parte desse resultado é explicada pelas revisões positivas ocorridas nas taxas de crescimento real da FBCF nas novas contas nacionais, especialmente a partir de 2011. Ao final de 2013, a nova série acumulava um crescimento real 10,2 p.p. maior que a antiga, na comparação a partir de 2000. Outra parte significativa do aumento das taxas de investimento verificado nas novas contas pode ser explicada pela elevação do seu custo relativo. Embora a tendência de queda anteriormente observada no preço relativo da FBCF em relação ao PIB ainda possa ser observada, sua trajetória se mostrou mais suave que aquela sugerida antes das modificações (gráfico 3).

5. Diferença que seguiu se acentuando até o terceiro trimestre de 2014, que é o último ponto em que há informações para as duas séries, quando a diferença entre as taxas de investimento chega a 3,0 p.p.

GRÁFICO 2

Taxa líquida do investimento[1] e série encadeada da FBCF[2] (2000-2014)

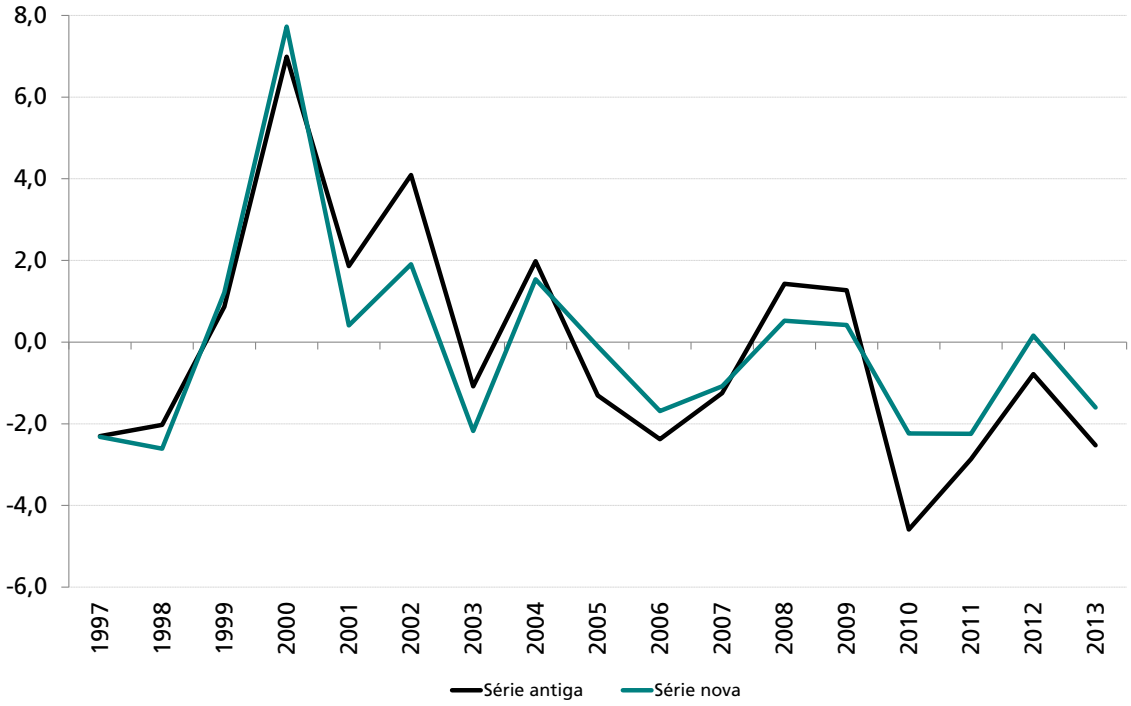


Fonte: SCN/IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Notas: [1] A preços correntes, em % do PIB.
[2] Ano-base: 2000=100.

GRÁFICO 3

Variação anual dos deflatores FBCF/PIB (1997-2013)

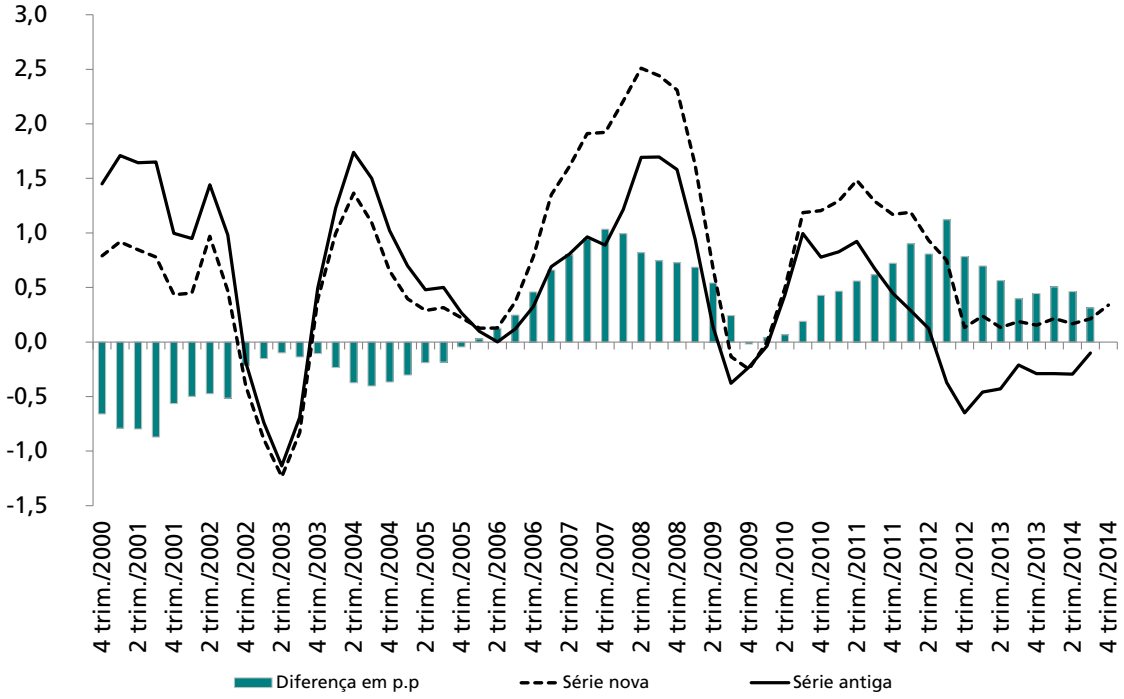
(Em p.p.)



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

Como foi destacado anteriormente, o comportamento registrado pela variação dos estoques nas novas contas nacionais contribuiu de forma positiva para o aumento das taxas de crescimento do PIB, especialmente a partir do segundo trimestre de 2010, quando a trajetória das duas séries voltou a descolar. Esta diferença, no acumulado em quatro trimestres, chegou a 1,1 p.p. do PIB no terceiro trimestre de 2012 (gráfico 4). Da mesma forma, a trajetória da variação de estoques foi importante para explicar o aumento da taxa bruta de investimentos, que, embora continue apresentando um ritmo declinante nos últimos anos, alcançou o valor de 20,2% do PIB na nova série, em comparação a 17,1% na série anterior.

GRÁFICO 4
Variação nos estoques, a preços correntes (2000-2014)
(Em % do PIB)



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

3.2 Componentes da oferta

As novas contas nacionais também trouxeram alterações significativas nas taxas de crescimento dos componentes da oferta, assim como na série de impostos líquidos de subsídios. Como pode ser observado na tabela 5, na média, as taxas de crescimento entre 1996 e 2009 das duas séries são relativamente parecidas, ainda que alguns componentes tenham apresentado diferenças não desprezíveis em determinados anos. O período mais recente, entretanto, vem apresentando alterações mais sistemáticas nas taxas de seus componentes. Este é o caso, por exemplo, da construção civil, cuja inclusão da variação da remuneração de sua força de trabalho no cálculo do VAB,

juntamente com a evolução real dos insumos utilizados no setor, resultou em um aumento na taxa de crescimento desse setor em todos os anos da série.

TABELA 5
Taxas de crescimento dos componentes da oferta (1996-2014)
(Em p.p.)

Grupo de atividades	Média a.a. 1996-2009		2010		2011		2012		2013		2014
	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Nova
PIB a preços de mercado	2,8	2,9	7,5	7,6	2,7	3,9	1,0	1,8	2,5	2,7	0,1
Impostos líquidos de subsídios	3,2	3,2	11,7	10,8	4,3	5,3	1,6	3,2	3,5	3,4	-0,3
VAB	2,7	2,8	6,9	7,0	2,5	3,7	0,9	1,5	2,3	2,6	0,2
Agropecuária	3,6	3,6	6,3	6,8	3,9	5,6	-2,1	-2,5	7,3	7,9	0,4
Indústria	1,7	1,8	10,4	10,4	1,6	4,1	-0,8	0,1	1,7	1,8	-1,2
Indústria extrativa	4,0	4,1	13,6	14,8	3,2	3,3	-1,1	-0,8	-2,2	-2,5	8,7
Indústria de transformação	1,2	1,4	10,1	9,5	0,1	2,2	-2,4	-0,9	2,7	2,0	-3,8
Construção civil	2,1	2,2	11,6	13,1	3,6	8,3	1,4	2,8	1,6	4,7	-2,6
Produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	3,0	2,7	8,1	6,5	3,8	5,6	3,5	0,4	2,9	0,4	-2,6
Serviços	3,0	3,1	5,5	5,8	2,7	3,4	1,9	2,4	2,2	2,5	0,7
Comércio	2,6	2,4	10,9	11,1	3,4	2,3	0,9	1,6	2,9	3,5	-1,8
Transporte, armazenagem e correio	2,6	2,5	9,2	11,4	2,8	4,3	1,9	1,2	3,1	5,8	2,0
Serviços de informação	6,5	6,5	3,7	5,6	4,9	6,5	4,2	5,4	5,7	6,5	4,6
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	4,1	4,4	10,0	9,4	3,9	5,3	0,7	2,2	1,5	1,7	0,4
Atividades imobiliárias	2,8	2,5	3,7	4,9	2,3	1,8	2,2	3,1	0,7	0,0	0,1
Outros serviços	3,4	3,5	1,7	3,3	1,4	4,7	2,2	4,4	2,3	4,5	3,3
Administração, saúde e educação públicas e seguridade social	2,6	2,6	2,3	2,2	2,3	1,9	2,3	1,0	2,2	1,8	0,5

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

No caso da agropecuária, a revisão parece ter resultado em uma série mais volátil, uma vez que as taxas de crescimento foram revisadas para cima em anos de crescimento, como 2010 (0,5 p.p.), 2011 (1,7 p.p.) e 2013 (0,6 p.p.), e para baixo em anos de retração, como 2012 (-0,4 p.p.). Além das alterações resultantes da adoção do Censo Agropecuário 2006, o IBGE destaca que a diferença na revisão dos dados de 2012 e 2013 decorreu, em grande medida, da incorporação de novas fontes estruturais anuais de informação do próprio instituto, como a pesquisa de Produção Agrícola Municipal (PAM), a Produção da Pecuária Municipal (PPM) e a Produção da Extração Vegetal e da Silvicultura (Pevs), que substituíram os dados de pesquisas conjunturais anteriormente utilizados.

A indústria de transformação não teve grandes alterações conceituais, sendo algumas das principais a incorporação do IPP no deflacionamento do VP de certos produtos e aquelas decorrentes da reclassificação de atividades pela Cnae 2.0. Ainda assim, as taxas de crescimento da atividade sofreram alterações significativas, tendo

sido revisadas para cima em 2011 (2,1 p.p.) e 2012 (1,5 p.p.), e para baixo em 2010 (-0,6 p.p.) e 2013 (-0,7 p.p.). Uma possível explicação para as alterações referentes ao período de 2010 a 2012 pode estar relacionada à discrepância entre a série da PIA e da proxy utilizada para o dado trimestral, baseada na PIM-PF, cuja abrangência geográfica e de produtos é menor. Ademais, a própria PIM-PF foi alvo de uma revisão recente, que atualizou o sistema de ponderação dos produtos com base na PIA de 2010, já baseada na Cnae 2.0.[6] Os dados da atividade fundamentados na reformulação da PIM-PF já estavam incorporados no cálculo do PIB trimestral de 2013 e de 2014 da antiga série; os de 2010 a 2012, porém, não haviam sido revisados com base na nova metodologia.

Como mencionado, a atividade de construção civil teve uma importante mudança na mensuração dos índices de volume de sua produção. As novas contas nacionais passaram a incorporar, além da evolução dos insumos típicos usados nesta atividade e no SCN – referência 2000, a variação do fator trabalho a partir dos dados de remuneração deflacionados pelo IPCA, obtidos pela Sinapi. Dessa forma, o índice de volume da produção passa a ser obtido a partir de uma média ponderada dos índices de volume dos insumos e das remunerações de acordo com a participação de cada no consumo intermediário e no VAB. A incorporação dessas novas informações refletiu-se no aumento das taxas de crescimento da atividade. O aumento mais expressivo observado foi em 2011, ano em que o crescimento pela nova série foi de 8,3% em comparação a um aumento de 3,6% na série antiga.

A série da atividade de produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana foi outra que apresentou significativas alterações. Se em 2010, 2012 e 2013 a revisão nesta série reduziu a taxa de crescimento da atividade, em 2011 houve um incremento. Esse comportamento errático parece estar associado ao tratamento dado às usinas termoelétricas. O acionamento (ou desligamento) dessas usinas causa alterações no VAB no setor de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica (que passa a ser apresentado separadamente das atividades de água, esgoto e gestão de resíduos). Isto ocorre por um aumento dos custos em relação ao VP, aumentando o consumo intermediário e reduzindo o VAB para um mesmo VP. Cabe ainda ressaltar que essa alteração gera mudanças tanto na série a preços constantes quanto naquela a preços correntes. Além disso, as contas trimestrais apenas incorporam dados de eletricidade e gás, cujas atividades somadas representam cerca de 80% do VAB total do grupo. Esta opção é consequência da não disponibilidade de indicadores para o abastecimento de água e esgotamento sanitário no país em bases

6. Para mais informações, consultar: CARVALHO, Leonardo Mello de. Revisão metodológica da PIM-PF e impactos sobre a trajetória da produção industrial. **Carta de Conjuntura**, Rio de Janeiro, n. 23, p. 105-110, jun. 2014.

trimestrais. Assim, a taxa de crescimento da atividade está sempre sujeita a revisões relevantes na divulgação das contas nacionais anuais em relação às trimestrais.

Destacam-se, também, as alterações na atividade imobiliária e nos outros serviços. A primeira decorre de alterações no modelo de estimativa do aluguel imputado, enquanto a atividade de outros serviços passou por importantes alterações em sua composição devido a alterações na Cnae 2.0 em relação à versão anterior. Na nova classificação, as sedes de empresas industriais passam a ser contabilizadas como serviços administrativos, cujo VAB passa a ser considerado como consumo intermediário da indústria. Além dessa alteração, na Cnae 2.0, o setor de serviços de manutenção e reparação foi desmembrado e distribuído em outros setores, que não necessariamente compõem a atividade.

Ainda com relação à atividade de serviços, no âmbito das contas nacionais trimestrais (que ainda balizam os resultados de 2012 a 2014), cabe destacar a incorporação integral da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) como fonte adicional de dados para este setor, sobretudo em 2012, ano em que a pesquisa havia sido incorporada apenas parcialmente. Outrossim, os índices de volume de algumas atividades sofreram revisão em razão da incorporação dos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad).

A tabela 6 apresenta a contribuição das alterações na taxa de crescimento de cada atividade para explicar a diferença na taxa de crescimento do PIB total entre a série antiga e a revisada em 2011 e 2012. Em 2011, a mudança na taxa de crescimento da indústria contribuiu com 0,6 p.p. da diferença de 1,2 p.p. na taxa de crescimento do PIB, sendo: 0,3 p.p. atribuído à variação na taxa de crescimento da indústria de transformação; 0,2 p.p., à alteração no dado da construção civil; e 0,1 p.p., às atividades de produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana. Devido ao seu maior peso na composição da oferta, a variação de 0,7 p.p. no crescimento do VAB dos serviços contribuiu com 0,4 p.p., sendo este resultado derivado basicamente da diferença na taxa de crescimento da atividade de outros serviços, que foi 3,3 p.p. maior na série revisada.

TABELA 6

Contribuição à diferença entre as taxas de variação real, segundo os grupos de atividades pelo lado da oferta (2011-2012)

Grupos de atividades	2011				2012			
	Variação real (%) – referência 2010	Variação real (%) – referência 2000	Diferença (p.p.)	Contribuição (p.p.)	Variação real (%) – referência 2010	Variação real (%) – referência 2000	Diferença (p.p.)	Contribuição (p.p.)
PIB a preços de mercado	3,9	2,7	1,2	1,2	1,8	1,0	0,7	0,7
Impostos líquidos de subsídios	5,3	4,3	1,0	0,2	3,2	1,6	1,6	0,2
VAB	3,7	2,5	1,2	1,0	1,5	0,9	0,6	0,5
Agropecuária	5,6	3,9	1,7	0,1	-2,5	-2,1	-0,4	0,0
Indústria	4,1	1,6	2,5	0,6	0,1	-0,8	0,8	0,2
Indústria extrativa	3,3	3,2	0,2	0,0	-0,8	-1,1	0,3	0,0
Indústria de transformação	2,2	0,1	2,1	0,3	-0,9	-2,4	1,5	0,2
Construção civil	5,6	3,6	2,0	0,1	2,8	1,4	1,4	0,1
Produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	8,3	3,8	4,4	0,1	0,4	3,5	-3,1	-0,1
Serviços	3,4	2,7	0,6	0,4	2,4	1,9	0,5	0,3
Comércio	2,3	3,4	-1,1	-0,1	1,6	0,9	0,7	0,1
Transporte, armazenagem e correio	4,3	2,8	1,5	0,0	1,2	1,9	-0,7	0,0
Serviços de informação	6,5	4,9	1,6	0,1	5,4	4,2	1,3	0,1
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	5,3	3,9	1,5	0,1	2,2	0,7	1,4	0,1
Atividades imobiliárias	1,8	2,3	-0,4	-0,1	3,1	2,2	0,9	0,1
Outros serviços	4,7	1,4	3,2	0,5	4,4	2,2	2,2	0,2
Administração, saúde e educação públicas e seguridade social	1,9	2,3	-0,4	-0,1	1,0	2,3	-1,3	-0,2

Fonte: Coordenação de Contas Nacionais/Diretoria de Pesquisa/IBGE.

A diferença no resultado observada em 2012 condiz com aquela de 2011. Contudo, faz-se importante destacar que, diferentemente de 2011, a contribuição da atividade de produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana é negativa em 0,1 p.p. no segundo ano, fruto da redução na taxa de crescimento de 3,1 p.p. Igualmente, evidencia-se que a revisão na taxa de crescimento da atividade de administração, saúde e educação públicas e seguridade social contribuiu em -0,2 p.p. para a diferença entre a série revisada e a antiga, evitando que a diferença na taxa entre estas duas séries fosse superior ao 0,7 p.p. observado.

Por fim, é importante destacar que as novas contas nacionais trouxeram alterações na participação das atividades no VAB total da economia, sendo parte destas alterações consequência das mudanças introduzidas pela adoção da Cnae 2.0. Chama atenção a perda de participação da indústria de transformação na nova série em relação à anterior, conforme pode ser visto na tabela 7. No entanto, esta decorre da reclassificação de atividades como edição, impressão e reprodução de gravações

(serviços de informação). Além disso, o SCN – referência 2010, seguindo a recomendação do SNA 2008, alterou o tratamento dado às sedes de empresas industriais que não exercem atividades industriais. Estas passaram a ser contabilizadas como serviços prestados a empresas, e o VAB gerado pelas sedes é considerado como consumo intermediário da indústria de transformação, não afetando o PIB total da economia, mas gerando realocação entre os setores. No entanto, em termos de tendência, a nova série mantém a perda de participação da indústria de transformação no PIB ao longo dos anos, consequência tanto de as taxas de crescimento do setor serem inferiores às da economia como de o deflator setorial ter sido inferior ao do PIB no período.

TABELA 7
Composição da oferta, em preços correntes (1996-2014)
(Em %)

Grupos de atividades	Média a.a. 1996-2009		2010		2011		2012		2013		2014
	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Nova
Agropecuária	5,9	5,7	5,3	4,9	5,5	5,1	5,3	5,3	5,7	5,6	5,6
Indústria	27,4	26,6	28,1	27,4	27,5	27,2	26,0	25,4	25,0	24,4	23,4
Indústria extrativa	1,8	2,0	3,0	3,3	4,1	4,4	4,3	4,4	4,1	4,3	4,0
Indústria de transformação	17,1	15,7	16,2	15,0	14,6	13,9	13,0	11,8	13,1	11,5	10,9
Construção civil	5,3	5,9	5,7	6,3	5,8	6,3	5,7	6,6	5,4	6,5	6,5
Produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	3,3	3,0	3,2	2,8	3,1	2,7	3,1	2,6	2,3	2,1	2,0
Serviços	66,7	67,8	66,6	67,8	67,0	67,7	68,7	69,4	69,3	70,0	71,0
Comércio	11,0	9,1	12,5	12,6	12,6	12,9	12,7	12,6	12,7	12,7	12,1
Transporte, armazenagem e correio	4,7	3,5	5,0	4,3	5,1	4,5	5,4	4,6	5,3	4,6	4,5
Serviços de informação	3,0	4,1	3,2	3,8	3,0	3,7	2,9	3,7	2,6	3,8	3,7
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	7,1	7,6	7,5	6,8	7,4	6,3	7,2	6,4	6,9	6,2	6,7
Atividades imobiliárias	15,2	16,6	14,3	15,7	14,5	15,9	15,7	16,6	15,7	16,6	17,0
Outros serviços	10,3	10,9	7,8	8,3	7,9	8,4	8,2	9,1	8,3	9,7	10,2
Administração, saúde e educação públicas e seguridade social	15,3	15,9	16,2	16,3	16,3	16,1	16,6	16,3	17,7	16,5	16,8
VAB	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

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

NOTA TÉCNICA

A ECONOMIA BRASILEIRA EM MOMENTOS DE AJUSTE: BREVE COMPARAÇÃO ENTRE 1999, 2003 E 2015

Fernando J. Ribeiro[1]

1 INTRODUÇÃO

O país atravessa um momento de importante ajuste econômico no início de um novo mandato presidencial. Diante de um fraco desempenho da atividade econômica e de desequilíbrios macroeconômicos crescentes, o governo estabelece o ajuste das contas públicas como prioridade absoluta no curto prazo. Também contempla a redução do *déficit* em conta corrente e da inflação, adotando medidas que, ainda que possam trazer prejuízos de curto prazo à atividade econômica e ao mercado de trabalho, seriam essenciais para corrigir os desequilíbrios e proporcionar a retomada da economia mais à frente, já então sob bases mais sólidas e sustentáveis. Essa narrativa aplica-se ao contexto atual, mas também se encaixaria perfeitamente em outros dois momentos da economia brasileira: 1999 e 2003.

Uma diferença importante da situação atual em relação aos dois momentos anteriores é que o país não vive uma crise cambial. Apesar de o *deficit* em transações correntes se encontrar em nível relativamente elevado – da ordem de 4% do produto interno bruto (PIB) – e de a taxa de câmbio estar em movimento de desvalorização, o país não enfrenta problemas de financiamento externo, e o nível de reservas (17% do PIB) é muito mais elevado que em 1999 ou 2003. Outra diferença relevante é que não há preocupações quanto à solvência de curto prazo do país, seja com relação às contas públicas, seja com relação à dívida externa. Em teoria, isso traz um pouco mais de margem de manobra para o país administrar o ajuste ao longo do tempo. Na prática, contudo, há fatores que tornam o ajuste atual tão premente e decisivo quanto os anteriores: o risco de perda do grau de investimento atribuído ao país pelas agências internacionais de *rating*; o clima de elevada incerteza que envolve a conjuntura, refletido nos baixos patamares dos indicadores de confiança de consumidores e empresários; e a necessidade de recuperar um quadro mais favorável ao crescimento econômico.

1. Técnico de planejamento e pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

Esta nota se dedica a comparar as trajetórias das principais variáveis macroeconômicas nos três momentos de ajuste supracitados, com o objetivo de identificar suas semelhanças e diferenças. A análise considera como momento zero dos ajustes os meses de janeiro de 1999, 2003 e 2015, e os gráficos mostram o comportamento das variáveis nos doze meses anteriores e nos 24 meses posteriores ao período inicial. Naturalmente, para o ajuste em curso, os dados vão apenas até o primeiro ou segundo mês após o ajuste (fevereiro ou março de 2015). A partir da análise do desempenho das variáveis nos ajustes de 1999 e 2003, e considerando as diferenças entre o processo atual e os anteriores, esta nota discute o possível comportamento destas variáveis, porém sem qualquer pretensão de prever ou projetar sua evolução nos próximos meses e anos.

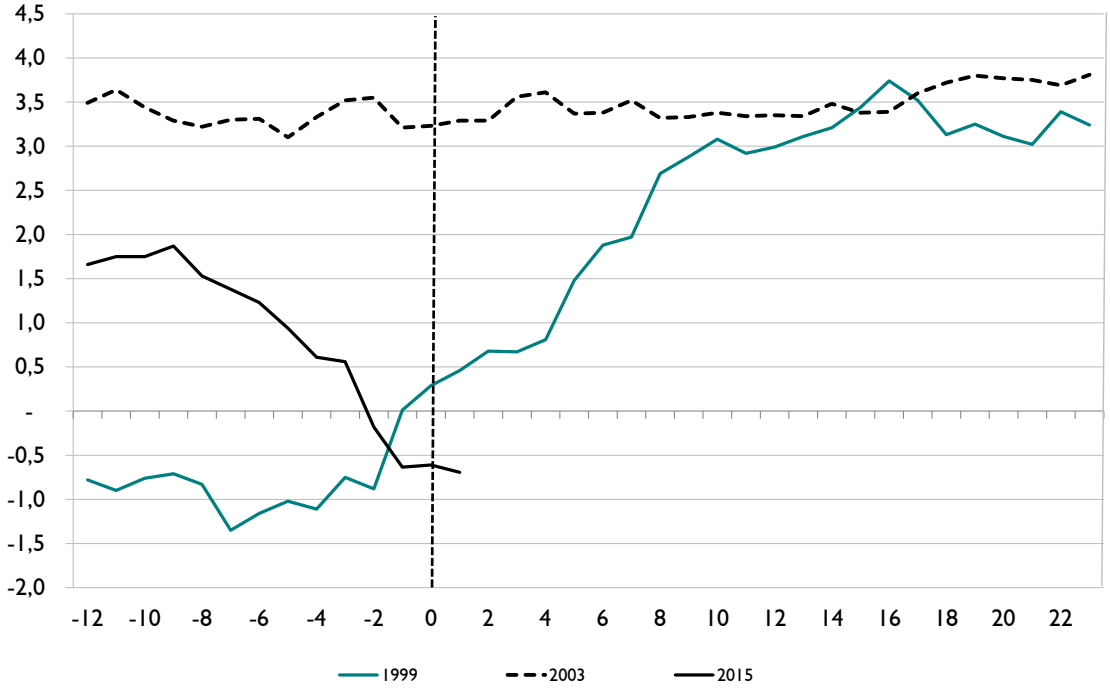
2 CONTAS PÚBLICAS

O ano de 2014 encerrou-se com um *deficit* primário do setor público consolidado equivalente a 0,64% do PIB, com trajetória de rápida deterioração ao longo do ano – em janeiro de 2014, o resultado acumulado em doze meses era superavitário em 1,66% do PIB. Não deixa de ser surpreendente observar que, a despeito da centralidade que a questão fiscal assumiu nos três momentos de ajuste analisados nesta nota, a trajetória do resultado primário era bem diferente no momento zero de cada um, como fica evidente no gráfico 1. Em janeiro de 2003, por exemplo, não houve um ajuste fiscal no estrito senso da palavra. A despeito do anúncio de um aumento da meta fiscal daquele ano, o elemento mais importante à época foi que o governo recém-empossado confirmou o compromisso com o cumprimento das metas fiscais. O resultado primário acumulado em doze meses já era positivo em cerca de 3,0% a 3,5% do PIB ao final de 2002, e este nível manteve-se razoavelmente estável ao longo de 2003. Vale lembrar que a maior preocupação na época era com o rápido crescimento da dívida pública, que resultava da desvalorização cambial e do aumento dos juros básicos. Portanto, era fundamental que o governo mantivesse um *superavit* primário bastante elevado para reverter as expectativas e garantir a trajetória de sustentabilidade da dívida.

A situação de 1999 guarda mais semelhanças com a de 2015, pois, naquele momento, o governo precisava realizar um ajuste fiscal de fato, o qual constava de um acordo de socorro financeiro negociado com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Assinado em novembro de 1998, este acordo garantia um aporte de mais de US$ 40 bilhões, recursos que eram fundamentais para garantir a solvência externa do país em um momento de crise cambial e perda de reservas. Note-se, contudo, que o gráfico 1 parece indicar que o ajuste já tinha se iniciado no final do ano anterior. Com efeito, a situação fiscal já apresentava sinais nítidos de melhoria em janeiro de 1999, quando o resultado primário acumulado em doze meses estava superavitário em 0,30% do PIB,

após ter alcançado um *deficit* de 1,35% em junho de 1998. Já havia um aperto fiscal em curso então, revertendo a trajetória de deterioração que se observou nos três anos anteriores. No primeiro semestre de 1998, tanto as receitas quanto as despesas da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) haviam crescido a uma taxa de cerca de 18% nominais em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto no segundo o crescimento da receita foi bem superior ao das despesas: 13% contra 7%. Ao longo de 1999, o ajuste fiscal foi aprofundado, permitindo atingir com folga a meta de *superavit* primário de 2,6% do PIB prevista no acordo com o FMI.

GRÁFICO 1
***Superavit* primário do setor público consolidado (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)**
(Fluxos acumulados em doze meses, em % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

O ajuste fiscal de 2015 parte de um *deficit* primário menor que o registrado em meados de 1998, quando se iniciou efetivamente o ajuste fiscal daquela época. Em compensação, todo o esforço fiscal atual ainda está para ser feito, ao passo que, em janeiro de 1999, parte do ajuste já havia se concretizado. No primeiro bimestre de 2015, o resultado primário do setor público foi de R$ 18,7 bilhões, o que, embora já sinalize a reversão da trajetória de *deficit* dos últimos meses de 2014, foi um saldo menor que o registrado no mesmo período do ano passado, fazendo com que o saldo acumulado em doze meses se mantivesse deficitário em 0,69% do PIB. É verdade que, feitos os ajustes para eventuais "pedaladas" e para o efeito de receitas extraordinárias (inclusive os tributos arrecadados no âmbito do Programa de Recuperação Fiscal – Refis), o resultado primário

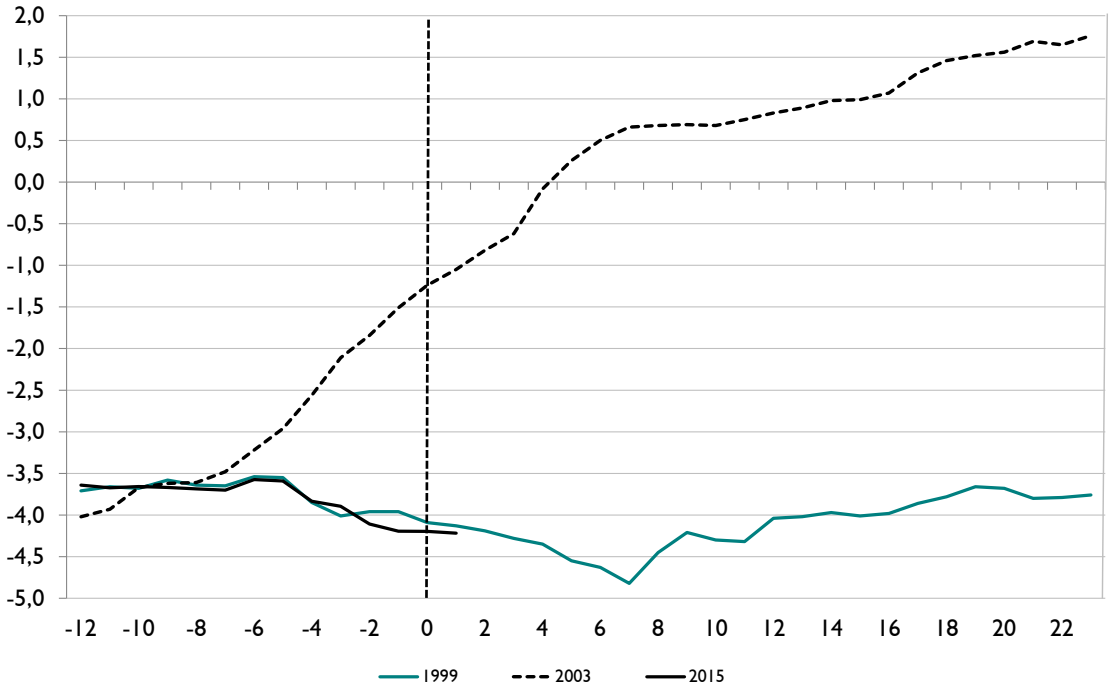
teria sido pior em 2014 e melhor neste início de ano. Isso não muda, contudo, o fato de que há um grande esforço fiscal ainda a ser feito em 2015, primeiro para reverter a trajetória de deterioração, depois para gerar *superavit* primários crescentes, com vistas à meta de 1,2% do PIB. A experiência de 1999 é animadora, visto que, durante aquele ano, o governo logrou melhorar o *superavit* primário em quase 3 pontos percentuais (p.p.) do PIB. Porém, ainda que a direção do ajuste atual seja a mesma, parece pouco provável que esta melhoria ocorra na mesma velocidade e intensidade observadas em 1999, tendo em vista o cenário de fraco crescimento das receitas, em função da atividade econômica, e a presente carga tributária, que já se encontra bem mais elevada que a prevalecente em 1999, limitando o espaço de ajuste pelo lado das receitas.

3 CONTAS EXTERNAS E CÂMBIO

Alguns meses antes do início de cada um dos ajustes, a situação do saldo em transações correntes era muito parecida: o gráfico 2 mostra que, nos três casos, o *deficit* situava-se pouco acima de 3,5% do PIB. No ajuste de 2003, porém, a trajetória divergiu bastante daquela observada no de 1999 e também no atual. No momento zero do ajuste (janeiro de 2003), o *deficit* já havia se reduzido para 1,2% do PIB e, ao final do ano, já se transformara em *superavit* de 0,8% do PIB. No ajuste de 1999, o *deficit* continuou crescendo no ano anterior até alcançar 4,1% do PIB no período zero do ajuste – praticamente a mesma porcentagem registrada em janeiro de 2015 (4,2%) – e ainda teve alguma piora nos primeiros meses até fechar o primeiro ano do ajuste em 4,3% do PIB.

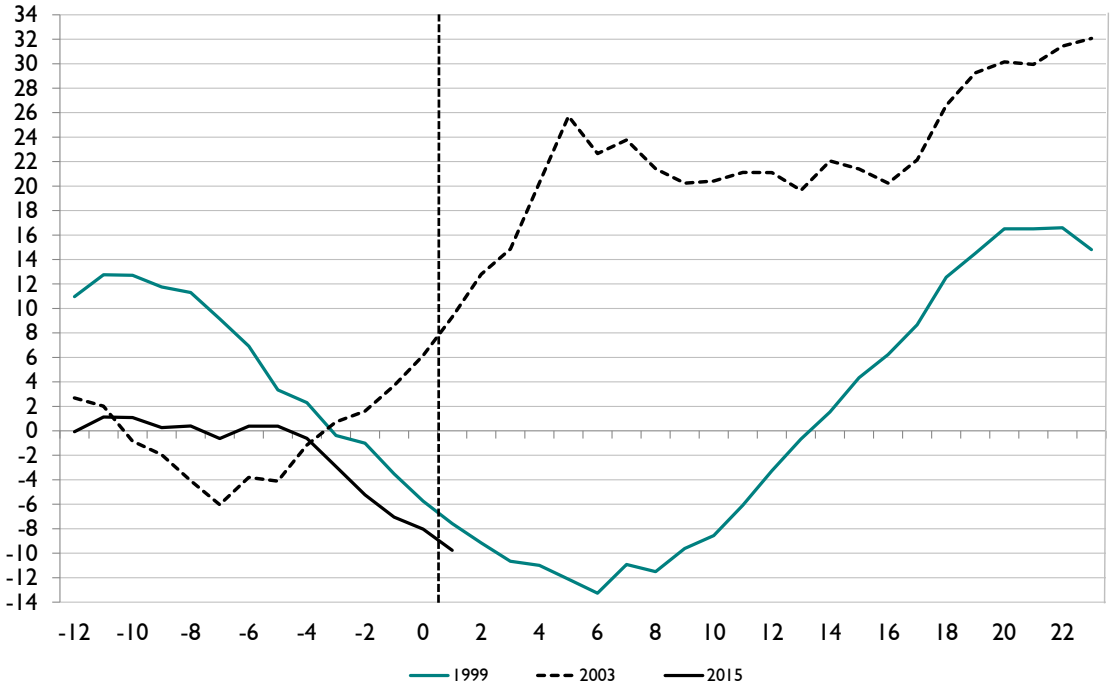
O comportamento mais favorável em 2002-2003 é explicado principalmente pelo desempenho das exportações (gráfico 3), que haviam entrado em trajetória de rápido crescimento no segundo semestre de 2002 – em relação ao segundo semestre do ano anterior, este crescimento foi de 21% −, movimento que perdurou ao longo dos dois anos seguintes. Paralelamente, as importações sofriam forte queda (-7% no segundo semestre de 2002). Nos dois outros momentos, ao contrário, as exportações vinham em trajetória de desaceleração ao longo do ano anterior e, no momento inicial do ajuste, o crescimento acumulado em doze meses era bastante negativo e sem sinais de recuperação à vista: -5,8% em janeiro de 1999 e -8,0% em janeiro de 2015. Ao longo de 1999, as exportações continuaram desacelerando e, a despeito de alguma recuperação nos últimos meses, fecharam o ano com queda de 6,1%.

GRÁFICO 2
Transações correntes (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Saldo acumulado em doze meses, em % do PIB)



Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

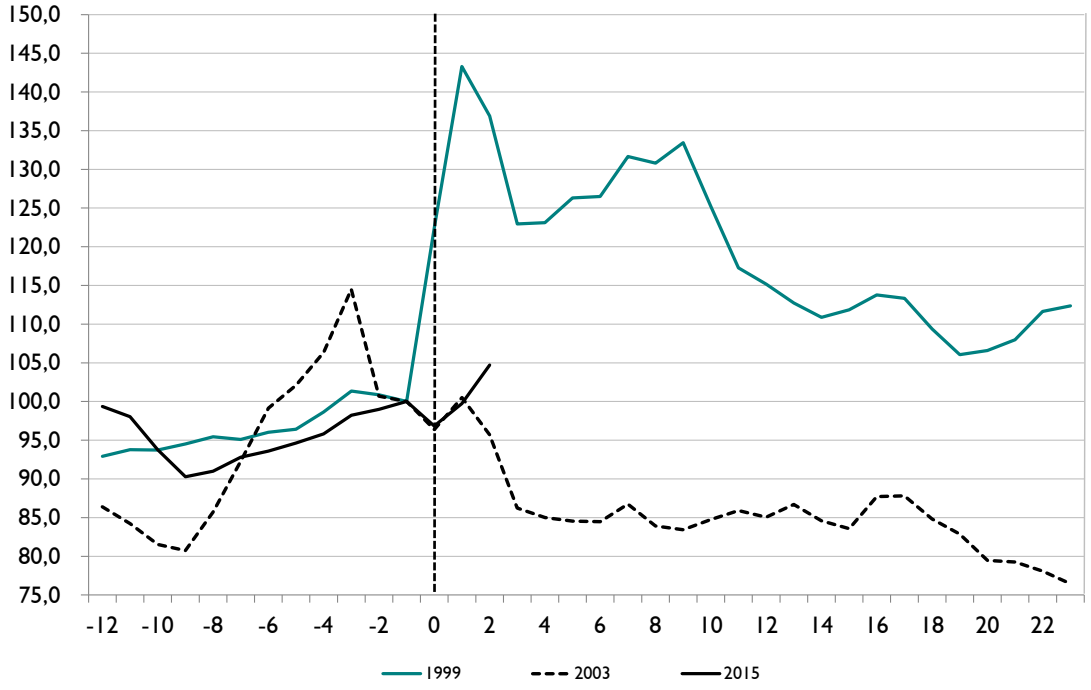
GRÁFICO 3
Exportações (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Taxa de crescimento acumulada em doze meses, em %)



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (Secex/Mdic).
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

Três aspectos parecem relevantes para explicar a diferença entre os quadros observados em 2003, em comparação aos outros dois momentos, e também reforçar a semelhança entre o ajuste atual e o de 1999. O primeiro é a taxa de câmbio (gráfico 4). No período imediatamente anterior aos ajustes de 1999 e de 2015, o real encontrava-se sobrevalorizado relativamente à sua média histórica. Às vésperas do ajuste de 2003, por sua vez, o câmbio real havia alcançado seu nível mais alto (ou seja, mais desvalorizado) da história recente. Mesmo com o recuo da cotação do dólar observado posteriormente, o câmbio real vinha se ajustando para cima há alguns anos (desde a flutuação de janeiro de 1999), mantendo-se bastante subvalorizado nos dois anos seguintes. Portanto, a economia já tinha tido tempo suficiente para realizar um ajuste de preços relativos em favor dos bens *comercializáveis*, o que resulta, tradicionalmente, em uma grande melhora da balança comercial e do *deficit* em transações correntes.

GRÁFICO 4
Taxa de câmbio real deflacionada pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Mês -1 = 100)



Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

O segundo aspecto a ser levantado é a aceleração do comércio mundial a partir de 2002. Naquele ano, a economia americana saía da recessão, a chinesa iniciava seu mais espetacular ciclo de crescimento, assim como grande parte dos países emergentes já se recuperava dos impactos negativos da sequência de crises financeiras do final da década de 1990 (Rússia, Argentina, alguns países asiáticos e o próprio Brasil). Após uma retração de 3,3% em 2001, as importações mundiais cresceram 3,9% em 2002 (com sensível

aceleração no segundo semestre), 16,4% em 2003 e 22,1% em 2004. Tal crescimento não foi constatado no início do ajuste de 1999, pois neste momento elas ainda estavam em trajetória de retração (o ano de 1998 registrou queda de 1,2%). A recuperação que se seguiu foi bem mais lenta e teve fôlego curto: o crescimento ficou em apenas 4,2% em 1999, acelerou para 13,4% em 2000 e caiu novamente para terreno negativo em 2001. A evolução do comércio no ajuste de 2015, sem dúvida, se parece bem mais com o quadro observado em 1999 que com o de 2003. Basta notar que as importações mundiais cresceram entre 1% e 2% em 2014, e as projeções do FMI indicam uma aceleração suave em 2015, com crescimento de 5% em volume e, certamente, menos que isso no valor em dólares, em vista da valorização da moeda americana e da esperada queda dos preços dos bens comercializados internacionalmente.

Por fim, o terceiro aspecto diz respeito à questão dos termos de troca. Às vésperas do ajuste de 1999, eles haviam acumulado queda de 5% em doze meses e viriam a cair mais 10% até o final do ano. O ajuste de 2015 também se iniciou em meio a um movimento de queda dos termos de troca, ainda mais notável que o de 1999: teve início no final de 2011 e acumulou redução de 17% até o final de 2014. Igualmente, ainda não há sinais de inversão, visto que, no primeiro bimestre de 2015, constatou-se queda adicional de 4%. No caso do ajuste de 2003, embora os termos de troca tenham caído 5,3% em 2002, houve ganho de 5,9% no ano, e o mundo já começara a viver o início do "superciclo de *commodities*", que trouxe enormes ganhos de preços de exportação ao Brasil e garantiu uma melhoria sustentada da balança comercial no período subsequente.

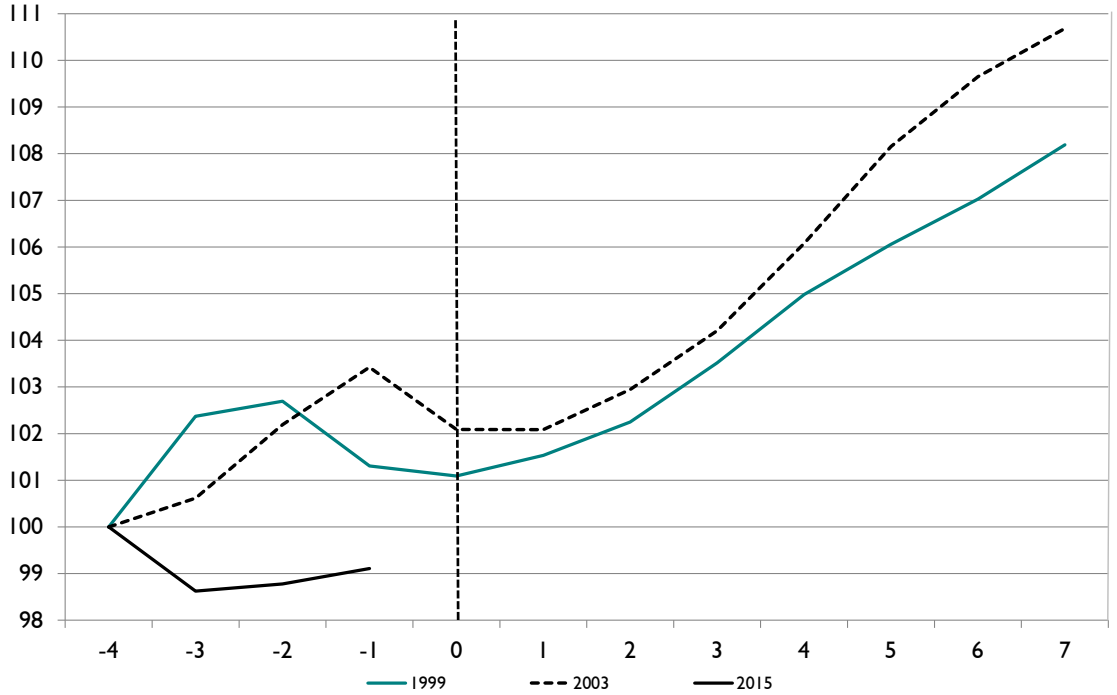
Portanto, tomando-se a experiência de 1999 como referência, é provável que o *deficit* em transações correntes apresente melhoria lenta e gradual ao longo de 2015. Considerando o lento crescimento previsto para o comércio mundial, o provável desempenho negativo dos termos de troca e a tradicional defasagem com que a desvalorização cambial afeta o desempenho exportador, a queda mais expressiva do *deficit* tende a ocorrer de forma lenta e gradual, como mencionado, contando também com os efeitos da atividade econômica mais fraca sobre as importações.

4 ATIVIDADE ECONÔMICA

Um aspecto marcante dos ajustes de 1999 e 2003 foi a rapidez da recuperação da atividade econômica a partir do momento zero. Nos dois casos, o país enfrentou um curto período de recessão, com dois trimestres consecutivos de queda do PIB nos trimestres iniciais do ajuste, ao qual se seguiu um movimento firme de recuperação. Ainda que, na média de cada um desses anos, a variação do PIB tenha sido baixa em relação aos anos imediatamente anteriores – 0,5% em 1999 e 1,2% em 2003 −, a série trimestral dessazonalizada teve firme crescimento já a partir do segundo trimestre de 1999 e do

terceiro trimestre de 2003, conforme evidencia o gráfico 5. Ao final do quarto trimestre, o aumento acumulado do PIB havia sido de 4% em ambos os momentos.

GRÁFICO 5
PIB trimestral (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Série dessazonalizada, trimestre -4 = 100)

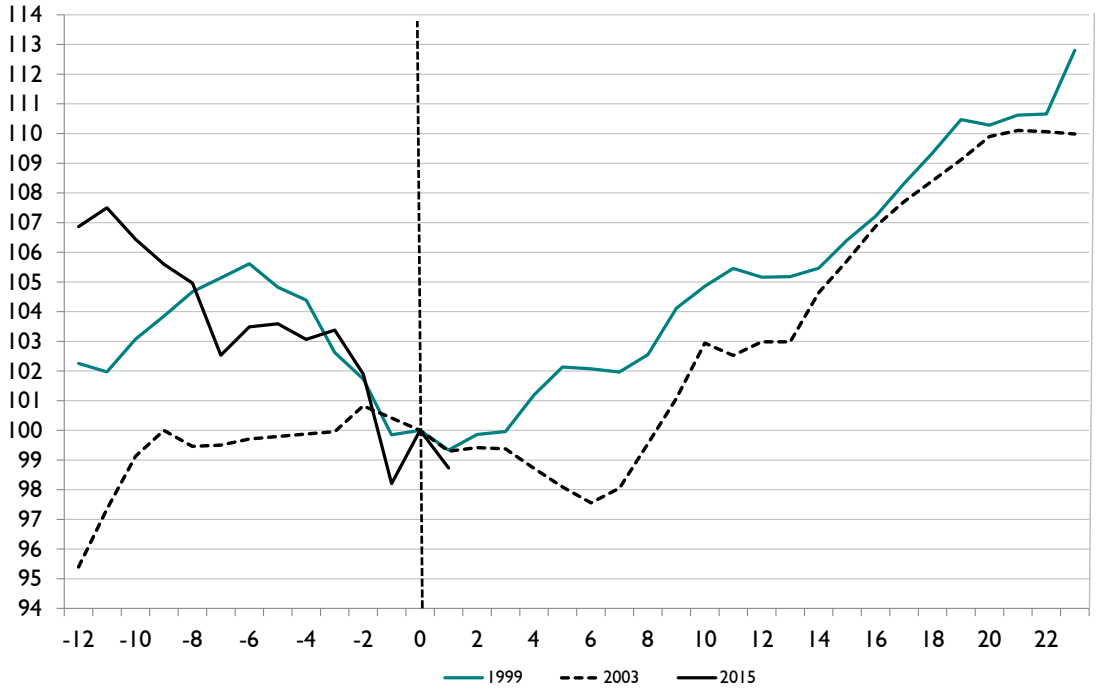


Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: período 0 = 1º trimestre de 1999, 2003 e 2015.

Parte importante deste desempenho favorável pós-ajuste foi impulsionada pelo comportamento favorável da produção industrial, como se vê no gráfico 6. Antes do ajuste de 1999, a indústria vinha registrando queda da produção física, a qual se iniciara, a rigor, no final de 1997, quando o país sofreu os primeiros impactos da crise asiática. Passado o momento mais crítico do ajuste (os primeiros meses de 1999), a recuperação da produção foi rápida e intensa, de modo que, entre março de 1999 e março de 2000, o índice dessazonalizado acumulou alta de 7,3%. No caso do ajuste de 2003, o comportamento da produção não foi tão desfavorável ao longo do ano anterior (na prática, ela ficou virtualmente estável), e a recuperação pós-ajuste, apesar de ter demorado um pouco mais para vir – os sinais mais concretos só começaram a parecer no segundo semestre de 2003 –, foi bastante intensa: entre meados de 2003 e 2004, o índice dessazonalizado de produção acumulou alta de mais de 10,0%. De modo geral, as análises explicam esta recuperação da indústria como resultado de três fatores: *i)* desvalorização cambial, a qual altera os preços relativos em favor da produção doméstica e contra as importações, levando a maiores exportações e à substituição de importações; *ii)* existência de

capacidade ociosa gerada nos períodos anteriores, em que houve estagnação ou queda da produção; e *iii)* redução do custo unitário do trabalho, com queda dos salários reais.

GRÁFICO 6
Produção física da indústria de transformação (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Série dessazonalizada, em médias móveis de três meses, mês 0 = 100)



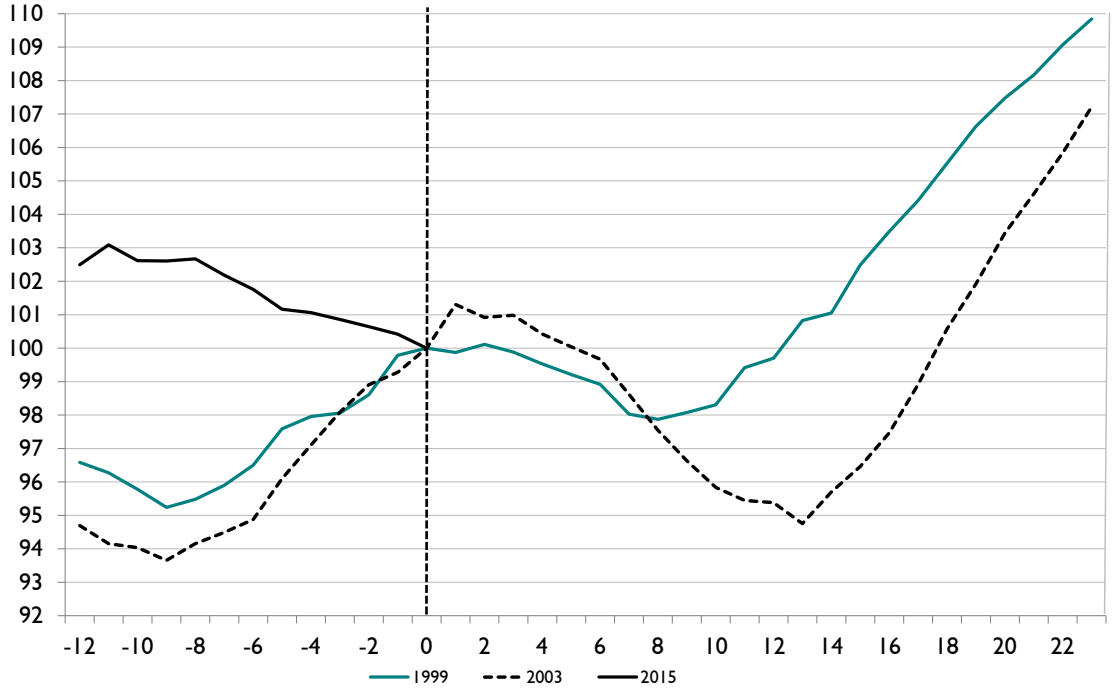
Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

A queda dos rendimentos do trabalho, por sua vez, ajuda a explicar a reação mais lenta das vendas reais no comércio varejista, conforme evidenciado no gráfico 7. Em ambos os momentos, as vendas vinham em trajetória firme de crescimento até as vésperas da crise, caíram fortemente nos primeiros meses após o ajuste e voltaram a crescer – mais rapidamente no caso de 1999, quando as vendas recuperaram o nível anterior ao ajuste já no final do ano; no ajuste de 2003, este nível só foi alcançado um ano e meio depois.

A análise dos três gráficos mostra que a situação da atividade econômica no período anterior ao ajuste de 2015 era diferente, e menos favorável, que nos ajustes anteriores. Embora o PIB tenha ficado virtualmente estável em 2014, ele fechou o quarto trimestre em um patamar inferior ao do início do ano, na série com ajuste sazonal; a produção industrial acumulou queda de 5,6% entre dezembro de 2013 e o mesmo mês de 2014, também na série dessazonalizada; e as vendas reais do comércio varejista ampliado recuaram 1,7% no ano. Dados referentes aos primeiros meses de 2015 dão conta de quedas adicionais da produção e das vendas do comércio, e os indicadores de confiança

de consumidores e empresários permanecem em níveis historicamente baixos, comparáveis aos alcançados no pior momento da crise financeira de 2008-2009.

GRÁFICO 7
Vendas reais do varejo ampliado (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Série dessazonalizada, em médias móveis de doze meses, mês 0 = 100)



Fonte: Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) do IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = jan. de 1999, 2003 e 2015.

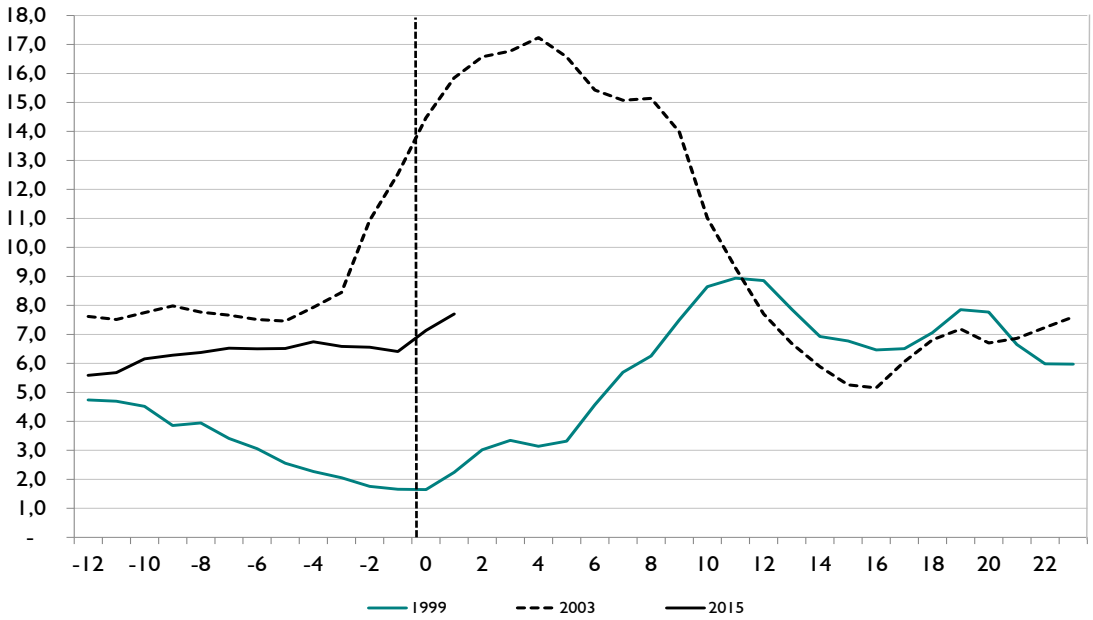
Diante desse quadro, não é tão simples projetar uma trajetória de recuperação da atividade semelhante à ocorrida nos ajustes anteriores, ao menos não na mesma velocidade. Com efeito, as projeções do *Boletim Focus* do BCB indicam queda de 1,0% do PIB em 2015 – que seria o pior desempenho em mais de vinte anos – e recuperação modesta em 2016, com crescimento de apenas 1,1%. As expectativas para a produção industrial são de queda de 2,6% em 2015 e crescimento de apenas 1,5% em 2016. Entretanto, alguns fatores que impulsionaram a recuperação nos ajustes anteriores estão presentes na conjuntura atual, como câmbio mais desvalorizado e ociosidade na indústria, e a situação do mercado de trabalho pode ajudar a sustentar o consumo. Assim, a perspectiva de um ajuste bem-sucedido e de uma eventual recuperação da confiança dos agentes poderia proporcionar uma recuperação mais rápida.

5 INFLAÇÃO, DESEMPREGO E JUROS

A taxa de inflação mostrava números bem distintos às vésperas dos dois ajustes anteriores: a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de 1,7% em 1998 e de 12,5% em 2002 (gráfico 8). Os movimentos da taxa de câmbio explicam grande parte da diferença das taxas nesses dois momentos − a âncora cambial

ainda prevalecia em 1998, com variação nominal anual da ordem de 7%, ao passo que nos dois anos anteriores ao ajuste de 2003 a variação cambial havia sido de 85%. Outros elementos também ajudam a explicar a maior pressão inflacionária observada antes de 2003. Um deles é a aceleração da atividade econômica registrada ao longo de 2002, que levou a um crescimento do PIB de 2,7%; outro é a redução da taxa de desemprego daquele ano, ilustrada no gráfico 9; e um terceiro é a aparente demora na reação da política monetária diante não só da aceleração da inflação, mas também do rápido aumento das expectativas de inflação a partir de meados de 2002. Como se vê no gráfico 10, a taxa básica de juros manteve-se próxima de 18% durante quase todo o ano, só vindo a ser elevada em outubro, quando a piora das expectativas já se traduzia em inflação efetiva.

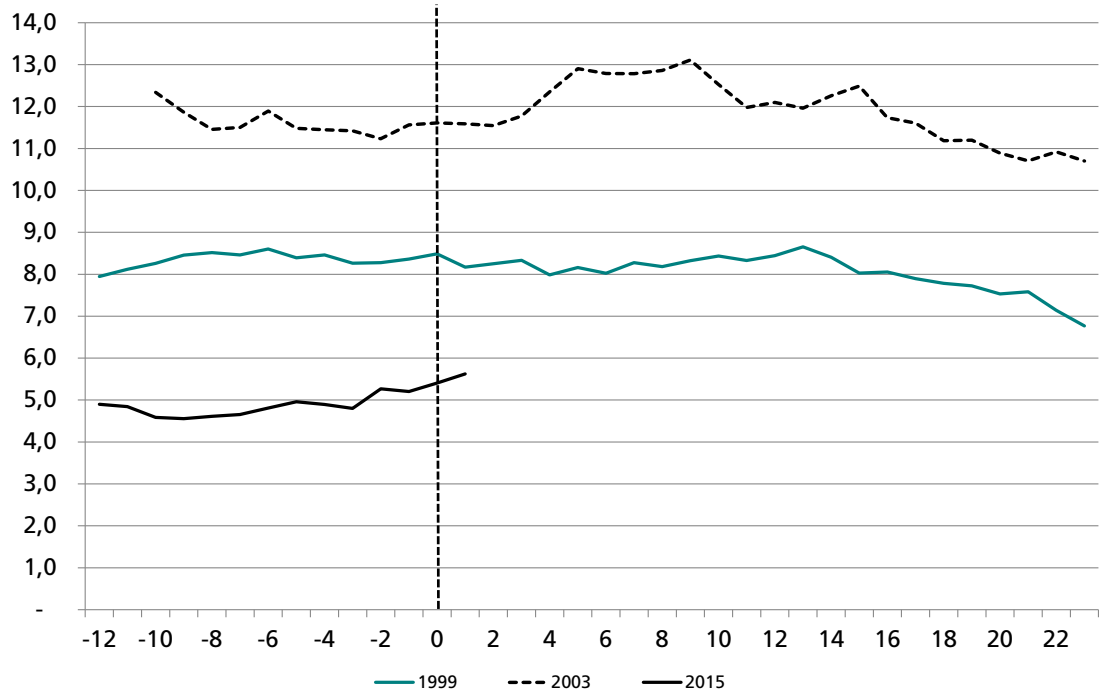
GRÁFICO 8
Inflação: IPCA (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

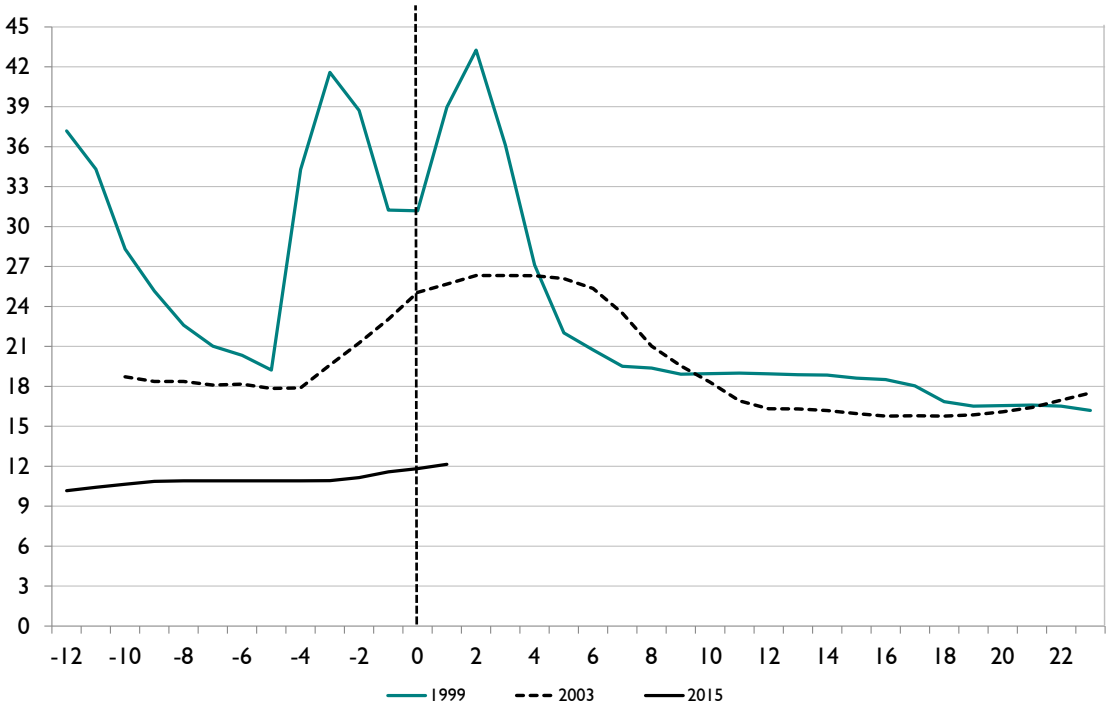
Em contraste, algumas forças desinflacionárias pareciam predominar antes de 1999: o PIB teve variação próxima de zero em 1998; o desemprego havia aumentado cerca de 2 p.p. em relação a 1997, mantendo-se praticamente constante durante 1998 e 1999 (gráfico 9); e a política monetária havia sido bastante apertada, com aumento da taxa Selic no final de 1997 e novamente no final de 1998 – sem contar o fato de que os juros reais mantiveram-se sempre muito elevados, na casa dos dois dígitos, inclusive em 1999 e 2000. A isso pode-se acrescentar o quadro deflacionário que dominou a economia internacional no período posterior à crise da Ásia. Este cenário certamente foi fundamental para mitigar os efeitos da forte desvalorização cambial sobre a inflação no ano de 1999, ao lado, naturalmente, do já comentado ajuste fiscal.

GRÁFICO 9
Taxa de desemprego (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Série dessazonalizada, em %)



Fonte: Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

GRÁFICO 10
Taxa Selic (1998-2000, 2002-2004 e 2014-2015)
(Em % ao ano – a.a.)



Fonte: BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
Obs.: mês 0 = janeiro de 1999, 2003 e 2015.

A situação prévia ao ajuste atualmente em curso na economia brasileira não parece guardar muitas semelhanças nem com a de 1999 nem com a de 2003 – a começar pelo fato de que a inflação no momento inicial do ajuste, de 6,4%, situava-se em um patamar intermediário aos dois momentos anteriores. É verdade que a fraqueza da atividade econômica em 2014 e a tendência deflacionária da economia mundial têm semelhanças com a situação do ajuste de 1999. Já as dificuldades na geração de energia elétrica e a trajetória de desvalorização do câmbio – no biênio 2013-2014 o câmbio nominal acumulou aumento de 30% e no primeiro trimestre de 2013 teve variação adicional de 20% − remetem à situação prévia a 2003. Entretanto, há alguns fatores específicos ao quadro atual que tornam mais difícil a comparação com os períodos anteriores:

- o impacto da recomposição de preços administrados, notadamente a energia elétrica e os combustíveis;
- a aparente persistência da inflação dos serviços, que há vários anos vem "rodando" na faixa de 8% a 9% a.a.;
- a situação mais "apertada" do mercado de trabalho, com a taxa de desemprego ainda próxima de seus níveis historicamente mais baixos, sendo que o crescimento mais lento da população economicamente ativa (PEA) deve fazer com que o desemprego aumente lentamente nos próximos meses; e
- a menor sensibilidade da inflação ao consumidor em relação às variações do câmbio, com a redução do *pass-through* sendo detectada em diversos estudos recentes.

Ponderando semelhanças e diferenças, pode-se argumentar que a trajetória mais provável para a inflação nos próximos meses e anos não será muito diferente da observada nos ajustes anteriores, com aceleração nos primeiros meses após o ajuste e posterior desaceleração, conforme as políticas fiscal e monetária fazem sentir seus efeitos e conforme se dilui o impacto inicial dos choques de preços, tanto o câmbio, quanto os administrados. É curioso notar que a inflação esperada para 2015, de acordo com o *Boletim Focus* do BCB publicado no início do mês de abril, é de 8,2%, taxa não muito diferente das que se observaram ao final do primeiro ano do ajuste de 1999 (8,9%) e de 2003 (9,3%). Vale notar ainda que, ao final do segundo ano do ajuste de 1999, o IPCA ficou em 6,0%; no de 2003, em 7,6%; e o *Boletim Focus* prevê 5,6% para 2016.

6 CONCLUSÕES

Esta nota procurou identificar semelhanças e diferenças no cenário macroeconômico prevalecente antes dos ajustes realizados em 1999 e 2003 em relação àqueles atualmente

em curso na economia brasileira. Igualmente, procurou analisar a evolução das principais variáveis macroeconômicas nos 24 meses posteriores aos ajustes, buscando pistas sobre o que pode acontecer no futuro próximo. Três principais conclusões podem ser colhidas desta análise. A primeira é que o ajuste atual guarda muito mais semelhanças com o realizado em 1999 que com o de 2003, especialmente no que concerne à situação fiscal, visto que já se registrava *superavit* primário expressivo antes de 2003, e às transações correntes do balanço de pagamentos, cujo *deficit* já se havia reduzido sobremaneira antes de 2003. Uma explicação para isto é que o ajuste de 2003 pode ser entendido não como um processo novo, mas como a continuidade do ajuste iniciado em 1999. Portanto, boa parte das mudanças associadas ao ajuste já havia ocorrido anteriormente, notadamente o aumento do *superavit* primário do setor público.

Uma segunda conclusão é que a situação da maioria das variáveis macroeconômicas no ponto de partida do ajuste atual era pior do que no momento zero dos outros ajustes. Destacam-se, especialmente, a atividade econômica, que apresentou desempenho mais negativo em 2014 que no ano anterior aos demais ajustes, e a situação fiscal, com o *deficit* primário do setor público descrevendo uma trajetória de crescimento até o final de 2014, em contraste com os resultados já positivos e crescentes que se registraram em janeiro de 1999 e em janeiro de 2003. Na prática, isto significa que, na situação atual, quase todo o esforço de ajuste ainda está para ser feito, ao passo que, nos dois momentos anteriores, já haviam ocorrido importantes avanços prévios.

A terceira conclusão, na verdade uma nota de otimismo, é que os ajustes anteriores foram muito bem-sucedidos, alcançando as metas fiscais previstas, gerando uma melhoria (ainda que lenta) das contas externas, mantendo a inflação sob controle (ainda que com taxas temporariamente elevadas) e, principalmente, promovendo uma recuperação importante da atividade econômica em um intervalo relativamente curto de tempo. Nesse sentido, ainda que, no ajuste atual, haja fatores que possam tornar a recuperação mais lenta, a experiência prévia evidencia que perseverar no ajuste traz benefícios inequívocos em um prazo razoável de tempo.

NOTA TÉCNICA

UMA NOTA SOBRE A UTILIZAÇÃO DE DADOS DOS PORTAIS DE TRANSPARÊNCIA EM ANÁLISES CONJUNTURAIS SOBRE AS FINANÇAS PÚBLICAS DOS ESTADOS BRASILEIROS

Cláudio Hamilton Matos dos Santos[1]
Alejandro Padrón[2]
Felipe dos Santos Martins[3]
Mariana Leite Moraes da Costa[4]

1 INTRODUÇÃO

Um aspecto particularmente importante da dinâmica recente das finanças públicas brasileiras tem sido a deterioração do *superavit* primário dos governos estaduais (gráfico 1).

Análises conjunturais sobre as finanças públicas dos governos estaduais são relativamente infrequentes na literatura.[5] Desde pelo menos 2011, as seções de finanças públicas da *Carta de Conjuntura* têm tentado preencher esta lacuna, utilizando dados bimestrais dos *Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária* (RREOs)[6] em análises conjunturais sobre finanças públicas estaduais brasileiras.[7]

---

[1]1. Técnico de planejamento e pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

2. Pesquisador do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac do Ipea.

3. Pesquisador do PNPD na Dimac do Ipea.

4. Pesquisadora do PNPD na Dimac do Ipea.

5. Aproximações anuais dos dados "acima da linha" dos estados e dos municípios, respectivamente, podem ser obtidas a partir das bases de dados Execução Orçamentária dos Estados (EOE) e Finanças do Brasil (Finbra), ambas da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

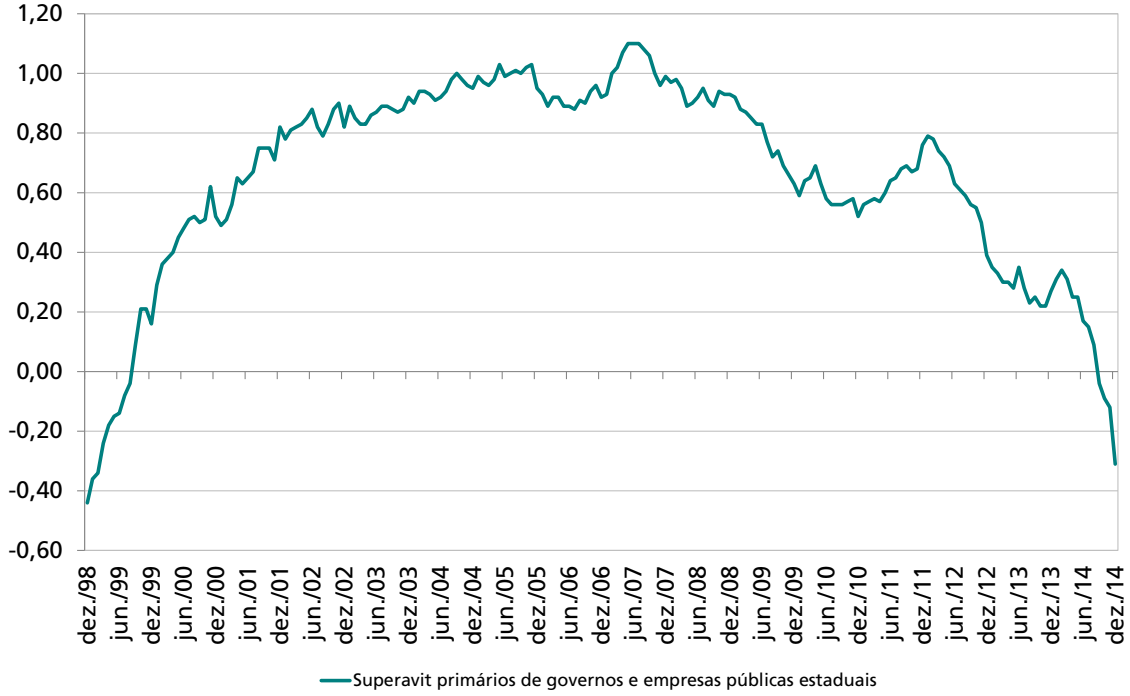
6. Os RREOs estão disponíveis na página do Sistema de Coleta de Dados Contábeis dos Entes da Federação (SISTN) na internet: <https://www.contaspublicas.caixa.gov.br/>.

7. Várias das metodologias ora em utilização na Dimac/Ipea foram publicadas em Santos e Gouvêa (2014).

GRÁFICO 1

***Superavit* primário dos estados brasileiros (inclusive empresas estatais), acumulado nos últimos doze meses (1998-2014)**

(Em % do PIB acumulado nos últimos doze meses)



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

Embora úteis como primeiras aproximações, as estimativas permitidas pelos RREOs para o detalhamento "acima da linha" das finanças públicas estaduais são admitidamente imperfeitas. Isto ocorre por pelo menos três motivos. Primeiro, porque os conceitos orçamentários – isto é, *despesas liquidadas* e/ou *empenhadas* – utilizados nos RREOs são diferentes do conceito de *caixa* utilizado nas métricas usuais de *superavit* primário.[8] Segundo, porque os dados sobre as despesas públicas dos RREOs são demasiadamente agregados – em *grupos de natureza de despesa* – para análises mais finas sobre a composição das referidas despesas.[9] Terceiro, porque os dados dos RREOs apresentam, por vezes, inconsistências importantes.[10]

8. Por exemplo, os valores das metas de *superavit* primário para o setor público consolidado, publicados anualmente nas Leis de Diretrizes Orçamentárias (LDO), e a própria medida do BCB, mostrada no gráfico 1.

9. Grupos de natureza de despesa (GNDs) agregam despesas bastante diferentes do ponto de vista macroeconômico. Por exemplo, o grupo *pessoal e encargos sociais* (GND 1) agrega tanto os vencimentos de servidores na ativa (classificados nas contas nacionais como consumo do governo) quanto o pagamento de aposentados e pensionistas (classificados como benefícios previdenciários nas contas nacionais). Ademais, a composição precisa das despesas incluídas em cada GND também muda de ano para ano, por conta de mudanças nos planos contábeis – como evidenciado pela entrada em vigor do novo Plano de Contas Aplicado ao Setor Público (PCASP) em 2013.

10. Ver, a esse respeito, Ribeiro *et al*. (2014).

Uma alternativa ao uso dos RREOs é a utilização dos dados disponibilizados nos *portais de transparência* (PTs) das administrações públicas estaduais.[11] Os dados dos PTs têm, em tese, duas vantagens importantes sobre os dados dos RREOs: *i)* permitem a abertura dos dados dos RREOs em categorias mais desagregadas; e *ii)* trazem informações mais detalhadas sobre as etapas de execução da despesa, permitindo um ajuste melhor dos dados orçamentários dos RREOs aos dados de caixa utilizados nas medidas usuais de *superavit* primário. Por sua vez, os PTs das várias administrações públicas estaduais são bastante diferentes entre si, de modo que a única maneira de saber exatamente quais dados são disponibilizados por quais estados é examiná-los um a um.

Esta nota reporta os resultados obtidos após o referido exame. O que se segue está dividido em três seções. A próxima descreve a metodologia utilizada em pesquisa realizada ao longo dos primeiros meses de 2015 nos PTs das administrações públicas dos 26 estados brasileiros e do Distrito Federal com o objetivo de averiguar a disponibilidade de dados detalhados e em alta frequência sobre as despesas das administrações públicas estaduais. A terceira seção, por sua vez, expõe os resultados obtidos com a referida pesquisa. Por fim, a quarta seção resume as conclusões do trabalho e antecipa os próximos passos da pesquisa.

2 A PESQUISA

Dados os objetivos da pesquisa, optou-se por classificar os PTs estaduais segundo quatro critérios básicos, quais sejam: *i)* disponibilidade de dados mensais sobre as despesas públicas; *ii)* abertura das despesas públicas por *elemento de despesa*; *iii)* disponibilidade de dados sobre as diversas etapas de execução orçamentária; e *iv)* clareza sobre a abrangência dos dados.

A utilidade de dados mensais para análises conjunturais dispensa maiores comentários. A apresentação dos dados por elemento de despesa, por sua vez, é importante para permitir a abertura dos dados por GNDs disponibilizados nos RREOs. Esta abertura é útil por pelo menos dois motivos. Primeiro, para esclarecer a composição precisa dos GNDs – que pode variar com o tempo, prejudicando a interpretação das séries temporais destes grupos. Segundo, para permitir a tradução dos conceitos da contabilidade pública para as contas nacionais (IBGE, 2008, anexos 4 e 5).

11. A Lei Complementar nº 131, de 27 de maio de 2009, obriga os estados a disponibilizarem informações pormenorizadas e em tempo real sobre suas execuções orçamentárias e financeiras, em meios eletrônicos de acesso público (Brasil, 2009b).

A utilidade dos dados sobre as diversas etapas da execução orçamentária – notadamente empenho, liquidação, pagamento e restos a pagar pagos (*processados* e *não processados*) – também tem a ver com a tradução dos dados para os conceitos das contas nacionais. Nas contas nacionais, referência 2000, o consumo do governo era medido pelo valor empenhado (Santos *et al*., 2014), enquanto nas novas contas nacionais vale o conceito de liquidação efetiva. Mas os dados por etapa de execução orçamentária são importantes também para permitir a tradução da execução orçamentária convencional para o conceito de caixa (pagos, incluindo os pagamentos de restos a pagar) utilizado nas medidas usuais de *superavit* primário.

Por fim, diferentes portais disponibilizam dados com diferentes abrangências. Por exemplo, o PT do estado do Espírito Santo disponibiliza apenas dados do Poder Executivo, enquanto o PT do estado do Rio de Janeiro disponibiliza informações consolidadas para todos os poderes. Daí a necessidade de esclarecer a abrangência precisa dos dados disponibilizados em cada PT.

Esclarecidos os conceitos utilizados e a lógica da pesquisa, cumpre acrescentar que – em todos os estados – a pesquisa seguiu as etapas precisas descritas abaixo:

- acesso ao PT de cada estado e coleta das informações nele disponibilizadas em periodicidade mensal, classificadas por elemento de despesa, para todas as etapas de execução;
- no caso de essas informações não estarem disponíveis, entrou-se em contato com os responsáveis pelo portal solicitando os dados;
- se ainda assim não fosse possível o acesso aos dados, estes foram solicitados por meio da Lei de Acesso à Informação ao cidadão;
- a consistência dos dados obtidos foi, então, testada, e sua abrangência averiguada por meio da comparação com os valores reportados pelas administrações públicas estaduais em relatórios contábeis oficiais; e
- em caso de problemas nessa última etapa, entrou-se em contato com os responsáveis pelos portais a fim de esclarecer o motivo das divergências.

A conferência das informações obtidas nos portais foi feita por meio de comparações com os valores reportados na base EOE da STN, nos RREOs e, em alguns casos, nos balanços gerais dos estados. Os dados da EOE são anuais, referentes à administração pública estadual consolidada, abertos por elemento de despesa (desde 2002) e disponíveis para diversas etapas de execução da despesa (desde 2009). Isto

viabilizou a checagem dos dados por elemento de despesa e pelas diferentes etapas de execução. Para a maioria dos estados, os valores disponibilizados pelo PT, quando anualizados, eram exatamente iguais aos disponibilizados na EOE.

No caso de divergência entre os dados coletados no PT e os reportados na EOE, utilizou-se, em paralelo ao contato feito junto ao portal do estado, o balanço geral do estado a fim de verificar se a diferença encontrada se devia à abrangência distinta dos dados. A vantagem do balanço geral é a possibilidade de observação dos dados da despesa subdivididos pela esfera de poder (Executivo, Legislativo e Judiciário). Dessa forma, em alguns casos, foi possível constatar que as informações obtidas eram apenas da esfera Executiva do estado e não a despesa consolidada como na EOE. Este é o caso, por exemplo, dos PTs do Pará e do Espírito Santo – como nos foi gentilmente explicado pelos responsáveis pelos respectivos PTs e devidamente checado por meio de consulta aos balanços gerais.

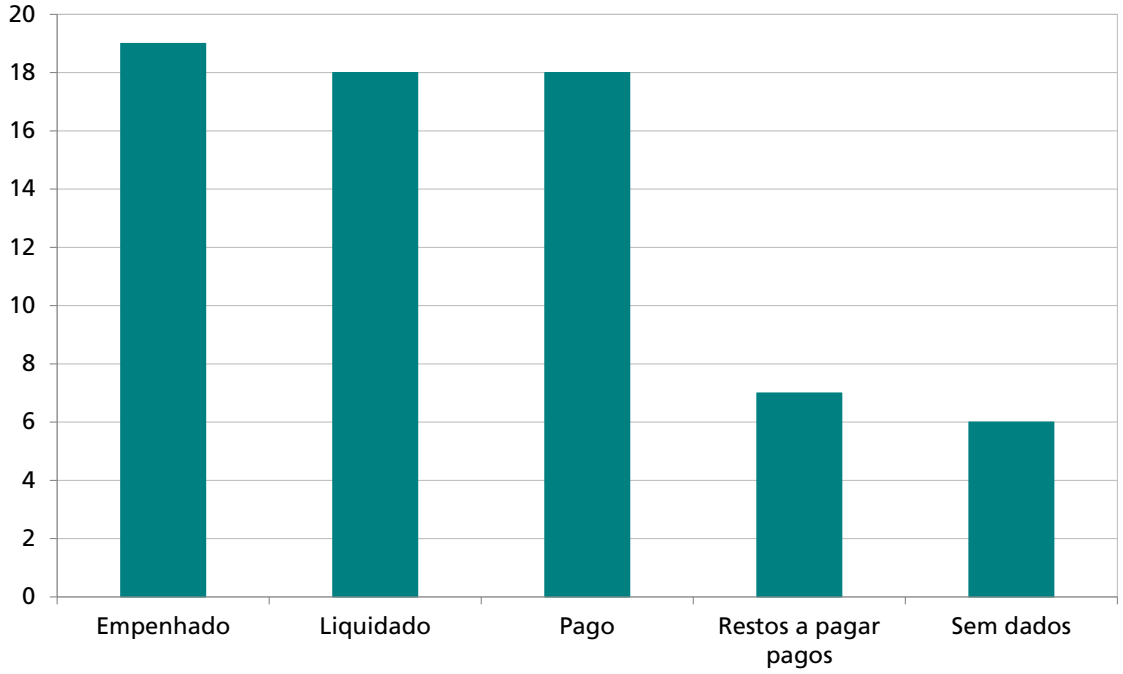
Os dados dos RREOs também foram utilizados no esforço de verificação dos dados dos PTs. A vantagem neste caso é a possibilidade de checar a consistência dos dados em frequência bimestral. Todavia, os dados dos RREOs estão abertos apenas até o GND, de modo que a comparação só foi possível após a conversão dos dados dos PTs para a frequência bimestral e sua agregação em GNDs. Ressalte-se que, no anexo 1 do RREO, as despesas intraorçamentárias não necessariamente são abertas por GND (Brasil, 2009a). Por isso, na conferência das despesas empenhadas, fez-se necessário retirar as despesas intraorçamentárias de cada GND da base obtida no PT, de modo a garantir a consistência entre as bases. Por fim, verificou-se se as despesas totais intraorçamentárias eram iguais em ambas as fontes. Na conferência das despesas liquidadas, por sua vez, este problema não se verificou – visto que o antigo anexo 7 do RREO (atual anexo 6) não segrega as despesas intraorçamentárias das demais modalidades de despesas em cada GND, permitindo a comparação direta entre as duas bases de dados.

3 RESULTADOS DA PESQUISA

O número de estados para os quais foi possível obter dados com frequência mensal, abertos até, pelo menos, o elemento de despesa, e com abrangência conhecida, aparece no gráfico 2, segmentado pela etapa de execução e despesa.[12]

12. Estão inclusos tanto estados que disponibilizam os dados desejados nos PTs quanto estados para os quais só foi possível obter os dados desejados mediante contato com as secretarias de fazenda e/ou as controladorias.

GRÁFICO 2
Estados com dados obtidos, segmentados pela etapa de execução da despesa
(Em números absolutos)



Fonte: PTs estaduais.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Dezenove estados dispõem de dados sobre as despesas empenhadas e dezoito dispõem sobre as liquidadas e pagas.[13] Como seria de se esperar, as maiores dificuldades foram encontradas na obtenção de dados referentes aos dispêndios com restos a pagar pagos, isto é, pagamentos de restos a pagar processados e não processados. A maioria dos estados não disponibiliza acesso a tais despesas segundo os critérios demandados pela pesquisa – o que, por sua vez, nos levou a entrar em contato com os responsáveis pelos respectivos PTs. Mesmo mediante contato, apenas sete estados puderam nos disponibilizar dados mensais dos restos a pagar pagos abertos por elemento de despesa e com abrangência conhecida. Por fim, seis estados não disponibilizam quaisquer dados mensais das despesas públicas abertas por elemento de despesa, seja via PT, seja mediante contato.

Conforme destacado na seção anterior, depois de concluído o processo de coleta, foi feita a comparação dos dados dos PTs com os dados reportados nos RREOs bimestrais e na EOE. Foram considerados aptos a entrar na base de dados final deste trabalho os estados com informações com uma precisão mínima de 90%.

13. Vale ressaltar que a lista precisa dos estados que compõem cada etapa de execução da despesa varia por etapa de execução. O estado de Minas Gerais, por exemplo, disponibiliza apenas as despesas liquidadas. O apêndice A apresenta a lista dos estados com dados disponíveis por etapa de execução de despesa.

No caso das despesas empenhadas, os dados dos PTs são amplamente compatíveis com os outros documentos oficiais. Ainda assim, discrepâncias foram encontradas. Alguns portais alegaram não ter ciência desta diferença, tomando conhecimento disto após realizarmos contato. Nestes casos, tais portais disponibilizaram uma nova base de dados corrigida e finalmente compatível. Ao final, optou-se por incluir na base final utilizada neste trabalho dezesseis dos dezenove estados contados no gráfico 2. O mesmo processo de filtragem fez com que fossem descartados quatro dos dezoito estados com dados sobre as despesas liquidadas e pagas, e dois dos sete estados com dados sobre as despesas de restos a pagar pagos.[14]

Talvez mais importante que o número de estados que compõem as distintas bases sejam os pesos relativos destes estados em relação à despesa total (gráfico 3). Dado que não há um padrão predefinido para a disponibilização dos dados nos PTs, o ano de início da divulgação da série de despesa varia de estado a estado. A tendência ascendente do gráfico reflete o simples fato de que mais dados sobre as finanças públicas subnacionais vêm ficando disponíveis em períodos mais recentes. Um recorte do ano de 2003 para as despesas empenhadas, por exemplo, abrangeria apenas 35,7% dos gastos estaduais no ano, ao passo que, para 2013, os dados coletados somam cerca de 77,3% dos gastos estaduais totais.[15]

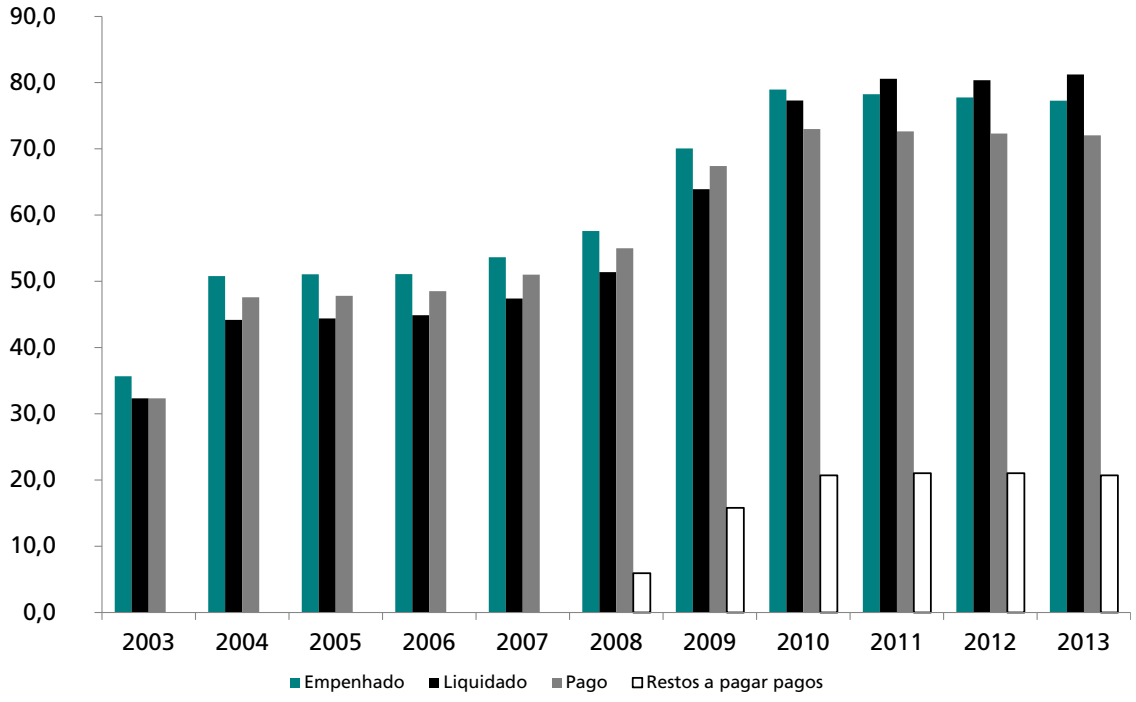
Fenômeno similar ocorreu com os dados das despesas liquidadas e pagas, cujos pesos relativos passaram de menos de um terço em 2003 para, respectivamente, 81,2% e 72,0%. O baixo peso relativo médio da amostra para as despesas com restos a pagar pagos, por seu turno, reflete a dificuldade enfrentada em obter tais dados. Em particular, os primeiros dados de restos a pagar a passarem pelo critério de precisão mínima de 90%, na comparação com os RREOs, são referentes a 2008. Mesmo em 2013, o peso relativo dos estados com séries consistentes (de acordo com este critério) de restos a pagar pagos na despesa total ainda não ultrapassava a casa dos 20,7%.

Seja como for, o fato é que a partir de 2010 nota-se uma melhora considerável na disponibilidade de dados mensais das despesas públicas abertos por elemento de despesa. Estes dados, por sua vez, permitem aproximações bastante boas – com precisão superior a 97% – dos dados por GNDs apresentados no RREO e na EOE. Como apontado, isto é importante porque os dados dos PTs permitem a abertura dos dados dos RREOs em categorias com melhor interpretação econômica.

14. O apêndice B lista os estados contidos em cada uma das bases, por etapa de execução de despesa e ano em que a série do estado é incorporada à base.

15. Porcentagens referentes aos gastos estaduais anuais presentes na EOE para cada ano, na etapa de empenho.

GRÁFICO 3
Evolução da representatividade do gasto estadual coletado (2003-2013)
(Em %)



Fonte: PTs estaduais.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

As aproximações propriamente ditas aparecem nas tabelas de 1 a 6.[16] Os estados presentes nestas comparações são aqueles para os quais há informações mensais abertas por elemento de despesa dos gastos liquidados, excluídos os estados que só passaram a disponibilizar esses dados após 2010 ou que não passaram na fase de apuração da qualidade. Mais precisamente, as Unidades da Federação (UFs) incluídas foram Amazônia, Bahia, Distrito Federal, Espírito Santo, Mato Grosso, Minas Gerais, Paraná, Pernambuco, Piauí, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e São Paulo.

TABELA 1
Estimativas do GND 1: pessoal e encargos sociais (2010-2014)
(Em R$ bilhões)

Ano	2010	2011	2012	2013	2014
PT	144,15	164,35	193,50	238,62	262,51
RREO	143,70	163,45	192,51	238,71	265,30
EOE	147,44	164,98	194,40	240,04	-
Diferença % RREO	0,31	0,55	0,51	0,04	1,05
Diferença % EOE	2,23	0,38	0,46	0,59	-

Fonte: PTs estaduais e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

16. Vale notar que a comparação com a EOE de 2014 não foi possível por ainda não estarem disponibilizados os dados de despesa referentes àquele ano.

TABELA 2
Estimativas do GND 2: juros e encargos da dívida (2010-2014)
(Em R$ bilhões)

Ano	2010	2011	2012	2013	2014
PT	13,59	14,82	16,57	18,06	20,06
RREO	13,59	14,82	16,57	18,07	20,06
EOE	13,59	14,82	16,57	18,07	-
Diferença % RREO	0,00	0,01	0,00	0,03	0,01
Diferença % EOE	0,00	0,01	0,00	0,03	-

Fonte: PTs estaduais e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 3
Estimativas do GND 3: outras despesas correntes (2010-2014)
(Em R$ bilhões)

Ano	2010	2011	2012	2013	2014
PT	178,53	201,50	214,16	212,55	221,24
RREO	178,21	200,93	212,91	212,21	219,63
EOE	175,65	200,76	213,55	213,11	-
Diferença % RREO	0,18	0,28	0,59	0,16	0,74
Diferença % EOE	1,64	0,37	0,28	0,26	-

Fonte: PTs estaduais e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 4
Estimativas do GND 4: investimento (2010-2014)
(Em R$ bilhões)

Ano	2010	2011	2012	2013	2014
PT	32,96	26,33	26,68	37,73	38,85
RREO	32,31	25,87	25,92	37,66	38,65
EOE	32,30	25,85	26,21	37,81	-
Diferença % RREO	2,01	1,78	2,91	0,21	0,51
Diferença % EOE	2,02	1,84	1,79	0,19	-

Fonte: PTs estaduais e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 5
Estimativas do GND 5: inversões financeiras (2010-2014)
(Em R$ bilhões)

Ano	2010	2011	2012	2013	2014
PT	8,56	9,64	8,38	9,77	9,42
RREO	8,37	9,63	8,31	9,76	9,38
EOE	8,48	9,63	8,31	9,76	-
Diferença % RREO	2,28	0,08	0,80	0,11	0,47
Diferença % EOE	0,93	0,06	0,86	0,11	-

Fonte: PTs estaduais e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 6
Estimativas do GND 6: amortização da dívida (2010-2014)
(Em R$ bilhões)

Ano	2010	2011	2012	2013	2014
PT	11,95	13,46	18,07	19,29	17,30
RREO	12,07	13,56	18,07	19,29	17,30
EOE	11,95	13,48	18,07	19,29	-
Diferença % RREO	0,93	0,70	0,02	0,02	0,01
Diferença % EOE	0,00	0,13	0,02	0,02	-

Fonte: PTs estaduais e STN.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho de pesquisa realizado mostrou ser possível utilizar dados selecionados dos PTs dos estados para aprofundar análises conjunturais dos gastos públicos estaduais feitas a partir dos dados dos RREOs.[17] A seção de finanças públicas desta *Carta de Conjuntura* já apresenta uma primeira análise do tipo.

Com efeito, enquanto inexistirem dados oficiais consolidados em alta frequência sobre as finanças públicas dos governos subnacionais, a utilização combinada de dados dos RREOs e dos PTs parece ser a melhor maneira de analisar a dinâmica de curto prazo das finanças públicas dos governos estaduais.

Ademais, o rápido crescimento tanto da qualidade quanto da disponibilidade dos dados dos PTs nos últimos anos torna possível antecipar que os níveis de desagregação e de detalhe analítico permitidos por estes dados tenderão a ter destaque nas análises das finanças públicas brasileiras, mesmo quando os dados oficiais consolidados estiverem disponíveis.

REFERÊNCIAS

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. **Manual de demonstrativos fiscais**: aplicado à União e aos estados, Distrito Federal e municípios. 2. ed. Brasília: STN, 2009a. v. 2. (Relatório resumido da execução orçamentária.) Disponível em: <http://www3.tesouro.gov.br/legislacao/download/contabilidade/MDF_VolumeII_2edicao.pdf >. Acesso em: 23 mar. 2015.

_____. Lei Complementar nº 131, de 27 de maio de 2009. Acrescenta dispositivos à Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, que estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal. Brasília, 27 maio 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp131.htm>. Acesso em: 23 mar. 2015.

17. Como já fora adiantado por Silva *et al*. (2014).

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Produto Interno Bruto dos municípios**. 2. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2008. (Séries Relatórios Metodológicos, v. 29). Disponível em: <ftp://ftp.ibge.gov.br/Pib_Municipios/2010 /srmpibmunicipios.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2015.

RIBEIRO, M. B. *et al*. Despesas de investimento municipais das capitais brasileiras no período 2001-2008: o que podemos inferir com base nos dados bimestrais dos relatórios resumidos de execução orçamentária? *In*: SANTOS, C. H.; GOUVEA, R. R. (Org.). **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). 1. ed. Brasília: Ipea, 2014. p. 229-309. v. 1. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_financas_vol_1. pdf >. Acesso em: 23 mar. 2015.

SANTOS, C. H. *et al*. Uma análise da composição do consumo do governo nas contas nacionais referência 2000. *In:* SANTOS, C. H.; GOUVEA, R. R. (Org.). **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). 1. ed. Brasília: Ipea, 2014, p. 375-423. v. 1. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/ portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_financas_vol_1.pdf >. Acesso em: 23 mar. 2015.

SANTOS, C. H.; GOUVEA, R. R. (Org.). **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). 1. ed. Brasília: Ipea, 2014. v. 1. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/ livro_financas_vol_1.pdf >. Acesso em: 23 mar. 2015.

SILVA, W. J. *et al*. Bases de dados de finanças públicas subnacionais: desafios e algumas soluções. *In*: SANTOS, C. H. M.; GOUVEA, R. R. (Org.). **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). 1. ed. Brasília: Ipea, 2014, p. 593-609. v. 1. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/ images/stories/PDFs/livros/livros/livro_financas_vol_1.pdf >. Acesso em: 23 mar. 2015.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BRASIL. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. **Manual Técnico de Orçamento**. Edição 2014. Brasília: SOF, 2013. Disponível em: <http://www.orcamentofederal.gov.br/informacoes-orcamentarias/manual-tecnico/ MTO_2014.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2015.

_____. Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964. Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Brasília, 17 mar. 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4320.htm>. Acesso em: 23 mar. 2015.

_____. Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal. Brasília, 5 maio 2000. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm>. Acesso em: 23 mar. 2015.

_____. Portaria Interministerial STN/SOF nº 163, de 4 de maio de 2001. Dispõe sobre as normas gerais de consolidação das contas públicas no âmbito da União, estados, Distrito Federal e municípios. Brasília, 7 maio 2001. Disponível em: <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/legislacao/download/contabilidade/Portaria_Interm_163_2001_Atualizada_2011_23DEZ2011.pdf >. Acesso em: 23 mar. 2015.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema de Contas Nacionais** – Brasil – Referência 2010: governo e administração pública. Rio de Janeiro: IBGE, dez. 2014. (Nota Metodológica, n. 12). Disponível em: <ftp://ftp.ibge.gov.br/Contas_Nacionais/Sistema_de_Contas_Nacionais/Notas_Metodologicas_2010/12_governo.pdf>. Acesso em: 23 mar. 2015.

APÊNDICE A

QUADRO A.1
Estados com dados disponíveis

Empenho	Liquidado	Pago	RP pago	Sem dados
AC	AC	AC	AM	AL
AM	AM	AM	ES	AP
BA	BA	BA	PE	MS
CE	DF	CE	RJ	RN
ES	ES	ES	RS	RO
GO	GO	GO	SC	SE
MA	MA	MT	SP	
MT	MG	PA		
PA	MT	PB		
PB	PE	PE		
PE	PI	PI		
PI	PR	PR		
PR	RJ	RJ		
RJ	RR	RR		
RR	RS	RS		
RS	SC	SC		
SC	SP	SP		
SP	TO	TO		
TO				

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

APÊNDICE B

QUADRO B.1
Estados presentes na série

Empenho		Liquidado		Pago		RP pago	
UF	Ano	UF	Ano	UF	Ano	UF	Ano
SC	2002	PR	2003	PR	2003	ES	2008
PR	2003	SP	2003	SP	2003	PE	2008
SP	2003	BA	2004	BA	2004	RJ	2009
BA	2004	RS	2004	PA	2004	AM	2010
PA	2004	PI	2006	PB	2004	SC	2010
PB	2004	MT	2007	RS	2004		
RS	2004	PE	2008	PI	2006		
PI	2006	ES	2009	MT	2007		
MT	2007	RJ	2009	PE	2008		
PE	2008	AM	2010	ES	2009		
ES	2009	DF	2010	RJ	2009		
RJ	2009	MG	2010	AM	2010		
AM	2010	SC	2011	SC	2010		
CE	2010	TO	2013	TO	2010		
GO	2010						
TO	2010						

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

NOTA TÉCNICA

SUSTENTABILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL REVISITADA

Mário Jorge Mendonça[1]
Luis Alberto Medrano[2]

1 INTRODUÇÃO

Vários estudos econométricos desenvolvidos até 2009 tratando a sustentabilidade da dívida líquida do setor público (DLSP) no Brasil fundamentaram a visão de que a política fiscal brasileira sofreu uma importante inflexão após a crise cambial de 1999. Em particular, a adoção do regime de metas explícitas e relativamente invariantes para o *superavit* primário parece ter diminuído consideravelmente a volatilidade desta variável, bem como a sua sensibilidade a variações de curto prazo da DLSP e do produto. Assim, a DLSP caiu de 47,3% do produto interno bruto (PIB) para 39,9% do PIB entre dezembro de 2006 e março de 2011, o que pareceu mostrar que a questão da sustentabilidade da DLSP era coisa do passado.

No entanto, mais recentemente parece ter havido uma inflexão no modo de gerenciamento da dívida pública, de forma que o emprego deste conceito pode não mais refletir adequadamente a questão da sustentabilidade do setor público consolidado no Brasil. Isto é devido ao fato de que os *superavit* não foram usados para reduzir a dívida bruta, mas para financiar a aquisição de ativos. Temos que o conceito de dívida líquida (dívida bruta menos ativos do setor público) não deixa transparecer um fato importante. A dívida bruta subiu no período para ajudar a financiar a compra de ativos. O problema é que os ativos adquiridos pelo governo rendem menos que o custo da dívida, o que resulta no aumento do *deficit* público, tendo em vista os juros líquidos pagos pelo setor público (Gobetti e Schettini, 2010; Pellegrini, 2011). Na ausência de compensação por meio do aumento do *superavit* primário, o efeito é a maior necessidade de financiamento do setor público, e o resultado cabal é a reversão da queda da dívida líquida e um novo aumento da dívida bruta.

---

1. Técnico de planejamento e pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. Correio eletrônico: <mario.mendonca@ipea.gov.br>.

2. Pesquisador do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac do Ipea; e professor da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ). Correio eletrônico: <lmedrano10@msn.com>.

Como será visto adiante, observa-se uma clara reversão na trajetória descendente da DLSP a partir de janeiro de 2014, que se tornou ascendente desde essa data. Como parece haver, pelos motivos mencionados, uma mudança explícita na administração da dívida pública, faz-se necessário um novo estudo acerca de sua sustentabilidade, tendo em vista que o atual patamar da DLSP, embora ainda baixo, pode não mais servir de parâmetro para a avaliação da sustentabilidade no médio e longo prazos. Neste sentido, este estudo analisa o problema da sustentabilidade da DLSP, revisitando os trabalhos de Garcia e Rigobon (2004) e Mendonça, Pires e Medrano (2008), e usando metodologia próxima. Como nesses dois estudos, nesta nota técnica estimamos um vetor autorregressivo (VAR) composto das variáveis que integram a dinâmica da relação DLSP/PIB e simulamos a projeção desta relação para os próximos cinco anos. Uma diferença em relação a esses dois trabalhos é o emprego da prática bayesiana para a estimação do VAR e a projeção da DLSP.

2 EQUAÇÃO DA RAZÃO DLSP/PIB

Iremos começar pelas definições básicas, notando-se que a identidade (1) a seguir descreve a dinâmica da DLSP:

$$DLSP \equiv DLSP_{-1} + JN + DP + AP \text{ (ou } \Delta DLSP \equiv DN + AP) \quad (1)$$

Ou seja, a DLSP no final de determinado período contábil é dada pelo valor desta no final do período anterior ($DLSP_{-1}$) somado aos juros nominais (*JN*), ao *deficit* primário (*DP*) do setor público e aos ajustes patrimoniais (*AP*) ocorridos no período. Assim sendo, a definição precisa da dinâmica da DLSP cria a necessidade de se definirem precisamente três outros conceitos, isto é, *JN*, *DP* e *AP*.

O *DP*, também conhecido como necessidade primária de financiamento do setor público ou *NFSP* primária, é definido na identidade (2) a seguir:

$$DP \equiv NFSP \text{ primárias} \equiv Desp\ Prim - Rec\ Prim \quad (2)$$

O saldo das despesas e das receitas primárias, ou seja, o *DP*, é dado pelo valor total das despesas públicas correntes – excluindo-se aquelas relativas ao pagamento de juros sobre a dívida pública[3] − menos o valor total das receitas públicas primárias. Naturalmente, as despesas e as receitas com juros excluídos do cálculo do *DP* são as

3. Mas, curiosamente, incluindo-se as *despesas de investimento* (em capital fixo), ainda que estas sejam formalmente *despesas de capital* e não *despesas correntes*. Ver Blanchard e Giavazzi (2004) para mais detalhes.

que entram no cálculo de *JN*, de modo que $JN=i_{t-1}DLSP_{-1}$, onde *i* é a taxa de juros nominal efetiva.[4] Assim, temos que:

$$DLSP \equiv (1+i_{t-1})DLSP_{t-1} + DP + AP \tag{3}$$

Ao considerarem-se os *AP*, isto é, as mudanças na DLSP que nada têm a ver com o tamanho relativo das despesas e das receitas correntes (tanto primárias como com juros) do setor público, nota-se que esses podem ser divididos em três grandes grupos, quais sejam: *i*) ajustes cambiais; *ii*) ajustes relativos às privatizações; e *iii*) ajustes devidos ao reconhecimento de dívidas (ou, no jargão, *esqueletos*). Os primeiros refletem as mudanças no valor (em reais) da DLSP (denominada em moeda estrangeira ou indexada à taxa de câmbio) causadas por variações cambiais. Os segundos refletem os recursos obtidos pelo governo com a venda de suas empresas ao setor privado. Por fim, os terceiros refletem novas dívidas criadas por conta de decisões judiciais e/ou políticas. Longe de serem apenas detalhes técnicos, algumas vezes os AP são determinantes cruciais da dinâmica da dívida pública.

A definição de DLSP que aparece em (3) é feita tomando-se os valores correntes. Contudo, a medida correta para o acompanhamento desta variável e seu impacto sobre a economia se faz por meio da razão entre a DLSP e o PIB. Além disso, como será mostrado a seguir, isto permite reescrever a equação da dinâmica da dívida levando-se em consideração variáveis-chave da economia, tais como a inflação e o crescimento real do produto. Assim, visto que o PIB em termos correntes é tal que $PIB = P_t Y_t$, onde P_t é o índice de preço, e Y_t é o produto real, temos que:

$$\begin{aligned}\frac{DLSP_t}{PIB_t} &= \frac{DLSP_t}{P_t Y_t} = \frac{(1+i_{t-1})}{P_t Y_t} DLSP_{t-1} + \frac{NFSP_t}{P_t Y_t} + \frac{AP_t}{P_t Y_t} = \\ &= \frac{(1+i_{t-1})}{P_t Y_t} \frac{DLSP_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} P_{t-1} Y_{t-1} + \frac{NFSP_t}{P_t Y_t} + \frac{AP_t}{P_t Y_t}\end{aligned} \tag{4}$$

fazendo $\frac{P_{t-1}}{P_t} = \frac{1}{1+\pi_t}$ e $\frac{Y_{t-1}}{Y_t} = \frac{1}{1+g_t}$, onde π_t é a taxa de inflação, e g_t é a taxa de crescimento real do PIB, temos que:

$$\frac{DLSP_t}{P_t Y_t} = \frac{(1+i_{t-1})}{(1+\pi_T)(1+g_t)} \frac{DLSP_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} + \frac{NFSP_t}{P_t Y_t} + \frac{AP_t}{P_t Y_t}$$

4. A taxa de juros efetiva difere da taxa Selic por ser uma média ponderada das taxas de juros incidentes sobre variadas “safras” de diversos tipos de títulos públicos em poder do mercado.

Fazendo $d_t = \frac{DLSP_t}{P_t Y_t}$, $f_t = \frac{NFSP_t}{P_t Y_t}$ e $x_t = \frac{AP_t}{P_t Y_t}$

$$d_t = \frac{(1+i_{t-1})}{(1+\pi_T)(1+g_t)} d_{t-1} + f_t + x_t \tag{5}$$

Dado ainda que $\frac{(1+i_{t-1})}{(1+\pi_t)} = 1 + r_{t-1}$, onde r_t é a taxa de juros real, e

$\frac{(1+r_{t-1})}{(1+g_t)} \cong 1 + r_{t-1} - g_t$, tem-se, por fim, que

$$d_t = (1 + r_{t-1} - g_t) d_{t-1} + f_t + x_t \tag{6}$$

De acordo com a equação (6), observa-se que a trajetória da relação entre a dívida pública e o PIB (d) está diretamente determinada pelo comportamento de variáveis macroeconômicas fundamentais, tais como a taxa de juros real[5] (r) e a taxa de crescimento real do PIB (g), bem como o DP (f) e os AP (x). Obtendo-se a trajetória para estas variáveis, é possível calcular a trajetória esperada para a dívida pública. Uma vez descrita a equação da trajetória da dívida, o que fazemos, de acordo com a nossa proposta metodológica, é estimar um VAR com as variáveis que compõem a razão entre a dívida pública e o PIB (d) e fazer a projeção para elas inserindo-as na equação da dinâmica da dívida que aparece em (6).

3 APLICAÇÃO DO MODELO VAR PARA PROJETAR A DLSP

Garcia e Rigobon (2004) partem da ideia de que as variáveis que determinam a dinâmica da DLSP são correlacionadas. Neste sentido, como foi dito na introdução, o *risco sistêmico* incidente sobre a DLSP pode ser modelado por meio de um VAR, o que, por sua vez, permite que se façam simulações com vistas a lançar luz sobre a gama de trajetórias possíveis para a dívida pública brasileira. Uma característica importante da abordagem de Garcia e Rigobon (2004) é permitir ao analista compreender os impactos da gestão da dívida pública sobre o referido risco sistêmico. Para estimar o modelo VAR, fazemos uso da abordagem bayesiana. Devemos ressaltar que a estimação do modelo VAR dessa prática elimina o problema da ordem de integração das séries, bem como diminui a relevância do tamanho da amostra (De Jong e Whiteman, 1991; Sims, 1988; Sims e Uhlig, 1991).

5. Que por sua vez embute a taxa de juros nominal e a inflação.

Utilizam-se nesta pesquisa dados mensais de fevereiro de 2002 a setembro de 2014. O estoque da DLSP é avaliado com base na posição, no último dia do mês, dos ativos e passivos do setor público não financeiro. Tendo em vista que esse estoque incorpora a inflação passada até o período da análise, para se calcular corretamente a razão dívida/PIB, é necessário trazer os fluxos nominais do PIB dos últimos doze meses a preços do mês de referência.[6]

As variáveis usadas neste estudo são descritas tal como a seguir, sendo os gráficos das variáveis acima mostrados no apêndice A.

1) *GPIB*: taxa de crescimento real do PIB acumulado, tal como descrito no item anterior. O deflator usado foi o IGP-DI. Fonte: Banco Central do Brasil (BCB) e Fundação Getúlio Vargas (FGV).

2) *IGP-DI*: Índice geral de preços da economia. Fonte: FGV.

3) *TXIMP*: taxa de juros implícita da DLSP. Fonte: BCB.

4) *PRIM*: razão entre a necessidade primária de financiamento do setor público consolidado sem valorização cambial no mês e o PIB acumulado. Fonte: BCB.

5) *INFLA*: taxa de inflação medida pelo IGP-DI. Fonte: FGV.

6) *AJUST*: razão entre os ajustes patrimoniais e o PIB acumulado. Fonte: BCB e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

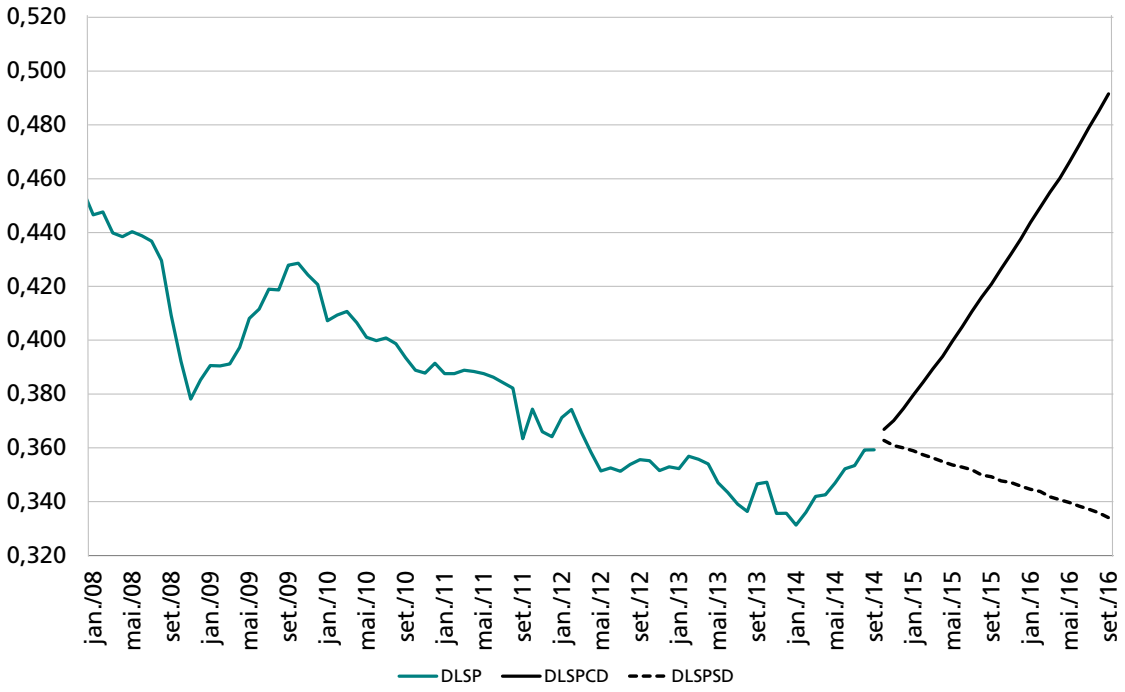
A série simulada da DLSP pode ser obtida ao se substituir os valores dessas cinco variáveis na equação (6), tomando-se um valor inicial para a própria DLSP que, por sua vez, também consta do apêndice A. Optamos pela estimação do VAR com uma defasagem tal como indicado pelo critério de Schwarz, que, segundo Sims (1988), é o critério mais apropriado quando se aplica a abordagem bayesiana. Conforme foi colocado, pelo fato de utilizarmos a abordagem bayesiana, não aplicamos os testes tradicionais de raiz unitária nas séries das variáveis. Contudo, mesmo no caso da abordagem frequencista, ainda que por ventura algumas variáveis do modelo possuíssem raiz unitária, cumpre destacar que a estimação do VAR nas variáveis em nível é fortemente defensável mesmo quando elas são integradas de ordem 1 (Sims,

6. Essa valorização é feita pelo Índice Geral de Preços-Centrado (IGP-C) calculado como a média geométrica do IGP – Disponibilidade Interna (IGP-DI) entre *t* e *t-1*. A soma desses fluxos corresponde ao PIB valorizado, calculado da seguinte forma: $PIB_t = PIBC_t \left(\sum_{i=1}^{11} PIBM_{t-i} \Big/ \sum_{i=1}^{11} IGP_{t-i} \right)$, onde *PIBM* é o PIB mensal e *IGP* é o IGP-DI.

Stock e Watson, 1990). Como forma de verificar a acurácia do modelo, fizemos um exercício de previsão dentro da amostra e obtivemos para os critérios de previsão ─ erro percentual acumulado e raiz do erro quadrado médio ─ valores bem razoáveis para previsão tanto dentro como fora da amostra.

O gráfico 1 mostra projeções da DLSP feitas a partir de setembro de 2014 até o mesmo mês de 2016. Observa-se que existem duas projeções: a primeira (*DLSPSD)* mostra a DLSP caindo ao longo do tempo, enquanto a segunda (*DLSPCD*) exibe esta variável numa trajetória ascendente. A diferença entre as duas se deve à primeira projeção do gráfico 1 (*DLSPSD*) ter sido feita usando apenas informação amostral, isto é, sem intervenção. O fato de a projeção apontar para uma trajetória declinante da dívida pública provavelmente ocorre porque o modelo é fortemente influenciado pela maior parte da amostra, que ilustra, como pode ser visto no gráfico A.1, uma tendência declinante desde 2002. Entretanto, conforme pode ser notado no gráfico 1 a seguir, evidencia-se uma alteração na tendência da série da DLSP, que passa a ser ascendente a partir de janeiro de 2014.

GRÁFICO 1
DLSP: Projeção com e sem intervenção



Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Naturalmente, vários fatores contribuíram para que a DLSP crescesse a partir do início de 2014. A principal razão para este fato foi comentada na introdução deste estudo. Falaremos mais sobre isso na seção de conclusão. De modo a levar esta mudança de regime em consideração, novamente estimamos o VAR introduzindo uma variável *dummy* de janeiro de 2014 até o final da amostra. A projeção derivada no VAR

com intervenção, nomeada *DLSPCD* (DLSP com *dummy*), contrasta com aquela implementada sem intervenção (*DLSPSD*).

4 CONCLUSÕES

Entre nossas principais conclusões, temos que parece existir uma mudança estrutural na gerência da DLSP no período mais recente, o que poderá se refletir no comprometimento de sua sustentabilidade no médio e no longo prazo, caso a economia permaneça no quadro recessivo em que se encontra atualmente. Outro ponto de preocupação é que a previsão obtida para a DLSP acena para uma trajetória fortemente ascendente, dando margem à possibilidade de que a sustentabilidade rapidamente escape do controle. Se persistir o cenário de estagnação, medidas duras devem ser implementadas para garantir a sustentabilidade da DLSP. O governo tem alguns meios para reverter ou amenizar este quadro, dando ensejo a diversos cenários.

Um cenário mais otimista para a sociedade seria aquele em que o governo faria o ajuste fiscal por meio da redução de gastos e do controle da inflação por meio de uma política monetária responsável. Isto traria credibilidade ao governo, fazendo com que a margem de redução da dívida por meio da inflação e/ou do aumento de impostos fosse compensada com crescimento do PIB e também com a redução do custo da dívida. Num cenário menos otimista, o governo não agiria firmemente no controle do gasto público e procuraria garantir a sustentabilidade da dívida pelo aumento da carga tributária e um pouco de inflação. No entanto, tal estratégia pode conduzir ao aprofundamento do quadro recessivo. O relaxamento da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), regulamento tido como importante para a manutenção da sustentabilidade da dívida pública, se configura como um fator a mais de preocupação. É sabido ainda que a margem de contenção de gastos pelo governo somente pode ocorrer de modo significativo pela redução do investimento público e não pelo custeio.

REFERÊNCIAS

BLANCHARD, O.; GIAVAZZI, F. **Improving the stability and growth pact through a proper accounting of public investment**. London: Centre for Economic Policy Research, 2004. (Discussion Paper, n. 4220).

DE JONG, D. N.; WHITEMAN, C. H. The case for trend-stationarity is stronger than we thought. **Journal of Applied Econometrics**, v. 6, p. 413-421, 1991.

GARCIA, M.; RIGOBON, R. A risk management approach to emerging market's sovereign debt sustainability with an application to Brazilian data. Cambridge, United States: NBER, 2004. (Working Paper, 10.336).

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. P. **Dívida líquida e dívida bruta**: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Brasília: Ipea, 2010. (Texto para Discussão, n. 1514).

MENDONÇA, M. J.; PIRES, M. C.; MEDRANO L. A. Administração e sustentabilidade da dívida pública no Brasil: uma análise com mudança de regime. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 38, n. 3, 2008.

PELLEGRINI. J. A. **Dívida pública e ativo do setor público**: o que a queda da dívida líquida não mostra. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas do Senado Federal, 2011. (Texto para Discussão, n. 95).

SIMS, C. Bayesian skepticism on unit root econometrics. **Journal of Economic Dynamics and Control**, v. 12, p. 463-474, 1988.

SIMS, C.; UHLIG, H. Understanding unit rooters: a helicopter tour. **Econometrica**, v. 59, n. 6, p. 1.591-1.599, 1991.

SIMS, C.; STOCK, J.; WATSON, M. Inference in linear time series models with some unit roots. **Econometrica**, v. 58, n. 1, p. 113-144, 1990.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

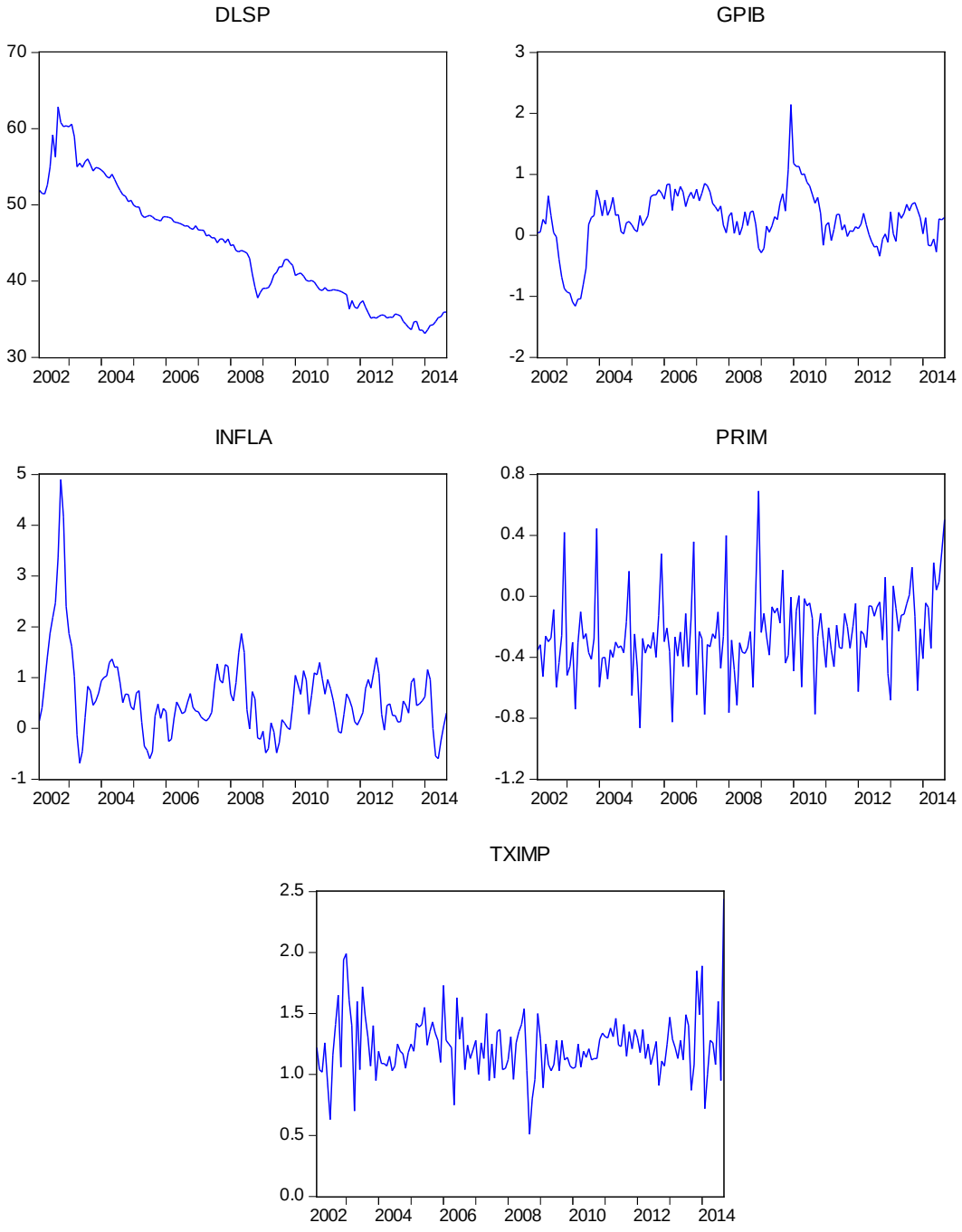
GEWEKE, J.; KOOP, G.; DIJK, H. V. **Bayesian Econometrics**. ed. 1. Nova Jersey: Wiley-Interscience, 2003.

_____. Objective Bayesian unit root tests. **Journal of Applied Econometrics**, v. 7, p. 65-82, 1992.

MENDONÇA, M. J.; MEDRANO L. A.; SACHSIDA, A. Revisitando a função de reação fiscal no Brasil pós-Real: Uma abordagem de mudanças de regime. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 39, n. 4, 2009.

APÊNDICE A

GRÁFICO A.1
Variáveis componentes da equação da dívida líquida (DLSP) (2002-2014)



Elaboração dos autores.

NOTA TÉCNICA

PRODUTO INTERNO BRUTO MENSAL: 2003 A 2014

José Ronaldo de Castro Souza Júnior[1]

Indicadores mensais de nível de atividade econômica podem ser úteis não só para o acompanhamento conjuntural, mas também para estudos econométricos de séries temporais que utilizem variáveis com esta periodicidade. Os indicadores mensais disponíveis no Brasil que são mantidos atualizados não têm a mesma abrangência nem apresentam as mesmas taxas de crescimento do produto interno bruto (PIB). O que se pretende aqui é descrever uma metodologia simples, que procura oferecer um indicador mensal cujas médias trimestrais e anuais sejam iguais às do PIB divulgado pelo Sistema de Contas Nacionais (SCN), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

No Brasil, há estudos, como Chauvet (2001) e Rabi Junior (2008), que estimam séries mensais de PIB. O problema é que estas estimativas não são mantidas atualizadas. As estimativas apresentadas neste texto, por sua vez, serão mantidas atualizadas e disponíveis ao público por meio do Ipeadata.[2]

Na falta de uma série atualizada de PIB mensal, a Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF), do IBGE, que acompanha apenas a produção da indústria geral (transformação e extrativa), é frequentemente usada como *proxy* do PIB mensal. Isto ocorre devido à amplitude temporal satisfatória e à rápida atualização dos dados da PIM-PF. Porém, esta série, por representar um segmento com participação menor que 15% do PIB e por possuir diferenças metodológicas importantes em relação aos dados do SCN, mostra comportamentos muito distintos em relação à série de PIB.

Outro indicador mensal que, nos últimos anos, vem sendo bastante utilizado é o Índice de Atividade Econômica (IBC-Br), do Banco Central do Brasil (BCB), que tem dados a partir de janeiro de 2003. Sua metodologia (BCB, 2010), bastante abrangente, procura incorporar a trajetória de variáveis consideradas como *proxies* para o desempenho de todos os setores da economia. Como mostrado no gráfico 1, o

1. Técnico de planejamento e pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. Correio eletrônico: <ronaldo.souza@ipea.gov.br>.

2. Base de dados mantida pelo Ipea. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/>.

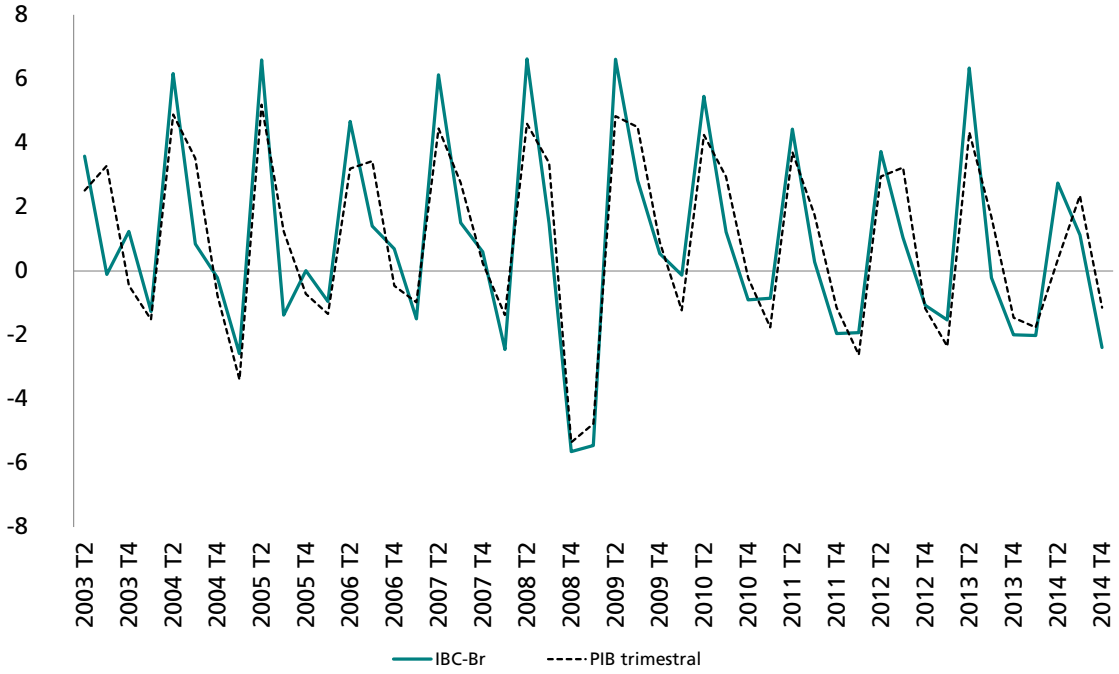
comportamento das taxas médias trimestrais de crescimento do IBC-Br é similar ao do crescimento do PIB.

GRÁFICO 1

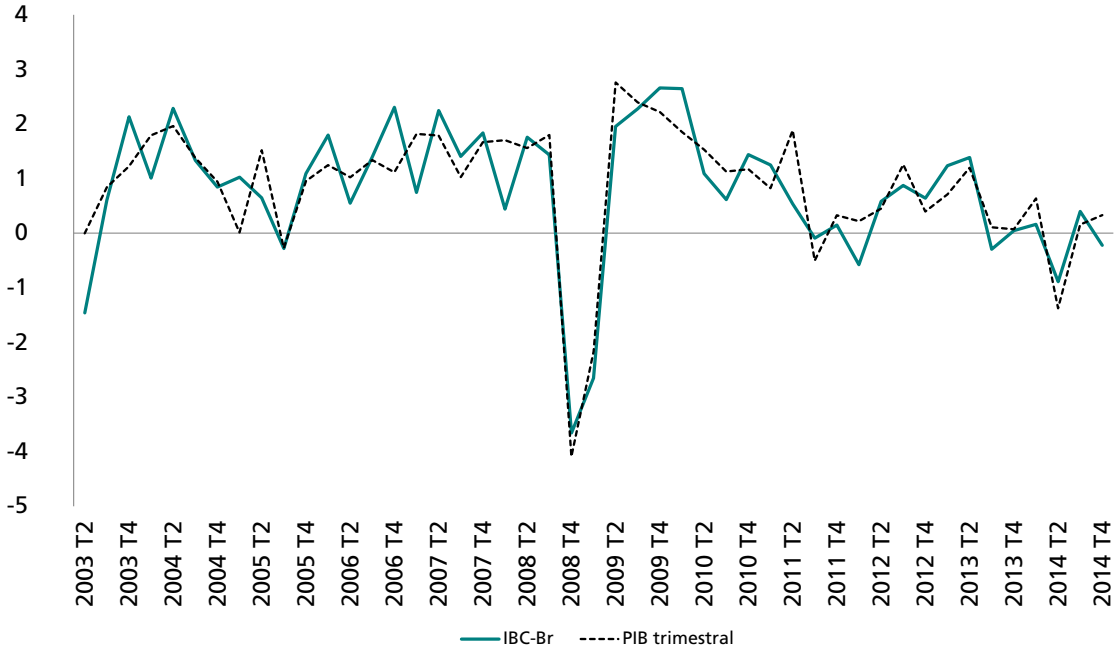
IBC-Br *versus* PIB trimestral: taxa de crescimento no trimestre em relação ao trimestre anterior (2003-2014)

(Em %)

1A – Sem ajuste sazonal



1B – Com ajuste sazonal



Elaboração do autor.

Embora o comportamento das duas séries seja muito similar, elas não coincidem exatamente. Isto pode ser um problema quando, por exemplo, pretende-se estimar, com dados mensais, a elasticidade de alguma variável em relação ao PIB. Outro exemplo é quando são feitas previsões condicionais baseadas em cenários exógenos de PIB. Nestes e em outros casos, é necessário utilizar indicadores cujas taxas médias trimestrais e anuais de crescimento sejam idênticas às do PIB.

Para aproveitar o amplo conjunto de informações contidas no IBC-Br, mantendo-se a coerência do indicador mensal com os dados do SCN, utiliza-se o mesmo método de desagregação temporal de Denton (1971). Por meio deste método, pode-se estimar uma série de PIB mensal com base num indicador mensal de atividade econômica tendo como referência (*benchmarking*) os dados originais do PIB trimestral. Isto significa que as médias trimestrais do índice de PIB mensal ficam iguais aos dados originais trimestrais do IBGE. Utilizado pelo próprio IBGE (2015) para ajustar as contas trimestrais – neste caso, a referência são as contas anuais –, o método de Denton é também indicado no manual de contas nacionais trimestrais do Fundo Monetário Internacional (FMI) (Bloem, Dippelsman e Mæhle, 2001).

Neste trabalho, a série de frequência mais alta (mensal) usada para desagregar temporalmente a série de baixa frequência (PIB trimestral) é, portanto, o IBC-Br. Os resultados, reportados no gráfico 2 e na tabela A.1 (do apêndice), confirmam que, apesar das diferenças, o IBC-Br parece ser uma boa *proxy* do PIB mensal. No gráfico 2, as duas séries estão na mesma base (2002 = 100), o que permite verificar que ambas mantêm níveis similares entre 2003 e 2014. No entanto, nos períodos mais recentes, há certo deslocamento entre os dois indicadores, com o PIB mensal ficando persistentemente um pouco acima do IBC-Br.

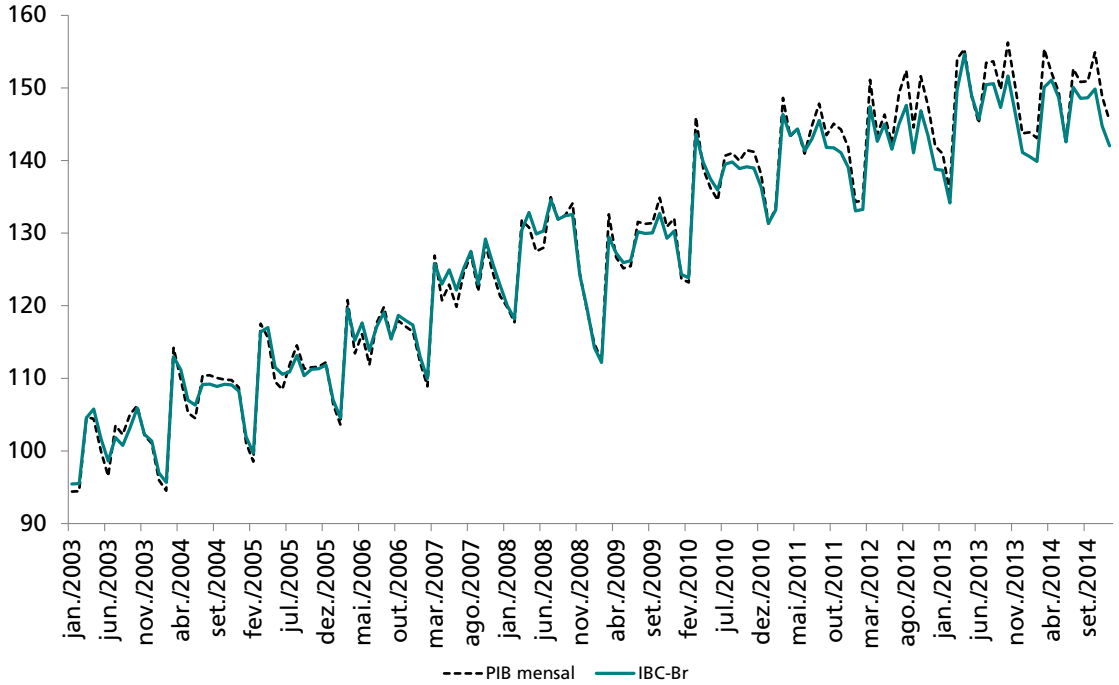
Na tabela A.1, no apêndice, pode-se observar também que, embora o PIB do primeiro trimestre de 2015 ainda não tenha sido divulgado, o PIB de janeiro de 2015 foi estimado. Para isso, utilizou-se a taxa de variação do IBC-Br entre dezembro de 2014 e janeiro deste ano. Este dado será revisto quando o PIB do período for divulgado.

GRÁFICO 2

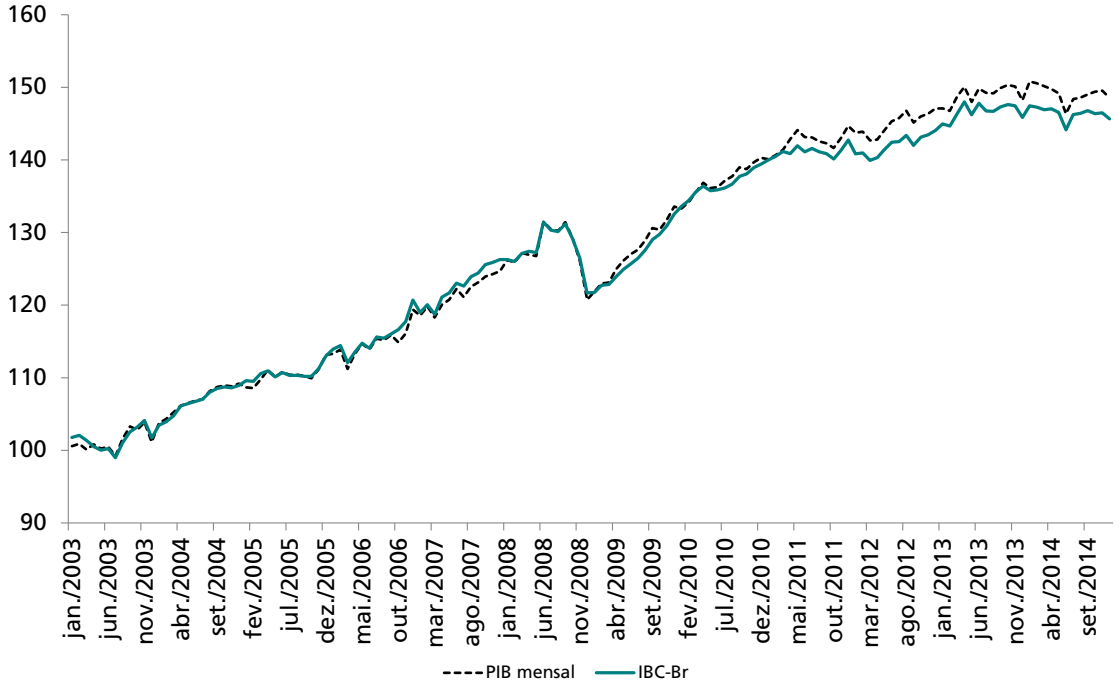
IBC-Br *versus* PIB mensal estimado (2003-2014)

(Índice 2002 = 100)

2A – Sem ajuste sazonal



2B – Com ajuste sazonal



Elaboração do autor.

REFERÊNCIAS

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br). **Relatório de inflação**, p. 24-28, mar. 2010. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003b1p.pdf>.

BLOEM, A. M.; DIPPELSMAN, R.; MÆHLE, N. Ø. **Quarterly national accounts manual**: concepts, data sources, and compilation. Washington: IMF, 2001. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/qna/2000/Textbook/>.

CHAUVET, M. A monthly indicator of Brazilian GDP. **Brazilian Review of Econometrics**, v. 21, n. 1, p. 1-47, 2001.

DENTON, F. T. Adjustment of monthly or quarterly series to annual totals: an approach based on quadratic minimization. **Journal of the American Statistical Association**, v. 66, n. 333, p. 99-102, 1971.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Contas nacionais trimestrais**: indicadores de volume e valores correntes – outubro/dezembro 2014. Rio de Janeiro: IBGE, 2015.

RABI JUNIOR, L. A. **Três ensaios sobre macroeconometria aplicada**. 2008. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

APÊNDICE A

TABELA A.1
Produto interno bruto (PIB) mensal estimado (2003-2014)
(Índice 2002 = 100)

Mês/ano	Sem ajuste sazonal	Com ajuste sazonal	Mês/ano	Sem ajuste sazonal	Com ajuste sazonal	Mês/ano	Sem ajuste sazonal	Com ajuste sazonal
Jan./2003	94,41	100,57	Jan./2007	112,21	118,58	Jan./2011	131,31	140,09
Fev./2003	94,46	100,89	Fev./2007	108,90	119,80	Fev./2011	133,41	140,65
Mar./2003	104,67	100,11	Mar./2007	126,91	118,30	Mar./2011	148,62	141,41
Abr./2003	104,43	100,81	Abr./2007	120,74	120,08	Abr./2011	143,33	142,85
Maio/2003	99,96	100,24	Maio/2007	122,92	120,74	Maio/2011	144,37	144,11
Jun./2003	96,53	100,51	Jun./2007	119,84	122,25	Jun./2011	140,95	143,15
Jul./2003	103,52	99,21	Jul./2007	124,45	121,12	Jul./2011	144,83	143,10
Ago./2003	102,26	101,61	Ago./2007	127,09	122,55	Ago./2011	147,83	142,56
Set./2003	105,04	103,29	Set./2007	122,00	123,13	Set./2011	143,49	142,29
Out./2003	106,24	102,83	Out./2007	128,44	123,94	Out./2011	145,06	141,64
Nov./2003	102,12	103,85	Nov./2007	124,62	124,27	Nov./2011	144,27	143,02
Dez./2003	101,03	101,14	Dez./2007	121,36	124,70	Dez./2011	141,85	144,69
Jan./2004	95,97	103,77	Jan./2008	119,79	126,21	Jan./2012	134,28	143,73
Fev./2004	94,53	104,33	Fev./2008	117,73	125,88	Fev./2012	134,51	143,90
Mar./2004	114,20	105,24	Mar./2008	131,76	127,17	Mar./2012	151,11	142,67
Abr./2004	109,87	106,14	Abr./2008	130,78	126,93	Abr./2012	143,60	142,81
Maio/2004	105,23	106,49	Maio/2008	127,50	126,75	Maio/2012	146,33	144,12
Jun./2004	104,49	106,85	Jun./2008	127,99	131,49	Jun./2012	142,35	145,31
Jul./2004	110,37	107,03	Jul./2008	134,95	130,45	Jul./2012	149,31	145,76
Ago./2004	110,42	108,16	Ago./2008	131,88	130,23	Ago./2012	152,38	146,77
Set./2004	110,05	108,71	Set./2008	132,45	131,42	Set./2012	144,55	145,15
Out./2004	109,82	108,94	Out./2008	134,12	129,19	Out./2012	151,60	145,99
Nov./2004	109,74	108,82	Nov./2008	124,48	126,13	Nov./2012	147,48	146,37
Dez./2004	108,73	109,19	Dez./2008	119,30	120,74	Dez./2012	141,97	147,06
Jan./2005	101,09	108,68	Jan./2009	114,81	121,84	Jan./2013	140,96	147,09
Fev./2005	98,54	108,57	Fev./2009	112,46	122,98	Fev./2013	135,69	146,74
Mar./2005	117,53	109,76	Mar./2009	132,59	123,10	Mar./2013	154,01	148,72
Abr./2005	115,62	111,07	Abr./2009	126,65	124,95	Abr./2013	155,33	150,06
Maio/2005	109,53	110,11	Maio/2009	125,16	126,12	Maio/2013	148,84	147,98
Jun./2005	108,47	110,79	Jun./2009	125,45	127,00	Jun./2013	145,15	149,81
Jul./2005	111,89	110,40	Jul./2009	131,55	127,61	Jul./2013	153,47	149,24
Ago./2005	114,55	110,42	Ago./2009	131,28	128,91	Ago./2013	153,66	149,18
Set./2005	111,30	110,24	Set./2009	131,38	130,61	Set./2013	149,79	149,91
Out./2005	111,51	109,94	Out./2009	134,89	130,39	Out./2013	156,26	150,32
Nov./2005	111,61	111,15	Nov./2009	130,89	131,76	Nov./2013	150,27	150,11

(Continua)

(Continuação)

Mês/ano	Sem ajuste sazonal	Com ajuste sazonal	Mês/ano	Sem ajuste sazonal	Com ajuste sazonal	Mês/ano	Sem ajuste sazonal	Com ajuste sazonal
Dez./2005	112,21	113,14	Dez./2009	132,03	133,58	Dez./2013	143,73	148,22
Jan./2006	106,41	113,32	Jan./2010	123,73	133,30	Jan./2014	143,89	150,80
Fev./2006	103,62	113,87	Fev./2010	123,22	134,20	Fev./2014	143,10	150,56
Mar./2006	120,80	111,21	Mar./2010	145,96	135,57	Mar./2014	155,34	150,15
Abr./2006	113,42	113,27	Abr./2010	138,85	136,85	Abr./2014	152,15	149,76
Maio/2006	116,10	114,68	Maio/2010	136,23	136,12	Maio/2014	149,39	149,16
Jun./2006	111,88	113,91	Jun./2010	134,53	136,27	Jun./2014	142,39	146,36
Jul./2006	117,61	115,38	Jul./2010	140,66	137,15	Jul./2014	152,61	148,37
Ago./2006	119,83	115,20	Ago./2010	141,03	137,74	Ago./2014	150,82	148,58
Set./2006	115,67	115,87	Set./2010	139,97	138,96	Set./2014	150,93	149,03
Out./2006	117,92	114,85	Out./2010	141,41	138,73	Out./2014	154,90	149,39
Nov./2006	117,12	116,08	Nov./2010	141,20	139,70	Nov./2014	148,74	149,53
Dez./2006	116,42	119,38	Dez./2010	138,12	140,28	Dez./2014	145,51	148,55
						Jan./2015	141,48	148,39

Elaboração do autor.

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

Revisão
Camilla de Miranda Mariath Gomes
Carlos Eduardo Gonçalves de Melo
Elaine Oliveira Couto
Elisabete de Carvalho Soares
Lucia Duarte Moreira
Luciana Bastos Dias
Luciana Nogueira Duarte
Míriam Nunes da Fonseca
Thais da Conceição Santos (estagiária)
Vivian Barros Volotão Santos (estagiária)

Editoração eletrônica
Roberto das Chagas Campos
Aeromilson Mesquita
Aline Cristine Torres da Silva Martins
Carlos Henrique Santos Vianna
Luiz Gustavo de Almeida Silva (estagiário)

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

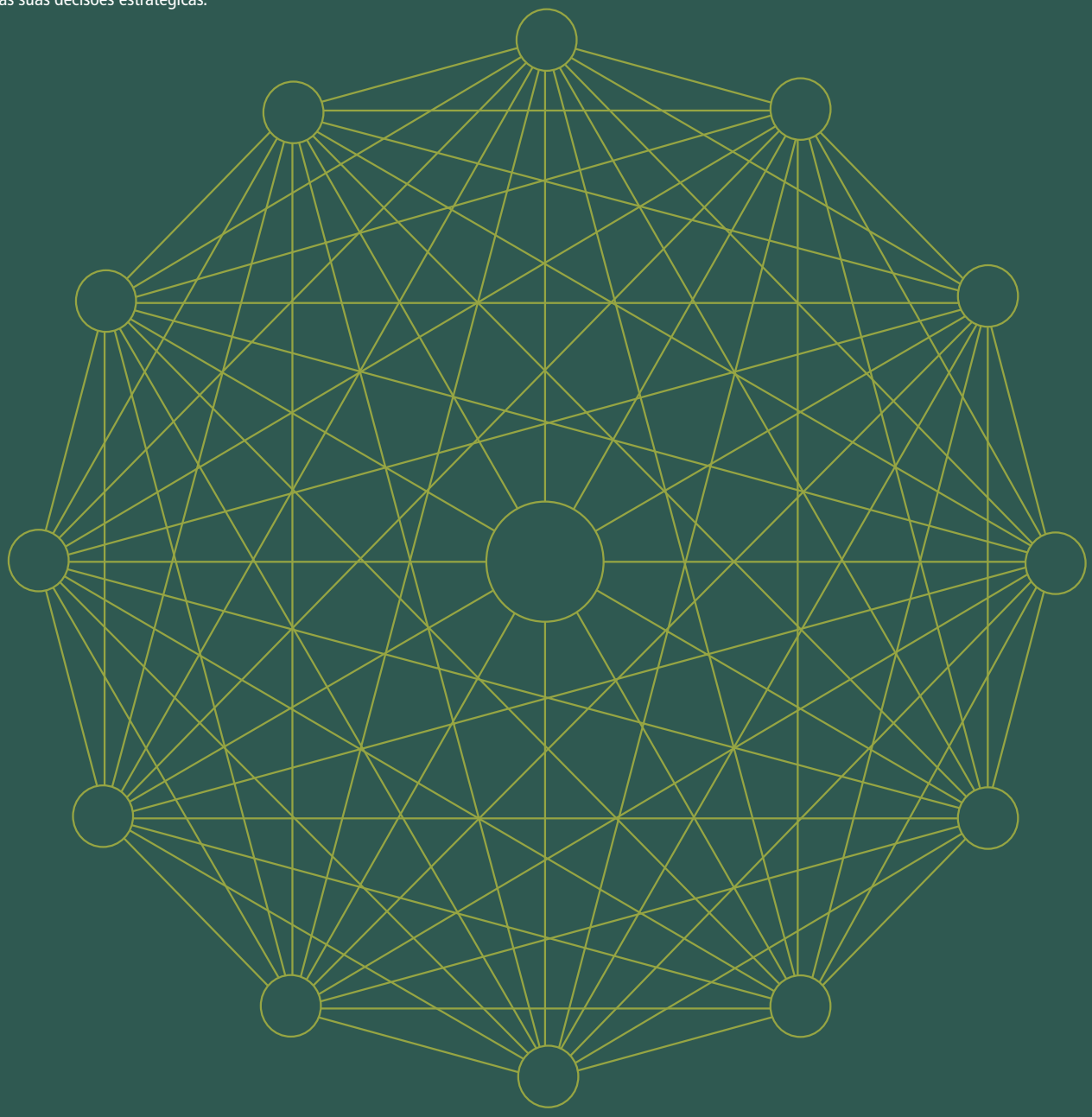
Livraria ipea

SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES - Térreo
70076-900 - Brasília - DF
Tel.: (61) 3315-5336
Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em Adobe Garamond Pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 Bold Condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Rio de Janeiro-RJ

Logotipo/slogan de governo removido em observancia ao disposto no art. 40 da Lei n 9.504/1997

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



ISSN-1982-8772

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Secretaria de
Assuntos Estratégicos