



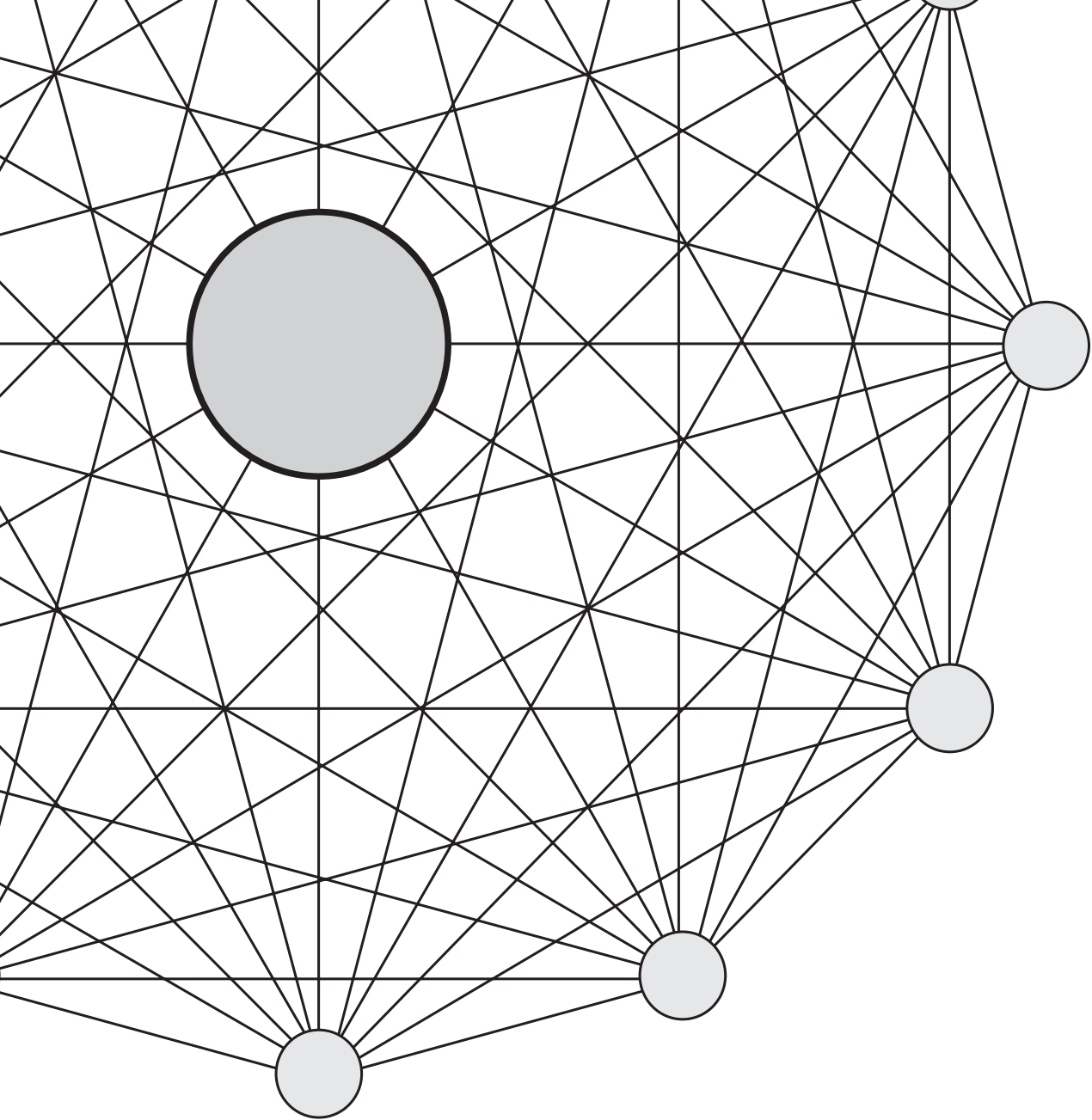
setembro

2015

28

CONJUNTURA

CARTA DE



setembro

2015

28

CONJUNTURA

CARTA DE

Governo Federal

Ministério do Planejamento, Orçamento
e Gestão
Ministro Nelson Barbosa

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

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

Presidente
Jessé José Freire de Souza

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Alexandre dos Santos Cunha

**Diretor de Estudos e Políticas do Estado,
das Instituições e da Democracia**
Roberto Dutra Torres Junior

**Diretor de Estudos e Políticas
Macroeconômicas**
Cláudio Hamilton Matos dos Santos

**Diretor de Estudos e Políticas Regionais,
Urbanas e Ambientais**
Marco Aurélio Costa

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

Diretor de Estudos e Políticas Sociais
André Bojikian Calixtre

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

Chefe de Gabinete
José Eduardo Elias Romão

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

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

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
Marco Aurélio Alves de Mendonça
Marcelo José Braga Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Paulo Mansur Levy

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

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

© 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 do Ministério
do Planejamento, Orçamento e Gestão.

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

SUMÁRIO

SÍNTESE DA CONJUNTURA	5
ATIVIDADE ECONÔMICA	11
MERCADO DE TRABALHO	29
INFLAÇÃO	41
SETOR EXTERNO	49
MOEDA E CRÉDITO	61
FINANÇAS PÚBLICAS	69
ECONOMIA MUNDIAL	83
NOTAS TÉCNICAS	
ESTIMATIVAS DO ESTOQUE DE CAPITAL FIXO DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA 2000-2014	99
CLÁUDIO HAMILTON MATOS DOS SANTOS MARCO AURÉLIO ALVES DE MENDONÇA FELIPE DOS SANTOS MARTINS LUCIANA PACHECO TRINDADE LACERDA MARIANA LEITE MORAES DA COSTA	
TERMOS DE TROCA, GANHOS DE COMÉRCIO E CRESCIMENTO DA RENDA INTERNA BRUTA REAL NO BRASIL DE 2001 A 2014	117
ESTÊVÃO KOPSCHITZ XAVIER BASTOS	
NOVOS CÁLCULOS DA TAXA EFETIVA REAL DE CÂMBIO PARA O BRASIL	125
MARCELO JOSÉ BRAGA NONNENBERG ALEJANDRO DA ROCHA SOUTO PADRÓN BEATRIZ CORDEIRO ARAUJO PEDRO AMÉRICO DE ALMEIDA FERREIRA	

SÍNTESE DA CONJUNTURA

O quadro geral da economia brasileira permanece difícil, com a maioria dos indicadores em trajetória de deterioração, notadamente aqueles relacionados à atividade econômica. A queda de 1,9% do produto interno bruto (PIB) no segundo trimestre de 2015, ante o período anterior, na série com ajuste sazonal, colocou a economia oficialmente em recessão técnica (gráfico 1), que significou o quinto trimestre consecutivo de queda do PIB na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. Observa-se, adicionalmente, um rápido aumento da taxa de desemprego, que subiu quase 2 pontos percentuais (p.p.) nos últimos doze meses, e uma tendência de redução dos rendimentos reais do trabalho – em grande medida devido à aceleração da inflação, que acumulou variação em doze meses de 9,5% no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) até agosto.

Em meio à grave crise política, o país segue na direção dos três grandes ajustes macroeconômicos necessários: *i)* das contas públicas; *ii)* da inflação; e *iii)* das contas externas. O saldo destes ajustes até o momento é heterogêneo. Houve, de fato, significativa redução do *deficit* externo, ainda que predominantemente por conta da redução das importações. O quadro inflacionário, por seu turno, apresenta perspectivas relativamente favoráveis no médio prazo, embora sujeito a forte pressão no curto prazo. Por fim, e a despeito do claro esforço (inclusive legislativo) de contenção de despesas e de aumento das receitas feito pelo governo, o quadro fiscal continua preocupante, tanto no curto quanto no longo prazos.

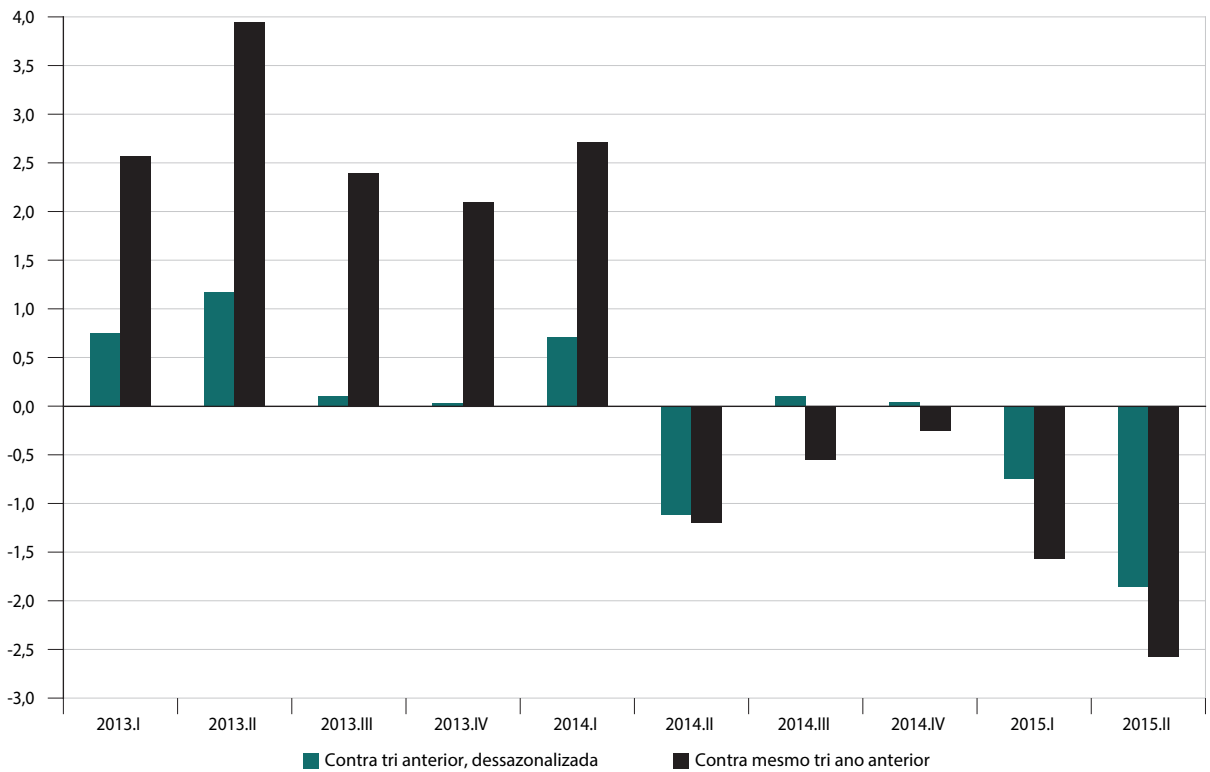
Registre-se que o comportamento recente da atividade representa o aprofundamento de um movimento de queda que se iniciou, a rigor, no segundo trimestre do ano passado. De fato, olhando para os números referentes à comparação com o mesmo período do ano anterior, a queda de 2,6% frente ao segundo trimestre de 2014 foi o quinto recuo consecutivo do PIB em termos interanuais. O mesmo quadro é evidenciado pela evolução das taxas de variação acumuladas em quatro trimestres, cuja trajetória vem desacelerando fortemente: de +2,8%, no primeiro trimestre de 2014, para -1,2%, no segundo trimestre deste ano.

Esse movimento, além de profundo, é disseminado entre os diversos componentes da oferta e da demanda agregadas. Pelo lado da oferta, a indústria registrou, no segundo trimestre, a sua pior queda desde o primeiro trimestre de 2009, com recuo de 4,3% em relação ao período imediatamente anterior, e já acumula retração de 8,0% desde o pico da série histórica alcançado no segundo trimestre de 2013 na série dessazonalizada. O setor de serviços teve retração de 0,7% no trimestre, a segunda variação negativa nesta base de comparação; no acumulado do ano, já registra queda de 1,3% – a primeira vez que isso acontece, considerando a série histórica do PIB trimestral iniciada em 1996. O setor agropecuário recuou 2,7%, interrompendo sequência de dois avanços na margem. A exceção é a indústria extrativa mineral, que cresceu 8,1%.

Pelo lado da demanda, a formação bruta de capital fixo (FBCF) caiu pelo oitavo período consecutivo, recuando expressivos 8,1% no segundo trimestre em relação ao anterior, na série com ajuste sazonal. Desde o segundo trimestre de 2013, o investimento acumula retração de quase 18,0%. O consumo das famílias sofreu retração de 2,1% na comparação dessazonalizada, pior resultado desde o terceiro trimestre de 2001. E o consumo do governo, embora tenha crescido 0,7% em relação ao

período anterior, também está em movimento de retração (-1,1% no segundo trimestre e -0,3% no acumulado em quatro trimestres). A única nota favorável foi o desempenho das exportações líquidas, as quais deram contribuição positiva de 2,5% para a variação do PIB no segundo trimestre – em contraste com o que aconteceu em quase todos os trimestres entre 2006 e 2013, quando a contribuição foi negativa. Na verdade, este número evidencia a profundidade da retração da demanda interna no período. A queda no segundo trimestre foi de 5,1% em comparação ao mesmo período de 2014 – a mais elevada dos últimos vinte anos –, que acelera o movimento observado no primeiro trimestre, quando teve queda de 2,6% (gráfico 2).

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

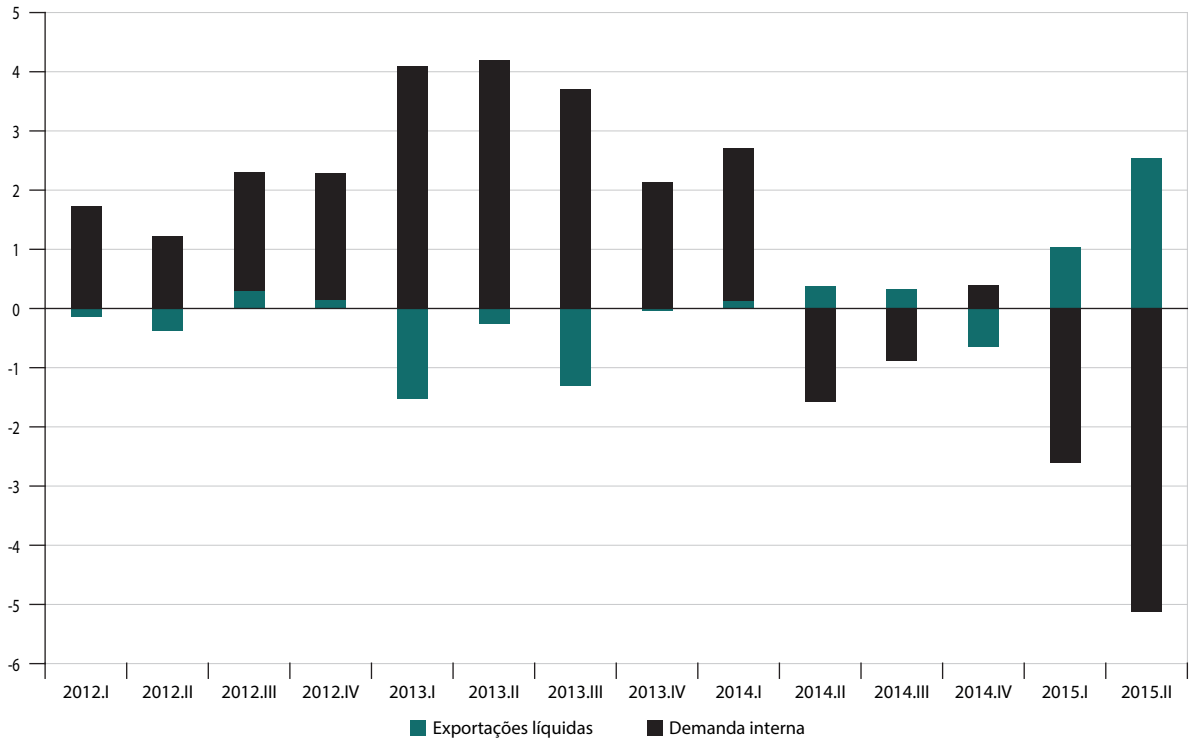


Fonte: IBGE.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Mesmo no cenário mais favorável, em que melhorias no quadro político diminuiriam as incertezas que pairam sobre a economia, contribuindo para uma recuperação gradual do investimento, espera-se que o ciclo de ajuste atual seja mais longo e profundo do que se observou, por exemplo, em 1999 e 2003. Tal como nestes anos, políticas fiscal e monetária restritivas vêm sendo implementadas em meio a um quadro recessivo e marcado por fortes pressões inflacionárias. Mas, ao contrário de 1999, não se espera uma flexibilização rápida da política monetária nos próximos meses. E, ao contrário de 2003, o cenário externo não apresenta perspectivas favoráveis para as exportações brasileiras, em virtude da redução de preços de *commodities* e da desaceleração da demanda em mercados emergentes importantes, como a China e a América Latina. É justo notar, ainda, que o quadro político atual parece mais grave do que em crises anteriores, o que ajuda a explicar por que os níveis de confiança dos agentes encontram-se em patamares mínimos históricos.

GRÁFICO 2

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



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

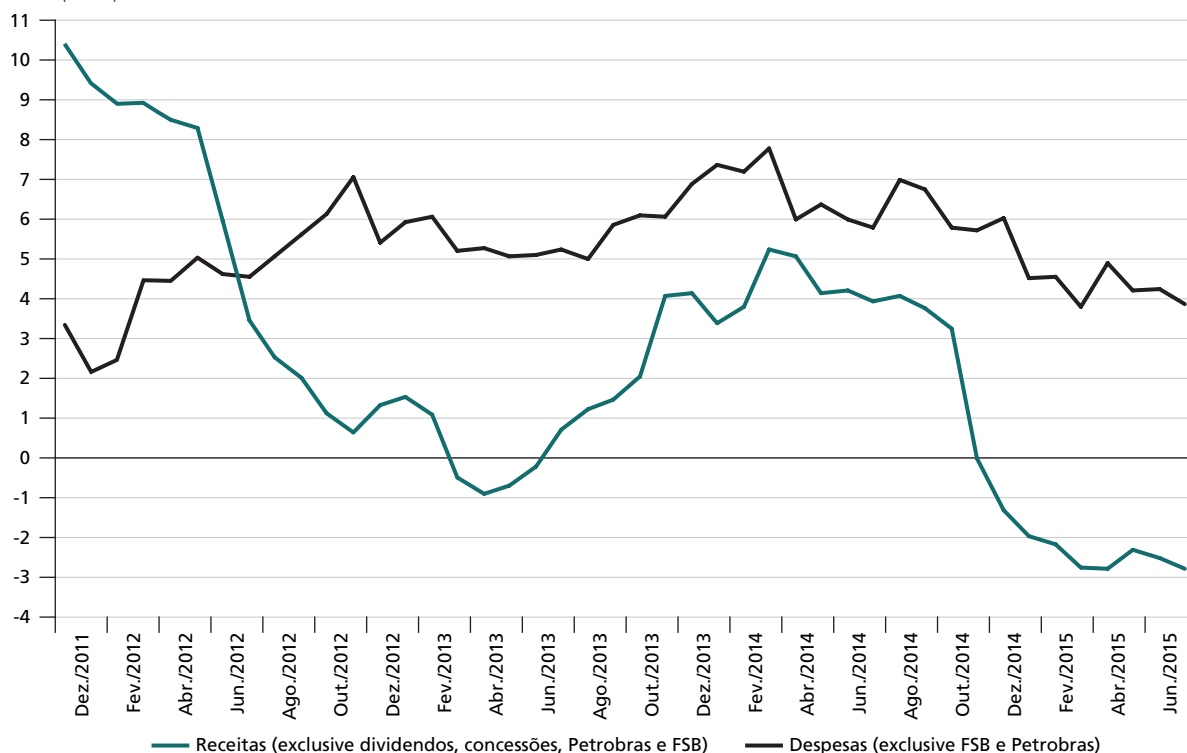
Nesse contexto, o rebaixamento da classificação de risco do país pela agência Standard & Poor’s – deixando a categoria de grau de investimento para a categoria grau especulativo – representa uma dificuldade adicional. Esta iniciativa já era largamente esperada pelo mercado, estando parcialmente precificada, por exemplo, nas cotações dos *credit default swaps* (CDS) da dívida soberana, que vinham aumentando significativamente há alguns meses. Ainda assim, o rebaixamento veio antes do que a maioria dos analistas previa e teve o efeito de piorar ulteriormente as perspectivas relativas à economia brasileira. Esse fato, ao lado da queda dos preços das *commodities* e da expectativa do início de um ciclo de aperto monetário nos Estados Unidos, pressionou a cotação do dólar, que chegou a superar o patamar de R\$ 4, representando uma desvalorização de cerca de 50% desde o final do ano passado.

A perda do grau de investimento deveu-se, principalmente, à falta de avanços concretos na consolidação fiscal, seja nos resultados de curto prazo, seja nas perspectivas para o médio e o longo prazos. A despeito de um esforço não desprezível de contenção de despesas (especialmente dos investimentos) e da majoração de impostos, as contas públicas permanecem registrando resultado primário negativo neste ano, com as despesas ainda crescendo a um ritmo mais elevado do que as receitas (gráfico 3). A evolução das receitas – que seguem com variação real negativa, frustrando as projeções do governo – é reflexo direto da retração da atividade econômica mais acentuada do que o previsto até algum tempo atrás pela grande maioria dos analistas. Quanto à despesa, o importante esforço de contenção de investimentos e de gastos de custeio, além da redução real na rubrica de pessoal e de encargos, tem sido parcialmente compensado pela expansão das transferências às famílias, especialmente os benefícios da previdência social, além da regularização de gastos referentes a exercícios anteriores.

GRÁFICO 3

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

(Em %)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

As dificuldades na área fiscal ficaram mais evidentes principalmente por conta de três eventos que marcaram o terceiro trimestre. Primeiro, em julho, o governo reconheceu ser inviável o cumprimento da meta prevista na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2015 e reduziu a meta de *superavit* primário do ano, abatendo também as metas para 2016 e 2017. Considerando a possibilidade de frustração de um conjunto específico de receitas, o governo estabeleceu uma meta de *superavit* para o setor público consolidado em 2015 que poderá variar no intervalo entre R\$ 8,7 bilhões positivos (no caso de não haver frustração de receitas) e R\$ 17 bilhões negativos (no caso de frustração total de receitas).

Depois, embora tivesse se comprometido em julho com uma meta de *superavit* primário de 0,7% do PIB em 2016, o governo enviou ao Congresso Nacional, no final de agosto, um projeto de lei orçamentária prevendo um *deficit* primário de 0,5% do PIB no próximo ano. A reação do mercado foi negativa, piorando a avaliação do quadro fiscal brasileiro e precipitando a perda do grau de investimento.

O terceiro evento foi o anúncio feito pelo governo, na segunda quinzena de setembro, de um conjunto de propostas para viabilizar a meta de *superavit* de 0,7% do PIB em 2016, incluindo medidas do lado do gasto – postergação do reajuste salarial do funcionalismo, cancelamento de concursos etc. – e da arrecadação – cortes adicionais de subsídios e recriação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF). Parte importante das medidas necessita de aprovação do Congresso, o que não será tarefa fácil diante do atual quadro de dificuldades na relação entre o Executivo e o Legislativo.

O estabelecimento de metas menos ambiciosas para o resultado primário neste e nos próximos anos parece fazer sentido diante de um quadro de fraqueza da atividade econômica e de pouco espaço para redução de gastos discricionários. Todavia, a sustentabilidade fiscal exige o encaminhamento de medidas de maior alcance – a exemplo das mudanças paramétricas na concessão de benefícios e/ou nas receitas dos regimes de previdência geral e dos funcionários públicos – que sinalizem uma trajetória de equilíbrio dinâmico das contas públicas.

Ressalta-se, entretanto, que a mesma queda de atividade econômica que prejudica a situação fiscal propicia avanços em outro dos ajustes necessários, como o das contas externas. A retração da demanda doméstica, combinada à desvalorização cambial, surte efeitos fortemente contracionistas sobre as importações de bens e de serviços e sobre a lucratividade das empresas – e, em consequência, sobre as remessas de lucros. Como resultado, o *deficit* em transações correntes no período janeiro-agosto teve redução de quase 30% em relação a igual período do ano passado, com destaque para a substancial melhoria da balança comercial – que registrou *superavit* de US\$ 7,3 bilhões, em contraste com um virtual equilíbrio no mesmo período de 2014. Esses números espelham a mudança de sinal das exportações líquidas no PIB.

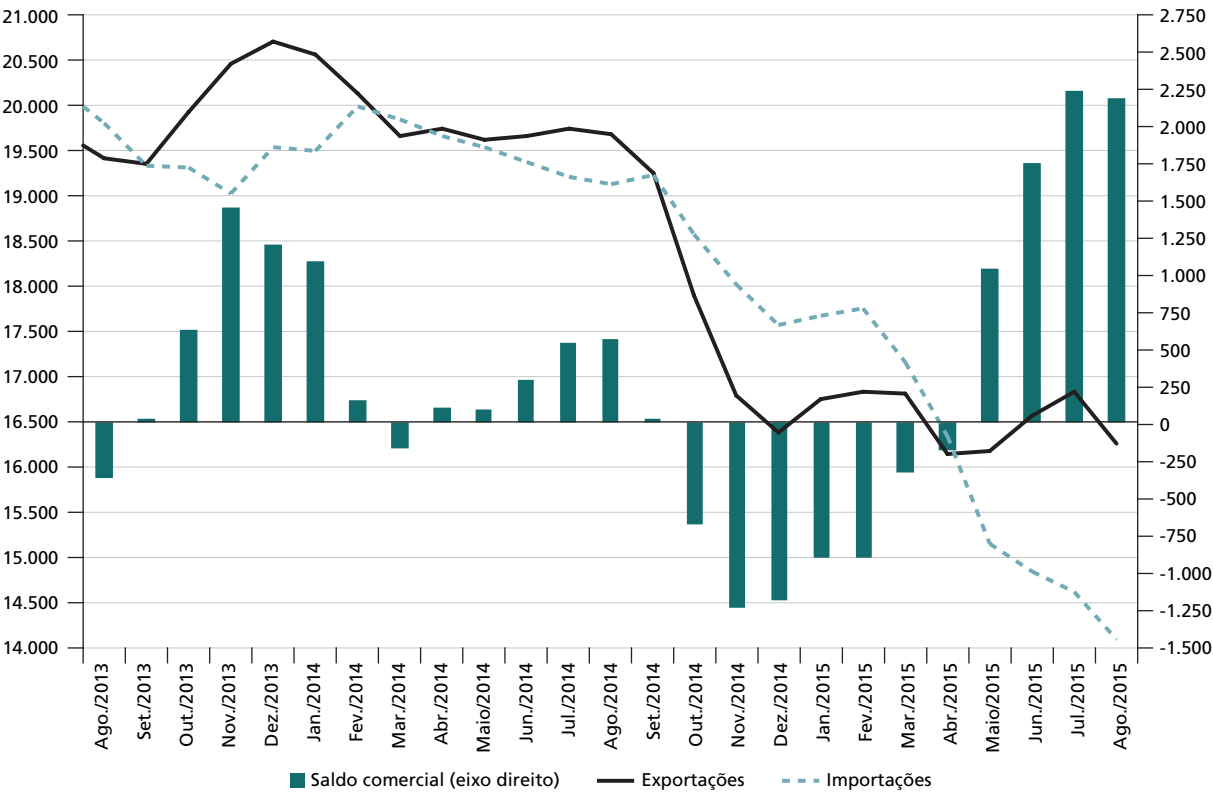
O gráfico 4 ilustra claramente que, diante de um quadro de fraqueza das exportações – os últimos números sinalizam, ao menos, que elas pararam de cair, estabilizando-se em um patamar da ordem de US\$ 16 bilhões a US\$ 17 bilhões –, a melhoria da balança comercial tem sido promovida por uma queda rápida e intensa das importações. Em valores dessazonalizados, elas recuaram de cerca de US\$ 19 bilhões mensais, há um ano, para pouco mais de US\$ 14 bilhões, e ainda sem sinais de estabilização. Contudo, há um limite para esta queda, sendo provável que as importações voltem a crescer no momento em que a economia se recuperar.

Nesse sentido, o caminho para uma redução mais expressiva do *deficit* em transações correntes – que permanece acima de 4,0% do PIB, bem acima da média histórica do país, da ordem de 1,8% –, de modo a conduzi-lo para um nível mais confortável e sustentável, passa necessariamente por uma dinamização das exportações. Tudo indica, contudo, que este processo será lento, especialmente nas vendas de produtos manufaturados, seja pelo baixo ritmo de crescimento atual do comércio mundial, seja pelo fato de as exportações reagirem de forma defasada (e com baixa elasticidade) aos impulsos do câmbio mais favorável.

Por fim, com relação à inflação, os números de curto prazo continuam revelando grande pressão, resultante da combinação de três fatores principais: *i*) aceleração dos preços dos alimentos (ainda que com algum alívio nos últimos dois meses); *ii*) forte recomposição dos preços administrados, que acumulam variação de 16,0% nos doze meses até agosto; e *iii*) resiliência da inflação de serviços, que permanece no patamar de 8,0%, não obstante o aumento do desemprego e a desaceleração do consumo. A depreciação da taxa de câmbio representa um quarto elemento de pressão embora, até o momento, os bens comercializáveis apresentem aceleração discreta – a taxa de variação em doze meses passou de 6,0%, em dezembro de 2014, para 6,6%, em agosto de 2015.

De qualquer modo, o Banco Central do Brasil (BCB) parece bem-sucedido em sua principal tarefa: evitar que a inflação mais elevada do presente reproduza-se no futuro e garantir a convergência da inflação para a meta de 4,5%. A autoridade monetária tem sinalizado que a manutenção do atual patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016. Embora as expectativas de inflação coletadas pelo BCB não corroborem esta possibilidade, elas indicam uma expectativa de inflação cadente a partir do próximo ano.

GRÁFICO 4
Exportações, importações e saldo comercial (ago./2013-ago./2015)
 (Valores dessazonalizados, em médias móveis de três meses – US\$ milhões)



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

Em suma, o momento econômico é delicado e, diante do acúmulo de incertezas, a reação natural dos agentes econômicos é retrair-se à espera de sinalizações mais concretas sobre o futuro. Isso revela um cenário econômico que é fortemente condicionado pelo quadro político. A recuperação da confiança depende, por um lado, da capacidade do governo federal de apresentar medidas que propiciem um cenário fiscal mais previsível e confortável para os próximos anos e, por outro, de uma adequada articulação entre o Executivo e o Congresso no sentido de alcançar acordos que permitam a aprovação dessas medidas.

1 ATIVIDADE ECONÔMICA

SUMÁRIO

A queda de 1,9% do produto interno bruto (PIB) do segundo trimestre de 2015, ante o período anterior, na série com ajuste sazonal, colocou a economia oficialmente em recessão técnica.¹ Esta nova redução da atividade econômica não causa propriamente surpresa, visto que a economia – que já vinha em compasso de espera desde o segundo semestre de 2013 – passa agora por forte processo de ajuste. De fato, olhando para os números referentes à comparação com o mesmo período do ano anterior, a queda de 2,6% frente ao segundo trimestre de 2014 foi o quinto recuo consecutivo do PIB em termos interanuais. O mesmo pode ser visto na evolução das taxas de variação acumuladas em quatro trimestres, cuja trajetória vem desacelerando desde o segundo trimestre de 2014. A retração de 1,2% registrada no segundo trimestre de 2015 foi a segunda consecutiva nesta base de comparação.

O atual ciclo recessivo apresenta algumas características específicas que podem ajudar a explicar sua extensão e que dificultam sua reversão. Em primeiro lugar, a necessidade de um ajuste fiscal e de uma política monetária restritiva para combater as pressões inflacionárias reduziu, de maneira significativa, os graus de liberdade disponíveis ao governo para a implementação de políticas anticíclicas. Em segundo lugar, ao contrário do que ocorreu em outros momentos, o cenário externo não apresenta perspectivas favoráveis para auxiliar na recuperação da economia brasileira, pelo menos no curto prazo. Em particular, o baixo crescimento das importações mundiais e a trajetória de queda dos preços de *commodities* constituem entraves para o crescimento das exportações. Somada a estes fatores, a presença de um ambiente interno marcado pela incerteza política e econômica tem se refletido negativamente nos níveis de confiança dos agentes, que se encontram em patamares mínimos históricos.

Não surpreendentemente, o resultado das Contas Nacionais referentes ao segundo trimestre deste ano revela um quadro de retração significativa e disseminada entre os setores produtivos, refletindo, em grande medida, uma demanda interna bastante deprimida. Pelo lado da oferta, a indústria registrou a sua pior queda desde o primeiro trimestre de 2009, com recuo de 4,3% na margem, e o setor de serviços também apresentou mau desempenho, com a retração de 0,7% sendo a segunda variação negativa nesta base de comparação. Por sua vez, o setor agropecuário recuou 2,7%, interrompendo sequência de dois avanços na margem. Já pelo lado da demanda, a formação bruta de capital fixo (FBCF) caiu pelo oitavo período consecutivo, recuando expressivos 8,1%, e o consumo das famílias sofreu retração de 2,1% na comparação dessazonalizada, pior resultado desde o terceiro trimestre de 2001. A única nota favorável foi a contribuição positiva das exportações líquidas, que ajudou a evitar uma queda ainda maior do PIB no segundo trimestre deste ano.

Tomando por base as informações disponíveis para os meses de julho e agosto, os indicadores conjunturais disponíveis seguem apontando para uma trajetória declinante da atividade econômica, o que aumenta consideravelmente a probabilidade de uma nova contração do PIB no terceiro trimestre.

Pelo lado da oferta, o setor de serviços registra sucessivas quedas, e os dados referentes à produção industrial também permanecem em terreno negativo. Após registrar queda na margem de 2,4% no segundo trimestre, a oitava consecutiva, o indicador de produção física mensal do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) voltou a cair em julho, recuando 1,5% na mesma base de comparação, e outros indicadores já antecipam mais uma retração para o mês de agosto.

1. O termo recessão técnica refere-se às ocasiões em que o PIB registra duas quedas consecutivas na comparação com o período imediatamente anterior, na série livre de influências sazonais.

Pelo lado da demanda, o varejo continua sinalizando enfraquecimento, principalmente nos setores associados aos bens de consumo duráveis, impactados negativamente pela forte deterioração no mercado de trabalho, traduzida em menos emprego e queda dos rendimentos reais. O poder de compra dos salários vem sendo corroído pela inflação, que segue em patamar elevado, principalmente no setor de serviços e nas tarifas públicas, como energia e transporte. O receio em relação à estabilidade do emprego gera enorme incerteza nos agentes, tornando-os mais prudentes em relação às decisões envolvendo novos gastos. O mercado de crédito tornou-se mais restritivo, com aumentos de juros e maior seletividade dos bancos para novas concessões de crédito. Além disso, os níveis de comprometimento da renda com o serviço de dívidas passadas vêm aumentando ao longo do ano, reduzindo ainda mais a propensão dos agentes para contratação de novos financiamentos.

Por fim, convivendo com níveis de confiança bastante deprimidos, o setor produtivo permanece retraído em suas intenções de investimento, refletindo-se em reduções fortes e continuadas da FBCF. Além das restrições impostas por diversos fatores negativos pelo lado da oferta, as margens de lucro seguem comprimidas, refletindo não só os níveis ainda elevados do custo unitário do trabalho, como também os aumentos de preços de insumos importantes, como a energia e os combustíveis. Como agravante, mesmo ante uma contração da produção, o setor manufatureiro continua noticiando o crescimento do nível de estoques não planejados, o que tende a retardar ainda mais o início da recuperação da produção.

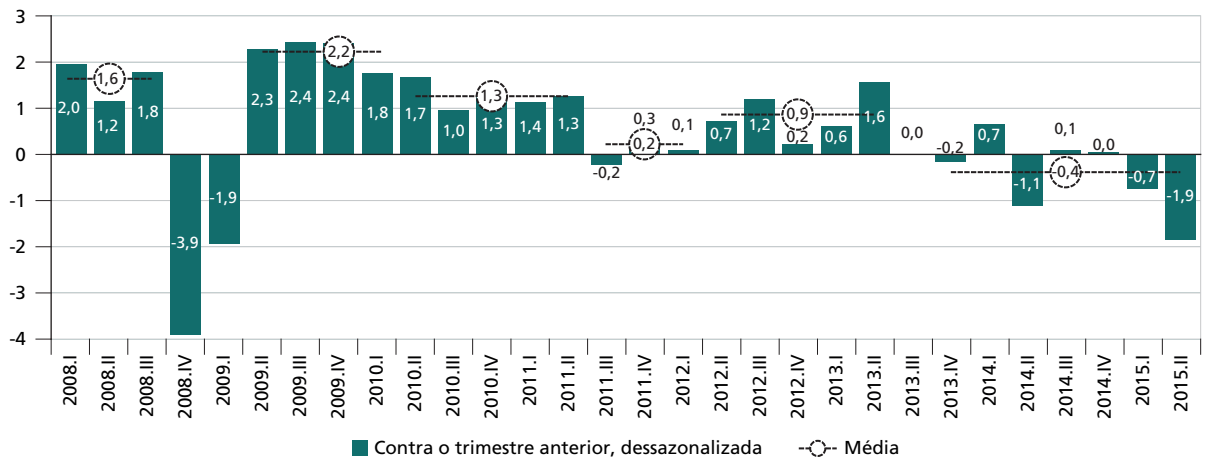
1.1 PRODUTO INTERNO BRUTO (PIB)

O PIB retraiu 1,9% na passagem entre o primeiro e o segundo trimestres de 2015, na série livre de efeitos sazonais. Este foi o segundo resultado negativo consecutivo do PIB nesta base de comparação, o que coloca a economia oficialmente na condição de recessão técnica. A queda observada foi a pior desde o primeiro trimestre de 2009, quando os efeitos da crise financeira global ainda eram fortemente sentidos. Mais preocupante talvez seja o fato de que a trajetória de crescimento na comparação dessazonalizada vem sendo fraca desde o terceiro trimestre de 2013. Com efeito, nos últimos dois anos, a taxa média de variação do PIB foi de -0,4% (gráfico 1.1). Ainda nesta base comparação, o nível do PIB no segundo trimestre retornou para o mesmo patamar registrado há três anos.

Pelo lado da oferta, a queda do PIB frente ao período anterior refletiu o recuo generalizado dos seus componentes. Enquanto a indústria registrou a sua pior queda desde o primeiro trimestre de 2009, com recuo de 4,3% na margem, o setor de serviços também apresentou mau desempenho. A retração de 0,7% foi a segunda variação negativa nesta base de comparação. Por sua vez, o setor agropecuário recuou 2,7%, interrompendo sequência de dois avanços na margem (tabela 1.1). Já pelo lado da demanda, o recuo observado no segundo trimestre de 2015 voltou a refletir o mau desempenho do mercado doméstico. Se, por um lado, a FBCF caiu pelo oitavo período consecutivo, recuando expressivos 8,1%, o consumo das famílias foi novamente o grande destaque negativo, retraindo 2,1% na comparação dessazonalizada, pior resultado desde o terceiro trimestre de 2001. Com isso, a demanda interna registrou queda superior ao PIB, o que refletiu em mais uma contribuição positiva das exportações líquidas.

Como consequência do resultado no segundo trimestre, o *carry-over* para 2015 ficou negativo em 2,3%, ou seja, caso permaneça estagnado durante os próximos dois trimestres, na série com ajuste sazonal, o PIB cairá a esta taxa ao final do ano.

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



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

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

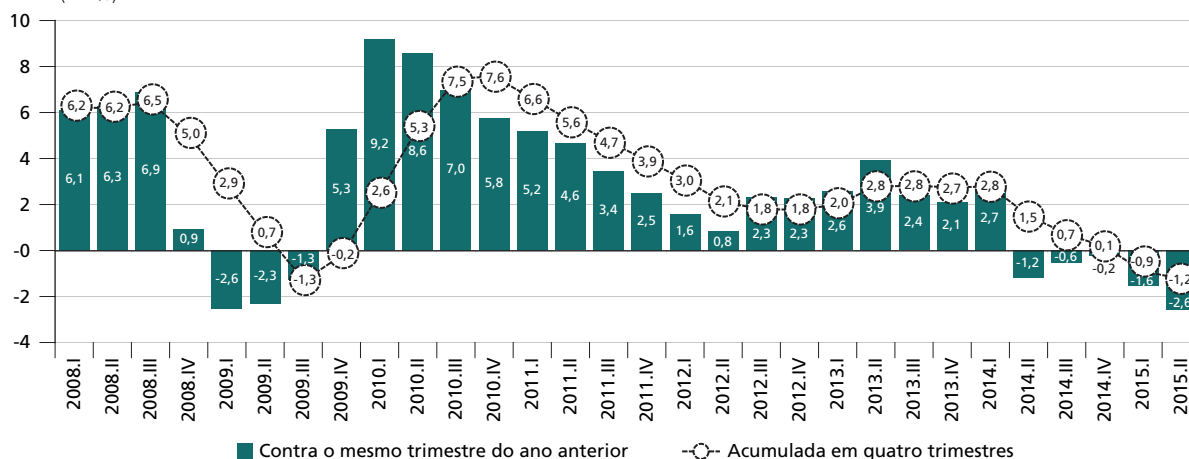
	2013				2014				2015	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
PIB a preço de mercado (pm)	0,6	1,6	0,0	-0,2	0,7	-1,1	0,1	0,0	-0,7	-1,9
Imposto sobre produtos	-0,7	1,6	0,5	-0,6	0,4	-0,5	-0,8	-0,5	-1,8	-2,3
PIB preço básico (pb)	0,4	2,2	-0,4	-0,1	0,8	-1,3	0,2	0,0	-0,3	-1,9
Agropecuária	4,1	2,6	-2,0	-0,8	2,8	-1,2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

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

O quadro de retração da atividade econômica, sugerido pela evolução das taxas de variação dessazonalizadas, fica mais evidente quando toma-se por base de comparação o mesmo trimestre do ano anterior. Com efeito, a queda de 2,6% do PIB no segundo trimestre de 2015 representou a quinta variação negativa consecutiva nesta base de comparação, já superando por dois períodos o recorde negativo da série histórica, atingido nos três primeiros trimestres de 2009 (gráfico 1.2). O mesmo pode ser visto na evolução das taxas de variação acumuladas em quatro trimestres, cuja trajetória vem desacelerando desde o segundo trimestre de 2014. A retração de 1,2% registrada no segundo trimestre de 2015 foi a segunda consecutiva nesta base de comparação.

Assim como aconteceu na margem, a queda do PIB no comparativo interanual foi bastante disseminada entre os seus componentes. As exceções ficaram por conta das exportações de bens e serviços (3,2%), pelo lado da demanda, e pelo setor agropecuário (4,0%), pelo lado da oferta (tabela 1.2). Também nesta base de comparação a demanda interna registrou desempenho inferior ao PIB, resultando em contribuição positiva das exportações líquidas.

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

(E_m %)

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

PIB: taxa real de crescimento interanual e acumulado no ano

(E_m %)

	2013				2014				2015		Variação acumulada no ano	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	2014	2015
PIB a preço de mercado (pm)	2,6	3,9	2,4	2,1	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	-1,6	-2,6	0,1	-2,1
Imposto sobre produtos	2,7	4,8	4,1	2,2	2,8	-1,8	-1,5	-0,6	-3,5	-5,7	-0,3	-4,6
PIB preço básico (pb)	2,5	3,8	2,1	2,1	2,7	-1,1	-0,4	-0,2	-1,2	-2,1	0,2	-1,7
Agropecuária	21,4	9,7	-3,3	3,4	3,4	-1,5	-1,4	1,2	4,0	1,8	0,4	3,0
Indústria	-1,5	3,8	2,2	2,4	3,0	-3,6	-1,9	-1,9	-3,0	-5,2	-1,2	-4,1
Serviços	2,5	3,2	2,5	2,0	2,4	-0,2	0,3	0,4	-1,2	-1,4	0,7	-1,3
Demanda interna com variação de estoques	4,0	4,2	3,6	2,1	2,5	-1,5	-0,9	0,5	-2,5	-5,0	0,1	-3,8
Demanda interna sem variação de estoques	2,9	4,3	3,8	2,5	2,3	-1,2	-1,0	-0,4	-2,4	-4,1	-0,1	-3,3
Consumo – total	3,0	3,2	2,8	2,0	2,2	0,5	0,4	0,9	-1,1	-2,3	1,0	-1,7
Famílias	3,7	3,6	2,7	1,6	2,0	0,2	0,1	1,3	-0,9	-2,7	0,9	-1,8
Governo	0,7	1,9	3,1	3,0	2,6	1,5	1,6	-0,2	-1,5	-1,1	1,3	-1,3
FBCF	2,7	8,8	7,9	4,9	3,0	-7,9	-6,4	-5,8	-7,8	-11,9	-4,4	-9,8
Exportação	-4,9	6,0	2,8	3,7	3,1	-0,2	4,6	-10,7	3,2	7,5	-1,1	5,6
Importação	7,1	7,4	12,4	3,7	1,6	-2,7	1,6	-4,4	-4,7	-11,7	-1,0	-8,2

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

1.2 DETERMINANTES DA OFERTA

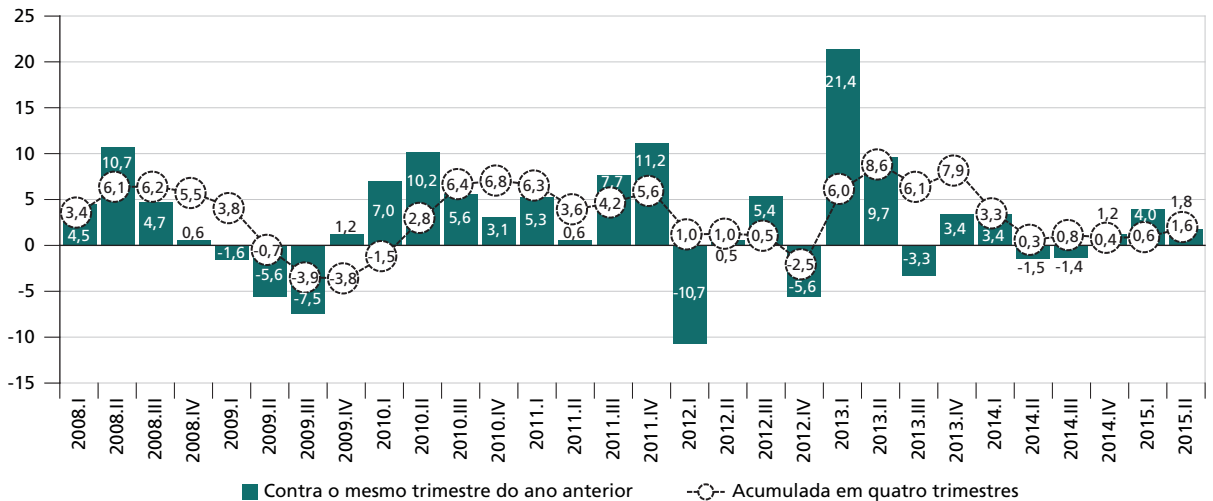
1.2.1 Agropecuária

Após registrar dois avanços consecutivos na margem, com altas de 1,6% e 4,8%, a agropecuária apresentou queda de 2,7% na passagem entre o primeiro e o segundo trimestres de 2015, na série dessazonalizada. No entanto, este resultado não foi suficiente para interromper a trajetória positiva do setor no comparativo interanual, que registrou a terceira alta seguida, com crescimento de 1,8% sobre o segundo trimestre de 2014. Isso adicionou 0,1 ponto percentual (p.p.) à taxa trimestral do PIB.

De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) do IBGE divulgado em julho de 2015, além de ganhos na produtividade, esse resultado pode ser explicado pelo bom desempenho de alguns produtos da lavoura, que concentraram suas safras no segundo trimestre, como soja (11,9%) e milho (5,2%). Segundo a mesma fonte, a previsão de crescimento da safra para 2015 está em 8,1%, o que deve assegurar a manutenção dos bons resultados até o final do ano. No acumulado em quatro trimestres, o setor voltou a apresentar aceleração no seu ritmo de crescimento, que passou de 0,6% para 1,6% (gráfico 1.3).

GRÁFICO 1.3

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



Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

1.2.2 Indústria

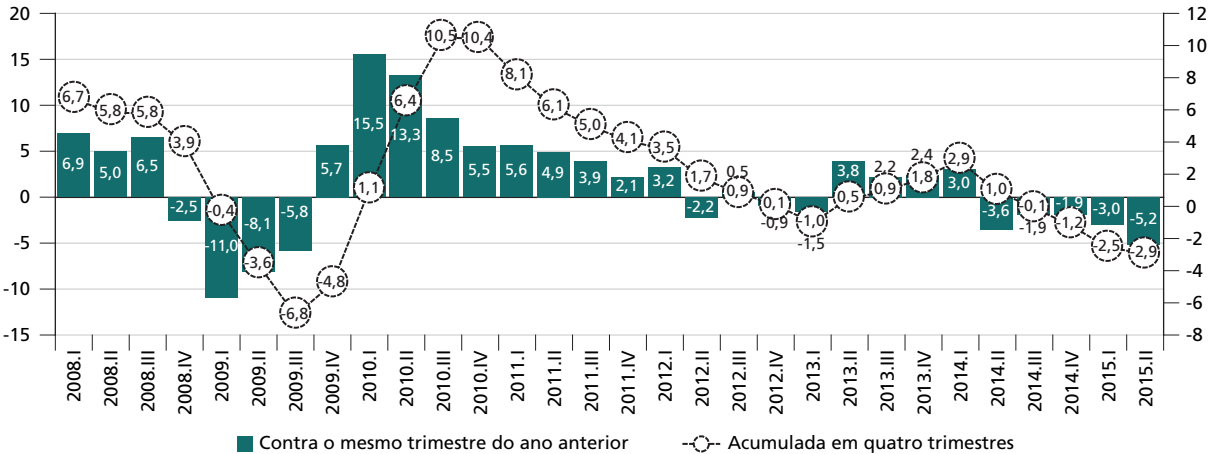
Os resultados do PIB industrial continuam em terreno negativo, refletindo uma piora adicional em um quadro já reconhecidamente de baixo dinamismo. Os números do segundo trimestre do ano indicaram nova queda do setor na margem, com retração de 4,3% na comparação dessazonalizada. Além de ser o pior resultado desde o primeiro trimestre de 2009, essa foi a sexta variação negativa registrada pelo setor em oito períodos. Com isso, o nível da série recuou para um patamar inferior ao registrado no segundo trimestre de 2010. Além de refletir o mau desempenho da atividade da transformação, que recuou 3,7% sobre o período anterior, a forte contração da indústria neste período foi bastante influenciada pelo resultado da construção civil, que apresentou queda de 8,4% na margem, pior resultado em toda a série histórica do IBGE, que teve início em 1996. Sendo negativamente impactada pela forte redução dos investimentos, tanto públicos quanto privados, a construção civil,

além de ser a atividade com o segundo maior peso na indústria (28,0%), também exerce influência indireta em outros setores da economia. Pelo fato de ser intensiva em mão de obra, períodos de crise acabam pressionando as taxas de desemprego, reduzindo o consumo de bens e serviços. Em direção oposta, o setor de extração mineral manteve trajetória de crescimento, ajudando a suavizar a queda no agregado. O avanço de 0,3% na margem foi o oitavo consecutivo, período no qual a produção do setor acumulou alta de 18,8%. Com isso, o crescimento contratado para 2015 já chega a 7,4%.

A trajetória declinante da indústria também é bastante evidente quando analisam-se as taxas de variação interanuais. A queda de 5,2% ante o segundo trimestre de 2014 foi a quinta variação negativa seguida, pior resultado desde o terceiro trimestre de 2009. Com isso, a contribuição para o resultado interanual do PIB manteve-se negativa em -1,0 p.p. Todos os subsetores da indústria 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 8,1%, o sexto resultado positivo nesta base de comparação.

Entre os destaques negativos, enquanto a indústria de transformação ficou 8,3% abaixo do patamar atingido no segundo trimestre de 2014, a construção civil registrou a quinta queda consecutiva no comparativo interanual, contraindo 8,2%. Com isso, a queda acumulada no primeiro semestre de 2015 ficou em 4,1%. O fraco desempenho do setor industrial fica ainda mais evidente quando olha-se para a evolução das taxas acumuladas em quatro trimestres. Com exceção de um pequeno período ao longo de 2013, o setor vem perdendo fôlego desde o final de 2010. O recuo de 2,9% no segundo trimestre de 2015 foi o quinto consecutivo (gráfico 1.4).

GRÁFICO 1.4
Indústria: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



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

Após o fraco resultado observado nos primeiros seis meses de 2015, os dados da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF) do IBGE apontam para um início de terceiro trimestre igualmente desalentador. A queda de 1,5% registrada pela produção na passagem entre os meses de junho e julho, na série ajustada, foi a sétima retração em nove meses (tabela 1.3). Já o índice da média móvel trimestral contraiu pelo décimo período consecutivo, repetindo a queda de 0,6% observada nos dois períodos anteriores. Com isso, o arrasto estatístico para o terceiro trimestre do ano reduziu-se consideravelmente, passando de -0,4% para -1,9%, aumentando as chances de uma

nova contração trimestral na margem. Caso venha a acontecer, esta seria a nona variação negativa seguida nesta base de comparação.

Na comparação com o mesmo período do ano passado, a produção industrial apresentou variação negativa pelo 17º mês consecutivo, situando-se em um patamar 9,0% inferior ao observado em julho de 2014. Com isso, a taxa de crescimento acumulada nos primeiros sete meses ficou em -6,6%, enquanto o resultado em doze meses voltou a desacelerar, reduzindo-se de -4,9% para -5,4%.

TABELA 1.3
PIM-PF
(Variação, em %)

	Contra período anterior dessazonalizado¹				Contra igual período do ano anterior				Acumulado	
	Maio/2015	Jun./2015	Jul./2015	Trim.²	Maio/2015	Jun./2015	Jul./2015	Trim.²	No ano	Em doze meses
Geral	0,4	-0,9	-1,5	-0,6	-8,8	-2,8	-9,0	-7,0	-6,6	-5,4
Classes										
Extrativa mineral	-0,5	-0,6	-1,5	-0,9	7,3	8,4	2,9	6,1	8,4	8,1
Transformação	0,3	-0,8	-1,4	-0,6	-10,7	-4,4	-10,5	-8,6	-8,5	-7,0
Categorias de uso										
Capital	-0,1	-4,1	-1,9	-2,0	-25,6	-16,5	-27,8	-23,7	-20,9	-16,8
Intermediários	-0,4	-0,2	-2,1	-0,9	-4,9	-1,3	-5,7	-4,0	-3,4	-3,2
Consumo	1,0	-0,2	-1,1	-0,1	-12,2	-2,1	-10,1	-8,4	-8,7	-6,2
Duráveis	-0,2	-10,0	9,6	-0,5	-17,2	-1,0	-13,7	-11,6	-14,2	-12,2
Semi e não duráveis	0,7	2,3	-3,4	-0,1	-10,6	-2,4	-9,2	-7,5	-7,0	-4,3
Insumos da construção civil	-2,8	-2,1	-0,4	-1,8	-13,8	-8,3	-12,7	-11,7	-10,1	-8,5

Fonte: IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

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

² Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

Com relação às classes de produção, a indústria de transformação recuou 1,4% em julho ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. A queda voltou a ser disseminada, verificando-se expansão em apenas dez de um total de 23 atividades,² o que levou o índice de difusão³ para 43,0% (gráfico 1.5). Entre as atividades com maior peso, destacaram-se negativamente a fabricação de produtos alimentícios (-6,2%) e a fabricação de coque, de produtos derivados do petróleo e de biocombustíveis (-1,7%). Entretanto, a fabricação de veículos automotores registrou recuperação pontual no mês, com alta de 1,4% na margem. Já a indústria extrativa mineral recuou pelo terceiro mês consecutivo, registrando queda de 1,5% em julho na série livre de efeitos sazonais. Com este resultado, o setor apresentou retração de 0,7% na comparação entre o trimestre terminado em julho e o trimestre terminado em abril, primeiro resultado negativo desde março de 2014.

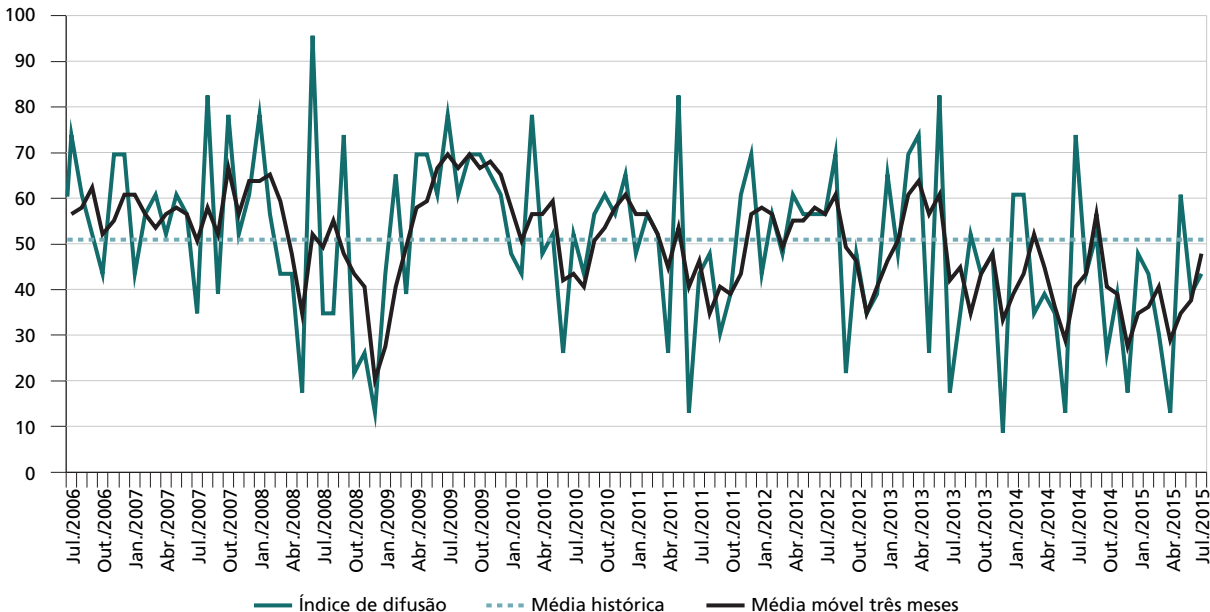
Na comparação com o mesmo mês do ano passado, a queda de 10,5% registrada pela indústria de transformação em julho foi a 17ª consecutiva. Entre todos os ramos de atividades, apenas a fabricação de celulose, papel e produtos de papel e a fabricação de produtos do fumo apresentaram

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

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

variação positiva na comparação interanual, com altas de 2,7% e 1,0% sobre julho de 2014, respectivamente. Entre os demais, destacaram-se negativamente a fabricação de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos (-34,8%) e a fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias (-19,1%). Já a produção da indústria extrativa mineral, embora tenha perdido algum fôlego na margem, continua mantendo resultados positivos no comparativo interanual. A alta de 2,9% sobre o mês de julho de 2014 foi a 19ª consecutiva nesta base de comparação.

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

(E_m %)

Fonte: IBGE.

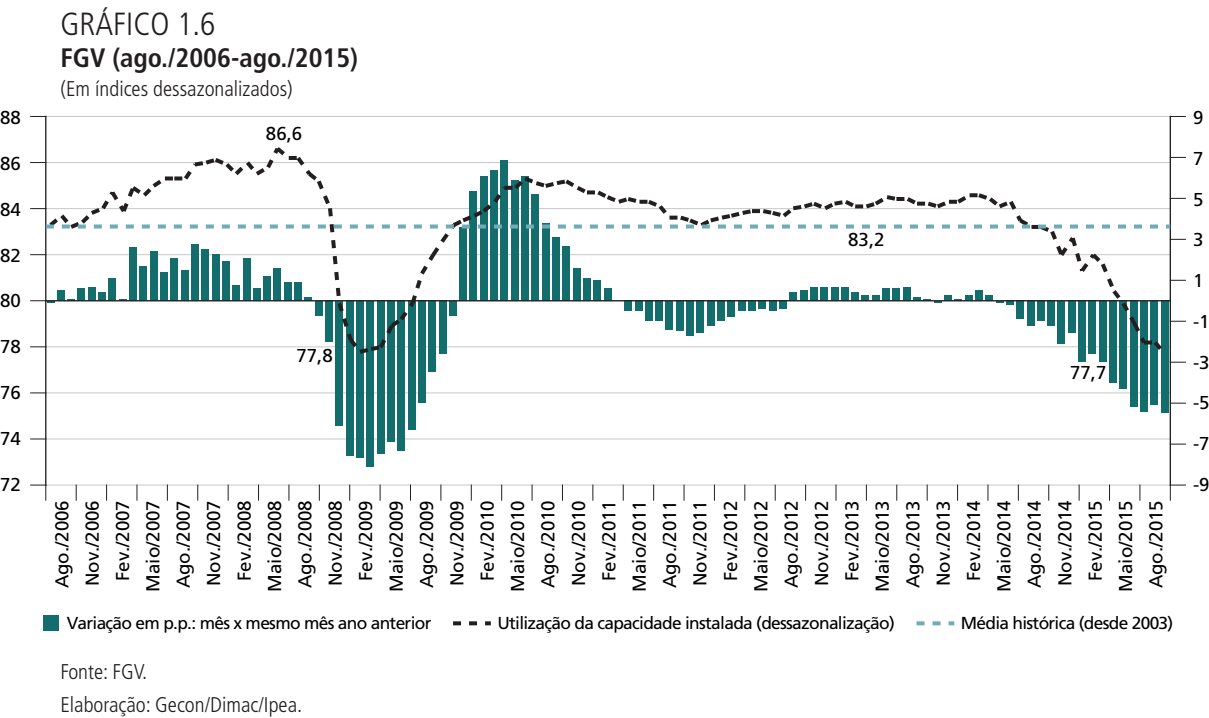
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Considerando as grandes categorias econômicas, destacam-se as variações negativas da produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, que já acumulam, em 2015, contrações de 20,9% e 14,2%, respectivamente. A queda interanual de 27,8% da produção de bens de capital foi a 17ª taxa negativa consecutiva e a mais intensa desde o início da série histórica neste tipo de comparação. Destaque negativo também ficou por conta da produção de bens intermediários que, apesar de apresentar tendência de queda menos intensa que as demais categorias, registrou o nono recuo em onze meses.

Enquanto a produção continua contraindo, o uso dos fatores de produção também se reduz. De acordo com a pesquisa *Sondagem industrial*, da Fundação Getulio Vargas (FGV), o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) do setor manufatureiro segue apresentando forte tendência de queda desde o ano passado. Em agosto de 2015, o indicador atingiu um nível de 77,7%, que representou queda de 0,5 p.p. na comparação com julho, na série livre de efeitos sazonais. Com este resultado, o nível de utilização dos fatores já é menor do que aquele observado durante a crise financeira global de 2009, atingindo patamar 5,5 p.p. abaixo da média histórica da série (gráfico 1.6).

Todas as categorias de uso vêm ampliando suas capacidades ociosas, sendo que o setor de bens de consumo duráveis exibe o pior quadro, operando com uma folga de capacidade de 11,3 p.p. em relação à sua média histórica. Já entre as atividades, o nível de utilização da capacidade do setor

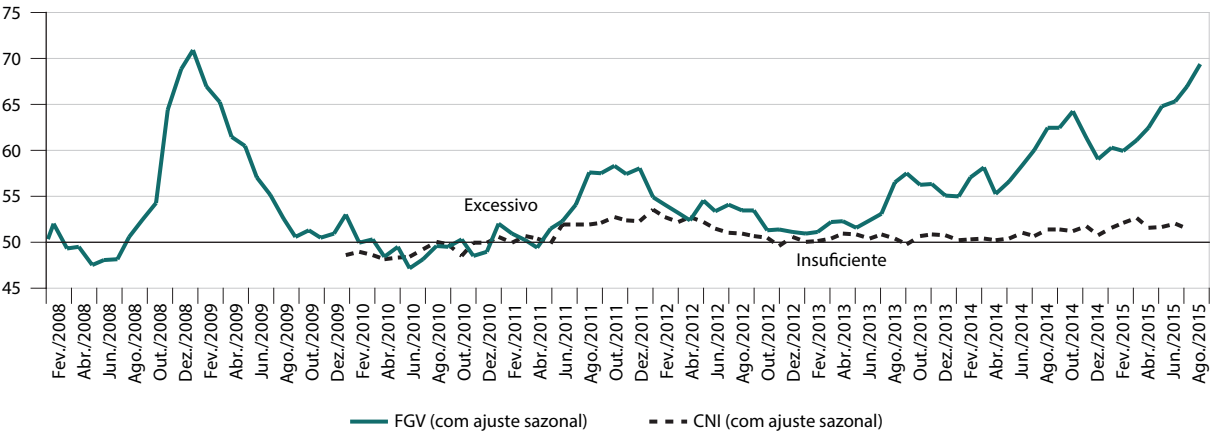
de mecânica encontra-se 15,7 p.p. abaixo da sua média. Na comparação interanual, o cenário não é diferente. A queda de 5,5 p.p. sobre o nível de agosto de 2014 foi a 17ª consecutiva registrada pela indústria de transformação.



Outros indicadores antecedentes da produção industrial também indicam resultado negativo para a indústria em agosto, reduzindo ainda mais as perspectivas para o terceiro trimestre de 2015. Com base no índice de gerentes de compras (em inglês *purchasing managers index* – PMI), que serve de *proxy* para a atividade do setor manufatureiro, o ritmo de contração da produção industrial foi mais intenso em agosto. Na comparação com julho, o indicador passou de 47,2 para 45,8 pontos, permanecendo abaixo do patamar de 50,0 pontos, que separa o crescimento de contração. Este foi o pior resultado do indicador desde setembro de 2011. Por sua vez, a produção de automóveis, de acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), após recuperação pontual em julho, voltou a registrar recuo em agosto, com queda de 7,4% na série ajustada sazonalmente. Na comparação com agosto de 2014, a produção foi 18,2% menor, acumulando uma queda de 17,6% nos primeiros oito meses do ano.

Embora o desempenho da produção mostre-se cada vez mais fraco, o nível de estoques não planejados na indústria continua subindo. Após registrar queda nos três últimos meses do ano passado, o indicador voltou a subir durante os primeiros oito meses de 2015, atingindo o mais alto valor desde a crise financeira global iniciada em 2008 (gráfico 1.7). Presume-se que, por trás desse movimento, pode estar havendo, também, revisões para baixo no nível considerado ótimo pelas empresas, provocadas pela própria crise. Repetindo o cenário em relação ao Nuci, todas as grandes categorias econômicas encontram-se estocadas, com destaque para a produção de bens de consumo duráveis e de bens de capital.

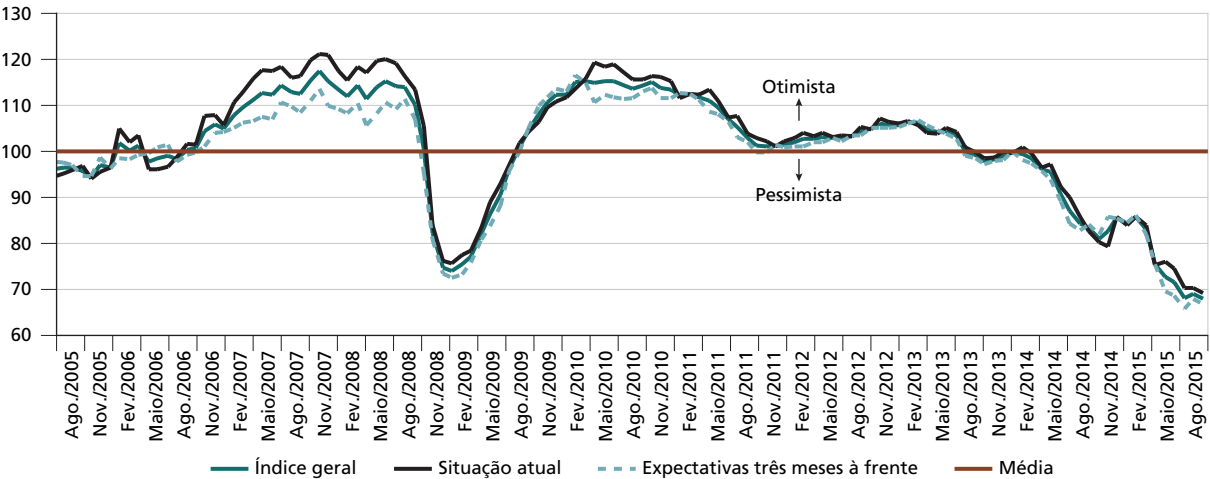
GRÁFICO 1.7
Evolução do nível de estoques na indústria de transformação: efetivo versus planejado
 (fev./2008-ago./2015)
 (Em índice dessazonalizado)



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

Como reflexo dessa conjuntura adversa, o comportamento dos níveis de confiança dos empresários segue caindo. De acordo com a pesquisa *Sondagem conjuntural da indústria de transformação*, da FGV, após registrar pequena melhora no mês de julho, o índice de confiança da indústria (ICI) voltou a recuar em agosto, registrando queda de 1,6% na série com ajuste sazonal, mesmo resultado exibido pelo índice de situação atual (ISA) e pelo índice de expectativas (IE). No acumulado do ano, a retração chegou a 19,3%. Com isso, a confiança dos empresários manteve-se na zona de pessimismo⁴ pelo 25º mês consecutivo, sendo mais um indicador a exceder o patamar alcançado no pior momento da crise financeira internacional (gráfico 1.8).

GRÁFICO 1.8
ICI (ago./2005-ago./2015)
 (Em índice dessazonalizado)



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

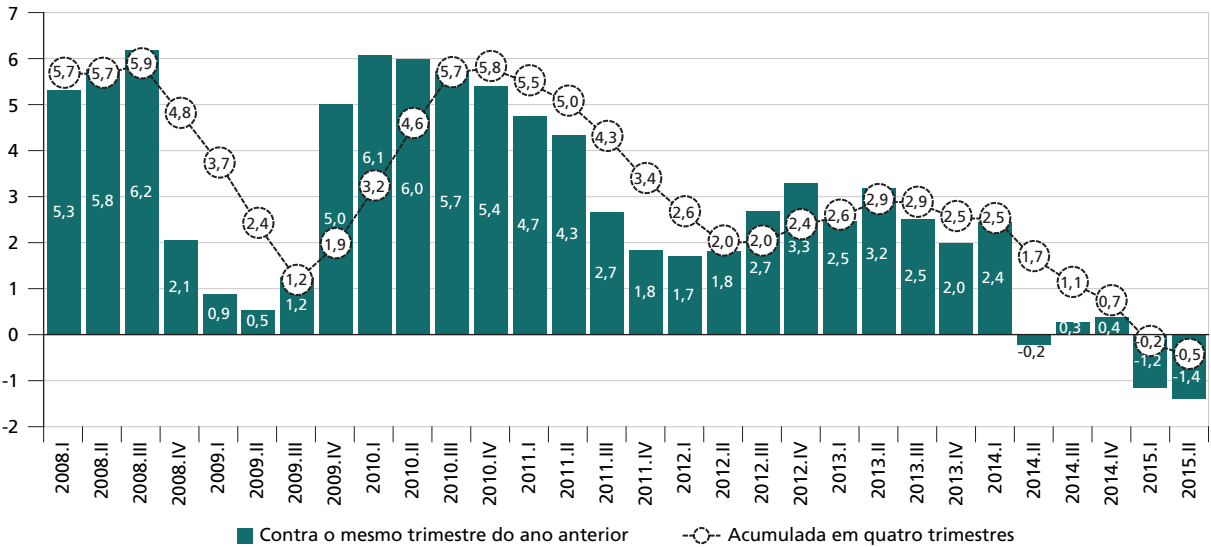
4. O índice varia em uma escala que chega a 200 pontos, e os valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

1.2.3 Serviços

Assim como os demais setores que compõem o PIB pelo lado da oferta, os serviços também sofreram piora no seu desempenho. Na comparação entre o segundo trimestre de 2015 e o período imediatamente anterior, na série dessazonalizada, o setor recuou pelo segundo período consecutivo, registrando queda de 0,7%. O resultado foi bastante disseminado, com destaque negativo para as atividades de comércio (-3,3%), transporte, armazenagem e correio (-2,0%) e serviços de informação (-1,3%).

Na comparação interanual, por sua vez, a queda de 1,4% ante o segundo trimestre de 2014 voltou a ser recorde negativo na série histórica, repetindo o que já havia acontecido no primeiro trimestre, quando apresentou recuo de 1,2%. Com isso, retirou 0,8 p.p. do resultado trimestral do PIB. Assim como no comparativo dessazonalizado, as atividades serviços de comércio e serviços de transporte, armazenagem e correio registraram os piores resultados, com quedas de 7,2% e 6,0%, respectivamente. Já os destaques positivos foram os grupos serviços imobiliários e aluguel (2,8%) e administração, saúde e educação públicas (0,6%). No acumulado em quatro trimestres, após registrar a primeira variação negativa da série no período anterior, o setor voltou a recuar, passando de -0,2% para -0,5% (gráfico 1.9).

GRÁFICO 1.9
Serviços: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



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

O cenário de retração observado no PIB de serviços no primeiro semestre de 2015 também pode ser percebido na trajetória dos dados de maior frequência, divulgados na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE.⁵ Na comparação com o mesmo período do ano anterior, a queda de 5,4% ante junho de 2014 foi a 16ª consecutiva. No acumulado em doze meses, a trajetória da receita de serviços tem sido marcada por taxas cada vez mais negativas desde abril do ano passado, chegando a uma retração de 4,5% em junho (gráfico 1.10).

5. Como a PMS ainda não apresenta as informações em volume, utilizamos como *proxy* para o deflator da receita nominal total de serviços o índice de inflação de serviços calculado a partir dos itens do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Além disso, o tamanho insuficiente da amostra não permite uma análise com ajuste sazonal.

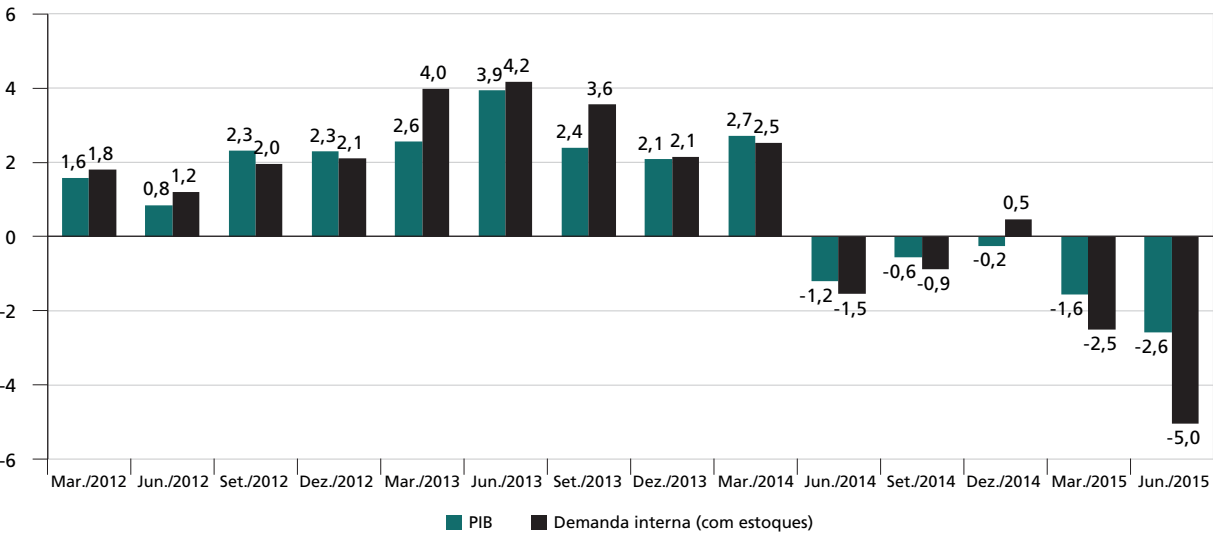
Serviços (PMS): evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



Vale destacar que este foi o segundo resultado positivo consecutivo das exportações, enquanto a trajetória das importações segue negativamente influenciada pelo fraco desempenho do PIB.

Na comparação interanual o cenário é bastante similar àquele observado na margem. A queda de 5,0% contra o segundo trimestre de 2014 foi a quarta retração da demanda interna em cinco períodos (gráfico 1.11). Além disso, a demanda interna segue apresentando quedas superiores àquelas observadas no PIB, implicando contribuições positivas das exportações líquidas. O resultado do segundo trimestre de 2015, que adicionou 2,5 p.p. à taxa trimestral do PIB (maior contribuição desde o segundo trimestre de 2003), foi reflexo do aumento de 7,5% das exportações de bens e serviços, enquanto as importações reduziram-se em 11,7%. Este efeito também pode ser visto no acumulado em quatro trimestres. Enquanto a absorção doméstica encolheu 2,0%, o PIB caiu 1,2%.

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



Fonte: IBGE.

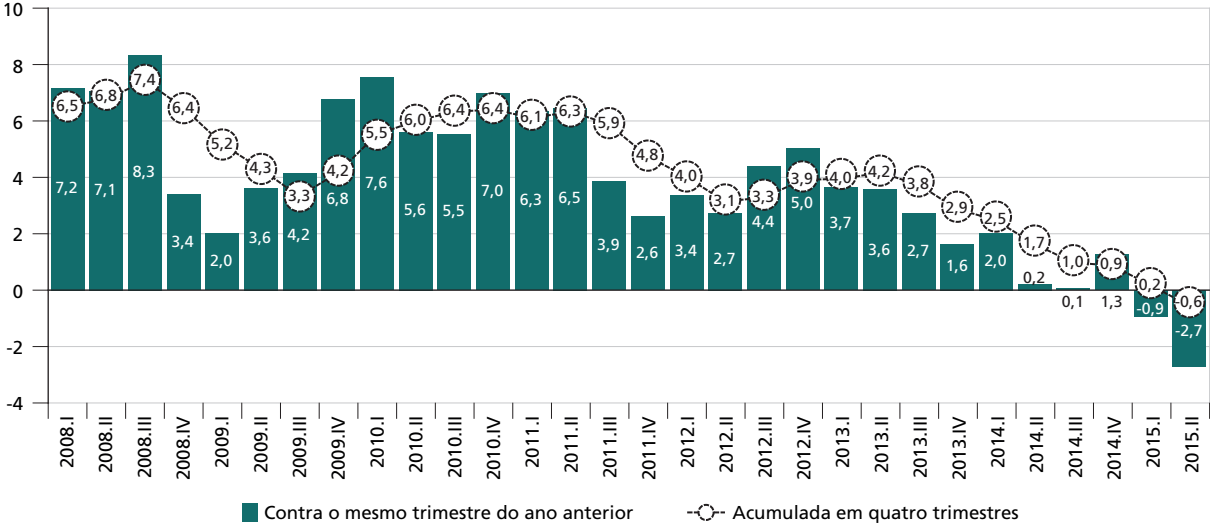
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

1.3.1 Consumo

Na comparação entre o segundo trimestre de 2015 e o período imediatamente anterior, na série livre de influências sazonais, o consumo de bens e serviços pelas famílias registrou a segunda retração consecutiva, fato que não ocorria desde os últimos dois períodos de 2002. Após contrair 1,5% nos primeiros três meses do ano, seu desempenho sofre nova deterioração, recuando 2,1%. Com isso, o carregamento estatístico para 2015 passou de -1,0% para -2,5%.

Tendo por base a comparação com o mesmo período de 2014, o desempenho também foi ruim. Após interromper uma sequência positiva que durou 45 trimestres consecutivos, o consumo das famílias teve retração de 2,7% no segundo trimestre, resultado comparável apenas àquele observado ao final de 1997, quando a queda chegou a 2,8%. Com isso, subtraiu 1,7 p.p. no resultado trimestral do PIB. Entretanto, mantendo a mesma base de comparação, o deflator implícito do consumo das famílias voltou a acelerar, passando de 8,0% para 9,6%, ficando 1,4 p.p. acima do deflator médio do PIB. O fraco desempenho nos primeiros seis meses do ano também refletiu na trajetória da taxa acumulada em quatro trimestres, que desacelerou pela oitava vez seguida, passando de 0,2% para -0,6%, primeiro resultado negativo desde o início de 2004 (gráfico 1.12). A taxa de poupança também sofreu forte recuo no ano, passando de 16,0% para 14,4%.

GRÁFICO 1.12
Consumo das famílias: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



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

A trajetória declinante do consumo das famílias ao longo dos últimos períodos repete-se no comportamento das vendas no varejo. De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, as vendas reais no varejo restrito recuaram pelo quinto mês seguido, registrando queda de 0,4% na comparação entre junho e o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal (tabela 1.4). Com isso, o volume de vendas no segundo trimestre retraiu 2,2%, a quarta variação negativa em cinco trimestres. Enfatizando a seriedade deste ciclo de retração do consumo, vale destacar que, neste comparativo, o varejo restrito havia apresentado queda trimestral uma única vez nos últimos dez anos. O resultado de junho deixa um *carry-over* de -0,5% para o terceiro trimestre de 2015 e de -2,9% para o ano. Entre os oito setores que compõem o varejo restrito, apenas o grupo artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos apresentou variação positiva, com pequena alta de 0,3%.

Em relação ao mesmo mês do ano anterior, o volume de vendas no varejo restrito em junho registrou a quarta variação negativa em cinco meses. Entre os segmentos que mais contribuíram para este resultado destacam-se móveis e eletrodomésticos e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo, com recuos de 13,6% e 2,7%, respectivamente. Por sua vez, o segmento de artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos foi o que mais contribuiu positivamente, com alta de 6,2% ante junho de 2014. Com este resultado, a variação em doze meses voltou a cair, passando de -0,5% para -0,8%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, tradicionalmente mais volátil, o cenário é ainda pior. A queda de 0,8% em junho foi a sétima seguida na comparação dessazonalizada, gerando uma retração de 3,5% no segundo trimestre. Com isso, o *carry-over* ficou em -1,1% para o terceiro trimestre e em -7,1% para o ano. A piora em relação ao resultado do varejo restrito deveu-se ao mau desempenho das vendas de veículos, motos, partes e peças, que recuaram 2,8%. Já o setor de materiais de construção, após ter retraído em seis dos últimos sete meses, apresentou melhora pontual, com alta de 5,5%.

Já na comparação com o mesmo mês do ano passado, a queda de 3,5% em junho foi a 15ª variação negativa em dezesseis meses. A contribuição do grupo veículos, motos, partes e peças foi a mais negativa. A queda de 6,4% frente a junho do ano passado foi responsável pela subtração de 1,8 p.p. da taxa interanual do varejo ampliado. Com isso, o segundo trimestre 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 fica ainda mais evidente. Nesta base de comparação, o varejo ampliado registrou queda pelo décimo período consecutivo, passando de -5,0% para -4,8%.

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

	Contra período anterior dessazonalizado				Contra igual período do ano anterior				Acumulado	
	Abr./2015	Mai./2015	Jun./2015	Trim. ³	Abr./2015	Mai./2015	Jun./2015	Trim. ³	No ano	Em doze meses
Comércio varejista restrito ¹	-0,6	-0,8	-0,4	-2,2	-3,3	-4,5	-2,7	-3,5	-2,2	-0,8
Comércio varejista ampliado ²	-0,4	-1,8	-0,8	-3,5	-8,3	-10,4	-3,5	-7,5	-6,4	-4,8
1. Combustíveis e lubrificantes	-0,1	-0,3	-0,6	-0,4	-2,1	-4,4	-1,0	-2,5	-3,3	-1,0
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	1,8	-1,0	0,0	-0,4	-2,0	-2,0	-2,7	-2,2	-1,8	-1,2
2.1 Hipermercados e supermercados	1,5	-0,9	0,0	-0,5	-2,0	-2,1	-2,6	-2,2	-1,7	-1,2
3. Tecidos, vestuário e calçados	-3,5	2,1	-0,8	-3,8	-7,5	-7,8	-4,6	-6,7	-5,0	-2,9
4. Móveis e eletrodomésticos	-2,9	-2,0	-1,2	-7,5	-15,3	-18,5	-13,6	-16,0	-11,3	-7,1
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	-0,2	-0,4	0,3	0,3	6,2	1,8	6,2	4,7	5,2	6,6
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	-11,1	3,8	-1,5	-10,1	2,5	-0,5	7,9	3,2	10,1	4,4
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-0,3	-2,2	-0,3	-3,5	-9,1	-11,8	-5,9	-9,1	-8,3	-9,1
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	-4,2	1,1	-0,2	-3,0	-0,7	0,2	1,6	0,4	3,9	5,3
9. Veículos, motos, partes e peças	3,5	-4,7	-2,8	-5,4	-19,3	-22,1	-6,4	-16,4	-15,6	-13,0
10. Materiais de construção	-1,2	-5,8	5,5	-3,7	-4,1	-11,3	1,1	-5,1	-4,7	-3,2

Fonte: PMC/IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

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

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

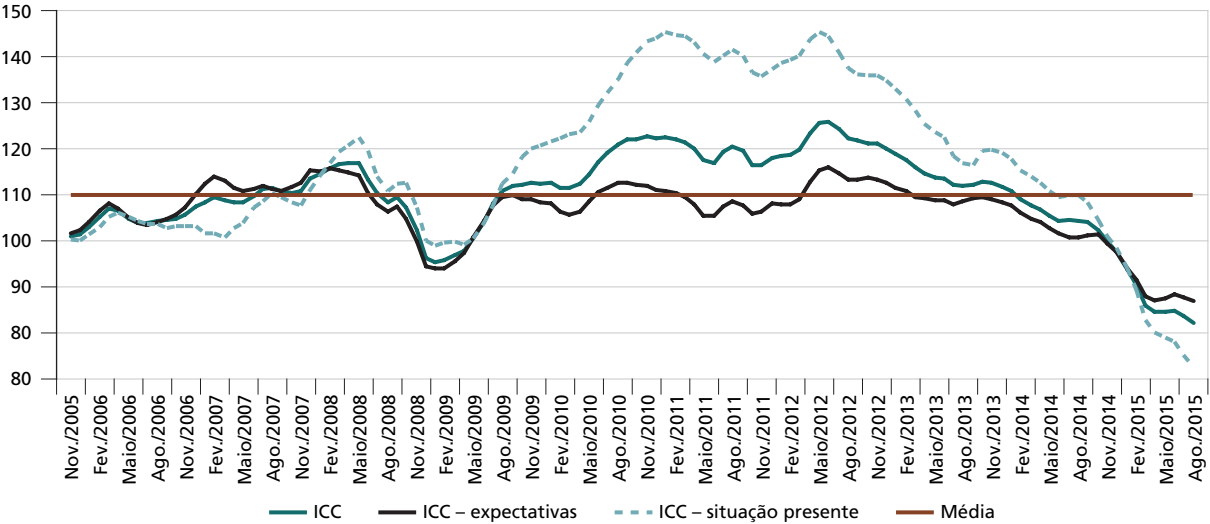
³ Trimestre terminado no mês de referência da divulgação.

Com base nos resultados já divulgados para alguns indicadores coincidentes, as perspectivas em relação ao desempenho do comércio varejista nos próximos meses continuam pessimistas. O indicador Serasa Experian de atividade do comércio recuou nos meses de julho e agosto, na série ajustada sazonalmente, registrando quedas de 2,0% e 1,1%, respectivamente. Por sua vez, os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve) mostraram o oitavo recuo consecutivo nas vendas do setor automotivo (autos + comerciais leves), retraindo 1,4% na passagem de julho para agosto. No acumulado do ano, a queda chegou a expressivos 20,4%. As vendas de materiais de construção também retrocederam nos primeiros dois meses do terceiro trimestre, com recuos na margem de 3,5% e 1,4%, respectivamente. Com isso, o acumulado do ano aponta queda de 8,4%.

A retração verificada no varejo, assim como na demanda por bens e serviços em geral, reflete o 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 agosto sofreu nova deterioração, registrando queda de 1,7% frente ao mês anterior, na série livre de influências sazonais. Durante o ano de 2015, o indicador caiu em todos os meses, com exceção de abril, acumulando uma retração de 20,3%.

Em termos dos componentes, enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente ficou virtualmente estagnado, com pequena alta de 0,3%, o índice referente às expectativas em relação aos próximos meses registrou a segunda queda consecutiva, com recuo de 0,9%. O processo de deterioração do nível de confiança das famílias vem ocorrendo desde julho de 2012 e encontra-se hoje em níveis bastante inferiores àqueles observados durante a crise financeira global iniciada em 2008 (gráfico 1.13).

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



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

Por fim, o consumo do governo, único componente da demanda interna a registrar variação positiva na comparação dessazonalizada, avançou 0,7% ante o trimestre anterior. Por trás deste resultado destacaram-se os gastos com a remuneração do funcionalismo público (inclusos salários e demais benefícios) que, ao contrário de outros itens, como as despesas com custeio e investimento, apresentaram aumento. Entretanto, na comparação com o segundo trimestre de 2014, o consumo do governo recuou 1,1%, refletindo uma contribuição negativa em 0,2 p.p. ao crescimento interanual do PIB no período. Ainda no comparativo interanual, seu deflator implícito voltou a apresentar o maior aumento entre os componentes do PIB, registrando variação de 11,1%. Na comparação acumulada em quatro trimestres, o consumo do governo reduziu seu ritmo de crescimento pelo quinto período consecutivo, exibindo queda de 0,3%, primeira variação negativa desde o segundo trimestre de 2001.

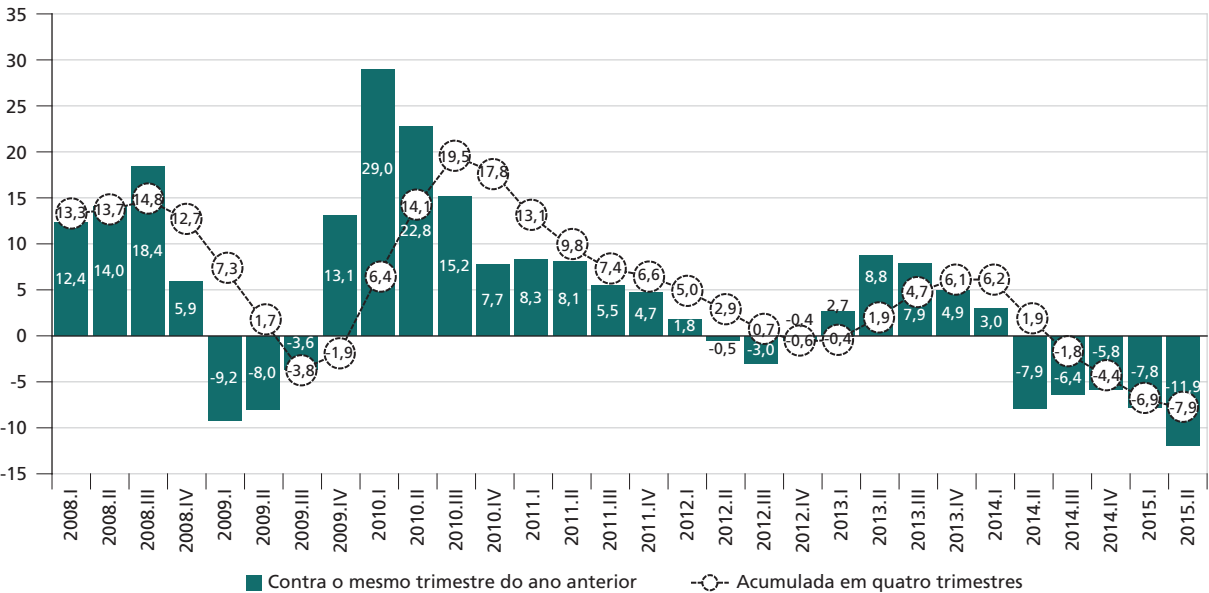
1.3.2 Formação bruta de capital fixo

Entre os componentes do PIB pelo lado da demanda, a FBCF continua apresentando os piores resultados. A queda de 8,1% na passagem entre o primeiro e o segundo trimestres de 2015 foi a oitava variação negativa na comparação livre de influências sazonais. Além de contabilizar uma perda acumulada de 17,8% neste período, os investimentos retornaram para um nível similar àquele observado no último trimestre de 2009. Com este resultado, o carregamento estatístico para 2015 reduziu-se de -4,6% para -10,4%.

Na comparação interanual, a FBCF voltou a ser o grande destaque negativo entre os componentes do PIB pelo lado da demanda. A queda de 11,9% ante o segundo trimestre de 2014 foi a quinta consecutiva, a maior desde o primeiro trimestre de 1996, quando havia contraído 12,7%. Este resultado retirou 2,4 p.p. da taxa de crescimento trimestral do PIB. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes recuou para 17,8%, contra 19,5% em igual período do ano anterior.

Como a participação da variação de estoques no desempenho do PIB no segundo trimestre de 2015 voltou a ser negativa, subtraindo 0,9 p.p. à sua taxa interanual, a taxa de investimento bruta, que inclui a variação de estoques, sofreu redução maior, passando de 20,0% para 17,4%. Com relação à evolução dos preços relativos, a variação interanual registrada pelo deflator implícito da FBCF (9,2%) voltou a ganhar terreno em relação ao deflator do PIB (8,2%). Na comparação acumulada em quatro trimestres, a taxa de expansão da FBCF registrou piora pelo quinto período consecutivo, passando de -6,9% para -7,9% (gráfico 1.14). Este resultado foi reflexo do fraco desempenho tanto do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came) quanto da construção civil. Enquanto a taxa de crescimento anual do Came caiu 14,5%, o setor da construção civil apresentou retração de 6,1%.

GRÁFICO 1.14
FBCF: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



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

Em relação às perspectivas para os próximos meses, o indicador Ipea de FBCF indica alguma melhora no mês de julho, registrando aumento de 2,0% na margem.⁸ Este resultado foi influenciado positivamente pelo comportamento do consumo aparente de máquinas e equipamentos, que apresentou alta de 7,4%. Segundo os dados divulgados pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), enquanto as importações de bens de capital em volume aumentaram 16,0%, as exportações recuaram fortemente, com queda de 37,0%, influenciadas pela contabilização de uma plataforma de petróleo no mês anterior. Além disso, a produção doméstica também apresentou resultado favorável em julho, recuperando-se parcialmente do fraco desempenho no mês anterior. Entretanto, a produção da construção civil, outro componente importante da FBCF, registrou a sexta contração seguida na comparação dessazonalizada, recuando 0,7% em julho. Apesar desta melhora esperada para o início do terceiro trimestre, ainda não é possível visualizar uma tendência de recuperação dos investimentos, que devem permanecer deprimidos ao longo dos próximos meses.

8. Dados preliminares.

2 MERCADO DE TRABALHO

SUMÁRIO

O fraco desempenho da atividade econômica no segundo trimestre deste ano acentuou a desaceleração do mercado de trabalho brasileiro. À medida que os principais indicadores do nível de atividade foram sendo divulgados, foi se delineando um cenário marcado por uma crise mais intensa e prolongada do que se esperava inicialmente, deteriorando ainda mais o nível de confiança dos empresários, impactando negativamente os níveis de ocupação e de rendimentos reais. Estes últimos repercutem não apenas o recuo dos salários nominais, mas também a elevação das taxas de inflação. Neste contexto, verifica-se que o enfraquecimento do mercado de trabalho em curso é mais intenso, inclusive, do que o observado ao longo de 2009, momento no qual a economia brasileira sofria os fortes efeitos da crise financeira internacional.

A ocupação, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (PME/IBGE), já mostrava sinais de perda de dinamismo desde o segundo semestre de 2014, mas o quadro de retração vem se agravando ao longo de 2015. Após encerrar 2014 com variação negativa de 0,1%, o movimento de recuo da população ocupada intensificou-se, de modo que, entre janeiro e julho de 2015, a queda observada já é de 0,8%. Ao mesmo tempo, a população economicamente ativa (PEA), que contribuiu favoravelmente para a manutenção do desemprego em patamar confortável nos últimos meses de 2014, reverteu sua trajetória de contração e voltou a apresentar variações positivas em 2015. Como consequência da combinação de queda da ocupação e da aceleração da PEA, a taxa de desocupação em julho ficou em 7,5%, o que representa um incremento de 2,6 pontos percentuais (p.p.) em relação ao mesmo mês do ano anterior – o pior resultado para este tipo de comparação desde o início da pesquisa, em março de 2002.

Da mesma forma, a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad Contínua) do IBGE também apresentou um quadro de aumento do desemprego. A diferença é que a Pnad ainda registrou um leve crescimento da população ocupada de 0,2% no segundo trimestre de 2015, na comparação interanual. O aumento do desemprego é explicado por uma expansão da oferta de mão de obra – a força de trabalho avançou 1,8% no período –¹ em ritmo superior ao da criação de novos postos de trabalho. Uma das possíveis explicações para o crescimento da força de trabalho é a queda da renda real, o que estimula a entrada de outros membros da família no mercado de trabalho, com o intuito de reforçar a renda familiar.

Apesar dessa ligeira expansão da ocupação na Pnad Contínua, observa-se que, na desagregação desse dado por vínculo empregatício, o segmento dos trabalhadores com carteira assinada recuou 2,6 p.p. no segundo trimestre de 2015 frente ao mesmo período de 2014, o que parece indicar que parte dos empregados formais perdeu seu emprego e migrou para outras atividades (microempreendedores, prestadores de serviços com registro de pessoa jurídica e afins), reduzindo, por conseguinte, o impacto destas demissões sobre a taxa de desocupação. Os dados do Cadastro-Geral de Empregados e Desempregados do Ministério do Trabalho e Emprego (Caged/MTE) corroboram o cenário de retração do emprego formal ao indicar que, apenas em julho, o saldo das movimentações no mercado de trabalho foi negativo em 111,2 mil postos de trabalho. De acordo com o Caged, nos últimos doze meses a economia brasileira destruiu mais de 850 mil vagas celetistas – pior desempenho da série desde sua criação, em 1996. Em vista da expectativa de contínua deterioração do mercado de trabalho para os próximos meses, dada a intensificação da crise, é possível que 2015 se encerre com uma destruição total superior a 1 milhão de empregos formais.

No que diz respeito aos rendimentos, verifica-se que o impacto da desaceleração da atividade econômica sobre os salários é bem mais intenso na PME do que na Pnad Contínua. A explicação para o movimento mais lento de retração dos rendimentos na Pnad passa por algumas hipóteses, como indexação salarial e efeito composição. No caso da indexação, a regra de correção do salário mínimo pode estar sendo usada para reajustar outros salários, impedindo que a oferta de mão de obra acima da demanda desempenhe a função de descompressão dos rendimentos.

1. De acordo com a nomenclatura da Pnad Contínua, a PEA passa a se chamar força de trabalho.

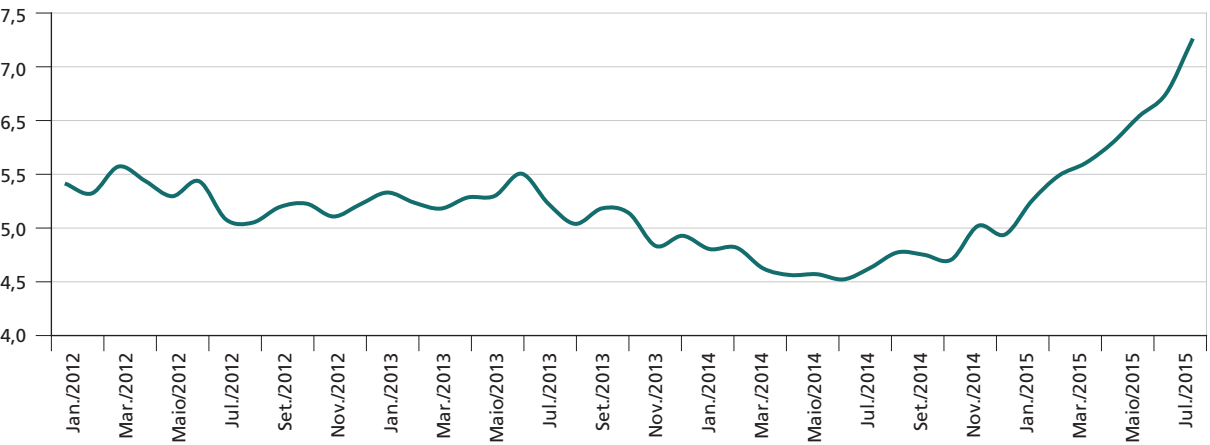
No caso do efeito composição, pode-se supor que nos momentos iniciais de crise, quando os empresários ainda não possuem uma perspectiva clara sobre a sua duração, a opção seja pela retenção de trabalhadores mais qualificados e, por conseguinte, mais escassos no mercado. Consequentemente, a dispensa dos trabalhadores menos qualificados e, por conseguinte, com salários menores, gera uma distorção, pois a ocupação se retrai, mas a média salarial sobe. Entretanto, à medida que a crise se estenda, é provável o início do processo de dispensa destes trabalhadores mais qualificados como forma de redução de custos, o que deve gerar alguma descompressão salarial mais acentuada. Embora impactando negativamente o poder de compra das famílias, esse alívio sobre os rendimentos deverá trazer efeitos benéficos sobre a inflação.

De maneira geral, as perspectivas para o mercado de trabalho são pouco animadoras, dado que o prolongamento da crise atual tende a acentuar a deterioração das condições de emprego e de renda. Adicionalmente, há o fato de que o mercado de trabalho reage de forma defasada às variações da atividade econômica. Logo, mesmo que a retomada do crescimento se dê antes do esperado, ainda assim deverá ocorrer alguma demora na recomposição da ocupação e da massa salarial.

2.1 TAXA DE DESEMPREGO E NÍVEL DE OCUPAÇÃO

Os dados da PME/IBGE revelam que a taxa de desemprego no país vem aumentando rapidamente ao longo de 2015, de modo que, na média do ano, a taxa de 6,4% já situa-se 1,5 p.p. acima da observada nos primeiros sete meses de 2014. A análise dos dados na margem mostra uma situação ainda pior, tendo em vista que a desocupação de 7,5% em julho apresenta o maior crescimento interanual da série (2,6 p.p.). Em termos dessazonalizados, a alta observada entre os meses de junho e de julho foi de 0,6 p.p.

GRÁFICO 2.1
PME: taxa de desocupação dessazonalizada
(Em %)



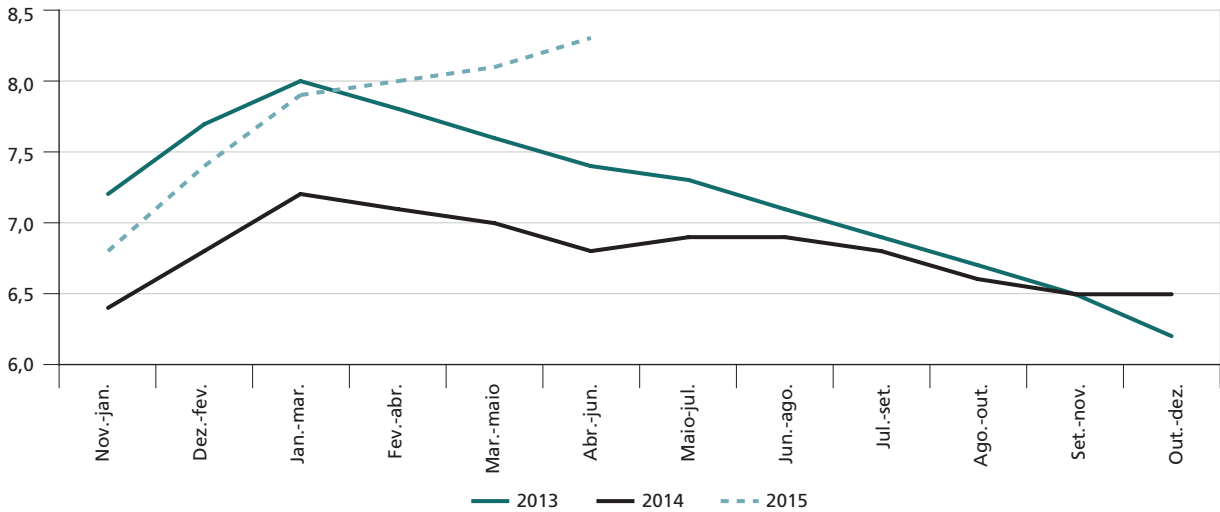
Fonte: PME/IBGE.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Em linha com os resultados da PME, a Pnad Contínua também aponta um expressivo arrefecimento do mercado de trabalho. No segundo trimestre do ano, a taxa de desocupação ficou em 8,3%; acima, portanto, da registrada no mesmo período do ano anterior (6,8%). Em termos regionais, o Nordeste e o Norte possuem as maiores taxas de desemprego (10,7% e 8,5%, respectivamente), enquanto a região Sul apresenta o melhor resultado do país, com apenas 5,5% da sua força de trabalho desocupada.

GRÁFICO 2.2

Pnad Contínua

(Taxa de desocupação, em %)



Fonte: Pnad/IBGE.

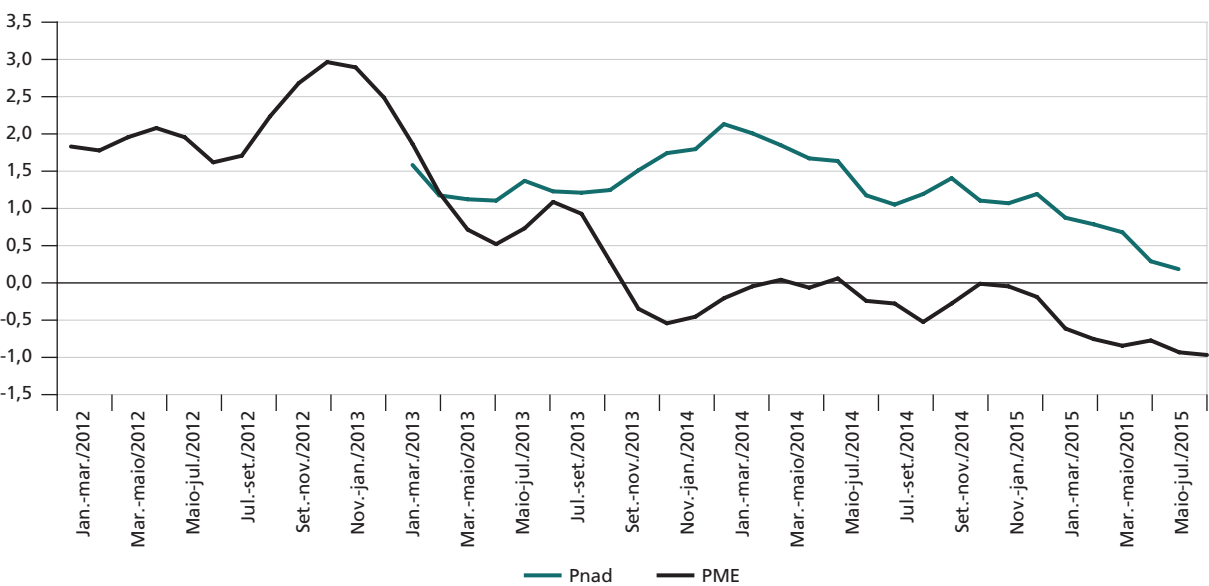
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Apesar de mostrarem a mesma trajetória de desaceleração da ocupação, a PME e a Pnad Contínua trazem alguns aspectos diferentes. Na PME, nota-se que, desde o início do segundo semestre de 2014, a população ocupada recua na comparação interanual. Esta queda, entretanto, não chegou a impactar a taxa de desemprego, pois seus efeitos foram anulados pela forte retração da PEA. Em contrapartida, a Pnad Contínua ainda mantém uma leve expansão da ocupação, mesmo que a taxas decrescentes. No segundo trimestre de 2015, enquanto a ocupação medida pela PME teve queda de 0,9%, na comparação interanual, a Pnad Contínua registrou variação positiva de 0,2%. Este descompasso entre os dados de ocupação da PME e da Pnad pode sugerir que a crise pela qual passa a economia brasileira atinge mais fortemente as regiões metropolitanas, embora tal comparação seja pouco robusta, visto que as duas pesquisas possuem metodologias distintas.

GRÁFICO 2.3

PME e Pnad Contínua: população ocupada

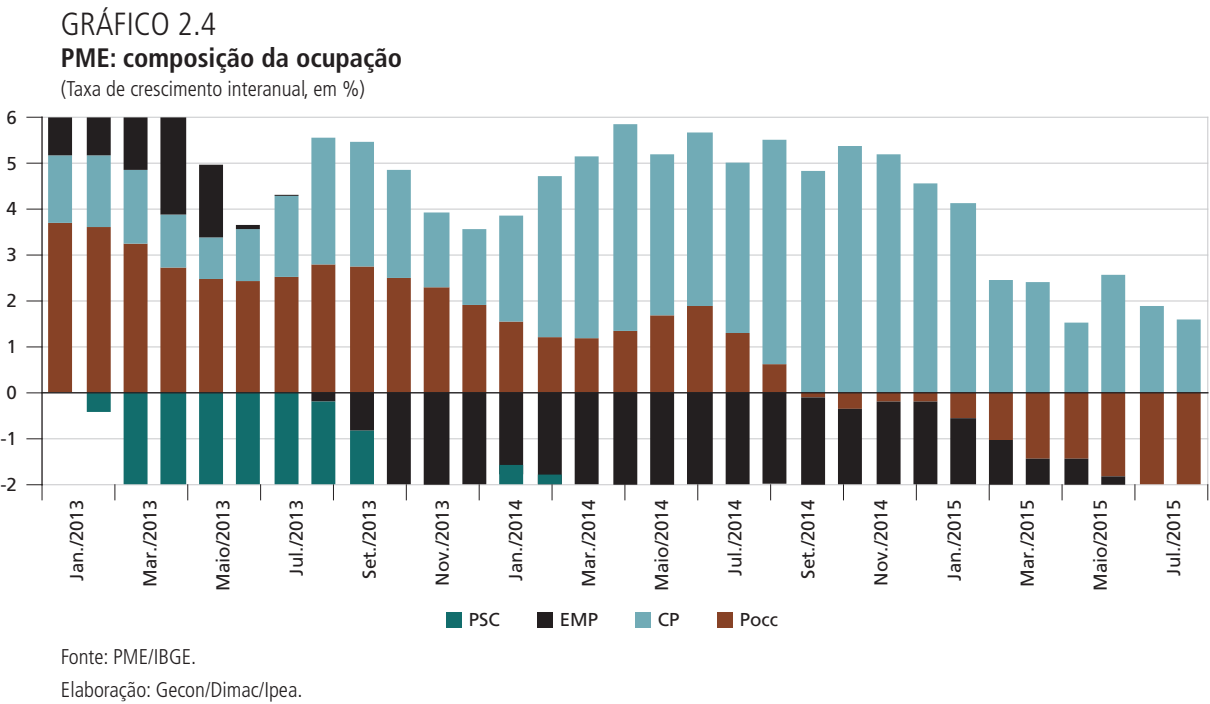
(Taxa de variação interanual, em %)



Fonte: PME e Pnad/IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Esse movimento de retração da ocupação é influenciado, sobretudo, pela redução no contingente de trabalhadores com carteira assinada, cujas taxas de variação interanuais, medidas pela PME, já mostravam claros sinais de perda de dinamismo desde meados do ano passado. Em julho, na comparação com o mesmo período do ano anterior, o segmento dos empregados com carteira recuou 3,0% – oitava queda consecutiva do indicador. Esta desaceleração da ocupação com carteira foi, em parte, compensada pelo aumento dos trabalhadores denominados conta-própria, que configuram o único conjunto de trabalhadores com variações positivas do emprego.

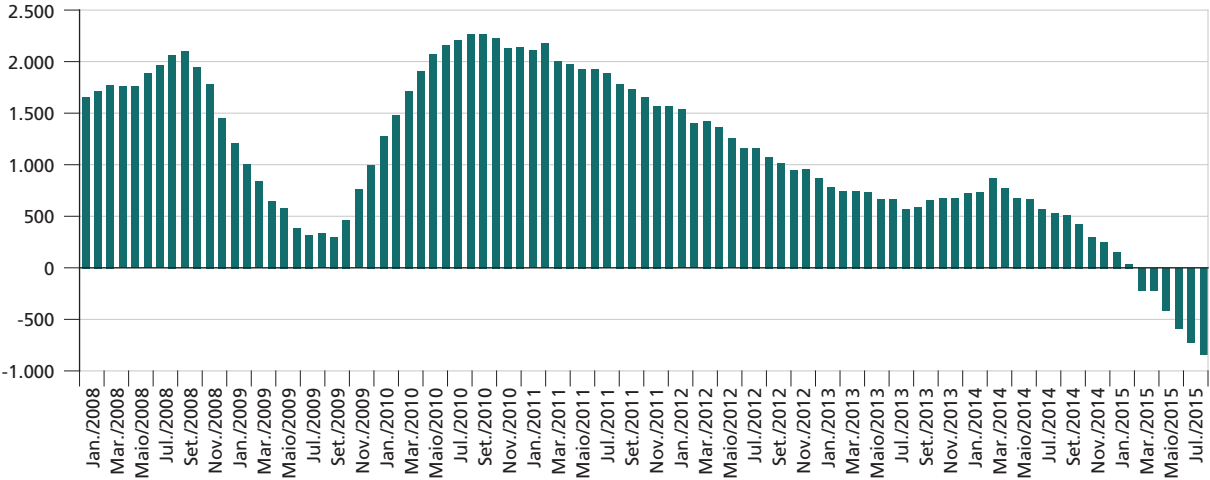


Em linha com a PME e a Pnad, os dados do Caged/MTE reforçam os efeitos da retração da economia sobre o emprego formal. Após encerrar o ano de 2014 com uma criação líquida de aproximadamente 153 mil novas vagas com carteira assinada,² o mercado de trabalho foi gradativamente acumulando saldos líquidos negativos ao longo de 2015. Desta forma, nos últimos doze meses até julho, o Caged aponta uma destruição superior a 850 mil postos de trabalho celetistas, atingindo resultados piores do que os observados durante a crise de 2009.

Em que pese a retração da população ocupada, o comportamento recente da PEA tem contribuído sistematicamente para a elevação da taxa de desocupação. Na PME, a alta de 1,8% da PEA no segundo trimestre de 2015, em relação ao mesmo período do ano anterior, devolve, pelo menos em parte, a queda ocorrida em 2014. Este aumento da oferta de mão de obra pode estar ligado à desaceleração dos salários reais, o que acaba forçando a entrada de outros membros do domicílio no mercado de trabalho como forma de recompor a renda domiciliar.

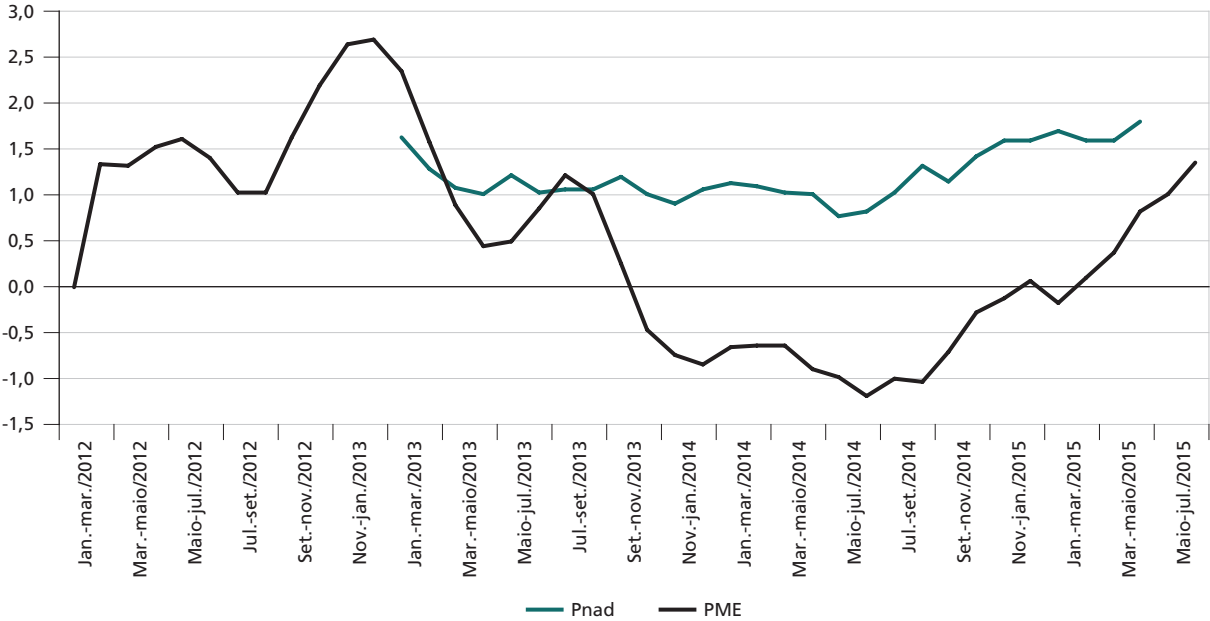
2. Para a análise dos dados do Caged, foram utilizados os saldos mensais sem ajustes.

GRÁFICO 2.5
Caged: saldos líquidos acumulados em doze meses
 (Em mil unidades)



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

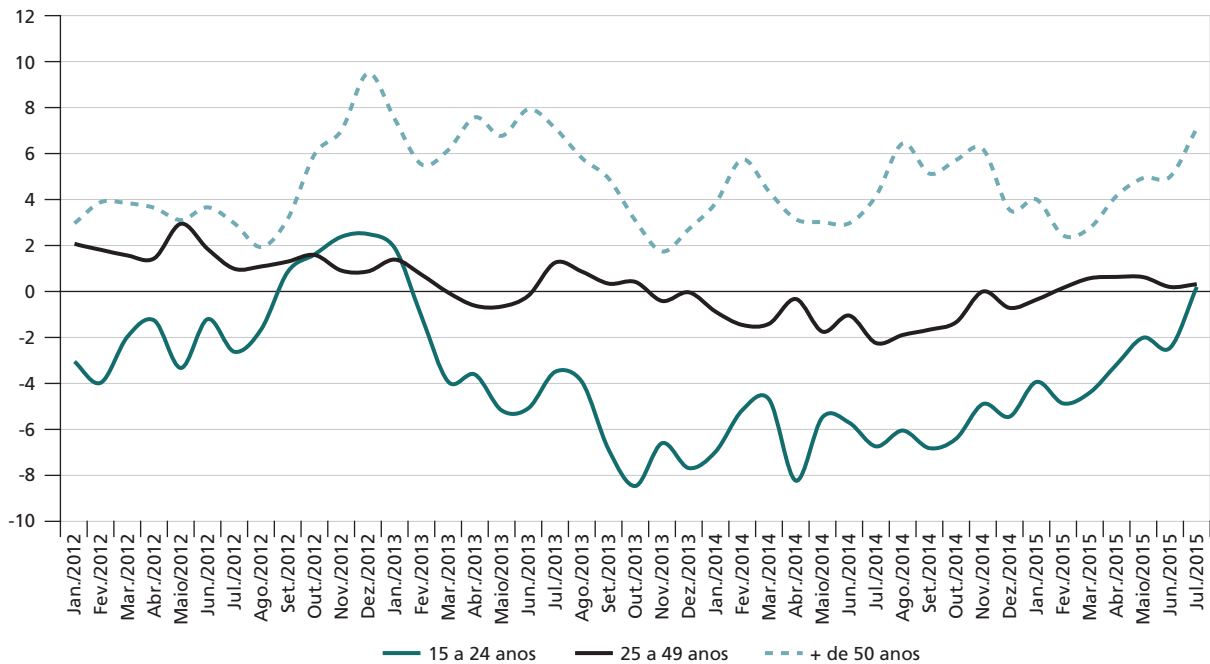
GRÁFICO 2.6
PME e Pnad Contínua: população economicamente ativa
 (Taxa de variação interanual, em %)



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

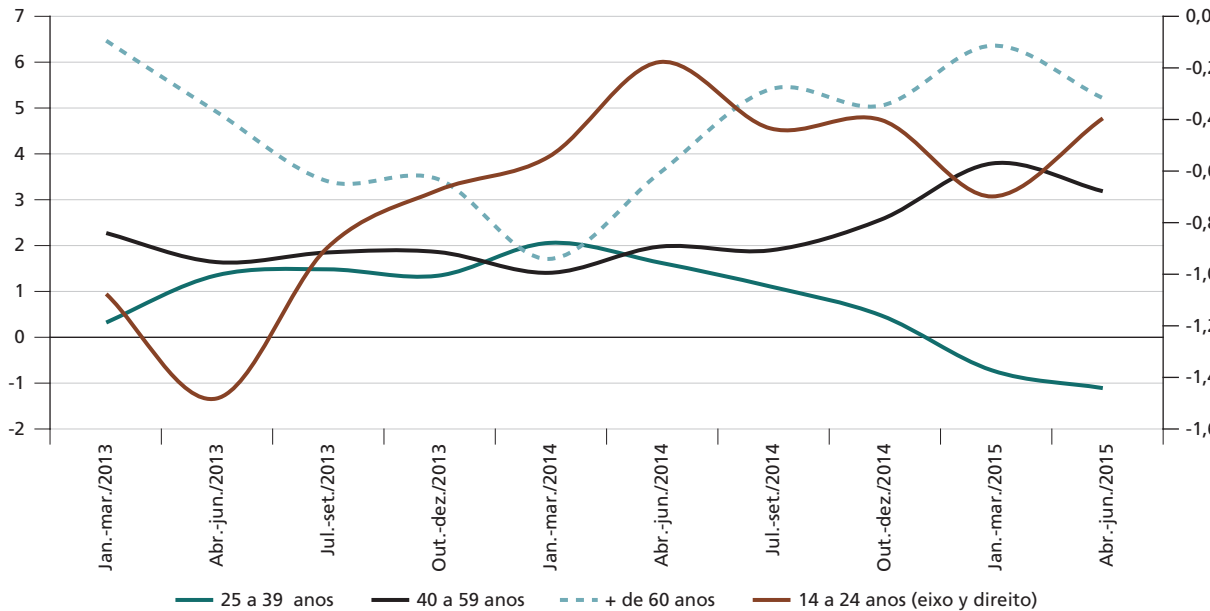
De fato, na análise dos dados relativos à força de trabalho, observa-se que, tanto na PME quanto na Pnad contínua, o segmento com maior aceleração na margem é aquele formado por trabalhadores mais jovens, entre 17 e 24 anos. Esses jovens podem estar deixando de se dedicar exclusivamente aos estudos para reforçar o orçamento familiar. Na PME, é possível notar que, após vários meses apresentando queda na comparação interanual, este conjunto de trabalhares registrou variação positiva em julho.

GRÁFICO 2.7
PME: população economicamente ativa por faixa etária
(Taxa de variação interanual, em %)



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

GRÁFICO 2.8
Pnad Continua: força de trabalho por faixa etária
(Taxa de variação interanual, em %)

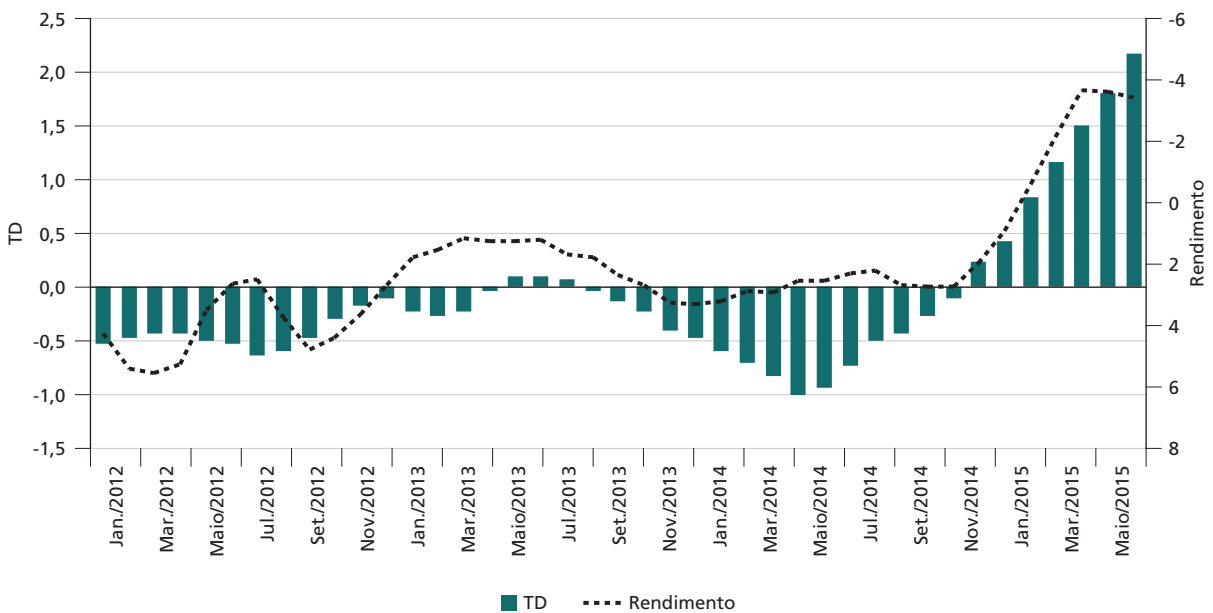


Fonte: Pnad/IBGE.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

2.2 RENDIMENTOS

A deterioração das condições do mercado de trabalho também está impactando negativamente o comportamento dos rendimentos reais. Segundo a PME, à exceção de janeiro, os rendimentos reais habitualmente recebidos apresentaram variações negativas em todos os demais meses do ano, na comparação interanual. Entre janeiro e julho de 2015, a queda salarial acumulada é de 2,1%. De acordo com o gráfico 2.9, que descreve a variação interanual da taxa de desemprego e dos rendimentos habitualmente recebidos (com eixo invertido), ambos medidos pela PME, a perda salarial é acompanhada pela aceleração do desemprego, deixando claro que, diante de um mercado de trabalho fraco, os trabalhadores perdem poder de barganha nas negociações dos reajustes. Adicionalmente, a alta da inflação, que chegou a 9,5% em doze meses, ajuda a corroer parte dos rendimentos.

GRÁFICO 2.9
Taxa de desemprego e rendimento médio real habitual: médias móveis trimestrais
(Taxa de variação interanual, em %)

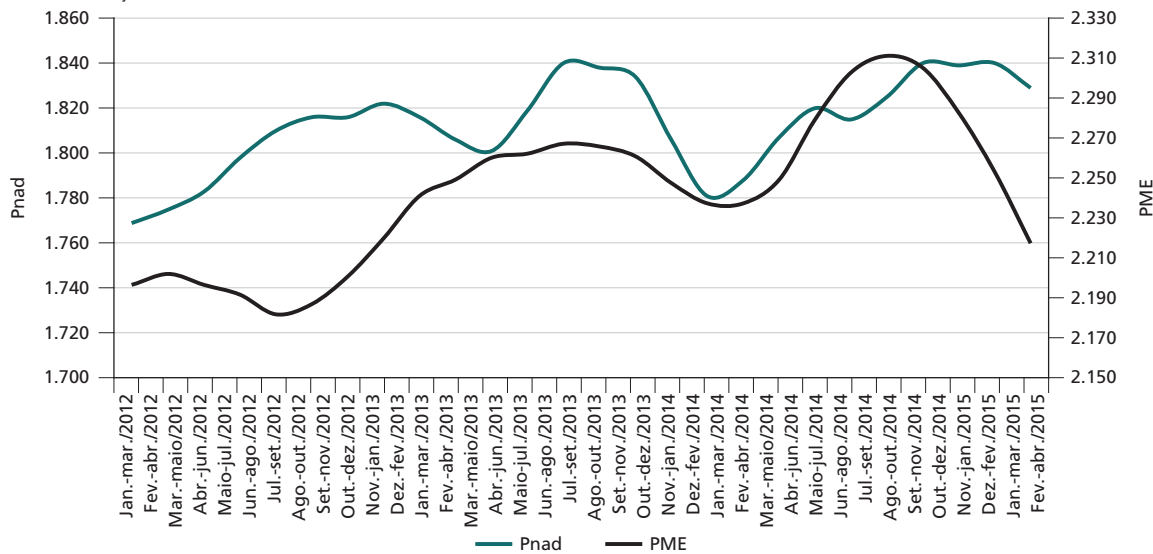


Fonte: PME/IBGE.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Na Pnad Contínua, entretanto, a retração dos rendimentos ainda não é significativa, tendo em vista que, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, o salário médio real habitualmente recebido cresceu 1,3%. Uma das possíveis explicações para este comportamento dos salários medidos pela Pnad pode ser creditada ao efeito composição, de forma que, nos momentos iniciais da crise, muitos empresários optam por dispensar trabalhadores menos qualificados, que serão mais fáceis de recontratar no momento da retomada do crescimento econômico, o que tende a elevar a média salarial em um primeiro momento.

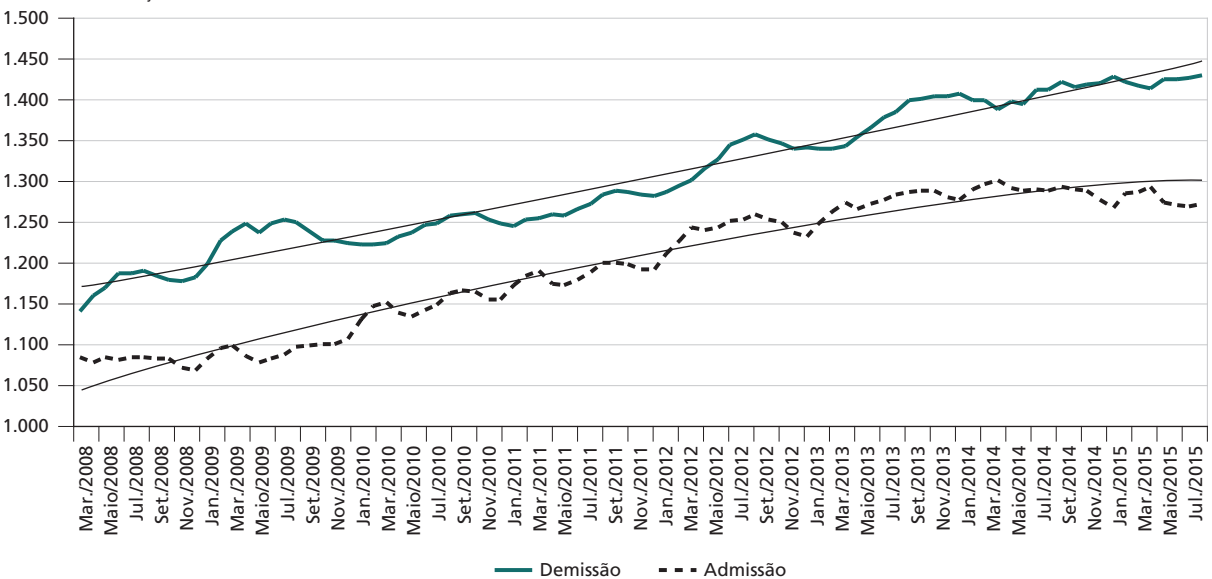
GRÁFICO 2.10
Rendimento médio real habitual
(Em R\$ de julho de 2015)



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

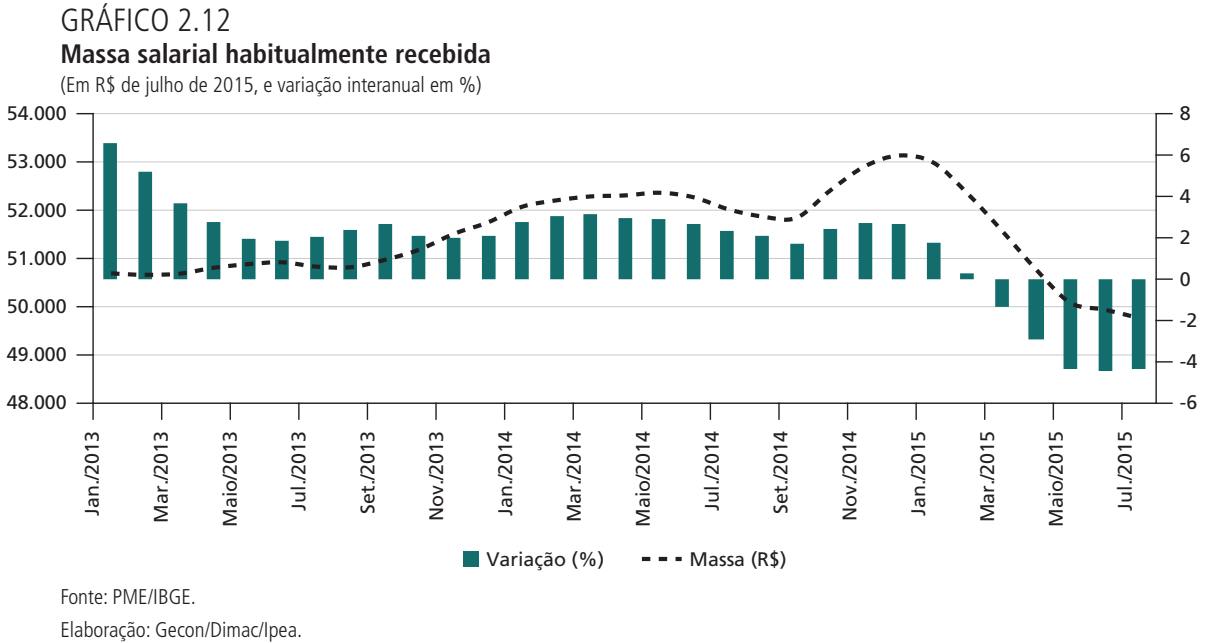
De fato, os dados do Caged mostram que a diferença entre o salário dos trabalhadores admitidos e o dos demitidos (o dos primeiros sendo menor do que o dos segundos) vem acentuando-se nos últimos meses, indicando que o excesso de mão de obra disponível no mercado de trabalho possibilita uma redução dos custos de contratação. Em que pese o efeito da perda de bem-estar por parte dos trabalhadores, esse recuo dos salários deverá gerar alguma descompressão sobre o custo unitário da mão de obra, aproximando-o da produtividade e proporcionando um alívio nas pressões inflacionárias, sobretudo no setor de serviços.

GRÁFICO 2.11
Caged: salários de admissão e de demissão
(Em R\$ de julho de 2015)



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

Como consequência desse movimento conjunto de desaceleração dos rendimentos e recuo da população ocupada, a massa salarial real apresenta forte queda ao longo do ano. De acordo com a PME, nos primeiros sete meses do ano, a massa de salários recuou 3,0% em relação ao mesmo período de 2014, impactando negativamente o consumo das famílias, que já apresenta queda pelo segundo semestre consecutivo.

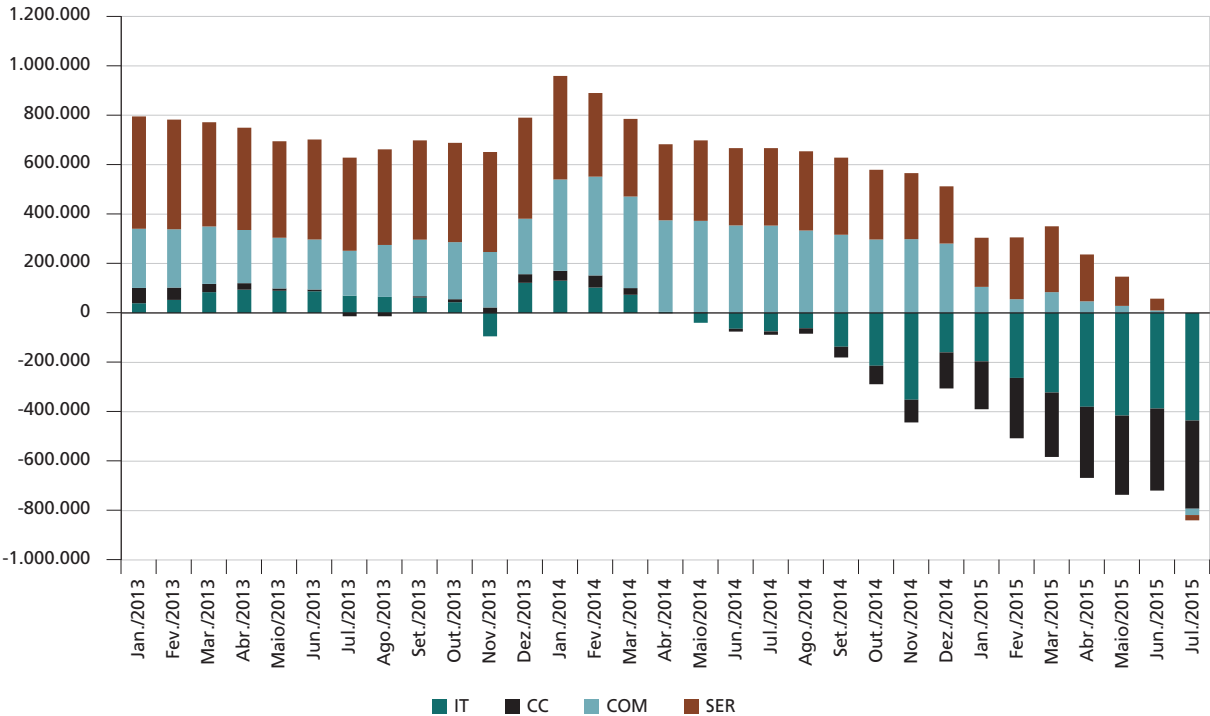


2.3 EMPREGO SETORIAL

Os dados de emprego abertos setorialmente revelam que, após contaminar fortemente a indústria de transformação e a construção civil, a crise econômica vem desencadeando uma série de demissões nos setores de comércio e de serviços que, até então, eram os principais geradores de empregos do país. Nos doze meses, até julho, segundo o Caged, a indústria, a construção, o comércio e os serviços destruíram, respectivamente, 435,2 mil, 357,1 mil, 25,6 mil e 21,8 mil postos de trabalho.

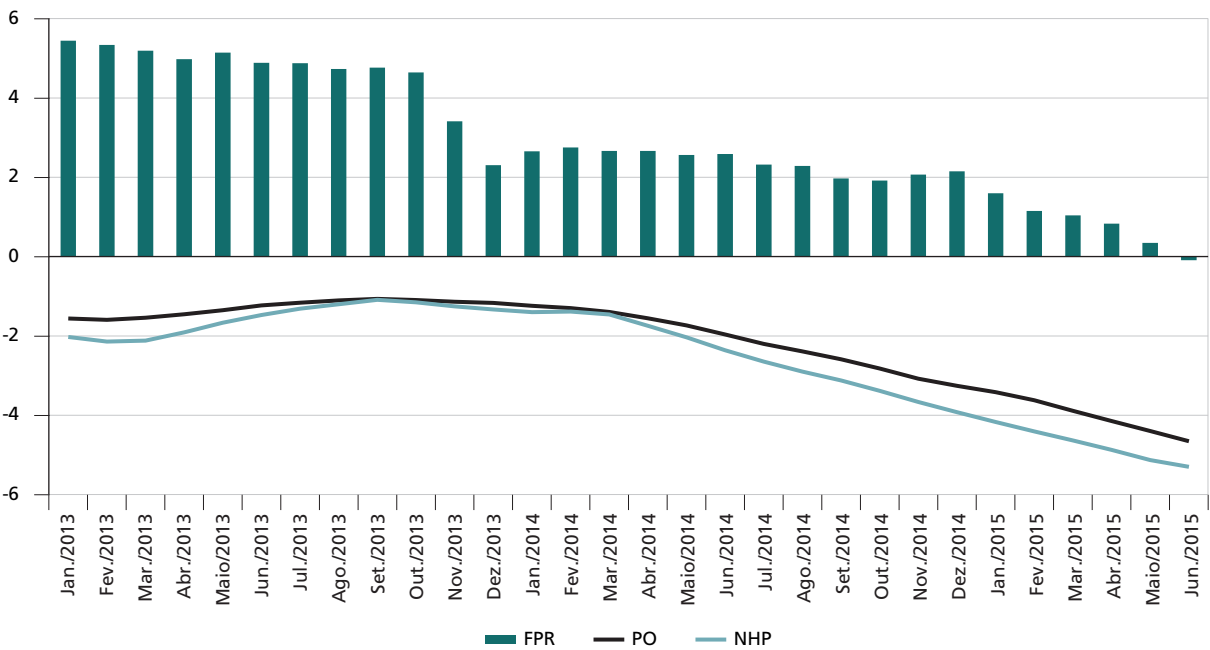
Corroborando os dados do Caged que mostram uma expressiva queda do emprego industrial, a Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes/IBGE) aponta que, nos doze meses encerrados em junho, a população ocupada na indústria de transformação retroagiu 4,7%, o pior resultado desde novembro de 2009. Esta mesma trajetória de contração é verificada no número de horas trabalhadas na produção, cuja redução, nos últimos doze meses, foi de 5,3%. Por fim, embora estivesse exercendo certa compressão sobre os salários, a expressiva queda da atividade no setor industrial ainda coexistia com aumentos da folha de pagamento real. No entanto, em julho, pela primeira vez nos últimos onze anos, este indicador apresentou variação negativa no acumulado em doze meses. No ano, a folha de pagamento real registra queda de 1,0%.

GRÁFICO 2.13
Caged: saldos acumulados em doze meses por setores
 (Em mil unidades)



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

GRÁFICO 2.14
Pimes: emprego industrial
 (Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



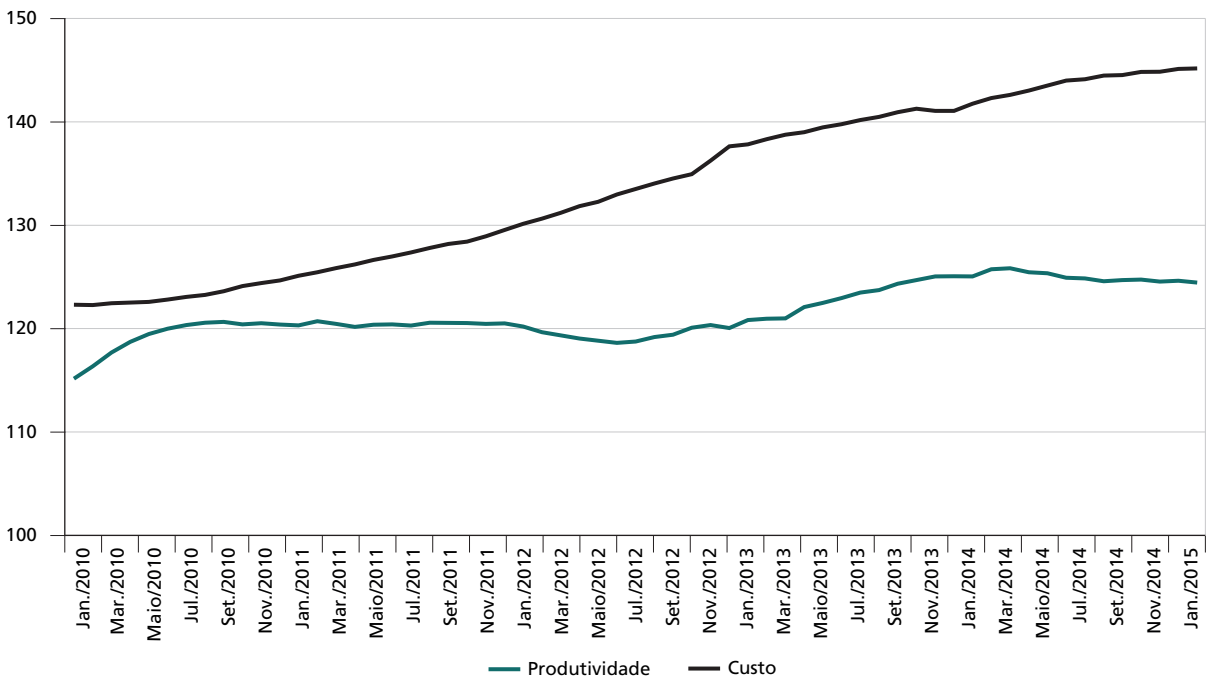
Fonte: Pimes/IBGE.
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

2.4 PRODUTIVIDADE

Apesar do recuo dos salários reais, ainda não se verifica uma queda forte o suficiente para possibilitar a redução do custo unitário do trabalho. Tanto na indústria de transformação, em que foram utilizados os dados da Pimes e da Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF), quanto na construção civil, no comércio e nos serviços, cujas estimativas foram feitas com base no valor agregado das Contas Nacionais, verifica-se que o “descolamento” das séries de custo unitário e de produtividade do trabalho, verificado há alguns anos, ainda permanece. Na verdade, não basta que ocorra a descompressão dos salários. A convergência entre estas duas curvas deverá passar, necessariamente, pela adoção de medidas que visem ao aumento da produtividade da economia brasileira, seja para atenuar os efeitos sobre a inflação, seja para melhorar o nível de competitividade do país.

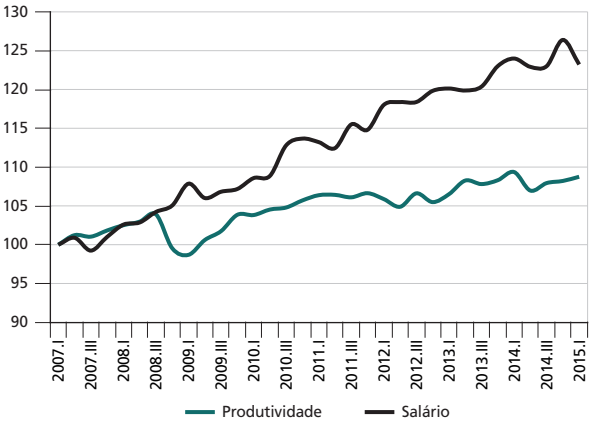
GRÁFICO 2.15

Produtividade e custo da hora trabalhada na indústria de transformação: médias móveis de doze meses
(Índice 2003 = 100)

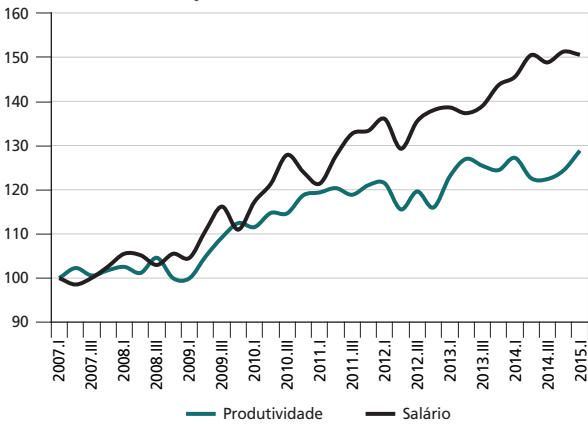


Fonte: Pimes/IBGE.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

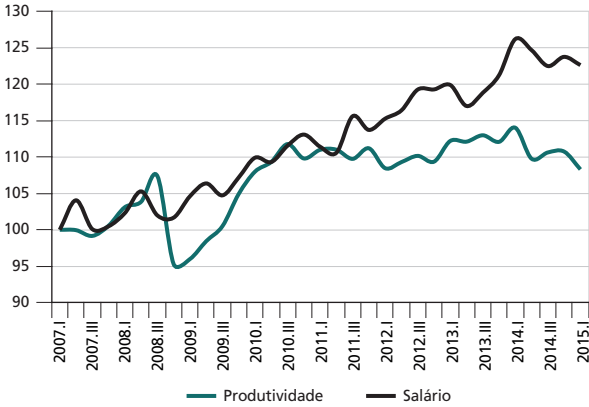
GRÁFICO 2.16
Produtividade e salário: total e setores
(Índice 2007.I = 100)
2.16A – Total



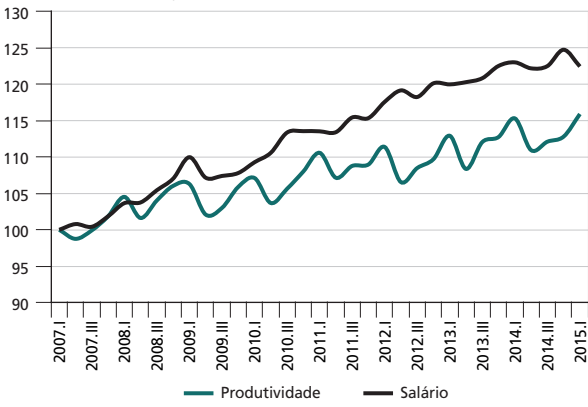
2.16B – Construção civil



2.16C – Comércio



2.16D – Serviços



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

3 INFLAÇÃO

SUMÁRIO

Apesar do aprofundamento da crise econômica e da política monetária restritiva, o cenário inflacionário brasileiro continua a mostrar um comportamento desfavorável ao longo dos últimos meses. Após encerrar o primeiro trimestre com uma expectativa de inflação de 8,3% para o ano, as projeções inflacionárias foram acelerando sistematicamente, à medida que os índices mensais surpreendiam negativamente, de modo que, no fim de agosto, a alta esperada para 2015 é de 9,3%. Em que pese alguma desaceleração do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em agosto, a inflação brasileira registra alta de 7,1% no acumulado do ano, superando, com folga, o limite superior da banda inflacionária (6,5%) e atingindo o pior resultado para o período desde 2003. No acumulado em doze meses, o índice aponta estabilidade da inflação em 9,5%.

Esse quadro inflacionário é resultante da combinação de três principais fatores: *i)* aceleração dos preços dos alimentos; *ii)* aumento da contribuição dos preços administrados; e *iii)* retração da inflação de serviços muito abaixo do esperado. No caso dos alimentos, nota-se que, nos primeiros oito meses do ano, a alimentação no domicílio medida pelo IPCA já acumula variação de 7,4%, alcançando o maior patamar desde 2008. Em relação aos preços administrados, a deterioração das expectativas ao longo do ano é ainda mais evidente. Após projetar inicialmente uma inflação deste grupo da ordem de 8,0% em 2015, a percepção dos agentes econômicos de que o ajuste de administrados seria bem mais intenso foi sendo corroborada pelos expressivos reajustes praticados neste segmento, de modo que a alta esperada para 2015 já é de 15,2%.

Por fim, o comportamento bastante resiliente da inflação de serviços completa o quadro de pressão inflacionária. Não obstante os impactos da retração do nível de atividade sobre o emprego e a renda, os efeitos deste processo sobre a inflação de serviços ainda não se fazem presentes na magnitude desejada. Em agosto, no acumulado em doze meses, a inflação de serviços registrou alta de 8,3%, praticamente repetindo o resultado observado em agosto de 2014 (8,4%) nesta mesma base de comparação.

Se o realinhamento entre preços livres e administrados já corrigiu uma das distorções existentes no cenário inflacionário, o ajuste entre os preços comercializáveis e não comercializáveis ainda não ocorreu na magnitude desejada. Embora tenha havido alguma aceleração da inflação dos preços comercializáveis, inclusive em virtude da forte depreciação da taxa de câmbio – a taxa de variação em doze meses passou de 6,0%, em dezembro de 2014, para 6,6%, em agosto de 2015 –, a diferença entre o ritmo de crescimento deste conjunto de itens em relação ao dos não comercializáveis manteve-se ao longo dos últimos meses. Após encerrar 2014 com uma variação de 7,4%, os preços não comercializáveis vêm acumulando altas sucessivas, de modo que, nos últimos doze meses, até agosto, a variação registrada é de 8,6%.

Se, por um lado, o ambiente inflacionário em 2015 vem sendo contaminado por uma forte aceleração dos preços administrados e por uma alta inesperada dos alimentos, também é fato que, por outro, independentemente da influência destes dois conjuntos de preços, a inflação brasileira já apresenta, há pelo menos cinco anos, resultados sistematicamente acima da meta de 4,5%. Esta trajetória altista da inflação ao longo do tempo não só é corroborada pelas medidas de núcleo da inflação – que estão, na média, variando em torno de 7,5% em doze meses –, como também vem sendo objeto de atenção por parte do Banco Central do Brasil (BCB), que implementou uma política de juros restritiva desde outubro de 2012 visando, também, à ancoragem das expectativas de médio prazo em torno da meta de 4,5%.

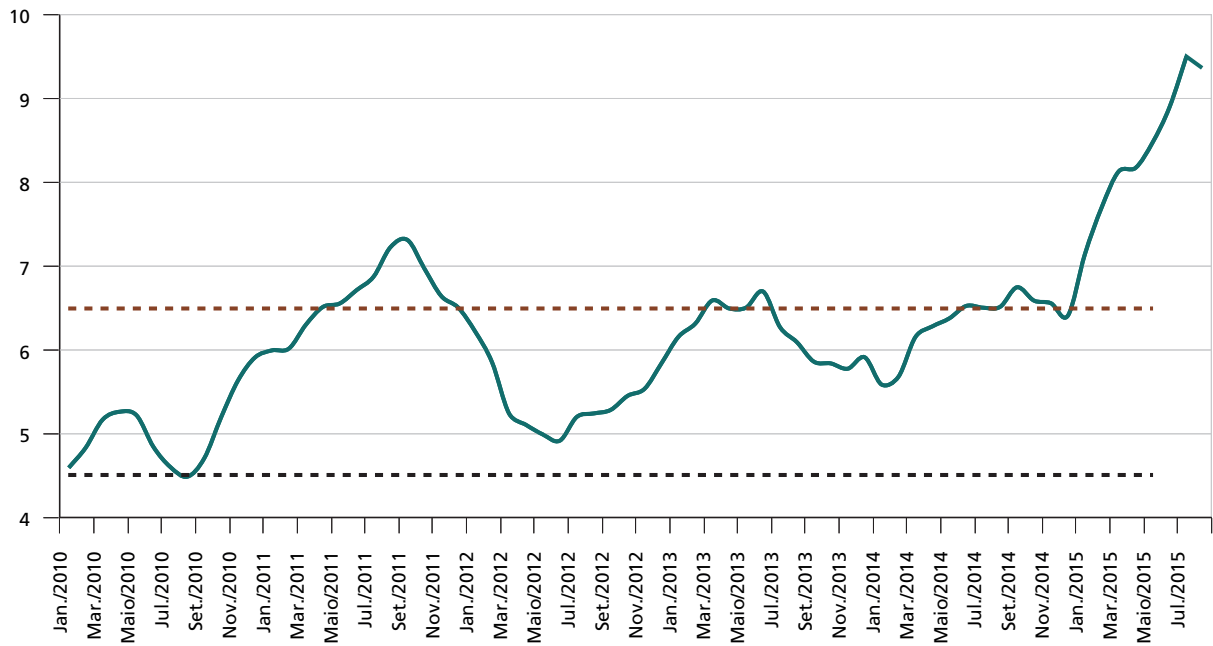
Para os próximos meses, mesmo em um cenário de forte depreciação cambial, a projeção é de desaceleração da taxa de inflação em doze meses, seja pela diminuição dos impactos da alta dos preços administrados, seja pelos efeitos ainda não vistos da política monetária, ou ainda pela recessão da economia e seu impacto direto sobre a massa salarial.

3.1 PREÇOS AO CONSUMIDOR

De acordo com os dados do IPCA, a inflação ao consumidor registrou taxa de 0,22% em agosto, repercutindo, principalmente, as altas dos grupos saúde e cuidados pessoais (0,62%), despesas pessoais (0,75%) e educação (0,82%). Enquanto a variação de 1,08% dos planos de saúde responde por boa parte da inflação do primeiro grupo, as despesas bancárias (2,65%), os serviços com cabelereiro (0,86%) e empregada doméstica (0,53%) explicam o comportamento do segundo conjunto de preços. Por fim, a inflação do grupo educação foi influenciada pela sazonalidade do período com reajustes tanto nos cursos regulares (0,78%) quanto nos diversos (1,62%). Em sentido contrário, alimentos e transportes apontaram deflação de 0,01% e 0,27%, respectivamente, contribuindo para que a inflação em agosto tenha sido a menor para este mês desde 2010. No que diz respeito aos alimentos, as maiores quedas vieram dos cereais (-1,30%) e tubérculos, raízes e verduras (-11,01%). Já o grupo transportes foi beneficiado pelo recuo das passagens aéreas (-24,90%) e dos automóveis usados (-1,03%).

Com a incorporação desse resultado, o índice acumulado em doze meses revelou leve recuo em agosto (9,53%) quando comparado a julho (9,56%).

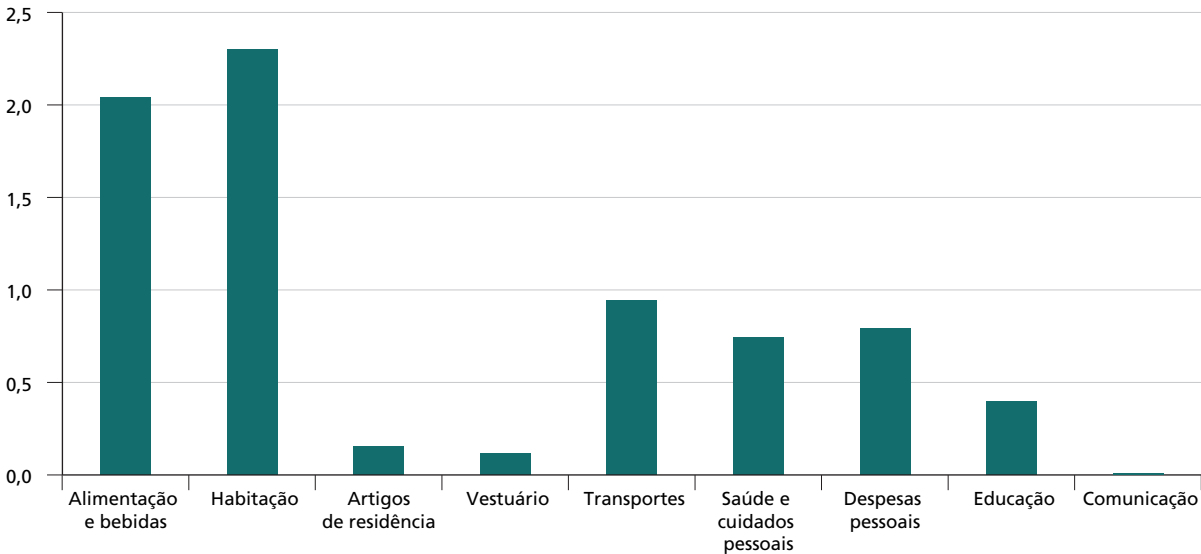
GRÁFICO 3.1
IPCA
(Variação acumulada em doze meses, em %)



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

No acumulado do ano, a desagregação do IPCA por grupos revela que a alta de 7,1% foi influenciada, sobretudo, pelo comportamento dos grupos alimentação e bebidas e habitação que, juntos, contribuíram com 4 pontos percentuais (p.p.), sendo responsáveis por quase 60,0% de toda a variação do índice (gráfico 3.2). No caso da alimentação, as maiores altas vieram dos alimentos *in natura*, como legumes (35,6%) e verduras (12,1%), das carnes (6,7%) e dos leites (8,5%), além da alimentação fora do domicílio (7,1%). Já no grupo habitação, a alta de 14,7% no ano reflete a forte elevação do preço da energia elétrica (47,3%).

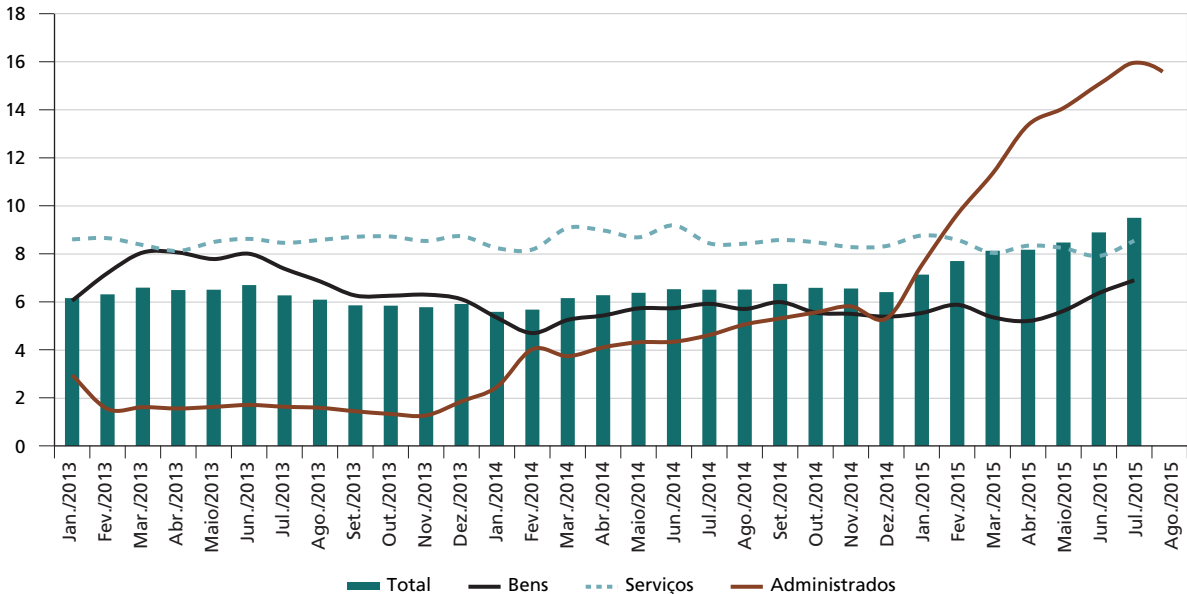
GRÁFICO 3.2
IPCA acumulado no ano: contribuição por grupos
 (Em p.p.)



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

Essa alta dos preços administrados ao longo do ano, apesar de esperada, vem apresentando uma intensidade maior que a projetada inicialmente. Nos doze meses até agosto, os preços administrados mostram uma inflação próxima a 16,0% (gráfico 3.3). Ainda que em ritmo inferior, os preços livres também apresentam um comportamento altista, com taxas em doze meses próximas a 8,0%, bem acima do limite de tolerância da banda de inflação, pressionados tanto pela trajetória dos bens quanto dos serviços.

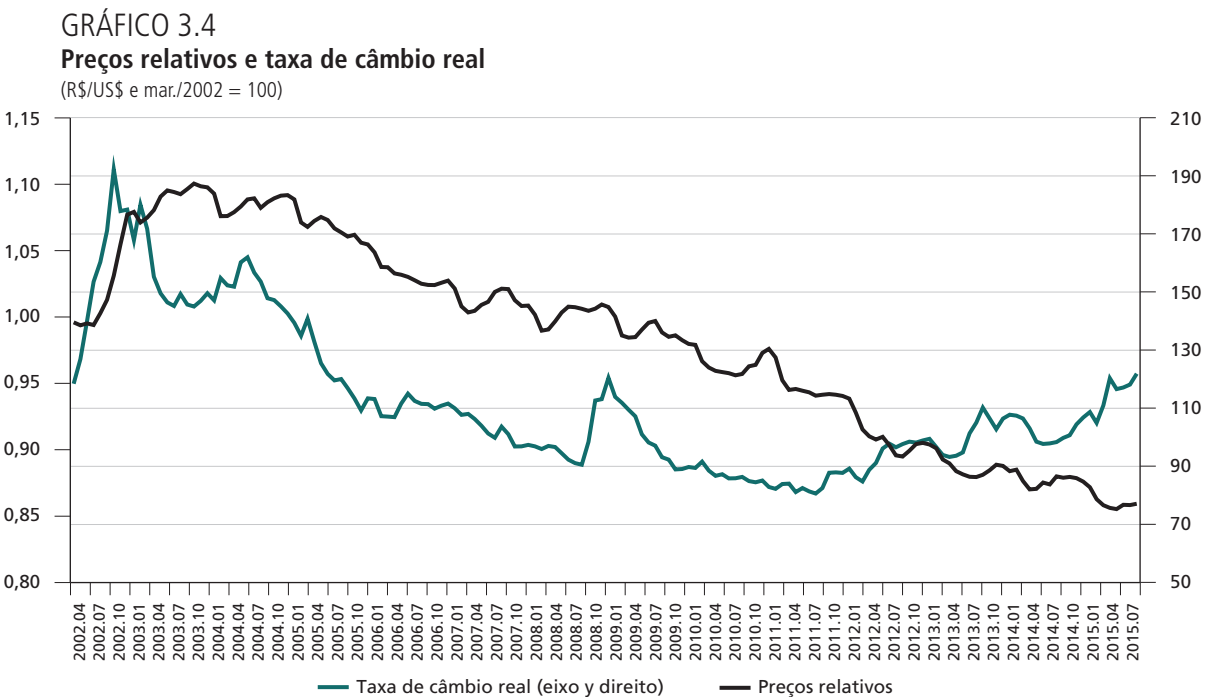
GRÁFICO 3.3
IPCA por categorias
 (Variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
 Obs.: IPCA-15.

A forte aceleração dos itens administrados frente aos livres em 2015 vem corrigindo as distorções existentes entre estes dois conjuntos de preços, acumulada principalmente durante o biênio 2013-2014. Para o próximo ano, com o fim deste ajuste, a expectativa é de desaceleração dos preços administrados, que por si só deverá trazer certo alívio sobre os índices de inflação.

Ao contrário do que vem acontecendo com a relação entre preços livres e administrados, a disparidade entre o ritmo de crescimento dos preços comercializáveis e não comercializáveis ainda não mostra sinais de arrefecimento. Ao longo dos últimos anos, os preços dos bens e serviços não comercializáveis vêm acelerando a uma velocidade muito superior à registrada pelos preços comercializáveis, mesmo em um cenário de expressiva depreciação cambial (gráfico 3.4).



De fato, os preços não comercializáveis mantêm uma taxa de crescimento expressiva, com alta de 8,6% nos últimos doze meses até agosto, situando-se 2 p.p. acima do observado pelos preços comercializáveis no mesmo período (6,6%). A principal explicação para esta expansão dos preços não comercializáveis advém do comportamento dos preços dos serviços e dos alimentos *in natura*. No caso dos serviços, em que pese a deterioração do mercado de trabalho ao longo de 2015, cujos efeitos sobre o salário real deveriam trazer não só uma descompressão da demanda, como também uma redução do custo da mão de obra, não se vê uma trajetória consistente de queda (tabela 3.1).

TABELA 3.1
IPCA: serviços livres
(Variação acumulada em doze meses, em %)

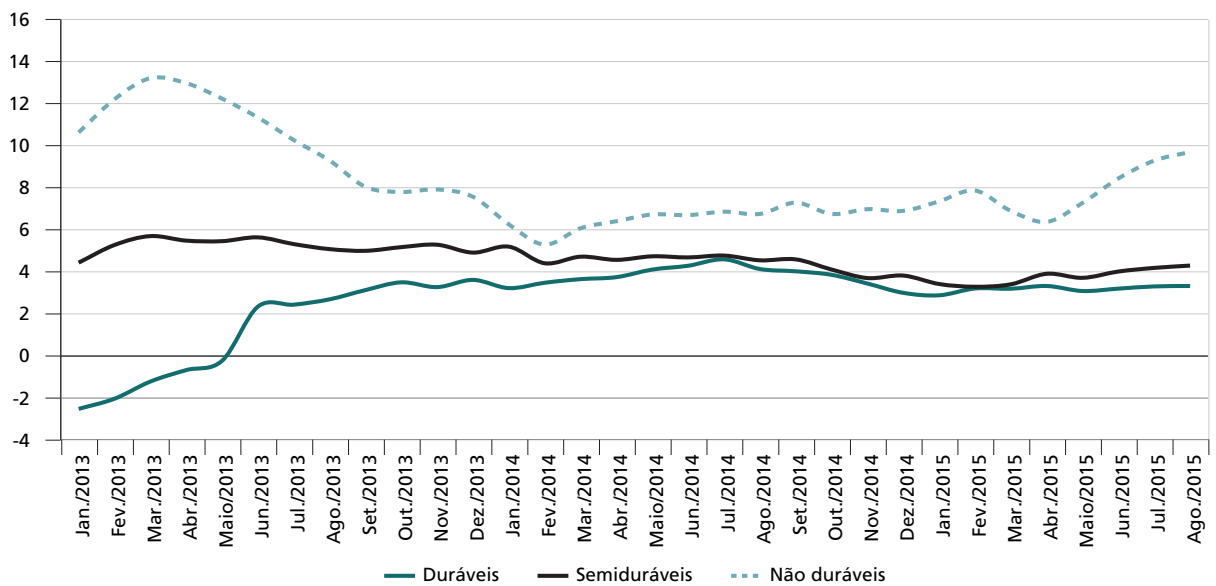
	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Alimentação	Total
Set./2014	9,3	3,7	7,7	8,0	8,5	3,4	10,0	8,6
Out./2014	9,1	5,2	7,3	7,9	8,5	3,3	9,5	8,5
Nov./2014	9,2	4,5	7,7	7,9	8,5	2,7	9,0	8,3
Dez./2014	9,2	6,4	8,0	7,5	8,5	1,5	9,2	8,3
Jan./2015	9,4	9,8	7,9	7,7	8,3	1,7	9,5	8,8
Fev./2015	9,2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

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

No que diz respeito à alta dos preços dos alimentos *in natura*, nota-se que esta reflete a piora das condições climáticas no país ao longo do primeiro semestre do ano, que afetou a oferta destes produtos. Adicionalmente, com a apreciação da taxa de câmbio nos últimos meses, parte da produção de carnes e leites vem sendo destinada ao mercado externo, resultando em aumento dos preços praticados domesticamente. Esta elevação dos preços dos alimentos é a principal responsável pela aceleração dos bens de consumo não duráveis, cuja inflação revela alta de 9,6% em doze meses até agosto.

Já os preços dos bens de consumo duráveis e semiduráveis mostram estabilidade na margem, indicando que os efeitos altistas da depreciação do câmbio podem estar sendo anulados pela retração da demanda interna, em um momento de forte ajuste no mercado de trabalho e de queda da confiança dos consumidores (gráfico 3.5).

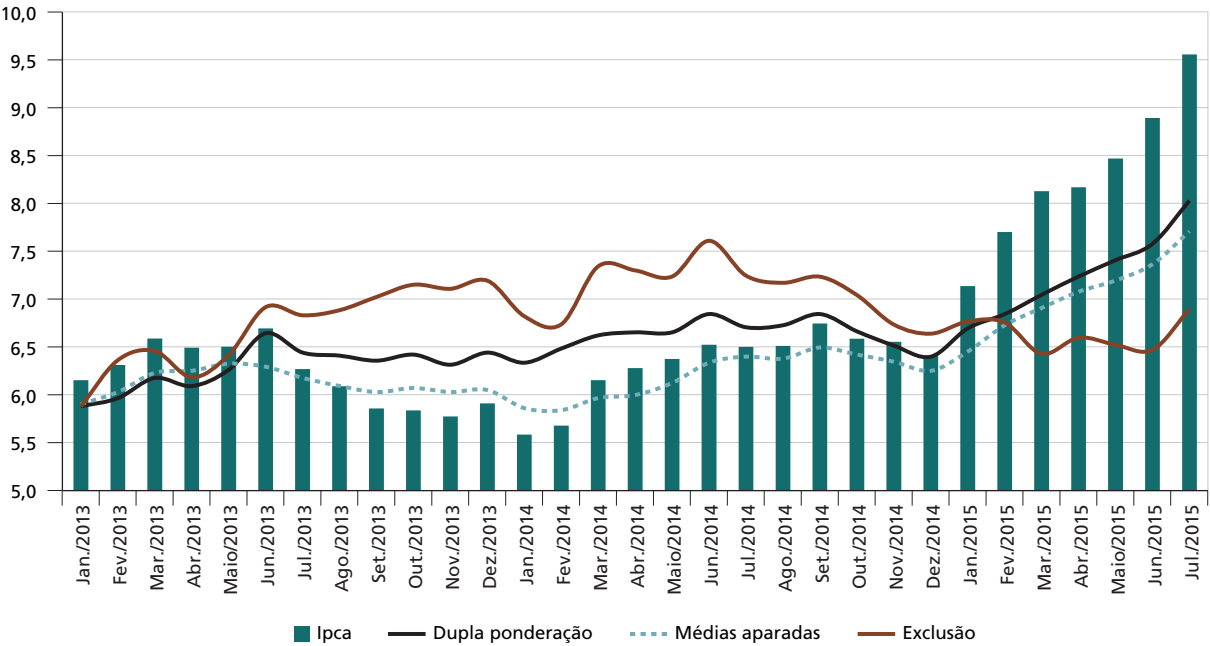
GRÁFICO 3.5
IPCA: bens de consumo
(Variação acumulada em doze meses, em %)



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

Assim como vem acontecendo com o índice cheio, as diversas medidas de núcleo de inflação também mostram aceleração, revelando que o processo inflacionário em curso não se restringe apenas aos preços administrados e de alimentos. De acordo com o gráfico 3.6 verifica-se que até mesmo o núcleo por exclusão que, por construção, retira do cálculo as variações destes dois grupos (alimentação no domicílio e monitorados), aponta um comportamento ascendente, cuja variação em doze meses encontra-se próxima de 7,0%. Na média, as variações em doze meses dos núcleos aceleraram de 6,4%, em dezembro de 2014, para 7,5%, em julho de 2015, superando em 1 p.p. o limite superior da banda inflacionária.

GRÁFICO 3.6
IPCA e medidas de núcleo de inflação
(Variação acumulada em doze meses, em %)



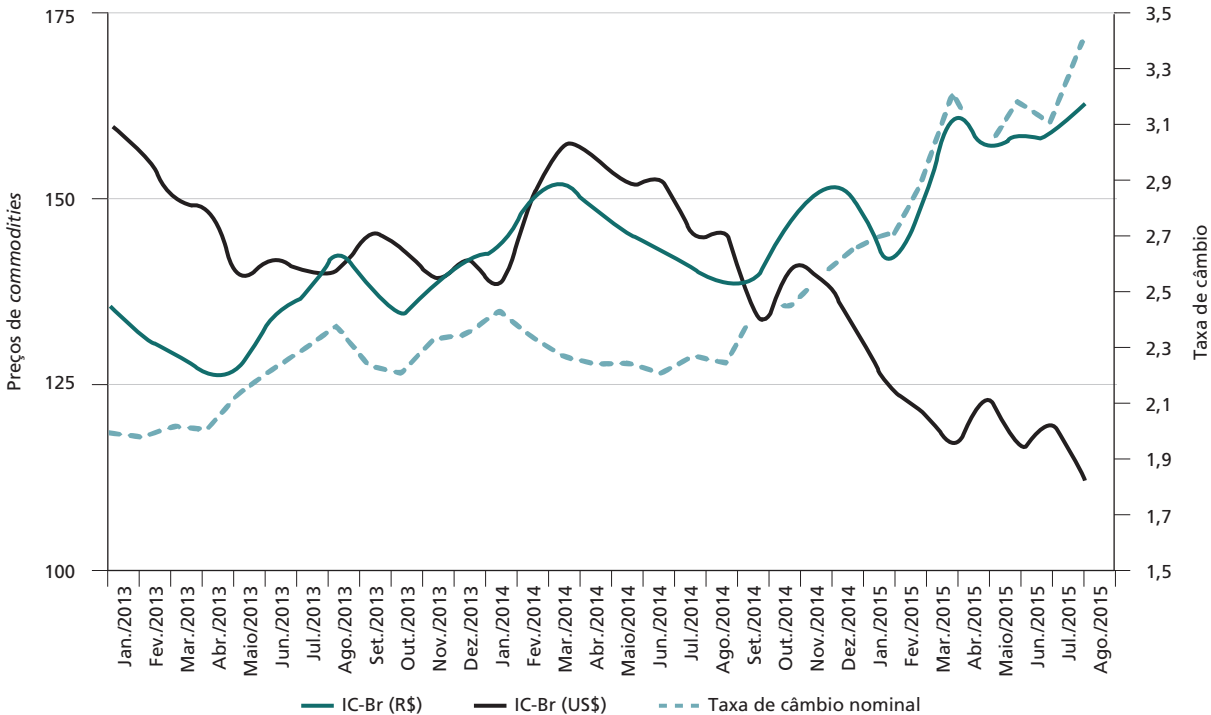
Fonte: IBGE.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Desta forma, mesmo com a expectativa de uma forte desaceleração dos preços administrados e de uma descompressão dos alimentos para 2016, a recondução da trajetória da inflação para a meta de 4,5% ainda irá requerer um esforço adicional, que poderá vir dos efeitos defasados da política monetária. De fato, os sucessivos aumentos da taxa de juros implementados pelo BCB já vêm atuando positivamente para ancorar as expectativas futuras de inflação. Adicionalmente, o prolongamento da crise e seus impactos sobre o mercado de trabalho tendem a desacelerar ainda mais os rendimentos reais, gerando uma desinflação maior, principalmente no setor de serviços.

3.2 PREÇOS AO PRODUTOR

Diferentemente do que vem acontecendo com os preços ao consumidor, que ainda não sofreram forte influência da depreciação cambial, os preços ao produtor mostram aceleração na margem, mesmo diante de um cenário de queda de preços internacionais de *commodities* agrícolas e metálicas.

GRÁFICO 3.7
Índice de preços de *commodities* e taxa de câmbio



Fonte: BCB.

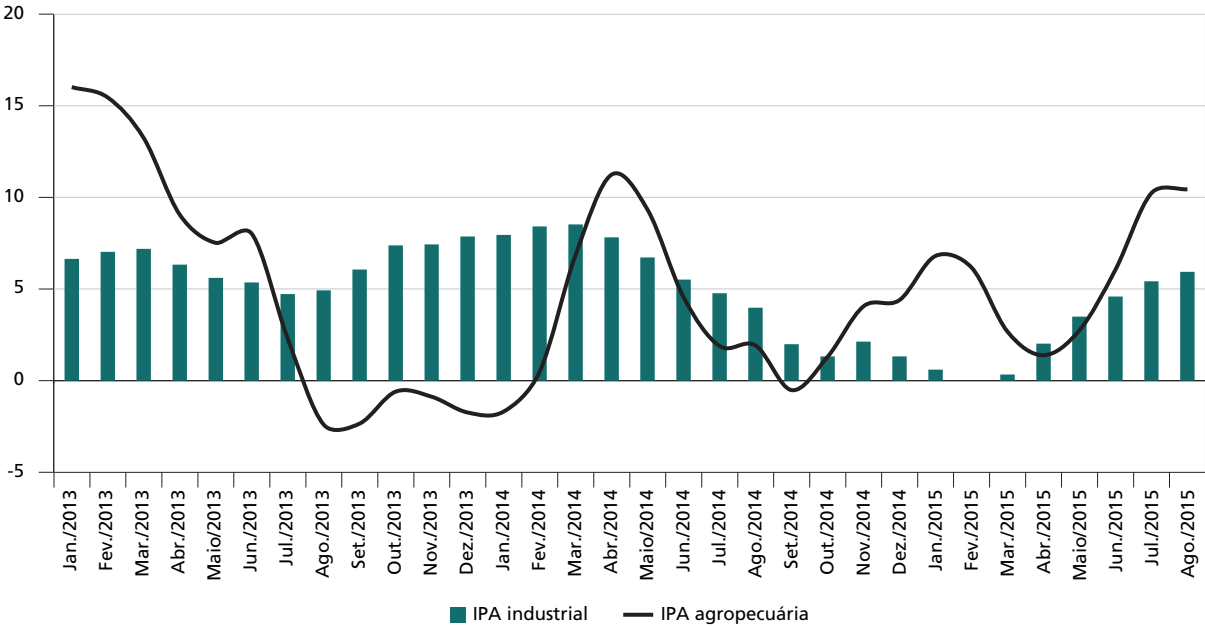
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

De acordo com os dados divulgados pela Fundação Getulio Vargas (FGV), o Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) apresentou taxa de 0,44% em agosto, desacelerando em relação a julho (0,61%), mas bem acima do observado no mesmo mês de 2014 (0,04%). Com a incorporação deste resultado, a inflação em doze meses dos preços ao produtor acelerou de 6,70%, em julho, para 7,20%, em agosto. Na desagregação entre produtos agrícolas e industriais, verifica-se que ambos apresentam incrementos em suas taxas de variação em doze meses (gráfico 3.8). No caso dos produtos industriais nota-se que, após encerrar o primeiro trimestre do ano com uma variação em doze meses inferior a 1,00%, este conjunto de itens vem acelerando gradativamente, já registrando alta de 5,94% até agosto. Os preços agrícolas também iniciaram um ciclo de altas sucessivas a partir de abril, quando sua inflação em doze meses saltou de 1,39% para 10,45%.

GRÁFICO 3.8

IPA

(Variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: FGV.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Para os próximos meses, a expectativa é de que não haja nenhuma grande pressão inflacionária ocasionada pelo aumento dos preços de *commodities*. Se, em um primeiro momento, esperava-se alguma recomposição das cotações de produtos importantes, como ferro e alumínio, as perspectivas de uma desaceleração da demanda mundial, impactada pelo baixo crescimento chinês, devem manter estes preços em patamares próximos dos observados atualmente. No entanto, para o Brasil este alívio inflacionário poderá ter seus efeitos anulados ante a eventual continuidade do processo de depreciação cambial.

4 SETOR EXTERNO

SUMÁRIO

O comportamento recente dos principais indicadores referentes ao setor externo brasileiro vem confirmando um quadro de importantes mudanças em relação ao cenário que predominou nos últimos anos, sugerindo que está em curso um ajuste das contas externas brasileiras. O primeiro elemento deste novo quadro é a dinâmica do *deficit* em transações correntes, que vem registrando queda significativa neste ano: de 24,4% no período janeiro-julho em relação ao mesmo período de 2014. Desde o final do ano passado, o saldo acumulado em doze meses das transações correntes já teve redução de US\$ 15 bilhões. É especialmente notável a reversão da balança comercial, que voltou a registrar *superavit* elevado após um período marcado por resultados próximos do equilíbrio, ou mesmo deficitários nos anos de 2013 e 2014. No acumulado de janeiro a agosto deste ano, o *superavit* alcança US\$ 7,3 bilhões. A balança de serviços e as remessas de lucros e dividendos também registram queda muito significativa no ano.

O segundo elemento refere-se à redução dos fluxos líquidos de capital estrangeiro, em contraste com um período de maciças entradas de capital, que preponderou até pelo menos meados do ano passado. A queda é especialmente notável nos investimentos diretos no país (-33,4% no acumulado do ano), mas também se observa nos investimentos em carteira. Ainda assim, os fluxos foram mais do que suficientes para financiar o *deficit* em transações correntes do período – até porque houve, também, queda importante dos investimentos brasileiros no exterior. Preservou-se, assim, uma situação geral do balanço de pagamentos relativamente confortável, que proporcionou, no período janeiro-julho, saldo positivo da ordem de US\$ 10 bilhões.

O terceiro elemento diz respeito à taxa de câmbio. Desde o início do ano, as cotações do dólar aumentaram cerca de 40%, acumulando variação superior a 50% nos últimos doze meses – variação só vista em períodos marcados por crises cambiais. Embora o país não viva hoje uma crise deste tipo, a moeda brasileira sofre com a conjugação de incertezas no cenário econômico e político doméstico, com mudanças importantes na economia mundial, cuja representação prática é o aumento do risco-país, a queda dos preços das *commodities* e a valorização do dólar ante as demais moedas internacionais. A taxa de câmbio R\$/US\$ atingiu, no início de setembro, o patamar de R\$ 3,80, o mais alto desde 2002.

Em vista da experiência histórica do país, a situação que se vive hoje seria a primeira etapa de um processo de ajuste, em que a melhoria das contas externas ocorre via retração das importações, reagindo à combinação de recessão com desvalorização cambial. A segunda etapa depende da aceleração das exportações, que tendem a reagir mais defasadamente aos impulsos do câmbio mais favorável, mas que dependem, também, de um maior dinamismo do comércio mundial. Isso facilitaria o caminho para uma redução mais expressiva do *deficit* em transações correntes – que permanece acima de 4,0% do produto interno bruto (PIB), bem acima da média histórica do país, da ordem de 1,8% do PIB –, de modo a conduzi-lo para um nível mais confortável e sustentável.

4.1 BALANÇO DE PAGAMENTOS

O *deficit* em transações correntes somou US\$ 44,1 bilhões no período janeiro-julho, com redução de 24,4% em relação ao mesmo período do ano passado (tabela 4.1). O movimento de queda vem ganhando velocidade ao longo dos últimos meses, o que ficou ressaltado no período maio-junho-julho, no qual o *deficit* apresentou redução de 45,0% em comparação ao mesmo trimestre de 2014 – variação bem mais acentuada do que a queda de 11,8% observada no período janeiro-abril.

A queda do *deficit* vem permitindo que o país mantenha uma situação ainda confortável no balanço de pagamentos, em vista da significativa redução dos influxos líquidos de capital, seja dos investimentos diretos no país (-33,4%), seja dos investimentos em carteira (-14,0%), seja ainda dos empréstimos e títulos negociados no mercado externo, que registraram saldo líquido negativo de

mais de US\$ 4 bilhões, ante saldo positivo de US\$ 27,2 bilhões no mesmo período do ano passado. Os recursos que ingressaram até agora foram mais do que suficientes para financiar o *deficit* em transações correntes e ainda propiciaram uma acumulação de reservas da ordem de US\$ 10 bilhões. Para este resultado, colaborou também a redução das saídas de capital na forma de investimentos no exterior, tanto os diretos (-30,1%) quanto os outros investimentos (-67,1%).

A queda do *deficit* em transações correntes tem sido possível em virtude da forte retração das importações de bens e serviços – uma vez que as exportações permanecem com desempenho negativo – e, também, da queda das remessas líquidas de rendas ao exterior, especialmente as remessas de lucros e dividendos. A tabela 4.1 revela que o saldo da balança comercial saiu de um resultado negativo de US\$ 1,8 bilhão em janeiro-julho do ano passado, para um *superavit* de US\$ 3,4 bilhões este ano, enquanto o *deficit* da balança de serviços teve redução de 11,9% e o *deficit* de renda primária caiu 19,2%.

TABELA 4.1
Balanco de pagamentos (jan.-jul.)
(Em US\$ milhões)

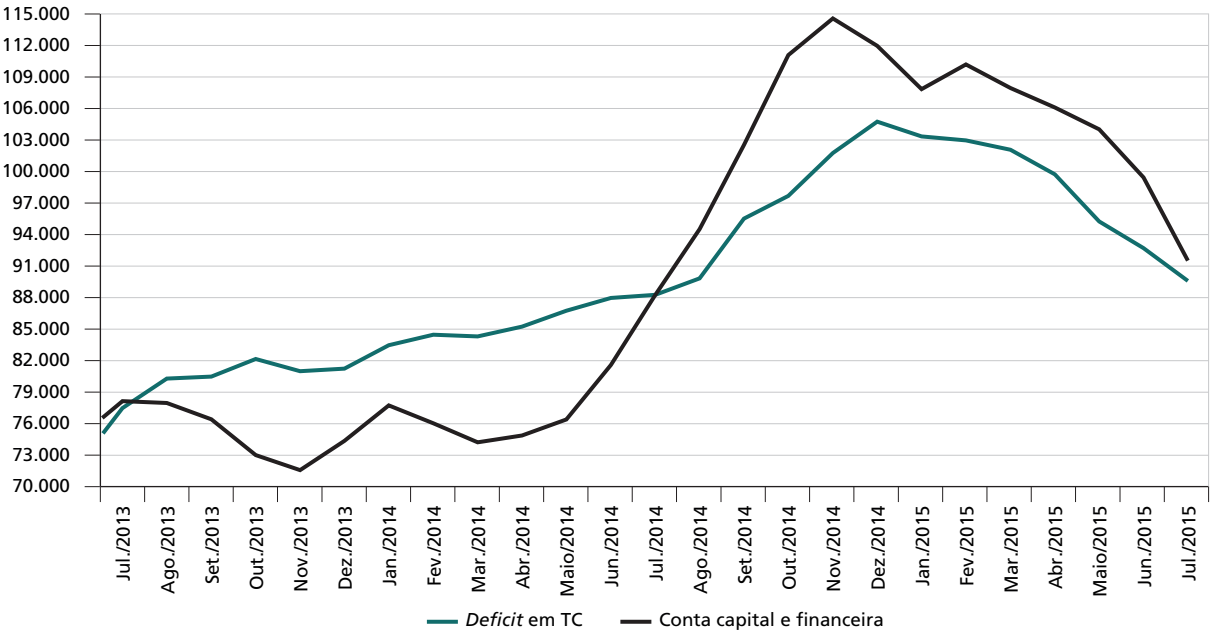
Contas	Janeiro-julho		Varição (%)
	2014	2015	2015/2014
<i>Transações correntes</i>	<i>(58.332)</i>	<i>(44.094)</i>	<i>(24,4)</i>
Balança comercial	(1.811)	3.367	(285,9)
Serviços	(26.945)	(23.744)	(11,9)
Renda primária	(30.988)	(25.049)	(19,2)
Renda secundária	1.412	1.332	(5,7)
<i>Conta financeira</i>	<i>55.224</i>	<i>42.703</i>	<i>(22,7)</i>
Investimento direto no país	55.423	36.926	(33,4)
Investimento direto no exterior	(18.216)	(12.730)	(30,1)
Outros investimentos no exterior	(27.523)	(9.068)	(67,1)
Investimentos em carteira no país – ações e títulos no mercado doméstico	33.742	29.023	(14,0)
Empréstimos e títulos no mercado externo (líquido de amortizações)	27.247	(4.329)	-
Demais	1.759	12.896	633,1
Ativos de reserva	17.208	10.015	(41,8)
<i>Conta de capital</i>	<i>99</i>	<i>182</i>	<i>83,8</i>
<i>Erros e omissões</i>	<i>3.009</i>	<i>1.209</i>	<i>(59,8)</i>

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

O gráfico 4.1 ilustra mais claramente a trajetória de redução do *deficit* em transações correntes neste ano, bem como a queda dos fluxos das contas financeira e de capital. Desde o final do ano passado, o saldo acumulado em doze meses das transações correntes já acumulou redução de US\$ 15 bilhões, ainda que o *deficit* medido como porcentagem do PIB revele uma queda pouco expressiva na mesma comparação (de 4,42% para 4,34%). Esse quadro explica-se pela redução do valor do PIB medido em dólares em função da desvalorização cambial. Nesta mesma comparação, o saldo das contas financeiras e de capital (excetuando-se a variação de reservas) teve redução de US\$ 20,4 bilhões.

GRÁFICO 4.1
Balanço de pagamentos: transações correntes e conta capital e financeira (jul./2013-jul./2015)
 (Valores acumulados em doze meses, em US\$ milhões)



Fonte: BCB.
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
 Obs.: As séries combinam dados referentes às metodologias antiga e nova do balanço de pagamentos.

4.2 CÂMBIO

As cotações do dólar voltaram a ficar pressionadas nos últimos meses, com a taxa média em agosto ficando em R\$ 3,51, cerca de 9% acima da taxa média de julho. Em relação a agosto do ano passado, a moeda brasileira acumulou desvalorização de 57%. Nos primeiros dias de setembro a pressão aumentou, levando a taxa para níveis próximos de R\$ 3,80, a mais alta desde 2002.

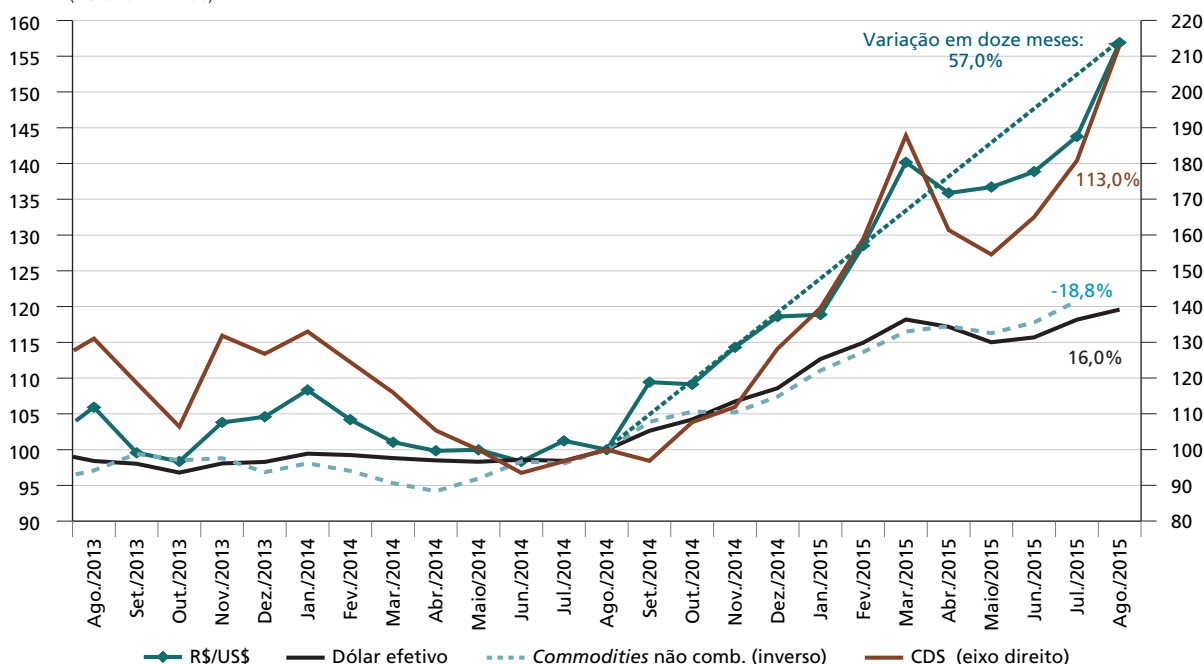
O movimento recente responde aos mesmos fatores que já vêm atuando desde o ano passado: valorização do dólar no mercado internacional, queda dos preços das *commodities* e aumento do risco-país. De fato, desde agosto de 2014 o aumento de 57,0% da cotação do dólar foi acompanhado de variação de 16,0% do câmbio efetivo desta moeda em relação às demais moedas internacionais, de queda de 18,8% dos preços das *commodities* medido pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), e de aumento de 113,0% da cotação dos *credit default swaps* (CDS) de cinco anos.

O gráfico 4.2 ilustra, contudo, que essa última variável tem desempenhado papel predominante nos últimos meses. Somente em agosto a cotação dos CDS aumentou 17,8%, atingindo nível superior a trezentos pela primeira vez desde a crise financeira de 2008-2009. O aumento do risco reflete o aumento da probabilidade de perda do grau de investimento, a qual está associada à piora da percepção quanto à situação fiscal do país – por conta da revisão para baixo da meta de *superavit* primário de 2015 e da apresentação da proposta orçamentária para 2016, que prevê resultado primário negativo em R\$ 30 bilhões.

GRÁFICO 4.2

Taxa de câmbio nominal, *spread* do CDS brasileiro, preços de *commodities* não combustíveis e taxa efetiva do dólar em relação às principais moedas internacionais (ago./2013-ago./2015)

(Dez./2012 = 100)



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

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

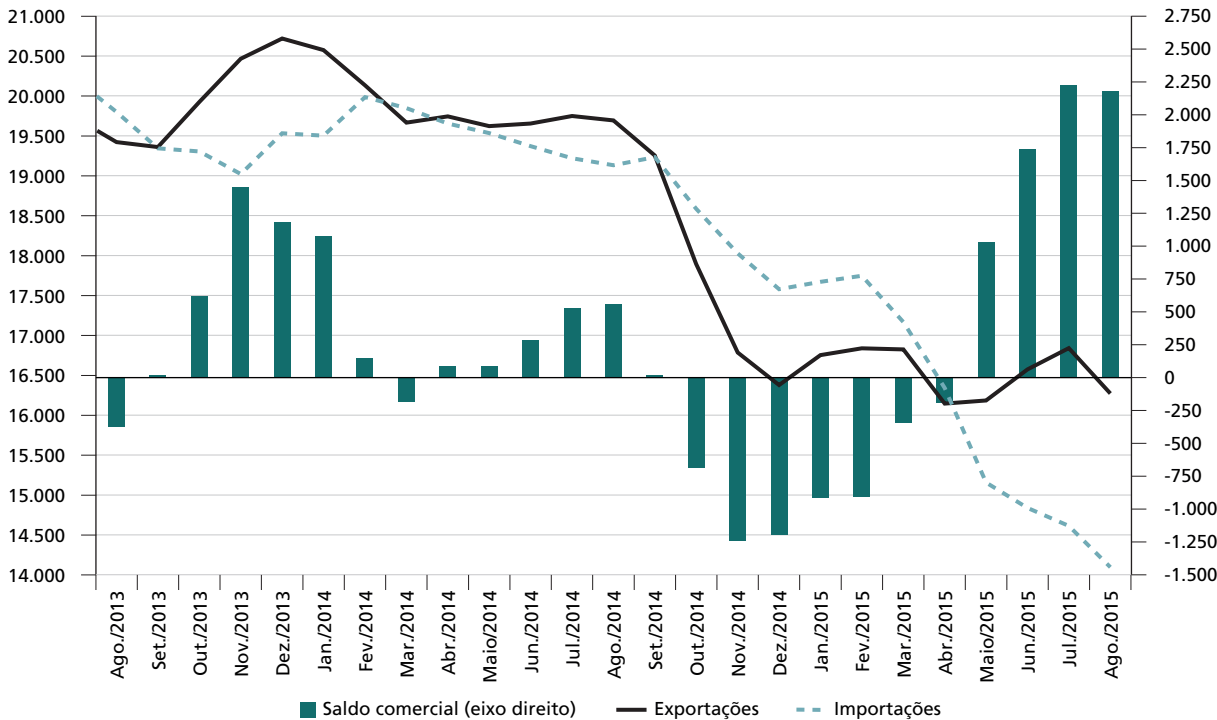
Em termos reais (deflacionada pelos preços no atacado), a desvalorização do câmbio acumulou 26,6% nos últimos doze meses até julho e, considerando o aumento das cotações ocorrido até o início de setembro, esta alta pode chegar a quase 50,0%. Variação de tal magnitude só é comparável à que ocorreu nos primeiros meses de 1999, na esteira do fim do regime de câmbio administrado. Em relação à cesta de treze moedas dos principais países com os quais o Brasil comercia, a desvalorização real até julho foi de 19,8%, podendo alcançar cerca de 40,0% caso as cotações do início de setembro se mantenham.

4.3 BALANÇA COMERCIAL

Os últimos meses foram marcados por uma significativa reversão da situação da balança comercial, que voltou a registrar *superavit* elevado, após um período marcado por resultados próximos do equilíbrio ou mesmo deficitários nos anos de 2013 e 2014. No acumulado de janeiro a agosto deste ano, o *superavit* alcançou US\$ 7,3 bilhões, ao passo que, nos dois anos anteriores, o saldo no mesmo período foi negativo. Nos meses de maio a agosto, que são sazonalmente mais favoráveis à balança, o *superavit* mensal médio foi de US\$ 3 bilhões.

O gráfico 4.3 evidencia que a melhoria recente da balança deve-se a dois fatores: *i*) estabilização dos valores de exportação que, desde o fim do ano passado, vêm se mantendo próximos ao patamar de US\$ 16,5 bilhões ao mês, na série livre de influências sazonais; e *ii*) continuidade do “mergulho” das importações, que recuaram para níveis próximos a US\$ 14 bilhões mensais nos últimos meses, após terem iniciado o ano no patamar sazonalmente ajustado de US\$ 17,5 bilhões. Quando se considera a variação acumulada no ano, tanto as exportações quanto as importações registraram quedas expressivas na comparação com o mesmo período de 2014 (-16,7% e -21,3%, respectivamente), mas a estabilização das exportações na margem sugere um cenário mais positivo para a balança nos próximos meses.

GRÁFICO 4.3
Exportações, importações e saldo comercial (ago./2013-ago./2015)
(Valores dessazonalizados, em médias móveis de três meses, em US\$ milhões)



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

A tabela 4.2 mostra que toda a queda das exportações em 2015 deve-se à redução dos preços, não apenas dos produtos básicos (-30,2%), mas também dos semimanufaturados (-12,3%) e manufaturados (-8,6%). O *quantum*, em contrapartida, acumulou crescimento de 6,6%, em virtude da alta de 12,5% das quantidades embarcadas de produtos básicos – entre os quais o grande destaque é o petróleo (+52,1%). Os semimanufaturados também vêm tendo bom desempenho do *quantum* (+7,4%), com alta nas vendas de celulose e produtos de ferro e aço. Nos manufaturados, o desempenho ainda deixa a desejar no ano, com queda de 0,6% mas, ainda assim, observa-se melhoria significativa em relação ao desempenho do ano passado, quando houve queda de 13,0%.

TABELA 4.2
Exportações e importações: variação de valor, preço e *quantum* (acumulado jan.-jul. de 2015/2014)
(Em %)

	Valor	Preço	Quantum
Exportações	(26,1)	(20,5)	6,6
Básicos	(30,5)	(30,2)	12,5
Petróleo e gás	(21,6)	(48,2)	52,1
Agropecuária	(14,1)	(17,2)	6,8
Extração de minerais metálicos	(42,3)	(47,2)	9,8
Semimanufaturados	(19,0)	(12,3)	7,4
Manufaturados	(21,7)	(8,6)	(0,6)

(Continua)

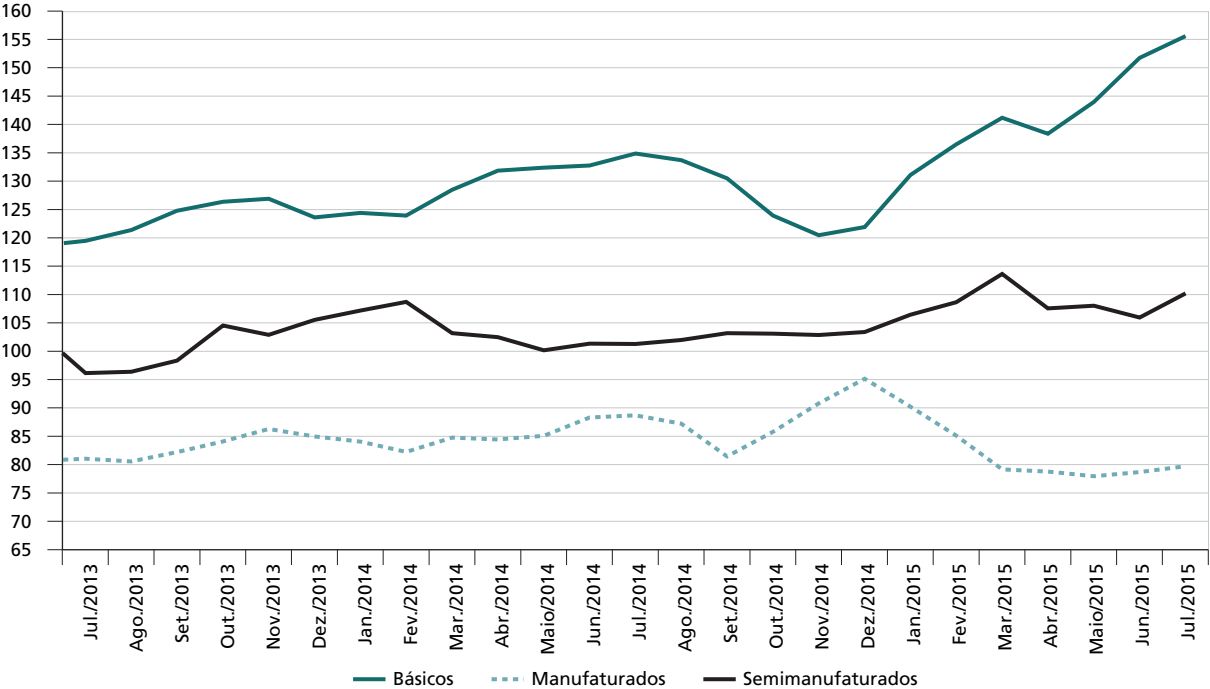
(Continuação)

	Valor	Preço	Quantum
Importações	(19,5)	(10,9)	(9,7)
Intermediários	(15,4)	(4,5)	(10,2)
Bens de capital	(15,1)	(2,8)	(15,3)
Combustíveis	(40,9)	(36,9)	(7,5)
Bens de consumo duráveis	-20,3	(2,0)	(19,7)
Bens de consumo não duráveis	(5,7)	(10,2)	5,0

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

O gráfico 4.4 ilustra mais claramente a recuperação recente do crescimento do *quantum* exportado de produtos básicos e semimanufaturados, bem como a virtual estagnação do *quantum* de manufaturados – cujo nível atual ainda está cerca de 20,0% abaixo do patamar alcançado em 2008, antes da eclosão da crise internacional. Há que se registrar, porém, alguns aspectos positivos que lançam alguma perspectiva para o desempenho futuro das vendas destes produtos. O primeiro é que as exportações de plataformas de petróleo no período janeiro-agosto sofreram redução de 63,0% em relação ao ano passado e, na ausência deste fator, a variação do *quantum* no ano já poderia estar em terreno positivo. O segundo é a variação já positiva do *quantum* exportado de alguns setores importantes produtores de manufaturados, como produtos têxteis (26,9%), produtos de madeira (13,8%), produtos químicos (1,4%) e veículos automotores (0,8%). E o terceiro é a forte desvalorização real do câmbio que se observa desde o ano passado e que tende a ter efeitos positivos sobre as vendas destes produtos, ainda que de forma bastante defasada e com baixa elasticidade.

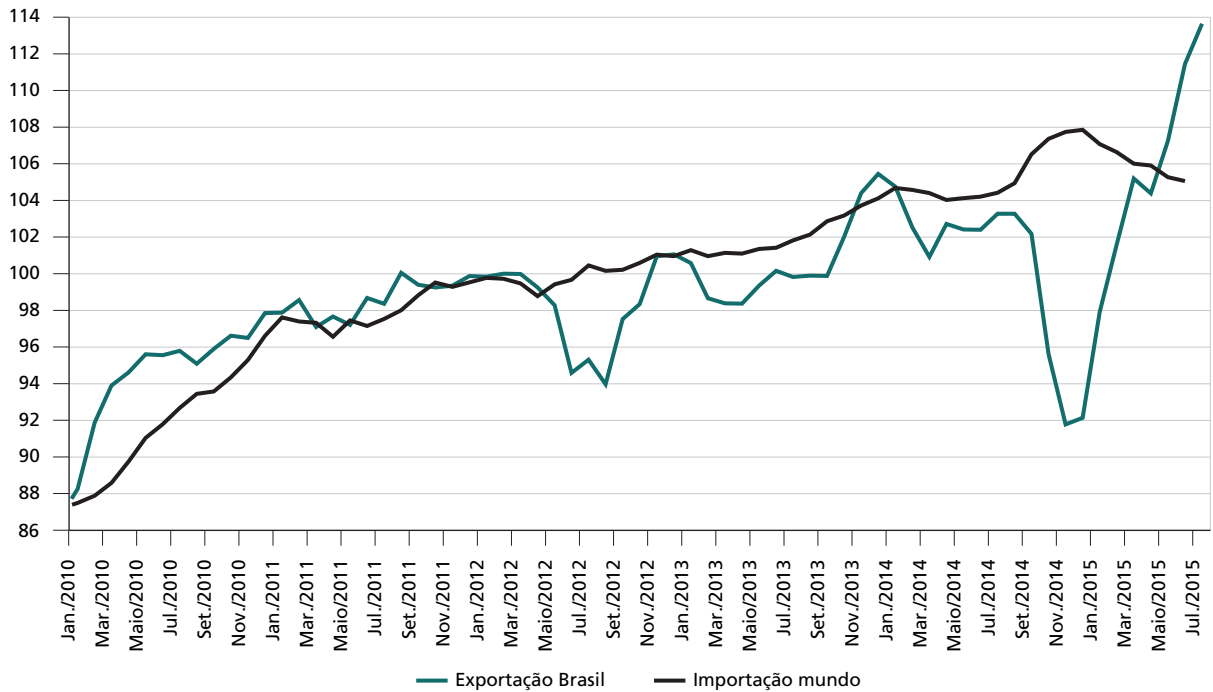
GRÁFICO 4.4
Índices de *quantum* de exportações, segundo classes de produtos (jul./2013-jul./2015)
(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses – set./2008 = 100)



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

Em contrapartida, as vendas externas do país estão limitadas pela fraca expansão do comércio mundial. Dados do CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis mostram que o *quantum* das importações mundiais cresceu apenas 1,2% nos primeiros seis meses de 2015 e vem sofrendo retração na margem, conforme ilustra o gráfico 4.5. Relatórios divulgados por instituições multilaterais, como a Organização Mundial do Comércio (OMC) e o FMI, vêm chamando atenção para a fraqueza do comércio mundial nos últimos anos, que vem crescendo, inclusive, a um ritmo inferior ao do PIB mundial. A propósito, o gráfico 4.5 mostra que a recuperação recente do *quantum* das exportações brasileiras fez com que estas recuperassem espaço na importação mundial após a queda sofrida no ano passado. A rigor, ao longo dos últimos anos, as exportações brasileiras têm evoluído a um ritmo próximo ao das importações mundiais em volume, embora com um comportamento bem mais volátil do que estas.

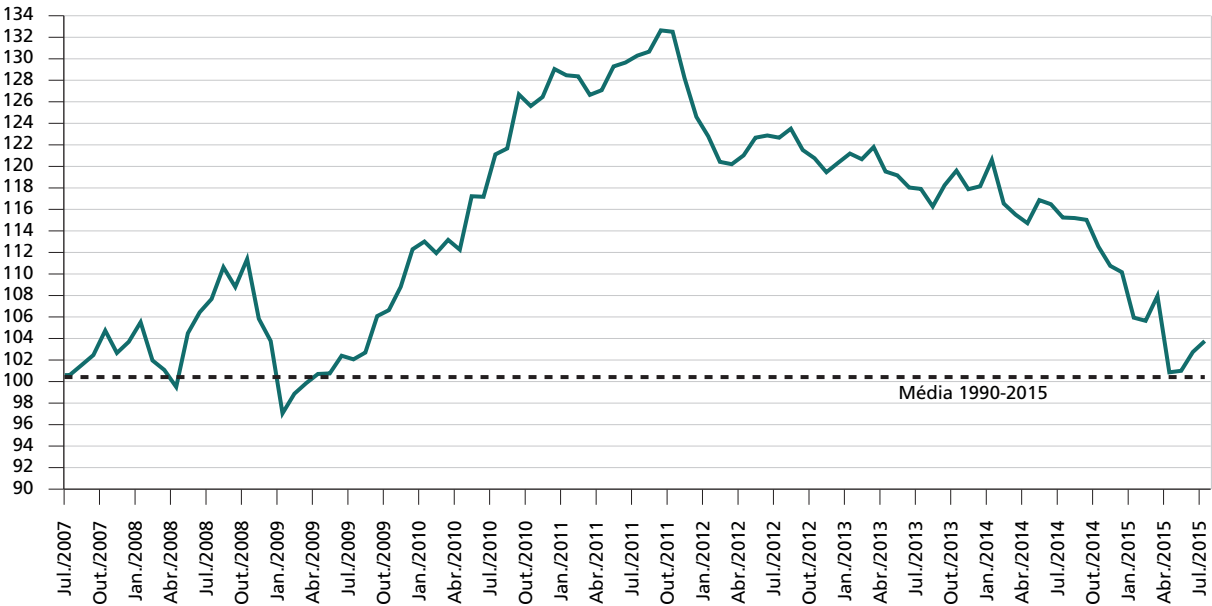
GRÁFICO 4.5
Índices de *quantum* de exportações brasileiras e de importações mundiais (jan./2010-jul./2015)
(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses – dez./2011 = 100)



Fonte: Funcex e CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Por fim, é necessário destacar a intensidade da queda sofrida pelos termos de troca do país, não apenas em relação ao pico histórico alcançado em 2011, mas também quando se olha apenas para o período mais recente. De meados de 2014 para cá, a queda foi da ordem de 10%. Na prática, o país já devolveu todo o ganho de termos de troca obtido no período de *boom* das *commodities*, e os termos de troca já retornaram para um patamar próximo à média dos últimos 25 anos (gráfico 4.6). Os dados mais recentes mostram alguma recuperação dos termos de troca, com um ligeiro aumento dos preços dos produtos básicos, mas é improvável que se observe uma recuperação mais significativa nos próximos meses, inclusive em vista das dificuldades enfrentadas pela economia chinesa.

GRÁFICO 4.6
Evolução dos termos de troca (jul./2007-jul./2015)
(2006 = 100)

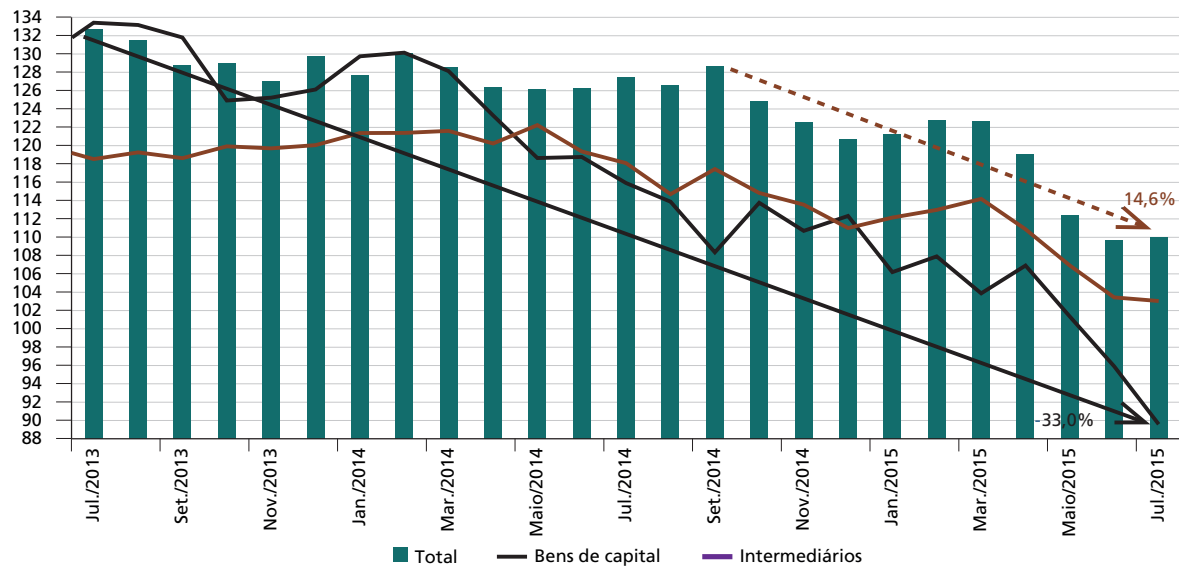


Fonte: Funcex.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Com relação às importações, a tabela 4.2 mostra que a queda observada neste ano pode ser atribuída, igualmente, à redução de preços (-10,9%) e à retração do *quantum* (-9,7%). Nos preços, a maior contribuição é dada pelos combustíveis, com queda de 36,9%, acompanhando o recuo das cotações do petróleo. Mas há redução generalizada, inclusive nos bens de consumo duráveis (-2,0%) e não duráveis (-10,2%). A queda do *quantum* também vem ocorrendo em todos os produtos, com exceção dos bens de consumo não duráveis, que ainda registram alta de 5,0%. O desempenho tem sido especialmente negativo nos bens de capital – em que o *quantum* já acumula redução de cerca de 33,0% desde meados de 2013, como ilustra o gráfico 4.7 – e nos bens de consumo duráveis. Ambos os tipos de produtos não são apenas muito sensíveis à redução da demanda doméstica, mas também se mostram historicamente mais sensíveis às variações cambiais.

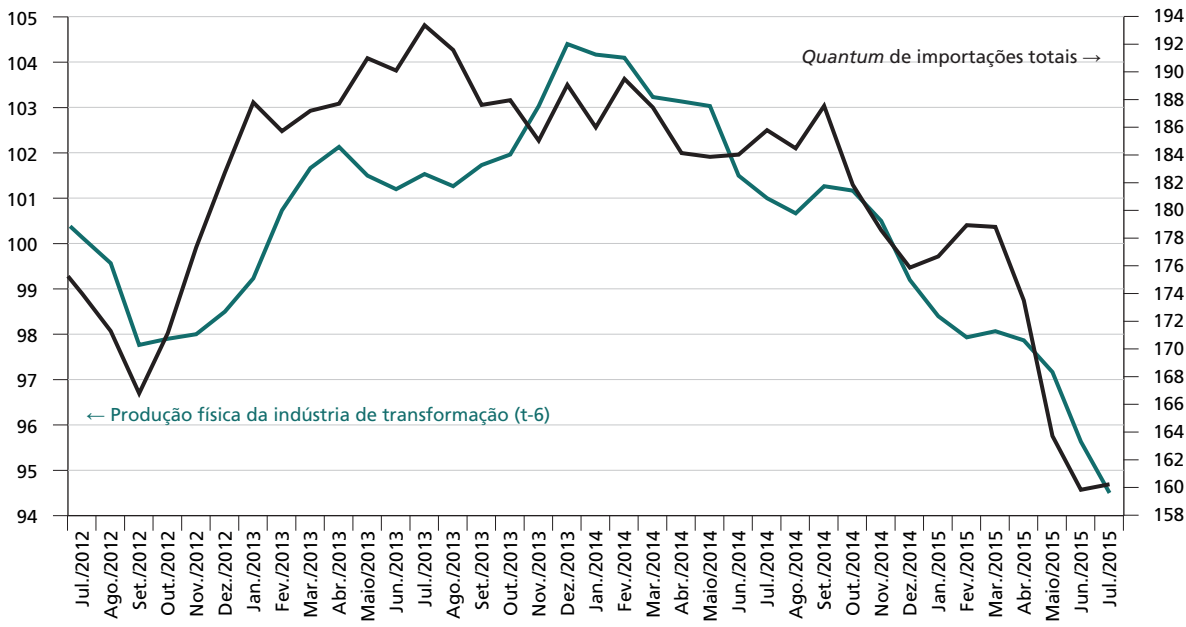
O mesmo não vale para os bens intermediários, os quais mostram-se pouco sensíveis às variações cambiais devido à baixa capacidade da oferta doméstica de substituir os insumos que são tradicionalmente importados. Nesses produtos, o desempenho das importações segue *pari passu* o comportamento da produção industrial doméstica, a qual encontra-se em forte retração desde o ano passado. O gráfico 4.8 ilustra esta relação, sugerindo que as importações de intermediários reagem às variações da produção industrial com uma defasagem de cerca de seis meses.

GRÁFICO 4.7
Índices de *quantum* de importações, segundo categorias de uso selecionadas (jul./2013-jul./2015)
 (Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses – 2006 = 100)



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

GRÁFICO 4.8
***Quantum* de importações de bens intermediários e produção física da indústria de transformação, defasada em seis meses (jul./2012-jul./2015)**
 (Séries dessazonalizadas, média móvel de três meses – 2006 = 100 e 2012 = 100)



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

A análise da evolução do comércio exterior do país segundo os principais produtos (tabela 4.3) mostra que mais de 60% da redução das exportações no período janeiro-agosto deste ano em relação ao mesmo período de 2014 deveu-se à queda das vendas de apenas quatro produtos: minério de ferro (responsável, sozinho, por um terço da redução total), soja em grão, petróleo e carnes. O desempenho

destes produtos está diretamente associado à queda das cotações internacionais das *commodities*, o que evidencia os problemas de se ter uma pauta de exportações mais concentrada nestes tipos de produtos, como vem acontecendo com o Brasil nos últimos anos.

O desempenho dos demais produtos da pauta, contudo, também não tem sido favorável. Os produtos manufaturados acumulam redução de mais de US\$ 6 bilhões na mesma comparação, sendo especialmente notável o recuo das vendas de óleos combustíveis e também das plataformas de exploração de petróleo.

Do lado das importações, a queda no ano é generalizada entre as diversas categorias de uso, com destaque especial para o petróleo e para os demais combustíveis e lubrificantes, que responderam por cerca de 45,0% da redução total das importações – ocasionada não apenas por menores preços, mas também pela retração dos volumes importados. Foram significativas, também, as quedas em bens intermediários (48,0% do total) e bens de capital (19,7%).

TABELA 4.3
Exportações, importações e saldo comercial, segundo produtos selecionados (acumulado jan.-ago. de 2015/2014)

Principais produtos	Variação (%)	Variação absoluta (US\$ bilhões)	Contribuição para variação (%)
Exportações	-16,7	-25,7	100,0
Minério de ferro	-47,6	-8,6	33,6
Soja em grão	-17,2	-3,7	14,3
Petróleo em bruto	-21,7	-2,4	9,2
Carnes (frango e bovina)	-14,3	-1,2	4,6
Manufaturados	-11,5	-6,2	24,0
Óleos combustíveis	-61,5	-1,7	6,4
Plataformas de petróleo	-63,1	-1,3	4,9
Veículos, peças e motores	-5,6	-0,4	1,4
Demais	-8,7	-3,6	14,1
Importações	-21,3	-32,8	127,6
Bens intermediários	-17,8	-12,3	48,0
Petróleo em bruto	-58,5	-5,9	23,1
Demais combustíveis e lubrificantes	-34,4	-5,7	22,1
Bens de capital	-15,8	-5,1	19,7
Automóveis	-27,4	-1,4	5,6
Demais bens de consumo duráveis	-16,7	-1,4	5,6
Bens de consumo não duráveis	-7,6	-0,9	3,6
Saldo comercial	3.459,5	7,1	-27,6

Fonte: Secex/MDIC.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Quanto à distribuição dos fluxos de comércio entre os principais países e blocos econômicos com os quais o Brasil transaciona, observa-se que as exportações no período janeiro-agosto sofreram queda para todos os destinos, com destaque para União Europeia (-20,5%), China (-19,7%) e Mercosul (-16,2%). A redução foi generalizada também nas importações, com quedas mais significativas nas compras oriundas da União Europeia (-27,6%), da Ásia (-27,2%), dos Estados Unidos (-31,8%) e do Mercosul (-32,8%).

4.4 SERVIÇOS E RENDAS

Os primeiros sete meses do ano foram marcados por retração do *deficit* da balança de serviços (-11,9%), com a notável exceção da rubrica de aluguel de equipamentos, cujas despesas líquidas cresceram 1,3% (tabela 4.4). Ao longo dos últimos anos, esta conta tornou-se a mais importante dentro dos serviços em virtude, principalmente, dos grandes investimentos na exploração e na produção de petróleo, atividades que utilizam intensivamente equipamentos importados sob regime de *leasing*. O *deficit* desta conta tem se mostrado insensível às variáveis como renda doméstica e taxa de câmbio, que têm afetado negativamente, por exemplo, o *deficit* da conta de viagens internacionais, que sofreu queda de 21,7% no ano.

A conta de transportes também sofreu queda expressiva de 21,4% no período janeiro-julho em reação direta à retração dos fluxos de comércio de mercadorias. Também os serviços de propriedade intelectual (*royalties*, licenças etc.) sofreram queda de 20,3%, ao passo que os outros serviços de negócio, única conta que registra *superavit* importante na balança de serviços, tiveram queda de 12,9%.

TABELA 4.4
Balança de serviços e de rendas (jan.-jul.)
(Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-julho		Variação (%)
	2014	2015	2015/2014
Serviços	(26.945)	(23.744)	(11,9)
Aluguel de equipamentos	(12.596)	(12.760)	1,3
Viagens internacionais	(10.482)	(8.205)	(21,7)
Transportes	(5.006)	(3.934)	(21,4)
Propriedade intelectual	(3.396)	(2.708)	(20,3)
Outros serviços de negócio	7.402	6.445	(12,9)
Demais serviços	(2.867)	(2.582)	(9,9)
Renda primária	(30.988)	(25.049)	(19,2)
Lucros e dividendos	(16.137)	(10.105)	(37,4)
Lucros e dividendos de investimento direto	(11.736)	(7.437)	(36,6)
Lucros e dividendos de investimento em carteira	(4.401)	(2.667)	(39,4)
Juros	(15.048)	(15.161)	0,8
Salários	197	216	9,7
Renda secundária	1.412	1.332	(5,7)

Fonte: BCB.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A conta de renda primária também teve queda importante em seu *deficit* nos primeiros sete meses do ano, explicada totalmente pela retração de 37,4% das remessas de lucros e dividendos – que, por sua vez, retratam a menor rentabilidade das empresas, o mau desempenho do mercado acionário brasileiro e o desestímulo às remessas por conta do dólar mais caro. As despesas líquidas com juros, ao contrário, cresceram 0,8% no ano, fazendo com que seu *deficit* voltasse a ser maior do que o referente aos lucros e dividendos, o que não acontecia há quase dez anos.

4.5 FLUXOS DE CAPITAL

Os fluxos líquidos de capitais para o país,¹ destacados na tabela 4.5, somaram US\$ 52,7 bilhões no período janeiro-julho deste ano, o que representou uma redução de 27,2% em relação ao mesmo período de 2014. Dois fatores principais explicam este comportamento: *i*) a queda dos investimentos diretos no país, da ordem de 33,0%; e *ii*) o volume bastante elevado de amortizações de empréstimos e títulos de médio e longo prazos negociados no mercado externo, que fez com que o saldo líquido desta conta ficasse negativo em US\$ 3,1 bilhões mesmo diante de um crescimento de 15,9% dos ingressos de recursos nesta modalidade. Houve redução também nos investimentos em carteira no país, concentradas nos recursos direcionados a aplicações em títulos domésticos (-27,2%).

A pressão sobre a conta financeira do balanço de pagamentos foi amenizada por um menor volume de investimentos diretos de empresas brasileiras no exterior (-30,1%), e também por uma redução de 67,1% nos outros investimentos, que representam a aplicação de recursos de brasileiros em ativos diversos fora do país.

TABELA 4.5
Conta financeira do balanço de pagamentos (jan.-jul.)
(Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-julho		Variação (%)
	2014	2015	
Fluxo líquido de capitais ¹	72.432	52.718	(27,2)
<i>Investimento direto no país</i>	55.423	36.926	(33,4)
Participação no capital	31.723	25.827	(18,6)
Operações intercompanhia	23.700	11.099	(53,2)
<i>Investimentos em carteira no país</i>	33.742	29.023	(14,0)
Ações	9.034	11.045	22,3
Títulos negociados no mercado doméstico	24.708	17.978	(27,2)
<i>Empréstimos e títulos de MLP negociados no mercado externo</i>	11.918	(3.126)	-
Ingressos	40.581	47.033	15,9
Amortizações	28.664	50.159	75,0
<i>Investimento direto no exterior</i>	18.216	12.730	(30,1)
Participação no capital	18.133	13.608	(25,0)
Operações intercompanhia	83	(878)	-
<i>Outros investimentos no exterior</i>	27.523	9.068	(67,1)
<i>Outros capitais</i>	17.088	11.693	(31,6)

Fonte: BCB.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Na nomenclatura do balanço de pagamentos, equivale ao saldo da conta financeira com sinal invertido, excluídos os ativos de reservas.

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

5 MOEDA E CRÉDITO

SUMÁRIO

Ao manter a meta para a taxa básica de juros (Selic) estável em 14,25% na reunião de 2 de setembro de 2015, o Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom/BCB) encerrou a alta que começou em abril de 2013, quando a taxa estava em 7,5%. Do início ao fim do ciclo, a taxa de juros real *ex-ante* passou de 1,4% para 8,8% ao ano (a.a.). Agora, a expectativa predominante no mercado é de que a Selic seja mantida no atual patamar pelo menos até o fim do primeiro semestre de 2016. O BCB tem indicado que aguardará a ocorrência dos efeitos defasados da política monetária, que se darão em meio à atuação de duas forças contraditórias sobre a taxa de inflação: a recessão e a forte desvalorização cambial. Entretanto, o momento é de muita oscilação nos mercados e o cenário pode mudar em pouco tempo. No início de setembro, a expectativa para a Selic embutida nos contratos de DI Futuro já considerava o alcance de 15% ainda no primeiro trimestre de 2016.

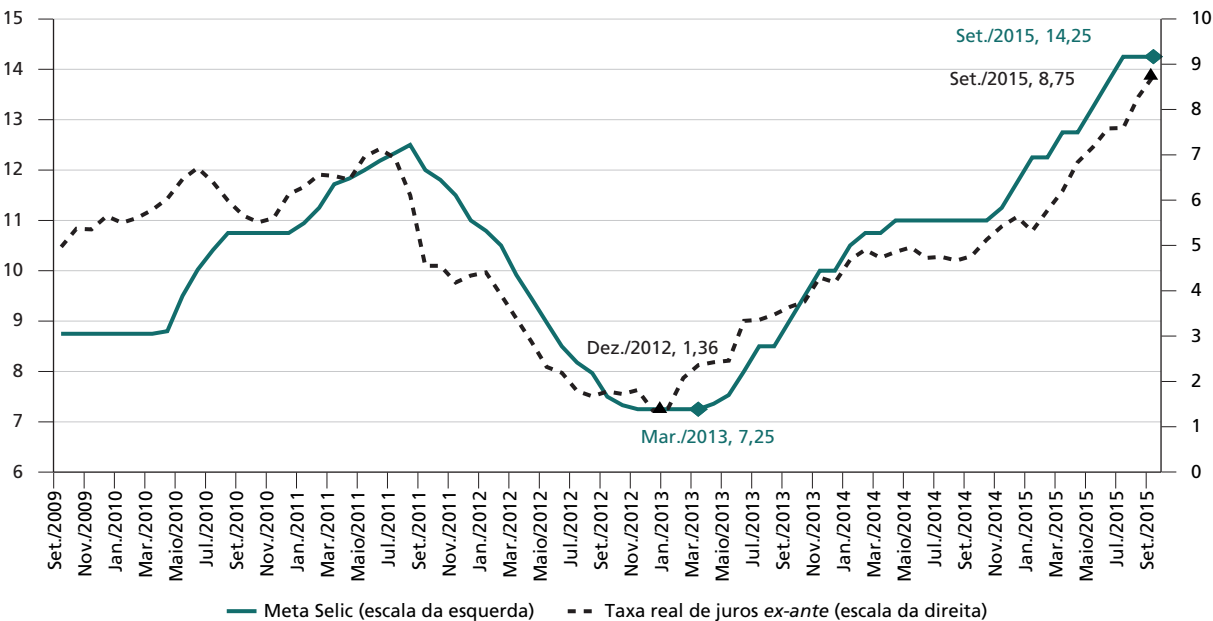
O saldo total de crédito da economia tem se mantido estável em 54,5% do produto interno bruto (PIB) e, em termos reais, teve crescimento perto de zero em julho de 2015 sobre o mesmo mês de 2014 – sendo que os recursos livres mostraram queda de 4%. A média de concessões diárias, também em termos reais e sobre o mesmo mês do ano passado, teve queda de cerca de 10% no total e nas categorias pessoa física e pessoa jurídica, repetindo, aproximadamente, o comportamento de junho.

O endividamento das famílias como percentual da renda acumulada nos últimos doze meses atingiu 46% em junho de 2015. Esse indicador, que cresceu de 2005 a 2013, estabilizou-se desde 2014. O comprometimento da renda com o serviço da dívida das famílias foi de 21,8% em junho de 2015. A taxa de inadimplência com recursos livres foi de 5,4% e 4,1% para pessoas físicas e jurídicas, respectivamente.

5.1 JUROS

Em sua reunião de 2 de setembro deste ano, o Copom manteve a meta para a Selic estável em 14,25%, encerrando, assim – temporariamente, ao menos –, um ciclo de alta que, em sua segunda etapa, começou em 30 de outubro de 2014. O ciclo completo teve início em abril de 2013, quando a meta foi elevada de 7,25% para 7,50%, prosseguindo em alta até abril de 2014, mês em que atingiu 11%, nível mantido até outubro. Em 30 de outubro, passou para 11,25%, começando a série de elevações que culminaria com os 14,25% atingidos em 29 de julho de 2015 e repetidos na última reunião. No gráfico 5.1 esta trajetória pode ser vista, acompanhada do movimento da taxa de juros real *ex-ante* – calculada pelo deflacionamento da taxa negociada no *swap* DI x pré de um ano, usando a expectativa para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) nos próximos doze meses, conforme coletada no relatório *Focus* do BCB. A taxa de juros real subiu de 1,36% em dezembro de 2012 – quando a meta para a Selic era de 7,25% – para 8,75% no dia 2 de setembro de 2015, taxa superior à que prevalecia no fim do último ciclo de alta de Selic, em 2011.

GRÁFICO 5.1
Meta para a Selic e taxa Selic real ex-ante (set./2009-set./2015)
(Em %)



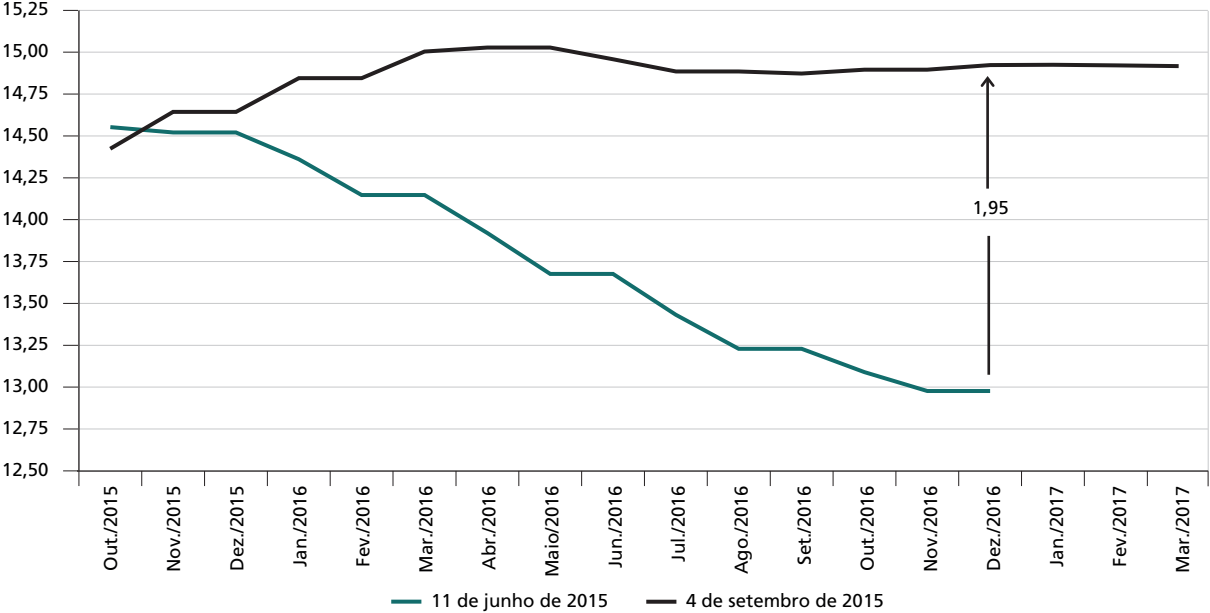
Fonte: BCB e BM&FBovespa.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
Obs.: 1. Taxa real de juros ex-ante calculada com swap DI x pré de um ano e expectativa para o IPCA para os próximos doze meses do relatório Focus do BCB.
2. A taxa real de juros de setembro/2015 está calculada com base no swap de 2 de setembro e na expectativa do IPCA de 28 de agosto.

O comunicado divulgado logo após a reunião de 2 de setembro de 2015 repetiu o texto da reunião anterior, de 29 de julho e, em seu segundo parágrafo, dizia que “o Comitê entende que a manutenção desse patamar da taxa básica de juros, por período suficientemente prolongado, é necessária para a convergência da inflação para a meta no final de 2016”. A interpretação predominante entre os analistas foi a de que a taxa será mantida até o fim de 2015 e, muito provavelmente, por uma boa parte de 2016. As forças antagônicas que atuam sobre as expectativas de inflação são, por um lado, as perspectivas muito negativas para o nível de atividade e, por outro, a forte desvalorização do real frente ao dólar – já ocorrida e que pode não se ter concluído ainda. Além disso, as frustrações quanto ao desempenho do resultado primário do setor público consolidado também influenciam negativamente as expectativas inflacionárias. Os comentários dos departamentos econômicos de bancos e de corretoras logo após a recente decisão do Copom deixam entrever que, se houver algum risco de alteração da meta para a Selic, será para cima, já que a ameaça altista do câmbio sobre a inflação parece mais forte do que o efeito de contenção do nível fraco de atividade. De qualquer forma, a postura mais provável do BCB era vista como a de manter a meta para a Selic estável, enquanto observa o desenrolar destas forças antagônicas e também os efeitos defasados da política monetária.

As expectativas para a meta Selic embutidas no DI Futuro passaram a incorporar, não obstante, novas elevações que a levariam para 15% em março de 2016, patamar em que permaneceria por pelo menos mais um ano, até março de 2017. Neste momento de crise econômica, as cotações dos diversos mercados têm estado bem voláteis, mas isso não impede a percepção de que houve mudança significativa de visão quanto ao futuro da taxa básica de juros em relação a três meses atrás, quando da última edição desta *Carta de Conjuntura* (junho/2015), que fica bem evidente no gráfico 5.2. Naquela ocasião, esperava-se que a Selic seria mantida até o final de 2015, mas que o ciclo de redução começaria já no primeiro semestre de 2016. Agora, qualquer redução da meta para a Selic

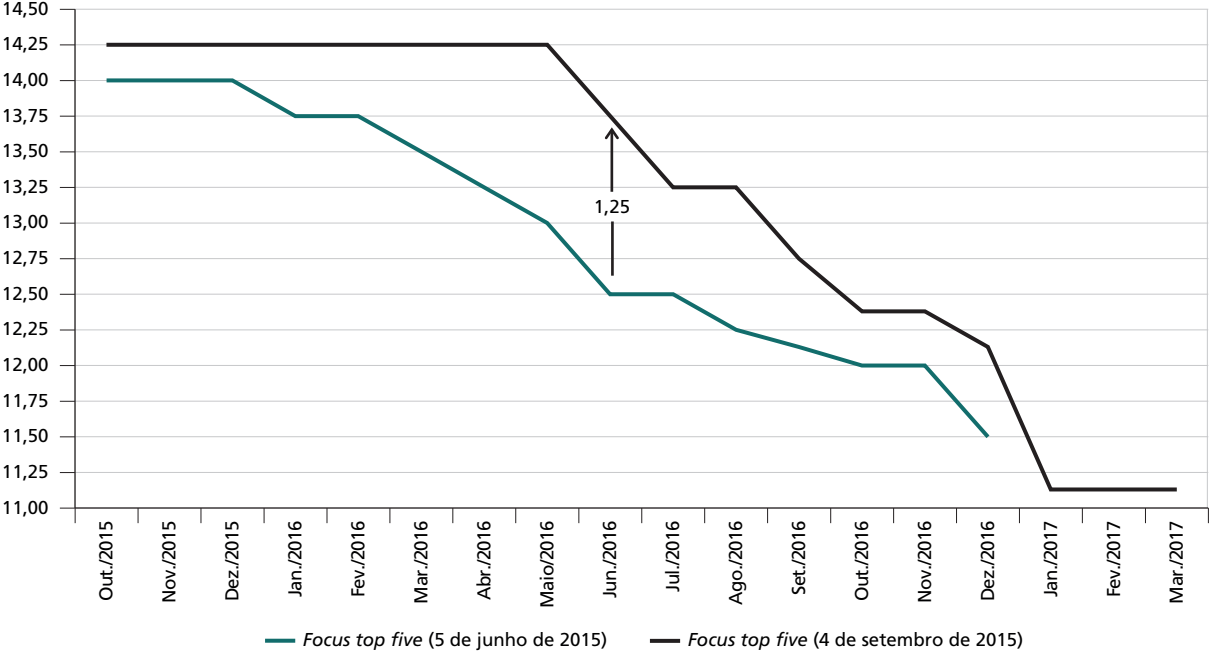
está fora do horizonte pelo menos até março de 2017. Ao final de 2016, a Selic estaria quase 2 pontos percentuais (p.p.) acima do que era esperado anteriormente para a mesma data (15% e 13%, respectiva e aproximadamente).

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



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

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



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

As expectativas para a meta Selic coletadas pelo BCB (tipicamente junto a departamentos econômicos de instituições financeiras e outras empresas) mostram evolução mais favorável, com a taxa básica da economia tendo sua redução iniciada em junho de 2016 – mas a mudança de percepção nos últimos três meses também se nota, ao comparar-se as expectativas do início de junho com as do início de setembro deste ano (gráfico 5.3).

Como consta na nota pós-Copom, o BCB continua reafirmando que persegue o centro da meta para o IPCA (4,5%) no fim de 2016. A tabela 5.1 mostra as expectativas de inflação coletadas pelo BCB em duas datas: 5 de junho de 2015, mostradas na última edição desta *Carta de Conjuntura* (junho/2015), e 28 de agosto de 2015. Nota-se que, entre as duas datas, a inflação esperada para 2016 manteve-se praticamente estável em 5,5%, mas a esperada para 2017 reduziu-se de 4,84% para 4,60%. A meta de 4,5%, que só seria alcançada em 2019, passou a ser esperada para 2018. Assim, embora o alcance da meta em 2016 continue sendo visto pelo mercado como improvável, as expectativas estariam voltando a ficar ancoradas de 2017 em diante. Mas é preciso lembrar que as expectativas para o PIB – também mostradas na tabela 5.1 – pioraram significativamente. No início de junho, esperava-se que a taxa de crescimento acumulada no triênio 2015-2017 seria de 1,7%. No final de agosto, essa expectativa tinha passado para queda de 1,2%. Ou seja, em agosto, o PIB real esperado para 2017 era 2,8% menor do que o esperado em junho.

TABELA 5.1
Expectativa boletim *Focus*/BCB para a inflação medida pelo IPCA: mediana das expectativas, amostra completa
(Em %)

	IPCA		PIB	
	Em 5 de junho de 2015	Em 28 de agosto de 2015	Em 5 de junho de 2015	Em 28 de agosto de 2015
2015	8,46	9,28	-1,30	-2,26
2016	5,50	5,51	1,00	-0,40
2017	4,84	4,60	2,00	1,50
2018	4,70	4,50	2,25	2,00
2019	4,50	4,50	2,50	2,00

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

5.2 CRÉDITO

O saldo total de crédito em julho de 2015 era correspondente a 54,53% do PIB, um decréscimo de 0,08 p.p. em relação ao mês anterior e com variação em doze meses de 1,88 p.p. Como pode-se observar pelo gráfico 5.4, o saldo total de crédito como percentual do PIB cresceu consideravelmente entre fevereiro e dezembro de 2014. Desde então, o valor estabilizou-se em torno de 54,5%.

Entre julho de 2014 e julho de 2015, o saldo total de crédito, deflacionado pelo IPCA, cresceu 0,30%, como pode ser visto pelo gráfico 5.5. Os dados de julho seguem a trajetória de desaceleração do crescimento para o saldo total e nos segmentos livre e direcionado de crédito. O crédito direcionado apresentou um crescimento de 5,20%, menor que os 6,16% do mês anterior. Já o saldo de crédito com recursos livres apresentou um decréscimo de 3,95%. Assim, conclui-se que, apesar de os recursos direcionados estarem mantendo o saldo total com variação positiva, a magnitude do crescimento vem sendo cada vez menor.

GRÁFICO 5.4
Saldo total das operações de crédito (dez./2013-jul./2015)
 (Em % do PIB)

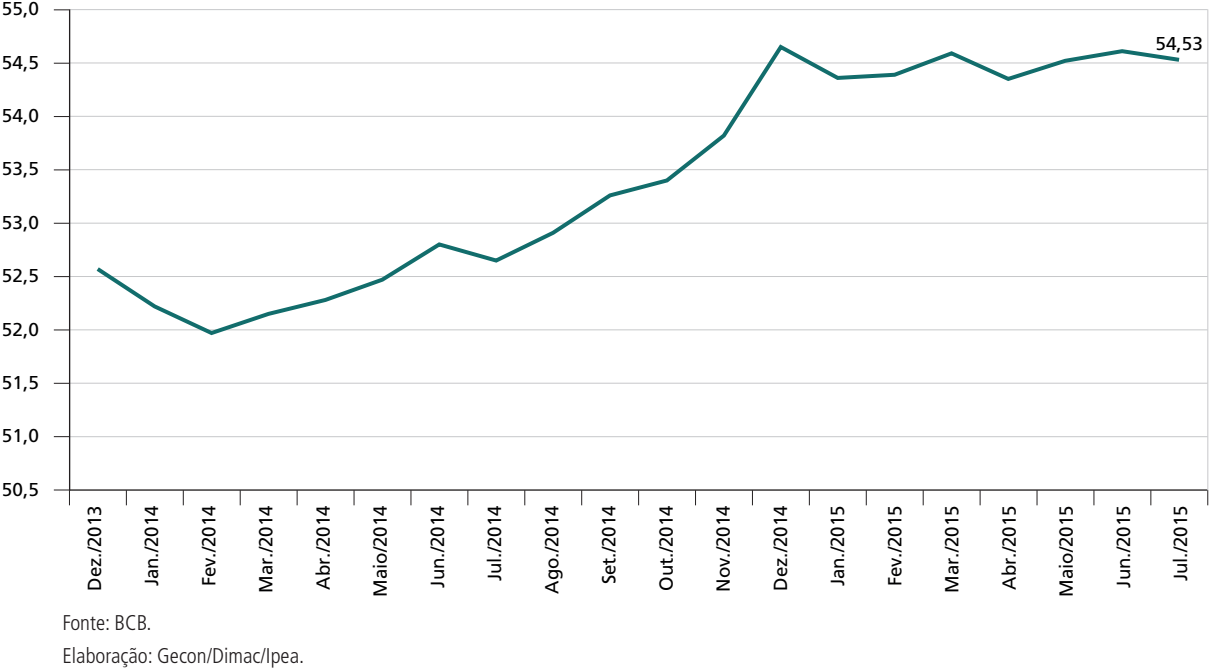
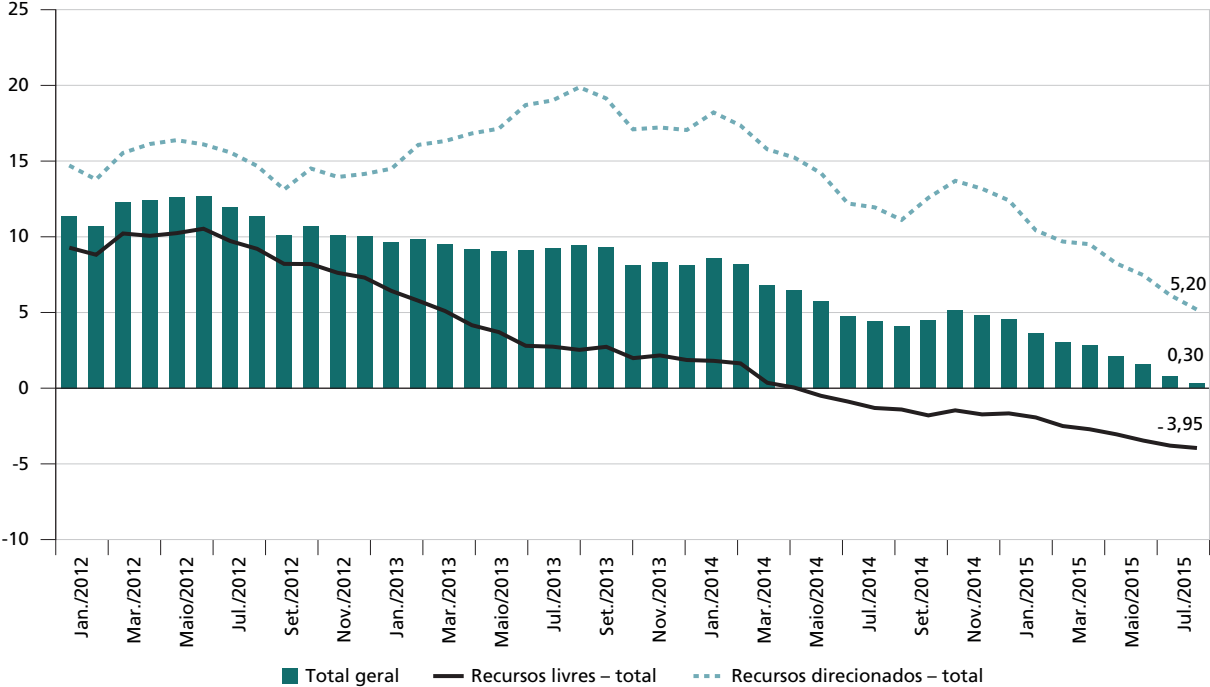


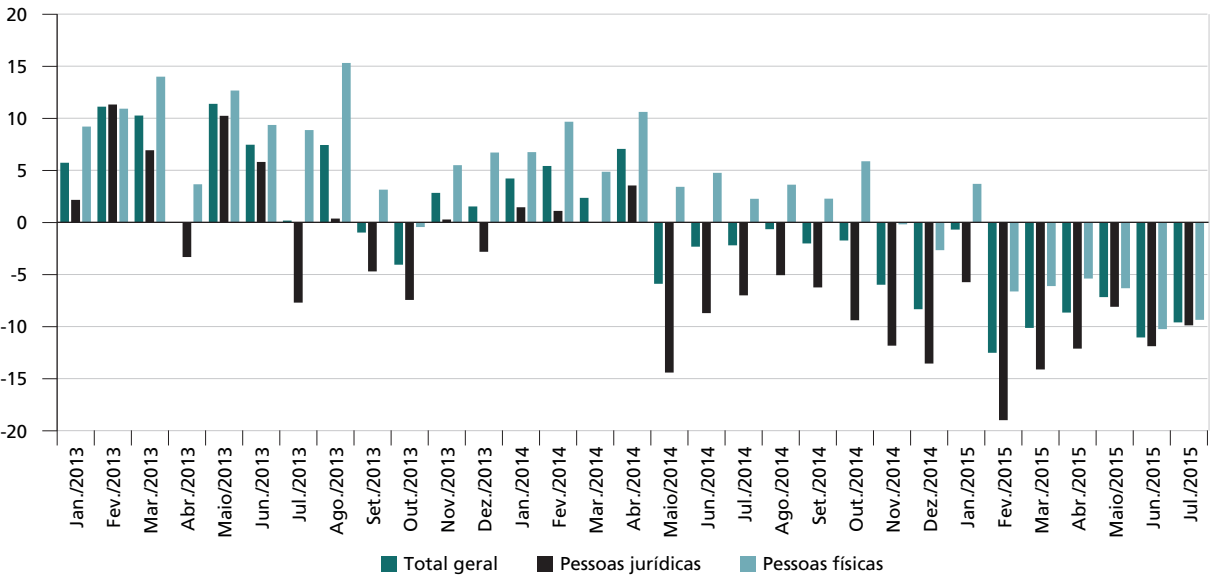
GRÁFICO 5.5
Variação em doze meses do saldo das operações de crédito: total, livre e direcionado (jan./2012-jul./2015)
 (Em %)



As novas concessões de crédito, ajustadas pelo número de dias úteis e deflacionadas pelo IPCA, seguem a tendência de declínio, com retração de 9,6% em julho de 2015 em relação a julho de 2014. Tal queda é explicada pela diminuição das concessões para pessoas jurídicas e físicas de, respectivamente,

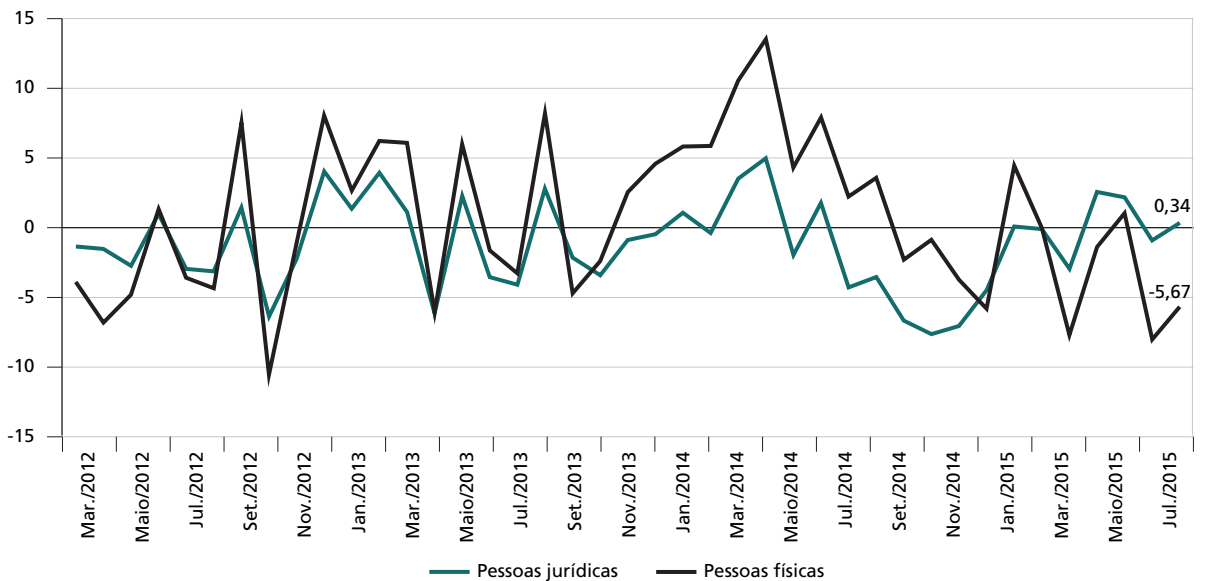
9,9% e 9,4%. Comparando com junho de 2015, verifica-se que houve menor retração das concessões para pessoas jurídicas e físicas, que antes eram de 11,9% e 10,2%, respectivamente. Como consequência, o total das concessões também diminuiu a sua magnitude de queda. No gráfico 5.6 fica evidenciado que, a partir de maio de 2014, as concessões totais entraram em trajetória decrescente, puxadas pelas sucessivas quedas das concessões para pessoas jurídicas. A partir do final de 2014, as concessões para pessoas físicas também entraram em retração.

GRÁFICO 5.6
Variação em doze meses da média diária de concessões: total, jurídicas e físicas (jan./2013-jul./2015)
(Em %)



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

GRÁFICO 5.7
Variação em doze meses da média diária de concessões por cheque especial e cartão de crédito rotativo: jurídicas e físicas (mar./2012-jul./2015)
(Em %)



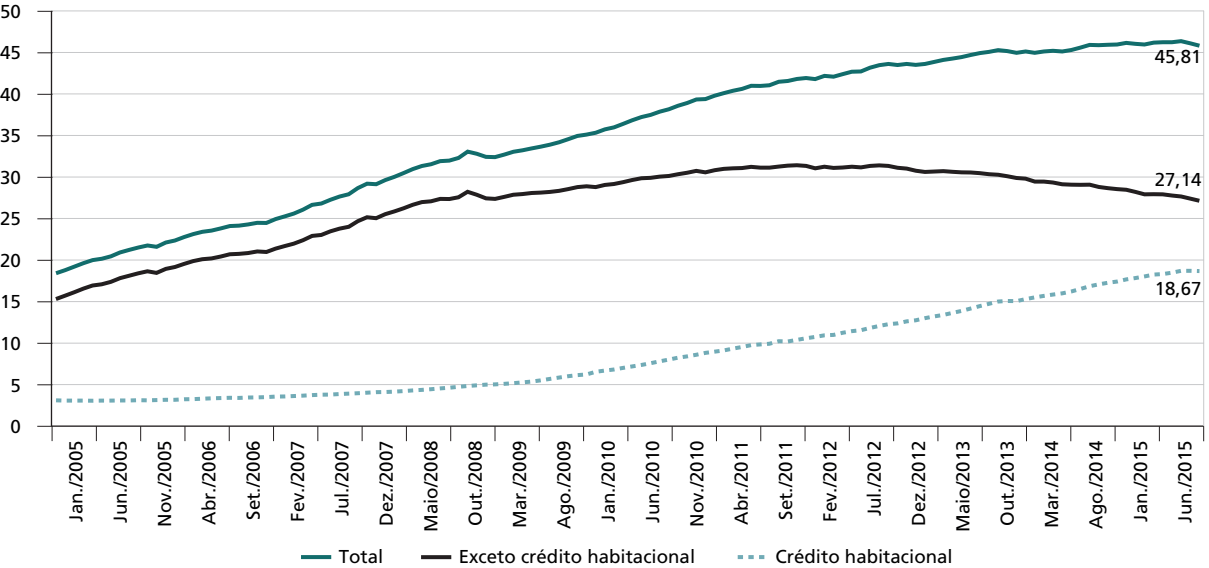
Fonte: BCB.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Analisando as concessões de crédito de cheque especial e cartão de crédito rotativo em conjunto, verificamos que houve diminuição de 5,67% das concessões para pessoas físicas e crescimento de 0,34% para pessoas jurídicas em relação a julho de 2014. Ao mesmo tempo, observa-se que, desde o fim de 2014, há uma tendência de crescimento da taxa sobre o mesmo mês do ano anterior do crédito do cheque especial e do cartão de crédito rotativo para as pessoas jurídicas (gráfico 5.7). O maior recurso a este tipo de crédito pode significar que as empresas estão recorrendo a ele na falta da opção de conseguir outros tipos de crédito mais baratos, o que seria um mau sinal para as perspectivas da inadimplência.

5.3 ENDIVIDAMENTO

O endividamento das famílias como percentual da renda acumulada nos últimos doze meses atingiu 45,8% em junho de 2015, como pode ser visto no gráfico 5.8. Tal resultado é alcançado pela composição de uma elevação do endividamento por conta do crédito habitacional e de uma retração do endividamento por outros tipos de crédito. Entre 2005 e 2008, o crescimento do endividamento total era por conta dos demais tipos de crédito. A partir de 2008, o endividamento por crédito habitacional entrou em rota de crescimento e, mais recentemente, passou a explicar a elevação do endividamento total, enquanto os demais tipos passaram a cair.

GRÁFICO 5.8
Endividamentos das Famílias com o SFN em relação à renda acumulada dos últimos doze meses (jan./2005-jun./2015)
(Em %)



Fonte: BCB.

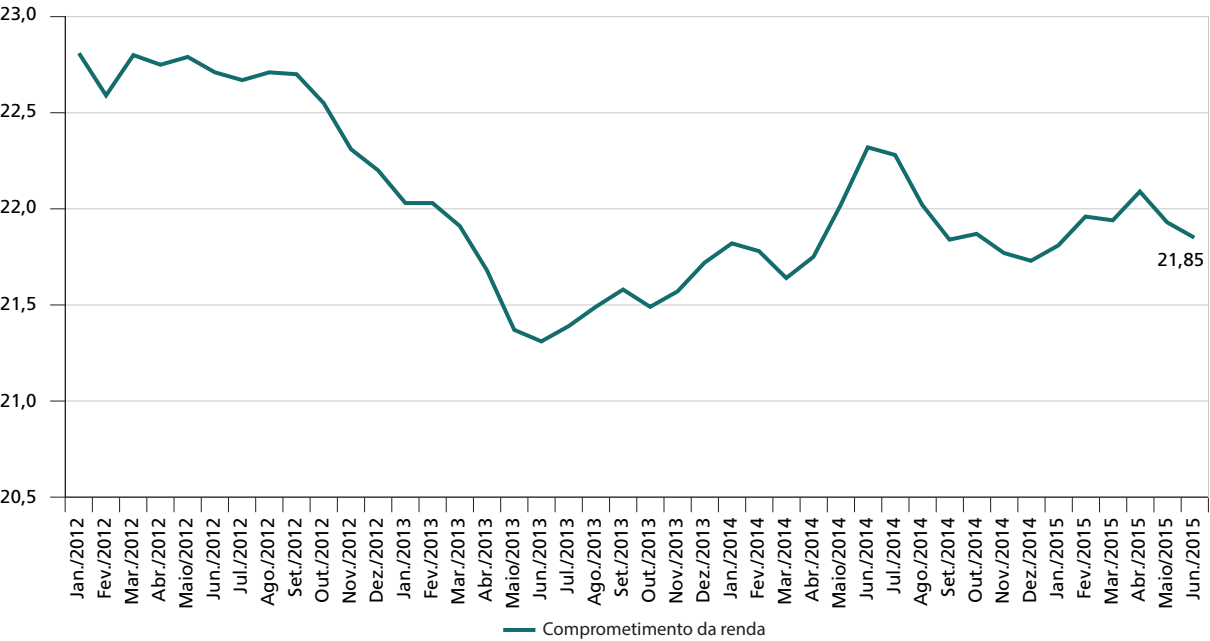
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

O comprometimento da renda com o serviço da dívida das famílias atingiu 21,8% em junho de 2015, mantendo uma ligeira queda no período recente. Em dezembro de 2014, seu patamar era de 21,7% (gráfico 5.9).

A taxa de inadimplência (atraso superior a noventa dias) da carteira de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) com recursos livres teve pequeno aumento em julho de 2015 em relação ao mês anterior, como pode ser visto no gráfico 5.10. Este indicador foi de 5,4% e 4,1% para pessoas físicas e jurídicas, respectivamente. No caso das pessoas físicas, a inadimplência está mantendo-se estável, na faixa de 5,4% desde o início de 2014. Já para as pessoas jurídicas, o indicador apresenta trajetória

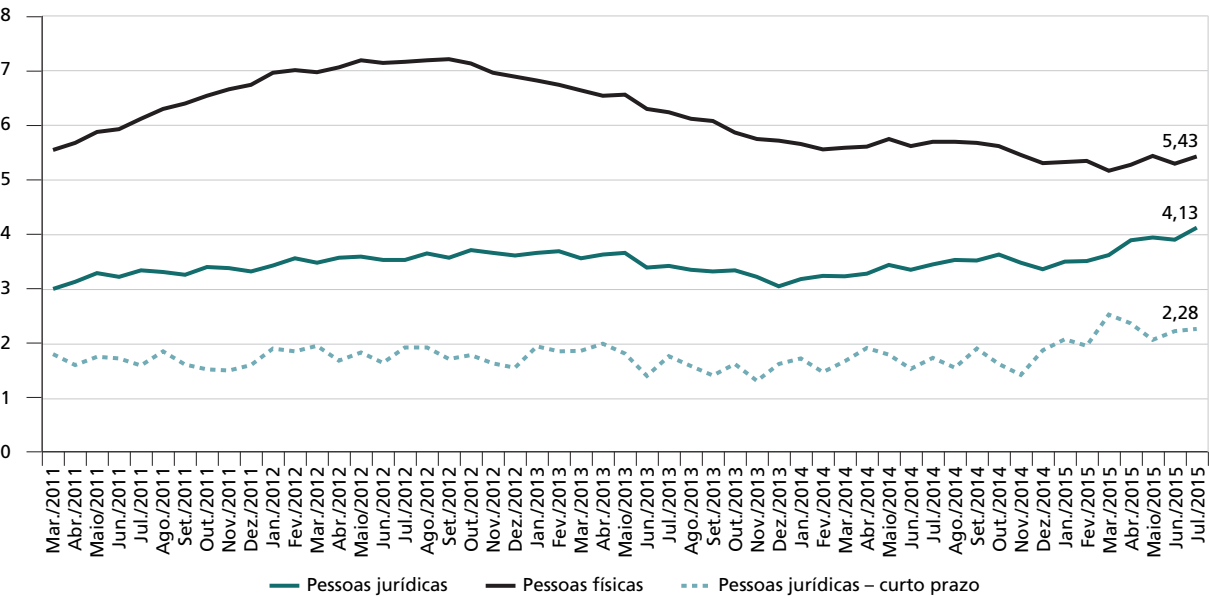
de crescimento desde o fim de 2013. O aumento das concessões por cheque especial e cartão de crédito rotativo e o aumento do atraso de curto prazo para pessoas jurídicas sinalizam uma possível piora no quadro de inadimplência.

GRÁFICO 5.9
Comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida do SFN, com ajuste sazonal
(jan./2012-jun./2015)
(Em %)



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

GRÁFICO 5.10
Taxa de inadimplência da carteira de crédito do SFN com recursos livres: pessoas jurídicas e físicas
(mar./2011-jul./2015)
(Em %)



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

6 FINANÇAS PÚBLICAS

SUMÁRIO

Mesmo com a aprovação de várias das propostas de corte de gastos e aumento das receitas públicas enviadas pelo Executivo ao Congresso Nacional no início do ano, o panorama das contas públicas brasileiras ainda não mostra claros indícios de recuperação. A arrecadação tributária vem apresentando desempenho bem aquém do esperado, mesmo após as recentes elevações de alíquotas e bases tributárias, principalmente por conta do fraco dinamismo da atividade econômica. Por isso, o grande esforço do ajustamento permanece focado no corte das despesas públicas, sobretudo nos gastos em investimento.

Com efeito, o mau desempenho da arrecadação forçou o governo a rever para baixo, em julho passado, suas previsões de receitas para 2015, assim como as metas fiscais estipuladas para 2015, 2016 e 2017. Na ocasião, o governo anunciou cortes adicionais de gastos e propôs programas para a recuperação de créditos atrasados; para obtenção de receitas advindas da regularização de ativos de brasileiros no exterior; e, também, para angariar recursos de concessões e dividendos.

Se, por um lado, o governo obteve algum sucesso ao implantar medidas de ajuste no curto prazo, por outro, sofreu derrotas importantes no Congresso Nacional que podem afetar a dinâmica das contas públicas no curto e médio prazos. Com efeito, apesar de ter vetado a aprovação do fim do fator previdenciário e do reajuste dos salários de servidores do Judiciário, a Presidência corre o risco de ver seus vetos derrubados pelo Congresso Nacional nas próximas semanas, o que tornaria o quadro fiscal ainda mais complexo.

Embora tivesse se comprometido com uma meta de *superavit* primário de 0,7% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2016, o governo enviou ao Congresso Nacional, no fim de agosto, um projeto de lei orçamentária prevendo um *deficit* primário de 0,5% do PIB no próximo ano. A reação do mercado foi negativa e culminou, no início de setembro, com a piora na avaliação do quadro fiscal brasileiro por parte de uma agência de risco internacional, que aumentou o risco de crédito do Brasil e retirou do país o “grau de investimento”.

No entanto, já no início da segunda quinzena de setembro, o governo anunciou um conjunto de propostas para viabilizar a meta de *superavit* de 0,7% do PIB em 2016, incluindo medidas do lado do gasto (postergação do reajuste salarial do funcionalismo, cancelamento de concursos etc.) e da arrecadação (com cortes adicionais de subsídios e a recriação da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira –CPMF). A tramitação dessas medidas é incerta e se dará em um momento de reestruturação do governo federal, dado que uma ampla reforma administrativa, prevendo a fusão de vários órgãos públicos e o fechamento de dez ministérios, deve ser anunciada nas próximas semanas.

6.1 PROGRAMAÇÃO ORÇAMENTÁRIA E AJUSTE FISCAL

De acordo com a Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2015 (LDO 2015), ainda em vigor, a meta de *superavit* primário do setor público consolidado em 2015 é de R\$ 66,325 bilhões. Em princípio, os estados e municípios devem se responsabilizar por R\$ 11,046 bilhões, deixando para a União a obrigação de poupar R\$ 55,279 bilhões. Todavia, a lei determina que a União deverá se responsabilizar, sozinha, pelos R\$ 66,325 bilhões, caso os entes subnacionais não consigam cumprir a meta supracitada (LDO 2015, Artigo 2º, § 3º).

Mas, já no final de julho passado, – com o contingenciamento orçamentário de R\$ 69,9 bilhões estabelecido pelo Decreto nº 8.456, (programação orçamentária e financeira da União) anunciado em maio – o governo reconheceu ser inviável o cumprimento da meta prevista na LDO 2015.

Na ocasião, o governo abateu a estimativa de receita prevista na LDO 2105 em 46,7 bilhões de reais, reviu para cima a previsão de despesas obrigatórias em 11,4 bilhões de reais¹ e anunciou um contingenciamento adicional de despesas da ordem de R\$ 8,6 bilhões. Com isso, a meta de *superavit* primário da União foi reduzida de R\$ 55,3 bilhões para R\$ 5,8 bilhões.

Reconhecendo que a frustração das receitas também vem afetando os governos subnacionais, a equipe econômica decidiu, ainda, reduzir a meta de *superavit* primário prevista para os estados e municípios de R\$ 11,05 bilhões para R\$ 2,9 bilhões. Por fim, o governo anunciou que poderia reduzir o primário em R\$ 26,4 bilhões adicionais, no caso de frustração de um conjunto específico de receitas: *i*) recebimentos de débitos atrasados; *ii*) receitas advindas da regularização de ativos de brasileiros no exterior; e *iii*) receitas com dividendos e concessões. O resultado líquido dessas medidas foi a fixação de uma meta de *superavit* para o setor público consolidado que poderá variar no intervalo entre R\$ 8,7 bilhões positivos (no caso de não haver qualquer frustração de receitas) e R\$ 17 bilhões negativos (no caso de frustração total de receitas). Na ocasião, o governo anunciou, ainda, que tinha como objetivo alcançar um *superavit* primário de 0,7% do PIB em 2016 e 1,3% do PIB para 2017.

A mudança na meta para 2015 foi incluída no Projeto de Lei do Congresso Nacional (PLN) nº 5 de 2015, enviado pelo Executivo ao Congresso em 23 de julho de 2015, e ainda pendente de ratificação.

Nesse contexto, o envio pelo governo federal ao Congresso, no final de agosto passado, de uma proposta de lei orçamentária para 2016 com previsão de um *deficit* primário de 0,5% do PIB ocasionou uma reação negativa do mercado. Com isso, houve, no início de setembro, a piora na avaliação do quadro fiscal brasileiro, por parte de uma agência de risco internacional, que elevou o risco de crédito do Brasil e retirou do país o “grau de investimento”.

Mas já na segunda quinzena de setembro o governo reiterou seu compromisso com a meta de 0,7% do PIB em 2016, enviando ao Congresso Nacional uma série de medidas adicionais, tanto do lado do gasto (postergação do reajuste salarial do funcionalismo, cancelamento de concursos etc.) quanto do lado da arrecadação (com cortes adicionais de subsídios e a recriação da CPMF) com o intuito de viabilizá-la. A tramitação dessas medidas é incerta, entretanto, e se dará em um momento de reestruturação do governo federal, dado que uma ampla reforma administrativa, prevendo a fusão de vários órgãos públicos e o fechamento de dez ministérios, deve ser anunciada nas próximas semanas.

6.2 GOVERNO FEDERAL

Segundo a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), o governo central fechou o mês de julho com um resultado primário acumulado negativo em R\$ 9,05 bilhões (frente a um *superavit* de R\$ 15,1 bilhões, no mesmo período do ano anterior). O resultado foi fruto, principalmente, de queda real² de 3,7% nas receitas líquidas da União, frente ao crescimento de 0,4% das despesas totais em relação ao observado em 2014.

Registre-se que o desempenho das receitas líquidas da União encontra-se 1,1% abaixo do projetado no Decreto nº 8.496, de 30 de julho de 2015. Por outro lado, o ajuste nas despesas tem se revelado bastante forte, com o acumulado do ano fechando julho na faixa de 2,3% abaixo do previsto. A tabela 6.1 sumariza os resultados acumulados até julho e os compara com as estimativas oficiais do governo em maio.

1. As metas para 2016, 2017 e 2018, fixadas em 2% do PIB, foram reduzidas para 0,70% no próximo ano e 1,3% em 2017. A nova meta será distribuída da seguinte forma: a economia do governo central ficará em R\$ 5,8 bilhões (0,1% do PIB) e em 2,9 bilhões de reais para estados e municípios (0,05% do PIB).

2. Dados deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

TABELA 6.1
Resultado do governo central comparado à previsão do Decreto nº 8.496/2015
(Em R\$ bilhões)

Item	Acumulado até julho		Variação (%) ¹ (a/b)
	Realizado (a)	Previsto (b) ²	
1. Receita total	537,2	535,2	100,4
1.1 Impostos e contribuições	476,5	-	-
1.2 Dividendos, concessões, FSB e Petrobras	8,8	-	-
1.3 Demais	51,9	-	-
2. Transferências a estados e municípios	129,0	122,4	105,4
3. Receita líquida (1-2)	408,2	412,9	98,9
4. Despesas	377,3	386,1	97,7
4.1 Pessoal e encargos sociais	132,8	135,7	97,9
4.2 Outras correntes e de capital	244,5	250,5	97,6
5. Resultado do Tesouro (3-4)	30,9	26,7	115,7
6. Resultado da Previdência (6.1-6.2)	-39,4	-39,8	98,9
6.1 Arrecadação líquida INSS	194,3	193,1	100,6
6.2 Benefícios da Previdência	233,7	233,0	100,3
7. Resultado primário Tesouro + Previdência	-8,5	-13,1	-35,3

Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Notas: ¹ Variação em relação ao previsto pelo Decreto nº 8.496/2015, ajustado sazonalmente.

² Previsão ajustada sazonalmente.

As atuais estimativas de crescimento para receitas totais da União para o exercício de 2015 giram em torno de 0,8%. No entanto, até o final de julho, registrou-se decréscimo real de 5,5%, em decorrência, principalmente, da queda de 3,2% nas receitas de impostos e contribuições. Percebe-se, assim, que as previsões do governo apresentadas no final de julho trazem implícita uma forte recuperação das receitas nos próximos cinco meses.

Em contrapartida, as projeções do lado das despesas, que implicam um decréscimo para o ano na ordem de 3,9%, aparecem lineares com os valores observados até o momento. Os dados estão na tabela 6.2.

TABELA 6.2
Resultado do governo central (jan.-jul./2015) e previsão do Decreto nº 8.456/2015
(Em %)

Item	Jan.-jul./2015		2015	
	Resultado	Variação (%)	Previsão	Variação (%)
1. Receita total	537,2	-5,5	975,3	0,8
1.1 Impostos e contribuições	476,5	-3,2	-	-
1.2 Dividendos, concessões e Petrobras	8,8	-39,1	-	-
1.3 Demais	51,9	-16,1	-	-
2. Transferências a estados e municípios	129,0	-4,8	213,7	-7,2
3. Receita líquida (1-2)	408,2	-5,8	761,6	3,3
4. Despesas	377,3	-2,2	666,9	-3,9
4.1 Pessoal e encargos sociais	132,8	-2,6	236,2	-1,9
4.2 Outras despesas de custeio e capital	244,5	-2,0	430,7	-5,0

(Continua)

(Continuação)

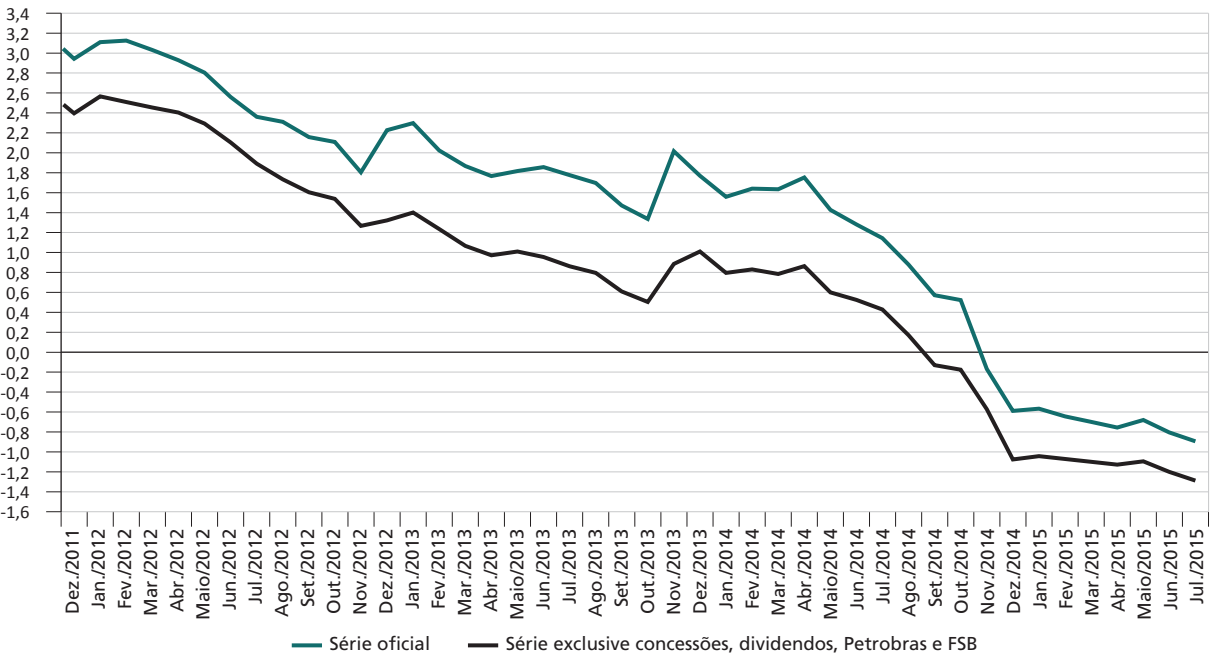
Item	Jan.-jul./2015		2015	
	Resultado	Variação (%)	Previsão	Variação (%)
6. Resultado do Tesouro (3-4+5)	30,9	-34,7	94,7	118,5
7. Resultado da Previdência (7.1-7.2)	-39,4	27,7	-88,9	43,1
7.1 Arrecadação líquida INSS	194,3	-2,5	350,0	-5,4
7.2 Benefícios da Previdência	233,7	1,5	438,9	1,6
8. Resultado primário Tesouro + Previdência	-8,5	-151,2	5,8	131,1

Fonte: STN e Decreto nº 8.456/2015.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
Notas: * Variação em relação ao mesmo período de 2014.
** Valores referentes ao Decreto nº 8.496/2015.

O *deficit* primário acumulado até julho (R\$ 9,05 bilhões) representa 0,16% do PIB. O indicador acumulado em doze meses, por seu turno, fechou o mês em 0,89% do PIB, bem aquém do registrado (*superavit* de 1,14% do PIB) no mesmo período de 2014, e com ligeira tendência de queda (gráfico 6.1).

Conforme já assinalado em recentes edições desta *Carta*, a queda do resultado primário vem ocorrendo porque o crescimento real das despesas – apesar de cadente – segue superando o crescimento das receitas.

GRÁFICO 6.1
Resultado primário do setor público consolidado (exclusive Petrobras e Eletrobras), acumulado em doze meses e dividido pelo PIB acumulado em doze meses (dez./2011-jul./2015)
(Em R\$)



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

Ao final do primeiro semestre, o exame dos dados relacionados às receitas primárias da União indica queda real de 3% (o que equivale a uma perda de R\$ 22,8 bilhões) em decorrência, principalmente, de significativa queda na arrecadação dos tributos que incidem sobre a produção (-4,5% ou R\$ 8 bilhões) – puxado pelas acentuadas quedas de 3,5% na Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e 12,2% no Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI); dos impostos sobre o lucro (-3% ou R\$ 5,2 bilhões); e dos tributos sobre salários (-1,1% ou R\$ 3,3 bilhões).

A significativa melhora na arrecadação de Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro (IOF) (+10,2%), por conta da recente elevação de alíquotas (Decreto nº 8.392), não foi suficiente para cobrir a queda na arrecadação dos outros grupos de tributos citados.

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

TABELA 6.3
Arrecadação dos principais componentes das Receitas Primárias Federais Totais (RPFT) e respectivas variações (jan.-jul./2015)

Elementos	Jan.-jul. (R\$ milhões)	Variação real 2014/2015 (%)	Variação real absoluta (R\$ milhões)
RPFT (exclusive dividendos e concessões)	742,6	-3,0	-22,8
Salários	286,5	-1,1	-3,3
Previdência	198,9	-1,4	-2,8
Demais sem salários	87,6	-0,6	-0,5
Lucros	168,2	-3,0	-5,2
Produção	170,3	-4,5	-8,0
IPI-Produção	19,3	-12,2	-2,7
Cofins	118,9	-3,5	-4,3
Demais sem produção	32,1	-2,9	-0,9
Importação	33,7	2,0	0,7
Operações financeiras	20,3	10,2	1,9
Demais receitas	63,6	-12,2	-8,8
Dividendos	3,4	-70,5	-8,2
Concessões	5,5	86,3	2,5

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

Com relação às despesas primárias da União, houve ligeiro crescimento real (+1,1% ou R\$ 6,7 bilhões). O governo vem realizando um ajuste bastante severo, principalmente nos investimentos (-36,4%), que representou uma economia de R\$ 18,5 bilhões. Ainda que de forma menos contundente (-1,4%), o mesmo ocorreu na rubrica “pessoal e encargos sociais”.

Conforme já mencionado em edição anterior desta *Carta*, o fim dos repasses para a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) muito tem contribuído para o ajuste. No semestre, a queda foi de -77,50%, implicando economia de R\$ 4,6 bilhões.

No entanto, na contramão do ajuste, os dados indicam que houve forte crescimento real (+45,8%) nos gastos de compensação do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), o que implicou despesa adicional para o Tesouro de R\$ 5 bilhões, além do aumento de 2,7% nos benefícios previdenciários, em decorrência do reajuste do salário mínimo. O que mais salta aos olhos, entretanto, é o forte crescimento (+16,9%) observado nas demais despesas, que representa variação real absoluta de R\$ 19,3 bilhões. Estão contidos nesse grupo despesas como concessão de bolsas de estudo superior, com crescimento real de 36,15%; complemento da atualização do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) (+38,72%); repasses para complementação do piso da educação básica (+19,05%); e compra e distribuição de medicamentos (+17,46%).

A tabela 6.4 discrimina os gastos e esclarece as variações reais absoluta e percentual das receitas primárias da União.

TABELA 6.4
Gastos dos principais componentes das despesas primárias federais totais (DPFT) e respectivas variações (jan.-jul./2015)

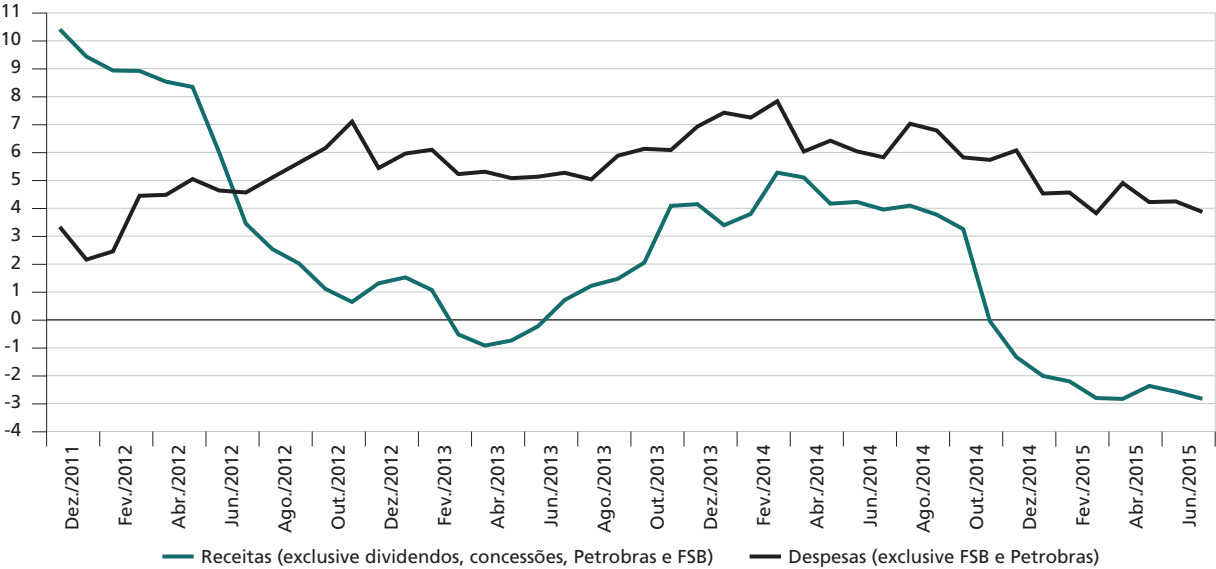
Elementos	Jan.-jul./2015 (R\$ milhões)	Variação real 2014/2015 (%)	Variação real absoluta (R\$ milhões)
DPFT	626,3	1,1	6,7
Benefícios previdenciários	239,3	2,7	6,3
Pessoal e encargos sociais	135,9	-1,4	-2,0
Transferências às famílias (exclusive RGPS)	68,3	1,6	1,1
Investimentos	32,2	-36,4	-18,5
Compensação RGPS	15,77	45,8	5,0
Auxílio à CDE	1,32	-77,5	-4,6
Demais despesas	133,5	16,9	19,3

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

No gráfico 6.2 são ilustradas as taxas de crescimento real, deflacionadas pelo IPCA, das receitas e das despesas primárias da União, acumuladas em doze meses. Impressiona a persistência com que as despesas têm crescido acima das receitas. Isso tem ocorrido a despeito da redução no ritmo do crescimento das despesas (exclusive Fundo Soberano do Brasil – FSB – e Petrobras) de 4,23% em junho para 3,50% em julho. Registre-se, ainda, que o resultado das despesas (exclusive FSB e Petrobras) em julho de 2015 é 2,66 pontos percentuais (p.p.) abaixo do apresentado em 2014.

Por outro lado, a queda na arrecadação em julho implicou piora no indicador já negativo (3,50% em julho *versus* 2,89% no mês anterior). A taxa de variação real das receitas acumuladas em doze meses encontra-se em terreno negativo desde novembro de 2014, e abaixo da taxa de crescimento das despesas desde julho de 2012.³

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



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

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

A persistência do baixo dinamismo da atividade econômica (ver seção *Atividade econômica* desta *Carta de Conjuntura*) continua afetando negativamente a arrecadação federal, principalmente os tributos ligados à produção e aos lucros. O gráfico 6.3 ilustra o que vem ocorrendo com as Receitas Primárias Federais Totais (RPFT).

Os impostos incidentes sobre a produção – IPI, Cofins e contribuições para os Programa de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/Pasep) – permanecem em desaceleração, mesmo com o fim das desonerações em vários setores da economia. Daí a queda de 7,51% na receita acumulada desses tributos em doze meses, e de 4,5% quando se compara o resultado do período janeiro-julho dos dois últimos anos.

A evolução dos tributos ligados ao lucro das empresas – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e Imposto de Renda (IR) exclusive o IR sobre os rendimentos do trabalho retido na fonte e o IR pessoa física – também continua desfavorável. Com contração acumulada em doze meses da ordem de 4,13%, em termos reais, esses tributos apresentaram queda no acumulado de janeiro a julho de 3,0% na comparação com o mesmo período de 2014.

Como resultado da piora no mercado de trabalho, o desempenho das receitas dos tributos sobre os salários⁴ já mostra queda de 1,1% na comparação do acumulado de janeiro a julho de 2014 e 2015 (tabela 6.3). Entretanto, o crescimento acumulado nos últimos doze meses permanece positivo (+0,28%).

Por fim, o panorama da arrecadação dos tributos incidentes sobre as importações e o crédito vem mostrando os primeiros sinais de recuperação decorrentes das elevações de alíquotas instituídas por conta do ajuste fiscal. Com efeito, os tributos sobre as importações fecharam o mês de julho com crescimento acumulado de 2% (com variação absoluta real de mais R\$ 700 milhões), embora mantenham queda de 4,70% no acumulado dos últimos doze meses. Já os impostos sobre operações financeiras mostraram crescimento de 10,2% no período janeiro-julho e de 5,48% no acumulado nos últimos doze meses.

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

Apesar da forte contração nos gastos federais decorrente do decreto de contingenciamento,⁵ a despesa primária federal total (DPFT) permanece com taxa de variação positiva – da ordem de 3,84% em termos reais – no acumulado em doze meses. Entretanto, na comparação do período janeiro-julho de 2015 com o exercício anterior, a variação real é de apenas 1,1%.

A desagregação das DPFT em cinco componentes (gráfico 6.4) indica que os investimentos continuam sendo a grande variável sacrificada no ajuste. As despesas com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e demais investimentos – que somadas representam 5,02% da DPFT – tiveram queda de 32,2% no período janeiro-julho em relação ao mesmo período de 2014. A redução ocorrida nessas despesas no atual exercício foi tão drástica que a queda acumulada nos últimos doze meses já atinge 22%.

Os gastos com Pessoal e Encargos Sociais, que representam aproximadamente 22% da DPFT, cresceram 0,81% nos últimos doze meses e apresentaram queda de 1,14% na comparação semestral. Já os benefícios do RGPS, que respondem por 37,45% da DPFT, tiveram elevação de 2,70% no período janeiro-julho em comparação com o mesmo período de 2014. No acumulado em doze meses, a variação foi positiva em 4,30%.

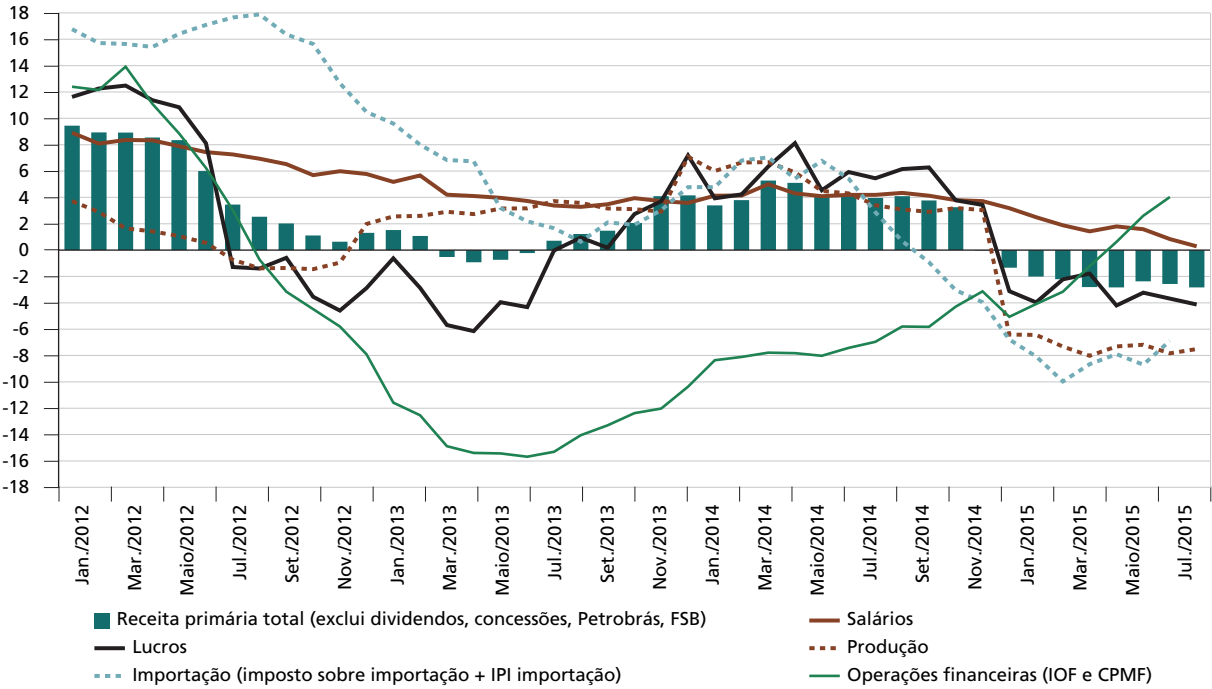
4. Ou seja, o IRPF, Imposto de Renda Retido na Fonte – Rendimentos do Trabalho, Salário Educação e Contribuição para a Previdência.

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

GRÁFICO 6.3

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

(Em %)



Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

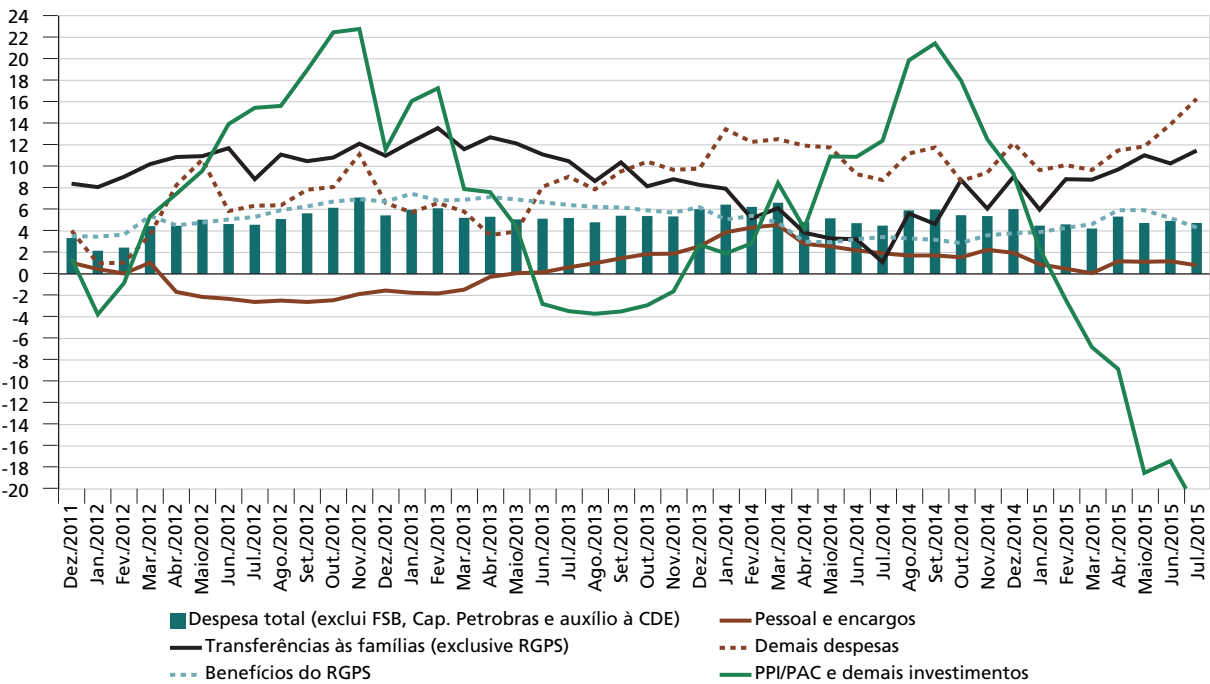
O grupo que compreende as “demais despesas” teve alta de 11,79%, no período de janeiro a julho deste ano, puxado pelas “outras despesas de custeio e capital, exclusive Programa Bolsa Família e PAC/Projeto Piloto de Investimento (PPI) e demais investimentos”. Quase 9% dessas despesas consistem nas compensações pagas pela União ao RGPS pelas desonerações na folha de pagamento – uma despesa intraorçamentária que teve alta de 57,81% no primeiro semestre do ano (+R\$ 5.651,9).

Por fim, é importante focalizar os gastos com programas de Transferências de Rendas às Famílias (TFs), exclusive o RGPS, os quais apresentaram elevação de 11,47% no acumulado dos últimos doze meses.

O gráfico 6.5 segmenta as TFs em Abono Salarial e Seguro Desemprego, benefícios da Lei Orgânica da Assistência Social (Loas) e Renda Mensal Vitalícia (RMV) e no Programa Bolsa Família. Os gastos com Abono Salarial e Seguro Desemprego – que representam 46,81% da TFs – foram os que tiveram o maior aumento até julho de 2015, com taxa de variação real acumulada nos últimos doze meses de 24,12%. Deve-se ressaltar que a sanção da Medida Provisória (MP) nº 665, que modificou os critérios de concessão desses benefícios, ainda não surtiu efeitos, uma vez que entrou em vigor apenas em junho último.

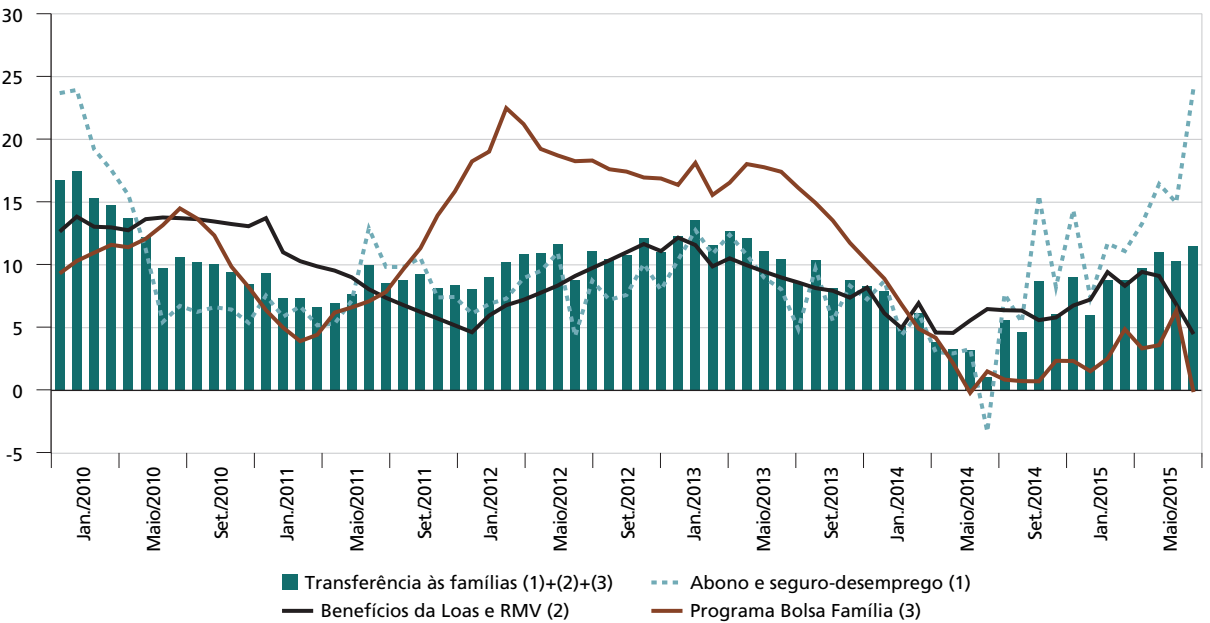
O Programa Bolsa Família, que tem o menor peso relativo dos três no total das TFs (19%), apresentou, até julho, queda real acumulada nos últimos doze meses de 0,12%. Com relação aos gastos com os benefícios da Loas e RMV – cujo peso nas TFs é de 33,85% –, o crescimento no acumulado em doze meses foi de 4,48%.

GRÁFICO 6.4
Evolução dos principais componentes das DPFTs: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (dez./2011-jul./2015)
 (Em %)



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

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

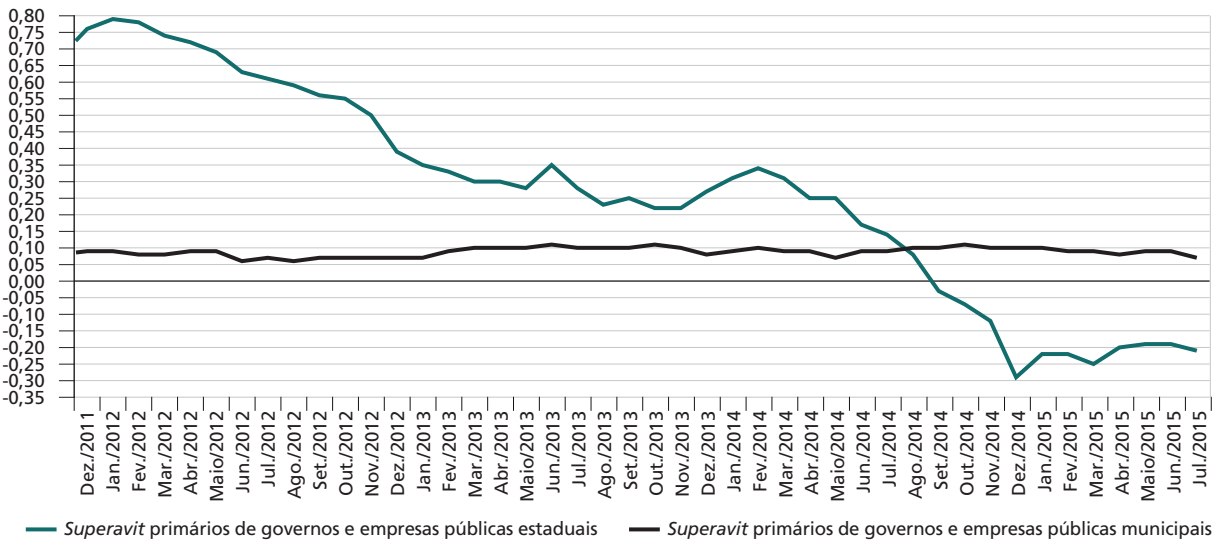


Fonte: BCB e STN.
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

6.3 ESTADOS E MUNICÍPIOS

Ao final do primeiro semestre do ano, os entes subnacionais acumularam um *superavit* primário de R\$ 14,9 bilhões, sendo os estados responsáveis por R\$ 13,6 bilhões e os municípios por R\$ 1,5 bilhão. Este número deve-se, em grande parte, ao esforço fiscal do início do ano, que reverteu tendência de queda apresentada pelo *superavit* desde janeiro de 2011 (gráfico 6.6). Já nos meses mais recentes, junho e julho, esse resultado voltou ao terreno negativo, com *deficit* primários iguais a R\$ 260 milhões e R\$ 4,1 bilhões, respectivamente. O resultado final é que o *deficit* primário acumulado em doze meses voltou a subir, sendo igual a R\$ 7,7 bilhões em julho (0,14% do PIB).

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



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

Para compreender os determinantes do resultado primário, é preciso observar os componentes “acima da linha” de gastos e despesas disponíveis nos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária (RREO).⁶ Um resumo dos RREOs dos estados encontra-se na tabela 6.5, que mostra que a receita primária encolheu 4,56% no primeiro semestre do ano. Esta queda foi generalizada por quase todas as fontes de receitas, tanto as tributárias, quanto as transferências. O Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS), principal tributo dos estados, teve uma redução de 9,4% (aproximadamente R\$ 16 bilhões) e as transferências correntes diminuíram em 4,9%. O único componente a apresentar resultado positivo foi as demais receitas primárias (crescimento de 5,1%).

Já pelo lado da despesa, embora esta tenha se reduzido em relação ao acumulado no mesmo período do ano passado (queda de 4,8% no total), a diminuição foi devida, principalmente, a cortes nos gastos de Investimento (44,9% menores do que os valores de junho de 2014). A maior parcela de gastos dos estados – o componente Pessoal e Encargos Sociais – no entanto, cresceu 4,6% em relação ao mesmo período de 2014, o que comprometeu o resultado primário, que ficou 1,8% menor do que no período janeiro-junho de 2014.

6. É necessário atentar para o fato de que a aproximação “acima da linha” feita pelos RREOs é imperfeita, pois os dados dos Rreos são baseados em conceitos orçamentários – por oposição ao critério “de caixa” utilizado nas Leis de Diretrizes Orçamentárias (LDOs) para fixar a meta de *superavit* primário – e porque subsistem diferenças de interpretação dos conceitos da contabilidade pública nos vários estados brasileiros.

TABELA 6.5
Aproximações da dinâmica “acima da linha” das finanças públicas estaduais construídas a partir dos dados dos RREOs (jan.-jun./2015)
(Em R\$ bilhões)

Receitas e despesas	1º sem. (2014) ^{1,2}	1º sem. (2015) ¹	Variação real (%) ¹
Receita primária total	368,2	351,5	(4,56)
Receita tributária	218,5	202,2	(7,4)
ICMS	170,6	154,6	(9,4)
Demais receitas tributárias	47,9	47,6	(0,6)
Transferências correntes	81,3	77,3	(4,9)
Demais receitas primárias	68,4	71,9	5,1
Despesa primária total	338,2	321,9	(4,8)
Pessoal e encargos sociais	174,1	182,1	4,6
Investimentos	21,7	11,9	(44,9)
Transferências constitucionais e legais	55,6	46,8	(15,9)
Demais despesas	86,7	81,1	(6,5)
Resultado primário	30,1	29,5	(1,8)

Fonte: RREOs dos estados.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
Notas: ¹ O estado de Mato Grosso do Sul não consta na amostra.
² Dados deflacionados pelo IPCA para jul./2015 referentes a receitas realizadas e despesas liquidadas.
Obs.: É importante ressaltar que os dados dos RREOs são bimestrais. Por isso, a tabela refere-se ao período jan.-jul.

TABELA 6.6
Aproximações de despesas selecionadas dos estados construídas a partir dos dados dos portais de transparência dos estados (jun./2014-jun./2015)
(Em R\$ bilhões)

Receitas e despesas	1º sem. (2014)	1º sem. (2015)	Variação real (%) ¹	Jan.-jul./2014	Jan.-jul./2015	Variação real (%) ¹
Pessoal e encargos sociais	128,7	132,2	2,7	151,1	153,5	1,6
Salários	71,3	84,6	18,6	84,0	99,3	18,2
Benefícios previdenciários	40,7	45,6	12,0	47,9	53,3	11,1
Demais	16,7	2,0	(87,9)	19,2	0,9	(95,3)

Fonte: Dados extraídos dos portais de transparência dos estados do Acre, Amazonas, Bahia, Minas Gerais, Mato Grosso, Paraíba, Paraná, Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul, Santa Catarina, São Paulo e Tocantins.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Dados deflacionados pelo IPCA para jul./2015.
Obs.: Idem ao que ocorre na tabela 6.5, de forma que as duas tabelas são relacionadas. Mas com objetivo de apresentar as informações mais atualizadas, foram incluídas mais duas colunas com os dados de janeiro a julho.

Em uma tentativa de refinar o entendimento dos gastos obtidos nos RREOs, foram coletados dados de doze portais de transparência dos estados seguindo a metodologia proposta por Santos *et al.* (2015). Embora com cobertura menor,⁷ as informações contidas na tabela 6.6 permitem avaliar melhor o aumento encontrado no componente Pessoal e Encargos Sociais dos RREOs, separando-os em despesas com servidores ativos e inativos. Conforme é possível notar, a maior parcela desse aumento resulta de incrementos no gasto com salários, que cresceram 18,6% na

7. Devido à indisponibilidade de dados de alta qualidade e/ou frequência em todos os portais de transparência estaduais (PTs), foram escolhidos apenas doze estados para a amostra, cobrindo 72,6% dos gastos do GND 1 (valor acumulado até junho de 2015).

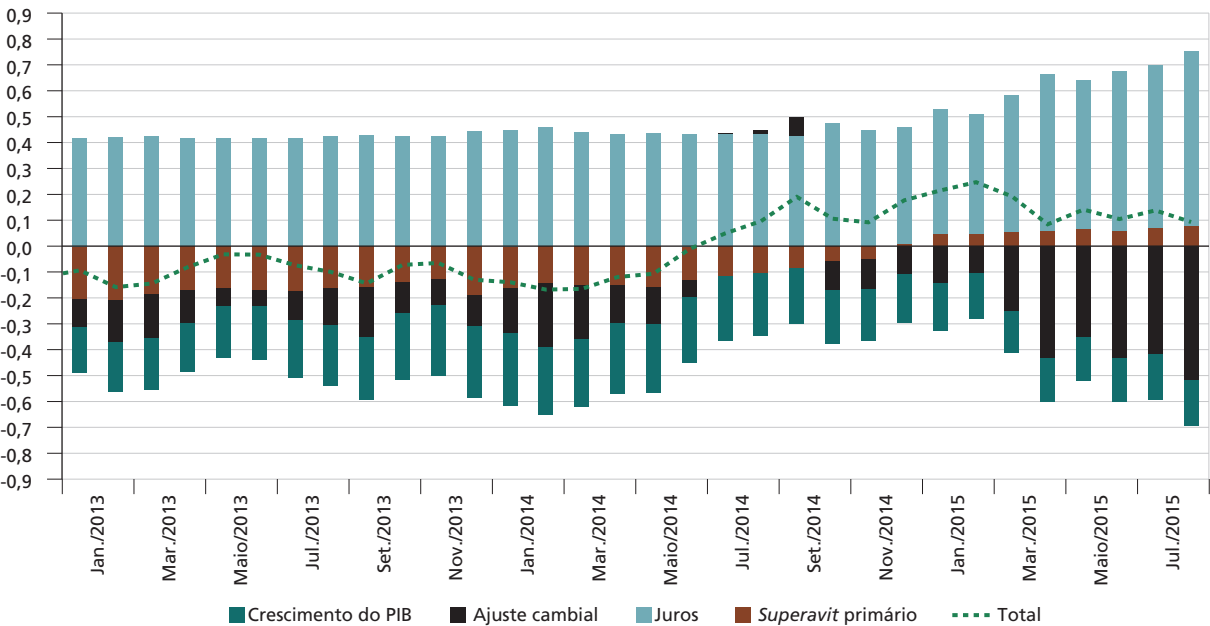
amostra para o primeiro semestre de 2015. Já os benefícios previdenciários também subiram no período, embora menos que o componente salarial (12,0%).⁸

6.4 DÍVIDA PÚBLICA E NECESSIDADE DE FINANCIAMENTO

Segundo dados do Banco Central do Brasil (BCB), o setor público consolidado apresentou *deficit* primário de R\$ 10 bilhões em julho. Nesse último mês os resultados foram negativos em R\$ 6,0 bilhões para o governo central, e em R\$ 3,9 bilhões para os entes subnacionais. No período janeiro-julho, o *superavit* primário acumulado apurado foi de R\$ 6,2 bilhões, perfazendo queda de 74,84% frente ao mesmo período de 2014. No acumulado em doze meses, registrou-se *deficit* primário de R\$ 50,99 bilhões (0,89% do PIB).

Com relação à dívida bruta do governo geral (DBGG), no mês de julho, houve alta de 1,38% do PIB, dos quais o efeito do crescimento econômico sobre a dívida acarretou queda de 0,30% do PIB. Também houve acréscimo de 1,7% do PIB relativos a outros fatores condicionantes, em que a emissão líquida da dívida bruta do governo geral apresentou aumento de 0,58% do PIB, e os juros nominais contribuíram com uma alta de 0,7% do PIB. Por fim, os ajustes metodológicos foram responsáveis por uma alta de 0,40% do PIB.

GRÁFICO 6.7
Fatores condicionantes da variação da DLSP (jan./2013-jul./2015)
(Variação acumulada em doze meses, em p.p. do PIB)



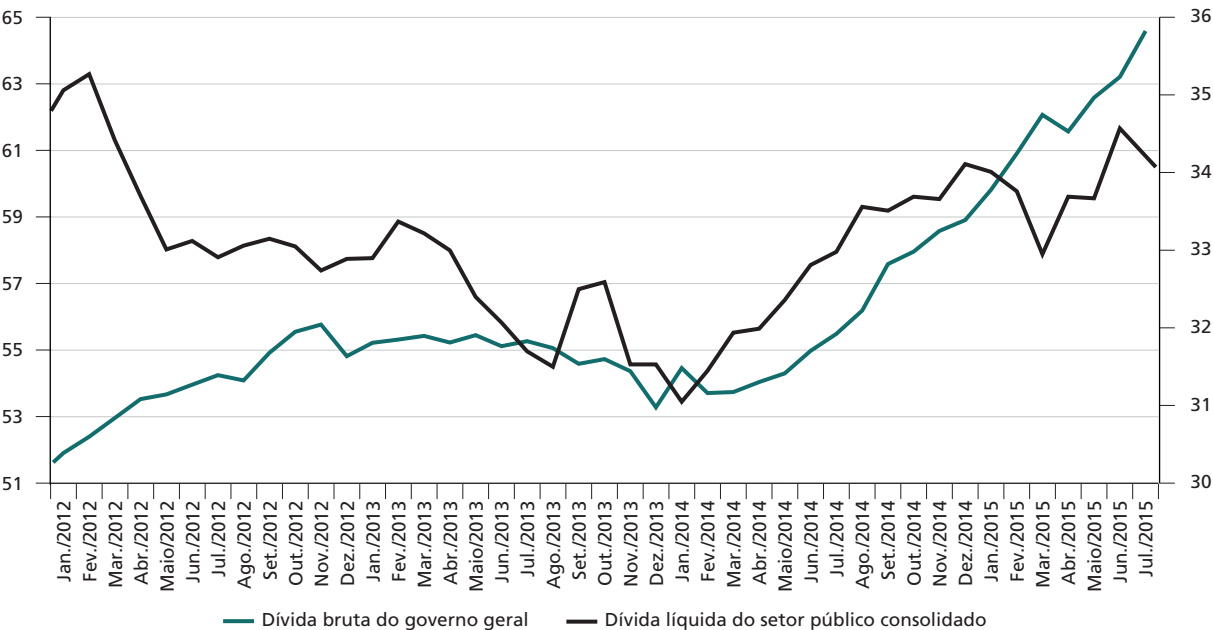
Fonte: BCB
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Enquanto isso, a Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (DLSP) reduziu-se em 0,38 p.p. do PIB em julho em relação ao mês anterior. A contribuição média nos últimos doze meses dos principais fatores condicionantes da DLSP pode ser vista no gráfico 6.7. O *superavit* primário e os

8. Pesquisas em andamento nos permitirão identificar, nas próximas *Cartas de Conjuntura*, se este crescimento tem se dado pela via de aumentos de salários e/ou da contratação de novos servidores.

juros contribuíram com elevações de, respectivamente, 0,08% do PIB e 0,67% do PIB. Já o ajuste cambial e o crescimento do PIB contribuíram para o decréscimo da DLSP. O primeiro contribuiu para uma redução de 0,52%, enquanto o efeito do crescimento do PIB se manteve relativamente estável, em torno de 0,17% do PIB. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a elevação foi de 1,22 p.p. do PIB.

GRÁFICO 6.8
DBGG e DLSP (jan./2012-jul./2015)
(Em % do PIB)



Fonte: BCB

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

7 ECONOMIA MUNDIAL

SUMÁRIO

A economia mundial voltou a apresentar alta volatilidade neste terceiro trimestre, associada às incertezas derivadas da perspectiva de uma desaceleração mais forte do crescimento na China e de elevação da taxa básica de juros nos Estados Unidos ainda este ano, após oito anos em nível muito próximo a zero. O balanço das projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) para a economia global aponta para ligeira queda do crescimento este ano e aumento do ritmo em 2016. Boa parte da desaceleração decorre da redução do crescimento projetado para os países emergentes, de 4,6% em 2014 para 4,2% em 2015. Em parte, isso reflete a forte queda dos preços de *commodities* associada à relativa perda de dinamismo na China e o fato de que a instabilidade financeira, resultante desse quadro, tem reduzido os fluxos de capital para países emergentes. Para os países avançados, a perspectiva é de que o crescimento nos Estados Unidos se mantenha e que na Europa ele acelere em relação aos níveis atuais.

7.1 PANORAMA GLOBAL

A economia mundial voltou a apresentar alta volatilidade neste terceiro trimestre. Depois de haver superado a instabilidade que, por vários meses, envolveu o futuro da Grécia – e, por extensão, do próprio euro –, os mercados internacionais têm se deparado desde o início de agosto com as incertezas derivadas da China, associadas à desaceleração da atividade econômica, à queda acentuada da Bolsa de Xangai e à desvalorização do renminbi (RMB). Como pano de fundo, mantém-se a perspectiva de elevação da taxa básica de juros nos Estados Unidos ainda este ano, após oito anos em nível muito próximo a zero. Em que medida a atual instabilidade no cenário internacional reflete fatores transitórios ou desequilíbrios de natureza estrutural, é uma questão ainda em aberto.

De concreto, o que se observa é um crescimento moderado, porém consistente, das economias mais desenvolvidas e um cenário de desaceleração – ou mesmo de retração – nos países emergentes. Nos Estados Unidos o crescimento do produto interno bruto (PIB) acelerou de 0,6% no primeiro trimestre para 3,7% no segundo, segundo taxas trimestrais de variação dessazonalizadas e anualizadas. As expectativas são de que a taxa se reduza para algo em torno de 2,5% ao ano (a.a.) no segundo semestre, gerando uma variação anual em 2015 de 2,5%, conforme as projeções mais recentes do FMI, acelerando para 3% em 2016, conforme a tabela 7.1. Na Zona do Euro (ZE), o PIB no segundo trimestre avançou 0,4% ante o primeiro – uma taxa anualizada de 1,6% ao ano. Não se trata de um desempenho excepcional, mantendo-se dentro da média trimestral observada desde o segundo semestre de 2013, mas bastante superior à taxa de -0,3% ao trimestre, registrada entre a segunda metade de 2011 e a primeira metade de 2013. A previsão do FMI para o crescimento na ZE é de 1,5% em 2015 e 1,7% em 2016.

TABELA 7.1
Crescimento do PIB: observado e projeções do FMI (WEO – julho de 2015)
 (Em %)

Crescimento real do PIB	Média 2000-2008	Média 2009-2011	2012	2013	2014	2015 (p)	2016 (p)
Mundo	4,1	2,8	3,4	3,4	3,4	3,3	3,8
Economias desenvolvidas	2,3	0,4	1,2	1,4	1,8	2,1	2,4
Área do euro	2,0	-0,3	-0,7	-0,4	0,8	1,5	1,7
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	2,5	3,0
Japão	1,2	-0,6	1,5	1,6	-0,1	0,8	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	7,3	7,5	7,5
América Latina e Caribe	3,7	3,0	2,9	2,9	1,3	0,5	1,7
Brasil	3,7	3,3	1,0	2,7	0,1	-1,5	0,7
Europa Central e Oriental	4,7	2,0	1,4	2,9	2,8	2,9	2,9
Comunidade de estados independentes	7,4	1,0	3,4	2,2	1,0	-2,2	1,2
Rússia	7,0	0,2	3,4	1,3	0,6	-3,4	0,2
Oriente Médio e Norte da África	5,8	4,1	4,8	2,4	2,7	2,6	3,8
África Subsaariana	5,8	4,5	4,4	5,2	5,0	4,4	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	3,3	3,2	4,1	4,4

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

A China, por seu turno, enfrenta uma transição delicada em seu processo de desenvolvimento. Tendo explorado quase ao limite a estratégia de crescimento com base em exportações e no investimento – no caso deste último, especialmente após a crise financeira internacional, quando os investimentos em infraestrutura e habitação dispararam – a economia chinesa busca um reequilíbrio em que o consumo e as atividades de serviços tenham um peso relativamente maior que no passado. Nesse processo, o crescimento tem desacelerado: a taxa anual passou de 10,5% em 2010 para 7,4% no ano passado. O FMI projeta um crescimento de 6,8% para este ano e 6,3% em 2016.

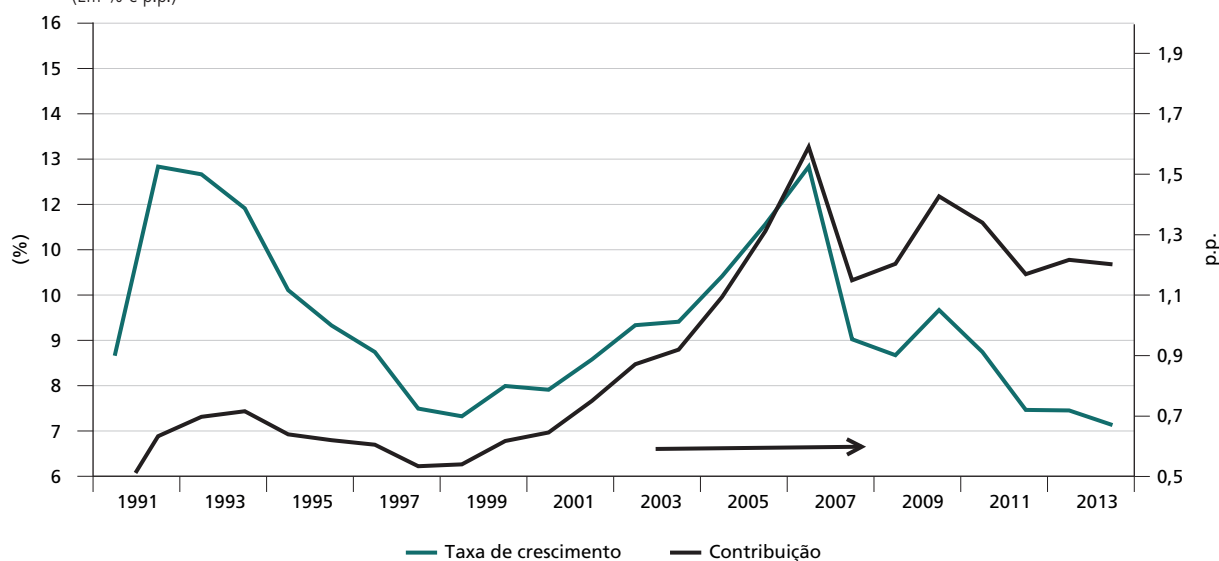
São taxas de crescimento ainda elevadas, mas cuja perspectiva de desaceleração tem despertado temores quanto ao impacto sobre os países emergentes, especialmente aqueles cujas exportações concentram-se em *commodities*. O impacto direto da desaceleração da China sobre a economia global pode ser visto no gráfico 7.1. As taxas de crescimento da China¹ reduziram-se depois de 2011, mas sua contribuição para o crescimento da economia mundial, devido ao aumento de seu peso relativo, se manteve mais elevada do que durante o período em que estas taxas ainda eram de dois dígitos. A participação da China no PIB global aumentou de 7% para 16% entre 2000 e 2014, e sua participação no aumento da renda global passou de 10% para quase 30% nesse período.

1. PIB em paridade do poder de compra (purchasing power parity – PPP) a preços constantes, conforme o International Financial Statistics (IFS).

GRÁFICO 7.1

China: taxas de crescimento e contribuição para o crescimento da economia mundial¹ (1991-2013, excluindo-se 2008-2009)

(Em % e p.p.)



Fonte: Ceic.

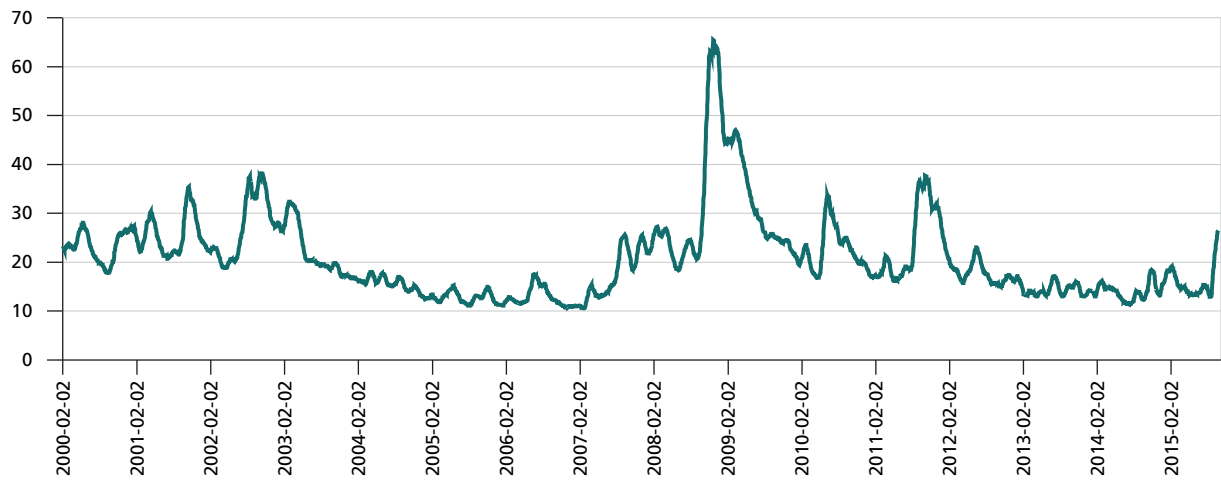
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nota: ¹ A preços constantes.

O balanço das projeções do FMI para a economia global aponta para ligeira desaceleração este ano (-0,1 ponto percentual – p.p.) em relação à média 2012-2014 (3,4% ao ano), com reaceleração em 2016 para 3,8% a.a. Boa parte da desaceleração decorre da redução do crescimento projetado para os países emergentes, de 4,6% em 2014 para 4,2% em 2015. Nos países avançados, o crescimento deve acelerar de 1,8% para 2,1%. Vale destacar que o efeito positivo esperado dos baixos preços do petróleo sobre as economias avançadas não ocorreu na intensidade esperada: o processo de redução do endividamento das famílias parece ter limitado o efeito usual sobre o consumo derivado do ganho inesperado (*windfall*), representado pela redução de preço dos combustíveis.

É na instabilidade financeira recente que parecem residir as principais fontes de preocupação em relação ao cenário global. Talvez seja a perspectiva de elevação da taxa de juros controlada pelo Federal Reserve – a Federal Fundsrate – ou, ainda, a reverberação da desaceleração chinesa sobre países exportadores de *commodities*. O resultado tem sido uma forte redução dos fluxos de capitais para mercados emergentes, com impactos sobre as taxas de câmbio e as perspectivas de inflação. Tipicamente, é o que vem ocorrendo na América Latina, onde em diversos países desenha-se a elevação das taxas de juros, mesmo com desaceleração do crescimento. Esse aumento aparece claramente no comportamento do índice VIX, de volatilidade da Bolsa de Chicago – uma medida da percepção de risco dos investidores, conforme o gráfico 7.2. Como se pode ver, houve no último mês um aumento do índice para níveis superiores aos observados, por exemplo, em meados de 2013, quando foi anunciado pela primeira vez que a política monetária nos Estados Unidos – caracterizada pelo “afrouxamento quantitativo” – poderia ser alterada (período conhecido como *tapertantrum*).

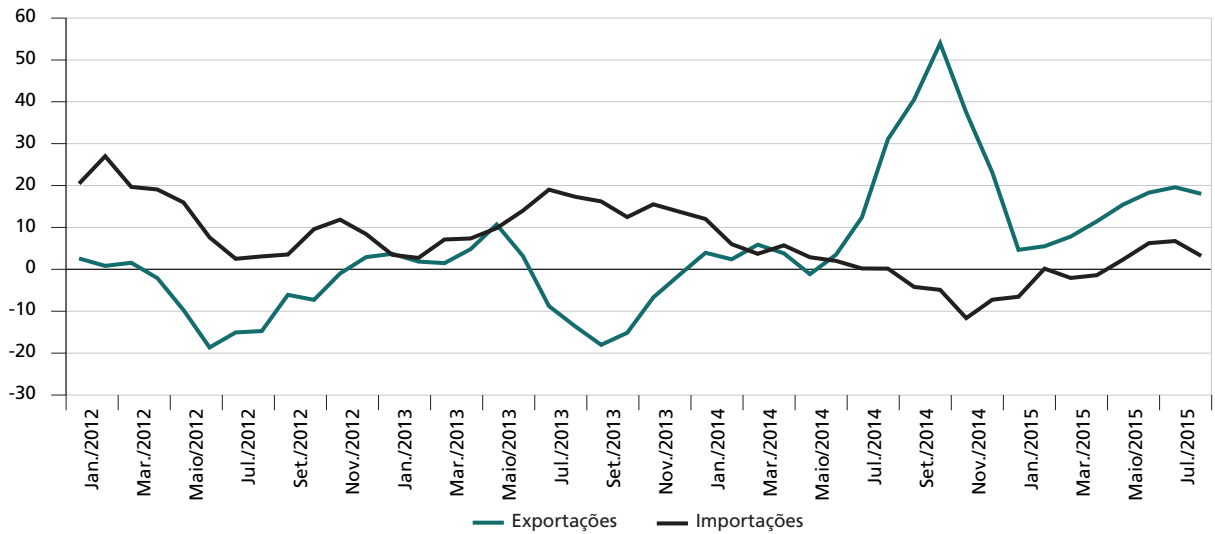
GRÁFICO 7.2
Estados Unidos: VIX Índice de Volatilidade da Bolsa de Chicago – médias móveis de 22 dias
(fev./2000-set./2015)



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

Vale notar que o comércio internacional também tem dado mostras de recuperação, segundo os cálculos do FMI. As projeções indicam que o crescimento do volume de comércio tende a acelerar as taxas anuais de crescimento de 4,1% e 4,5% em 2015 e 2016, respectivamente, ante uma taxa média de 3,3% em 2013-2014. Os dados de comércio exterior da China, em particular, têm apresentado alta volatilidade e dado margem a inferências sobre a real intensidade da desaceleração da atividade econômica naquele país, especialmente pela forte queda do crescimento das importações. De fato, o volume de importações chinesas apresentou forte retração na comparação interanual desde meados do segundo semestre de 2014. Porém, parece haver um processo de recuperação, de modo que desde julho as taxas voltaram a ficar positivas. Pelo lado do volume de exportações, observa-se movimento semelhante de recuperação das taxas de crescimento desde março deste ano.

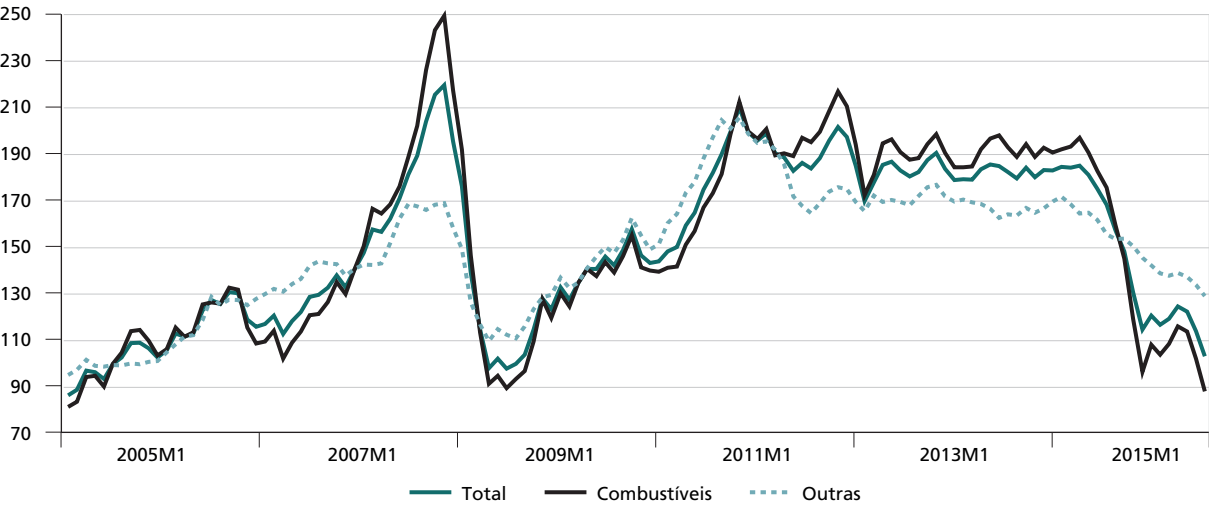
GRÁFICO 7.3
China: exportações e importações em volume – média móvel de três meses das taxas de crescimento interanuais (jan./2012-ago./2015)
(Em %)



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

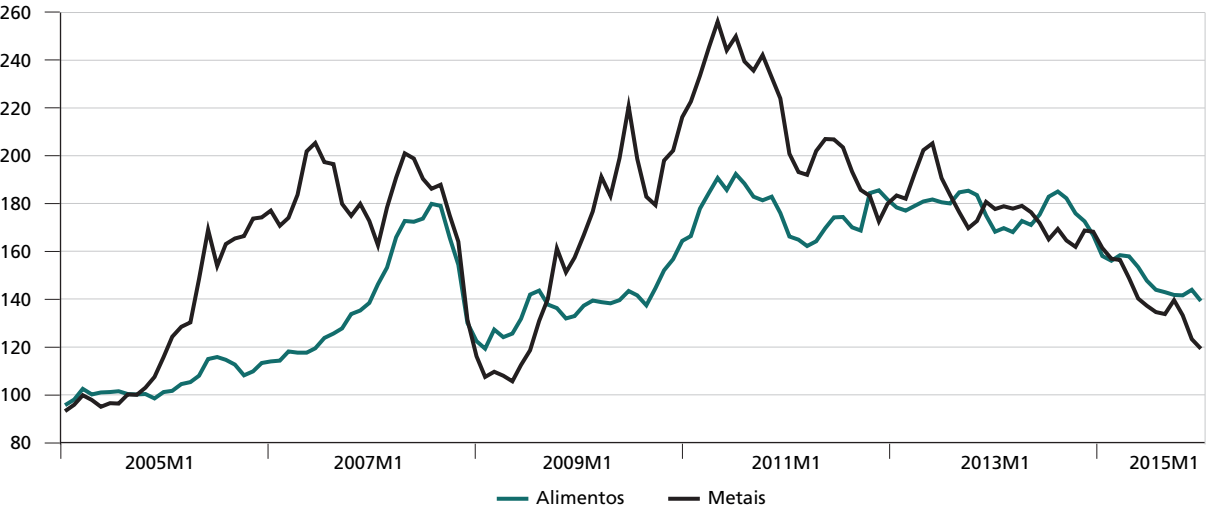
A desaceleração do crescimento da China parece ter acentuado a tendência já presente de queda do preço das *commodities*. Deve também ter contribuído para esse declínio a valorização da taxa efetiva do dólar norte-americano, que acumula alta de 15% em setembro, na comparação contra igual período do ano passado. Os gráficos 7.4 e 7.5 mostram o comportamento dos preços das *commodities*, segundo o FMI, destacando-se a queda acentuada do componente energia – basicamente petróleo – que declinou 14% apenas em agosto e acumula variação de -52% em doze meses. O gráfico 7.5 mostra que os preços internacionais de *commodities* metálicas também caíram fortemente no período recente, trajetória presente ainda nos preços de alimentos, porém em menor intensidade.

GRÁFICO 7.4
Preços de *commodities* – combustíveis e demais (jan./2005-ago./2015)
(2005 = 100)



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

GRÁFICO 7.5
Preços de *commodities* – alimentos e metais (jan./2005-ago./2015)
(2005 = 100)



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

7.2 ESTADOS UNIDOS

O crescimento dos Estados Unidos acelerou fortemente no segundo trimestre para 3,7% em termos anualizados e ajustados para a sazonalidade (tabela 7.2). Essa recuperação compensa o desempenho modesto do primeiro trimestre (0,6%), em parte influenciado pelo efeito localizado da queda do investimento em prospecção e extração de petróleo.² A aceleração do crescimento refletiu principalmente o comportamento do consumo das famílias, cuja taxa de variação passou de 1,8% para 3,1% ao ano. De fato, o fraco desempenho do primeiro trimestre parece ter refletido fatores pontuais, já que nos três trimestres anteriores o consumo havia crescido a uma taxa média anualizada de quase 4% a.a. Apesar de menor, a taxa de variação dos investimentos ainda se manteve robusta, em 5,2% ante 8,6% no primeiro trimestre. Essa desaceleração refletiu o comportamento da variação dos estoques, já que o crescimento do investimento fixo aumentou de 3,3% no primeiro trimestre para 4,1% no segundo. Entre seus componentes houve aumento de 1,6% para 3,2% da taxa de variação do investimento não residencial, enquanto o investimento residencial desacelerou de 10,1% para 7,8%.

TABELA 7.2
Estados Unidos: PIB – variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada (2013-2015)
(Em %)

	2ª tri./2013	3ª tri./2013	4ª tri./2013	1ª tri./2014	2ª tri./2014	3ª tri./2014	4ª tri./2014	1ª tri./2015	2ª tri./2015
PIB	1,1	3,0	3,8	-0,9	4,6	4,3	2,1	0,6	3,7
Consumo pessoal	1,4	1,7	3,5	1,3	3,8	3,5	4,3	1,8	3,1
Investimento privado bruto	5,2	13,7	4,2	-2,5	12,6	7,4	2,1	8,6	5,2
Investimento fixo	2,6	3,8	5,1	6,0	5,6	7,9	2,5	3,3	4,1
Investimento não residencial	1,0	3,5	8,7	8,3	4,4	9,0	0,7	1,6	3,2
Investimento residencial	9,1	4,9	-8,1	-2,8	10,4	3,4	10,0	10,1	7,8
Exportações	4,9	4,2	10,9	-6,7	9,8	1,8	5,4	-6,0	5,2
Importações	5,5	2,4	1,0	2,8	9,6	-0,8	10,3	7,1	2,8
Gastos do governo em consumo e investimento	-2,0	-2,2	-2,7	0,0	1,2	1,8	-1,4	-0,1	2,6

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

As contribuições dos componentes da demanda para o desempenho do PIB no segundo trimestre são apresentadas na tabela 7.3. Nela destacam-se as exportações líquidas, cuja contribuição para o crescimento do PIB passou de -1,9 p.p. no primeiro trimestre para 0,2 p.p. no segundo, e os gastos do governo, cuja contribuição aumenta de zero para 0,5 p.p. Em sentido contrário, a variação de estoques, que havia contribuído com 0,9 p.p. no primeiro trimestre, teve sua contribuição reduzida para 0,2 p.p. no segundo trimestre.

2. Ver seção *Economia mundial* na *Carta de Conjuntura* n. 27 de junho de 2015.

TABELA 7.3
Estados Unidos: PIB – contribuição para a variação trimestral, com ajuste sazonal e anualizada (2013-2015)
 (Em %)

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

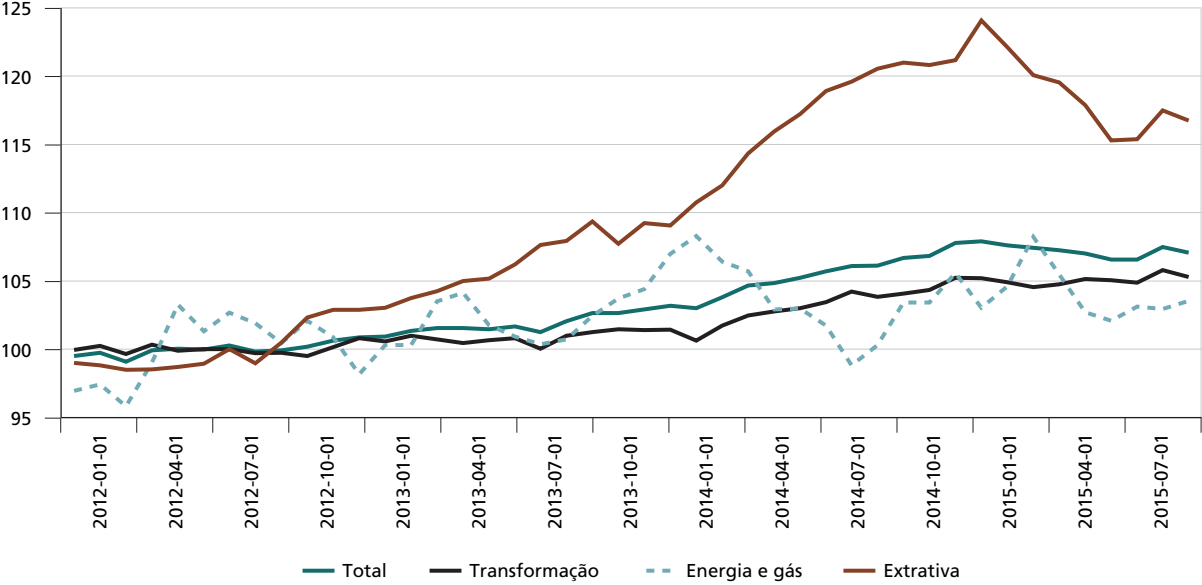
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).
 Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Não obstante esse desempenho, reforçado pelo comportamento do mercado de trabalho, permanece certo ceticismo quanto ao vigor da recuperação dos Estados Unidos. Há um reconhecimento de que a criação de empregos vem se dando a um ritmo relativamente forte e que a taxa de desemprego já desceu a níveis bastante baixos. Entre maio e julho foram criados em média 250 mil empregos por mês, valor que se reduziu para 173 mil em agosto, mas que ainda se mantém acima da média mensal de 130 mil novos postos de trabalho observada ao longo do último ciclo de expansão, de 2003 a 2007. A taxa de desemprego, por seu turno, voltou a cair de 5,3% em julho para 5,1% em agosto, o que corresponde a 1 p.p. a menos do que em agosto do ano passado.

Que indicadores, então, ainda trazem dúvidas quanto ao vigor da recuperação? Um deles é a produção industrial, que nos oito primeiros meses do ano apresentou variação mensal dessazonalizada positiva em apenas um deles – em julho, de 0,9%. Em todos os outros ela foi negativa ou zero (em junho). De forma semelhante ao que se observou no comportamento dos componentes do investimento no PIB, também aqui, o setor de mineração parece estar influenciando a média da produção industrial, já que sua produção caiu 6% desde o final do ano passado, enquanto, na mesma comparação, o segmento de manufaturas manteve-se estável. O gráfico 7.6 mostra a evolução recente da produção industrial e de seus componentes.

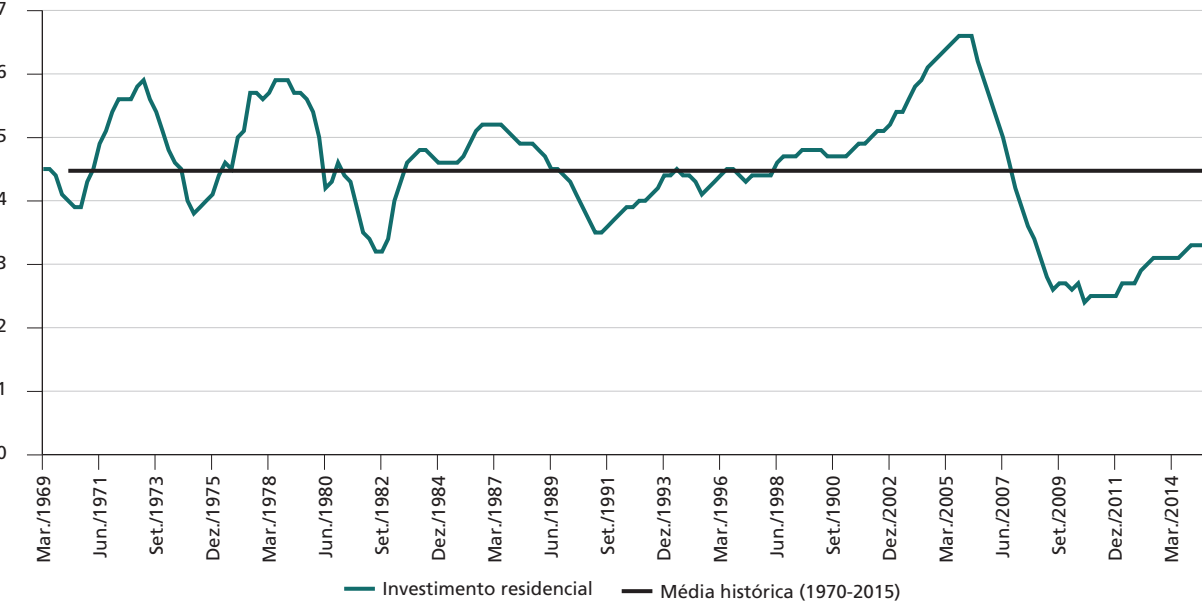
O setor da construção também tem contribuído para incertezas quanto à solidez da recuperação do crescimento nos Estados Unidos. A retomada de suas atividades tem sido bem mais lenta do que em ciclos passados – possivelmente porque o setor esteve no centro da crise em 2007-2008 – e o seu peso no PIB ainda é, aproximadamente, a metade do valor do pico observado em 2006, como se pode ver no gráfico 7.7.

GRÁFICO 7.6
Estados Unidos: produção industrial (jan./2000-jul./2015)
(2012 = 100)



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

GRÁFICO 7.7
Estados Unidos: participação do investimento residencial no PIB (mar./1969-mar./2014)
(Em %)



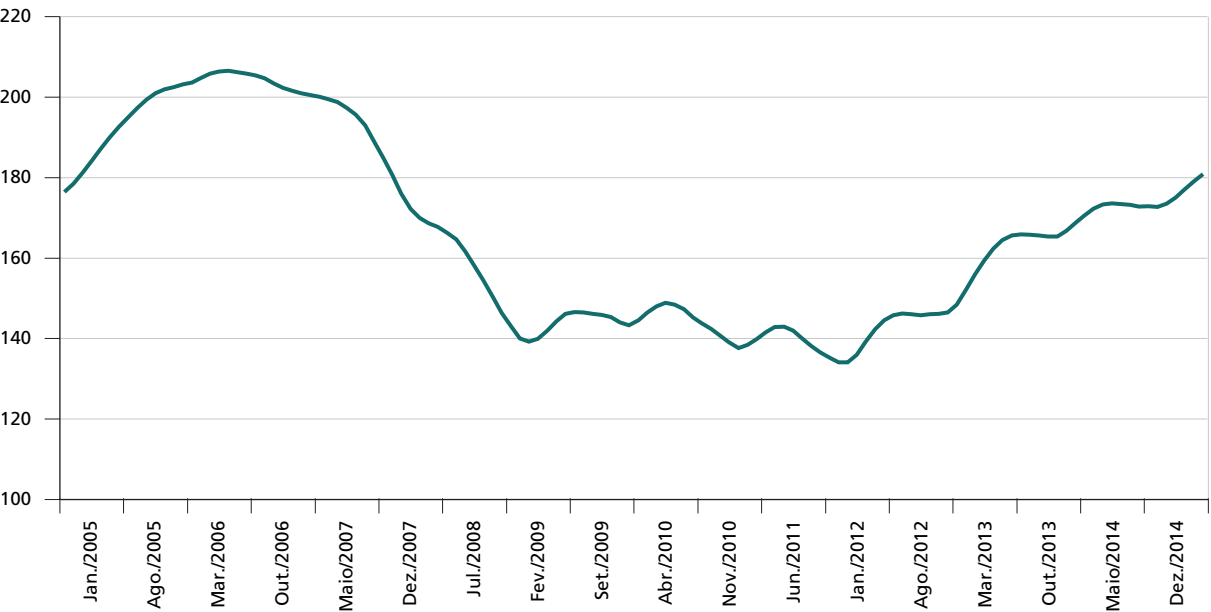
Fonte: BEA.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Nos últimos meses, contudo, já se pode observar maior dinamismo no setor imobiliário. Entre outros indicadores, as taxas interanuais de variação das vendas de imóveis existentes aumentaram de 7,6% no trimestre fevereiro-abril de 2015 para 9,5% no trimestre maio-julho; o crescimento do início de novas construções residenciais passou de 2,7% para 16,2%; e o dos gastos com construção passou de 3,3% para 10,5%. No mesmo sentido, a recuperação dos preços de imóveis, embora desacelerando em relação aos anos anteriores – em 2014, o aumento médio interanual foi de 8,1%, e no trimestre maio-julho, de 4,9% –, ainda se mantém positiva, como pode-se ver no gráfico 7.8. Observa-se que os preços se aproximam gradualmente dos picos registrados em 2006, refletindo o ajuste por que passou o setor neste período.

GRÁFICO 7.8

Estados Unidos: índice S&P/Case-Shiller de preços de imóveis (jan./2005-ago./2015)

(2000 = 100)

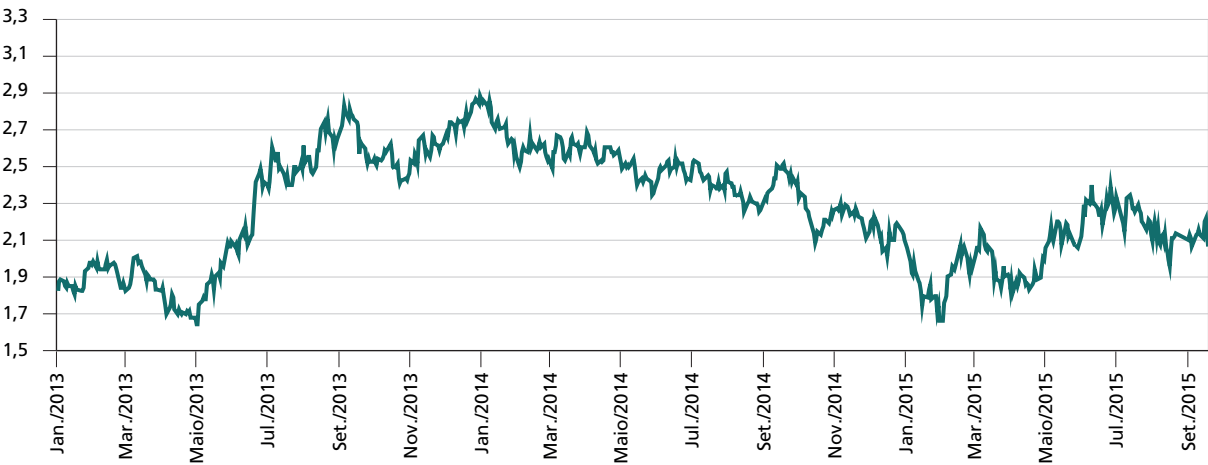


Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (Fred).

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A decisão do Federal Reserve (Fed) de manter os juros em sua última reunião, realizada no final de setembro, parece ter refletido a percepção de que, não obstante a redução do desemprego, a inflação ainda não representa ameaça à estabilidade. Sob o impacto da redução dos preços do petróleo no mercado internacional, a inflação cheia tem se mantido muito próxima de zero nas comparações interanuais, enquanto os núcleos, que excluem as variações de preços de itens associados à energia e alimentação, mantêm-se variando em torno de 1,8% a.a., abaixo, portanto, da meta “informal” de 2% a.a. Adicionalmente, a instabilidade em nível global, derivada das incertezas na China, aumentou a demanda pelo dólar, enquanto a desvalorização do renminbi sinaliza com alguma redução de preços, em dólares, das exportações chinesas de produtos manufaturados. Essa redução, associada ainda à queda de preços de *commodities*, introduziria um elemento moderador sobre a inflação americana, permitindo, assim, a postergação do início do processo de normalização da política monetária. O gráfico 7.9 mostra que havia expectativas de que o Fed aumentaria os juros em setembro, mas essa expectativa foi cedendo lugar à perspectiva, confirmada posteriormente, de que o aumento viria mais tarde, resultando em queda das taxas de juros de longo prazo.

GRÁFICO 7.9
Taxa de juros dos títulos do Tesouro norte-americano de dez anos (jan./2013-set./2015)
(Em % a.a.)

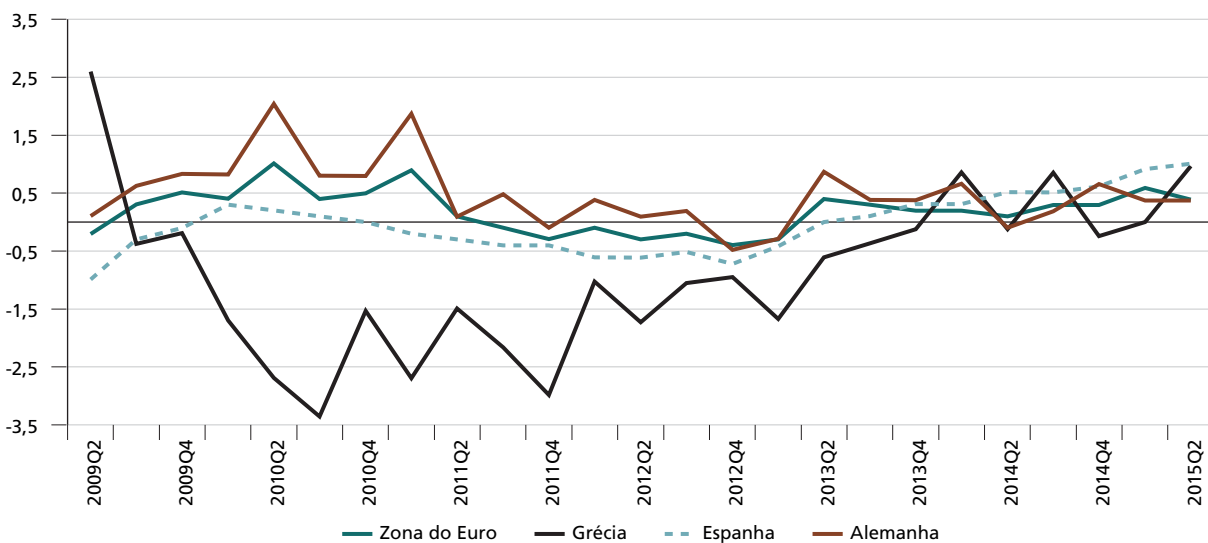


Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis Data (Fred).
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

7.3 EUROPA

A crise da Grécia não abalou a tendência de recuperação, ainda que bem modesta, da economia europeia. No segundo trimestre de 2015 o PIB da ZE registrou crescimento de 0,4% em relação ao trimestre anterior, variação ligeiramente inferior aos 0,5% do primeiro trimestre. O PIB da ZE já cresce pelo nono trimestre seguido, ainda que a taxas relativamente modestas: na média, essa variação foi de 0,3% ao trimestre desde o segundo trimestre de 2013 – quando se iniciou a trajetória ascendente. O gráfico 7.10 ilustra a trajetória recente do PIB da ZE e de alguns países selecionados.

GRÁFICO 7.10
Zona do Euro – taxas de crescimento trimestrais do PIB (2009-2015)
(Em %)



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

O PIB da Alemanha cresceu 0,4% no trimestre, ritmo pouco superior ao do primeiro trimestre. Destaca-se a forte contração da demanda interna (-0,3%) e a expansão das exportações líquidas (exportações cresceram 2,2% e as importações 0,8%) – movimentos que vão em sentido contrário ao observado nos dois trimestres anteriores, quando a expansão da demanda interna foi o principal motor do crescimento.

O crescimento de 1% do PIB da Espanha, por outro lado, dá continuidade à trajetória de recuperação, tendo sido puxado pela melhoria das condições internas, em especial, do consumo, que cresceu 0,9% no segundo trimestre. A Grécia, por sua vez, surpreendeu ao crescer 1% no segundo trimestre, apesar da crise de financiamento de sua dívida pública. Mesmo diante do ambiente adverso, alguns indicadores mostraram resiliência, entre os quais o consumo e o turismo. Vale notar que esse desempenho ocorre em meio a um cenário de deflação, da ordem de 1,3% anuais em julho, o que tende a deprimir a atividade econômica.

Na tabela 7.4 são apresentadas as taxas de crescimento trimestrais do PIB da ZE, segundo os componentes da demanda. Observa-se uma forte redução da taxa de crescimento dos investimentos em capital fixo, de +1,4% no primeiro trimestre para -0,5% no segundo, possivelmente refletindo o aumento das incertezas decorrente da crise da Grécia. Esse movimento de retração do investimento foi compensado pela aceleração do crescimento das exportações e pela queda do crescimento das importações. Vale notar que desde meados do primeiro semestre de 2014 – quando a perspectiva de normalização da política monetária nos Estados Unidos começou a se desenhar de forma mais concreta – o euro perdeu cerca de 20% de seu valor frente ao dólar.

TABELA 7.4
Zona do Euro: PIB – taxa de crescimento trimestral, ante o período anterior, com ajuste sazonal (2013-2015)
(Em%)

	3ª tri./2013	4ª tri./2013	1ª tri./2014	2ª tri./2014	3ª tri./2014	4ª tri./2014	1ª tri./2015	2ª tri./2015
PIB	0,2	0,2	0,2	0,1	0,3	0,4	0,5	0,4
Consumo das famílias	0,2	0,1	0,1	0,2	0,5	0,5	0,5	0,4
FBKF	0,8	0,5	0,4	-0,5	0,3	0,6	1,4	-0,5
Gastos do governo	0,1	0,1	0,3	0,2	0,2	0,2	0,6	0,3
Exportações	0,6	0,9	0,6	1,2	1,6	0,9	1,0	1,6
Importações	1,4	0,1	0,9	1,2	1,7	0,9	1,5	1,0

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

Os dados de contribuição para a variação do PIB segundo os componentes da demanda apontam para a demanda externa como o principal responsável pela recuperação econômica da ZE neste ano. Na comparação contra o trimestre anterior (tabela 7.5), a demanda externa foi responsável por 0,3 p.p. da variação de 0,4% do PIB. Na comparação interanual com o segundo trimestre de 2014 (tabela 7.6), em que o PIB cresceu 1,6%, as exportações líquidas contribuíram com 0,2 p.p. para o crescimento observado, enquanto a demanda interna apresentou a principal contribuição para crescimento do PIB de 1,0 p.p. Destacam-se as contribuições do consumo das famílias (+1,0 p.p.) e do investimento em capital fixo (+0,4 p.p.), enquanto a variação de estoques retirou 0,3 p.p. do crescimento.

TABELA 7.5

Zona do Euro: PIB – contribuição para a variação trimestral, ante o período anterior, com ajuste sazonal (2013-2015)

(Em %)

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

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

TABELA 7.6

Zona do Euro: PIB – contribuição para a variação trimestral, ante o mesmo período do ano anterior, sem ajuste sazonal (2013-2015)

(Em %)

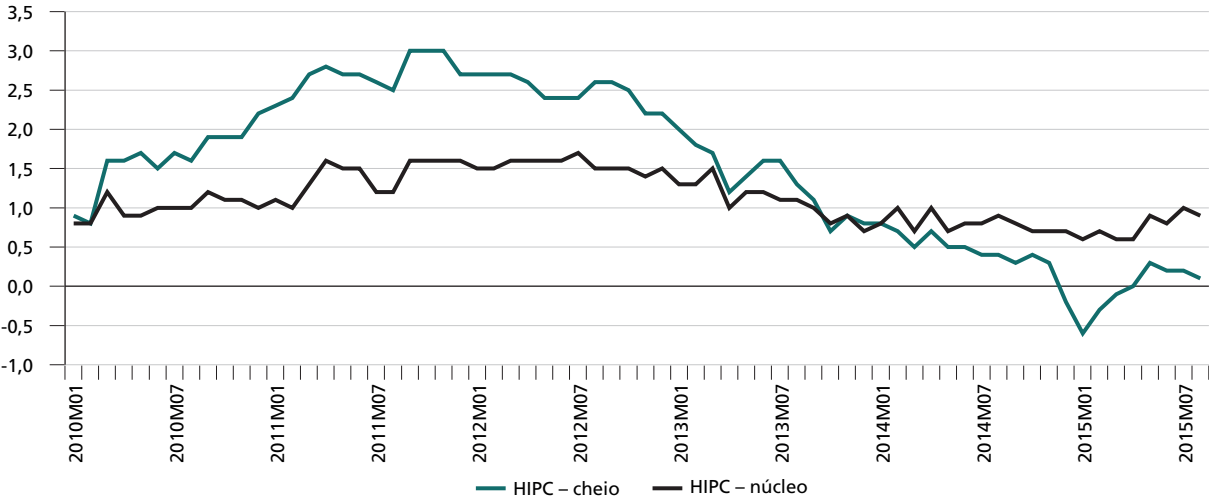
	3ª tri./2013	4ª tri./2013	1ª tri./2014	2ª tri./2014	3ª tri./2014	4ª tri./2014	1ª tri./2015	2ª tri./2015
PIB	0,3	0,5	1,1	0,6	0,8	1,0	1,3	1,6
Consumo das famílias	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,5	0,8	1,0	1,0
FBKF	-0,2	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,2	0,4	0,4
Variação de estoques	0,6	0,2	0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Gastos do governo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

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

As pressões deflacionárias seguem dando o tom da política monetária na ZE. Ainda que a inflação tenha saído do patamar negativo do primeiro trimestre, a meta estipulada pelo Banco Central Europeu (BCE), “um pouco abaixo de” 2%, não será alcançada nos próximos dois ou três anos, de acordo com as previsões. Vale notar que esse quadro de inflação em patamares bastante reduzidos ocorre a despeito da desvalorização do euro e reflete a queda dos preços do petróleo e as próprias condições da demanda, em processo de recuperação apenas gradual. Isso se pode inferir do comportamento do núcleo da inflação, que apesar de ter se elevado nos últimos quatro meses, ainda se mantém inferior a 1% a.a. Em agosto a inflação foi de 0,1% e, no núcleo, alcançou 0,9%. A perspectiva, portanto, é que o programa de aquisição de ativos pelo BCE prossiga por um período ainda longo.

O crescimento da produção industrial da ZE perdeu um pouco de fôlego no segundo trimestre, caindo 0,2% em relação ao primeiro trimestre, embora ainda crescesse 1,1% em relação ao segundo trimestre de 2014 e 0,6% em julho ante junho. O índice de gerentes de compra (em inglês, *purchasing managers’ indices* – PMI) da indústria de transformação em agosto sofreu queda de 0,1 ponto em relação a julho – indo de 52,4 para 52,3 –, mas ainda se mantém em terreno expansionista, confirmando a tendência de recuperação da economia da ZE. Por outro lado, o PMI de serviços registrou ligeiro avanço, tendo passado de 54 em julho para 54,3 em agosto. O índice composto atingiu 54,1 pontos em agosto, 1,6 ponto acima do valor de um ano antes.

GRÁFICO 7.11
Zona do Euro: inflação ao consumidor – variação anual (jan./2010-ago./2015)
(Em %)

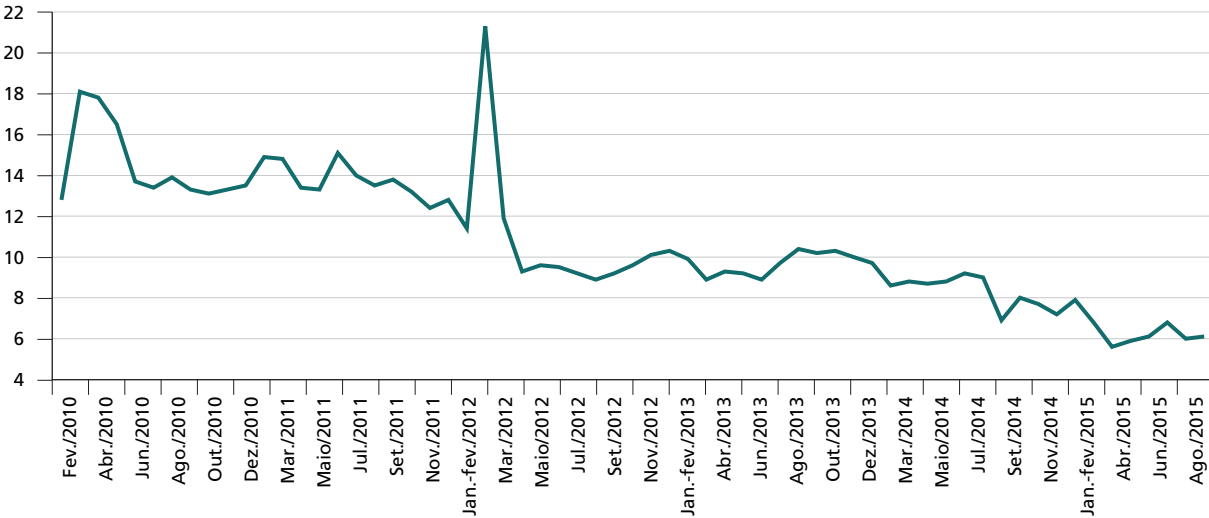


Fonte: Eurostat.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

7.4 CHINA

O desempenho da economia chinesa voltou ao centro das preocupações depois que indicadores recentes voltaram a sinalizar para uma desaceleração mais intensa do que a projetada e desejada pelas autoridades do país. A produção industrial de agosto cresceu 6,1% ante igual período de 2014 – variação semelhante à dos meses anteriores e muito inferior às taxas de crescimento observadas nos primeiros oito meses de 2014, de 8,6% a.a. Como pode-se ver no gráfico 7.12, a tendência de desaceleração vem desde 2010 e as dúvidas referem-se a quanto mais essas taxas ainda podem cair.

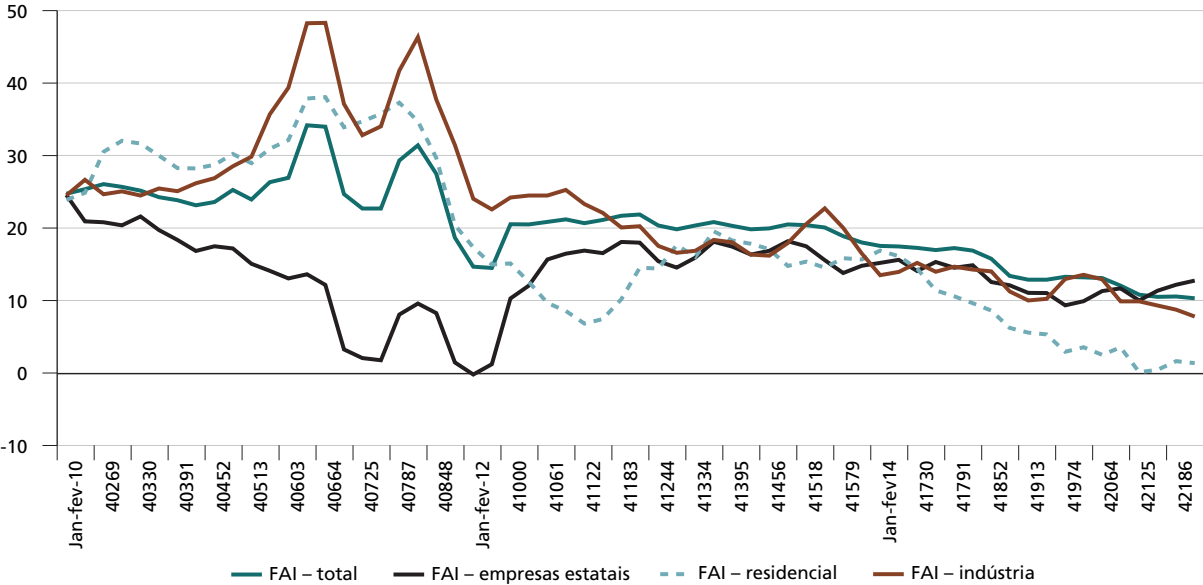
GRÁFICO 7.12
China: produção industrial – variação interanual (fev./2010-ago./2015)
(Em %)



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

O investimento em ativos fixos também tem revelado desaceleração, tendo crescido 10,9% em agosto pela taxa interanual. Nos primeiros oito meses de 2014 o investimento crescia 17% na taxa interanual, valor que se reduziu para pouco mais de 10% em igual período de 2015. Quase toda desaceleração é explicada pela queda vertiginosa da taxa de crescimento do investimento residencial, que nos primeiros oito meses de 2014 acendiam à taxa anual de 12,5%, mas que em igual período de 2015 aumentaram apenas 2,1%. Nos demais componentes do investimento também se observa queda, porém bem mais modesta: destaca-se, nesse sentido, o investimento da indústria de manufaturas, em que o crescimento declinou apenas ligeiramente, de 14 para 11,8% no período.

GRÁFICO 7.13
China: investimento em ativos fixos (em inglês, *fixed asset investment* – FAI) – variação da média móvel de três meses ante igual período do ano anterior (jan./2010-ago./2015)
(Em %)

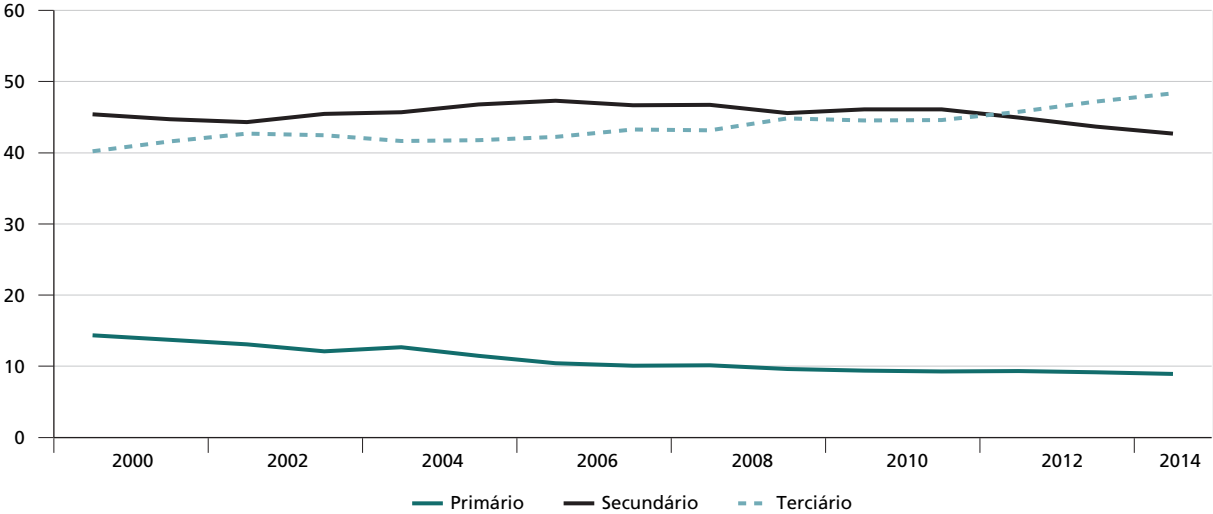


Fonte: Ceic.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

A desaceleração em curso não parece particularmente acentuada, mas tem sido fonte de instabilidade no resto do mundo. Argumenta-se que os dados oficiais estariam superestimando o crescimento e que a desaceleração seria, na verdade, muito mais intensa do que aquela captada pelos dados da atividade econômica. Porém, mesmo com uma desaceleração modesta, segundo os dados oficiais, o impacto sobre outros países estaria sendo sentido de modo desproporcionalmente intenso, na medida em que a redução do crescimento estaria refletindo uma mudança estrutural na economia chinesa, a qual implica forte redução de sua demanda por determinadas *commodities*. De fato, se até recentemente o crescimento chinês vinha sendo impulsionado pela atividade manufatureira e pelos investimentos – com destaque para os segmentos residencial e de infraestrutura no período pós-crise financeira internacional de 2007-2008 –, as atividades de serviços e, entre os componentes da demanda, o consumo das famílias vêm ganhando peso na composição do PIB, embora o consumo ainda tenha correspondido a apenas 37,7% do PIB em 2014.

Na composição setorial, o peso dos serviços na economia aumentou de uma média de 42% do PIB na década de 2000 para 48,4% do PIB em 2014. Em 2012, o peso dos serviços superou o da indústria (incluindo construção – gráfico 7.14). Esse aumento da participação de um setor tipicamente não comercializável estaria se refletindo em uma menor demanda por *commodities*, mesmo que o crescimento esteja desacelerando de modo relativamente suave.

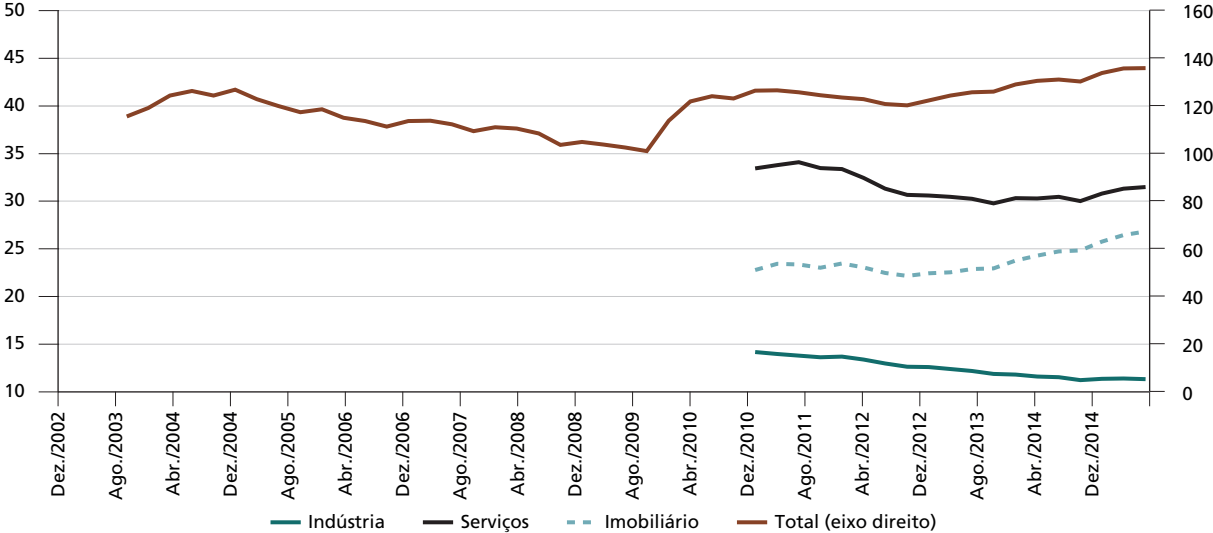
GRÁFICO 7.14
China: composição setorial do PIB (2000-2014)



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

Por fim, vale destacar o comportamento do crédito na economia chinesa. Em um certo sentido, a China vive, de um ponto de vista cíclico, um momento parecido com aquele pelo qual passa a economia brasileira. Especificamente, trata-se de um momento de ajuste aos efeitos das políticas fortemente expansionistas implementadas no período pós-crise financeira internacional. Na China, essas políticas envolveram um pacote fiscal que, em dois anos, chegou a quase 12% do PIB e uma violenta expansão do crédito, que levou os empréstimos totais de cerca de 100% do PIB no final de 2008 para mais de 140% no segundo trimestre de 2015. O gráfico 7.15 apresenta a evolução dos empréstimos do sistema financeiro ao setor privado como proporção do PIB desde 2002 para o total e desde 2010 para alguns setores. Nota-se no período mais recente o forte crescimento do crédito imobiliário.

GRÁFICO 7.15
China: crédito como proporção do PIB (dez./2002-jun./2015)
(Em %)



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

Depois de uma forte aceleração no imediato pós-crise, quando a taxa de crescimento dos empréstimos chegou a se aproximar de 35% a.a., houve uma desaceleração e, no final de 2014, o crescimento era de 13% a.a. Essa redução do ritmo de expansão do crédito foi em parte deliberada, visando conter o aumento exagerado do endividamento, especialmente entre governos locais e as famílias – neste caso para aquisição de imóveis. Diante dos sinais de perda de dinamismo da economia, contudo, os canais de crédito voltaram a se abrir, pelo menos parcialmente, e as taxas de crescimento dos empréstimos aceleraram ligeiramente para o patamar de 15,5% a.a., observado na média de julho e agosto. Vale observar que esse relaxamento se insere em um movimento mais amplo da política monetária, que inclui redução da taxa básica de juros – foram cinco reduções nos últimos doze meses – e das alíquotas de compulsórios dos bancos. Não obstante, como ressaltado anteriormente, as perspectivas de crescimento são pouco animadoras, apontando para uma continuidade da desaceleração do PIB nos próximos anos.

NOTA TÉCNICA

ESTIMATIVAS DO ESTOQUE DE CAPITAL FIXO DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA 2000-2014¹

Cláudio Hamilton Matos dos Santos²
Marco Aurélio Alves de Mendonça³
Felipe dos Santos Martins⁴
Luciana Pacheco Trindade Lacerda⁵
Mariana Leite Moraes da Costa⁶

1 INTRODUÇÃO

Esta nota tem como objetivo apresentar estimativas do estoque de capital fixo da administração pública (APU) brasileira segmentado por *construções e máquinas e equipamentos* para o período 2000-2014.⁷

As referidas estimativas foram construídas a partir dos valores da depreciação do estoque bruto de capital fixo (EBCF) da APU, publicados nas Contas Nacionais referências 2000 e 2010. Um subproduto importante desse esforço é, assim, uma série temporal, com estimativas trimestrais para a referida depreciação – um dos componentes menos conhecidos do consumo do governo nas Contas Nacionais –, apresentada em um apêndice.

Além desta breve introdução e dos apêndices, o trabalho está organizado em mais quatro seções. A próxima apresenta a metodologia utilizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a estimação do EBCF da APU. A seção subsequente registra a metodologia utilizada nas estimações apresentadas nesta nota. A quarta seção apresenta os resultados obtidos. Por fim, seguem-se as considerações finais.

1. Os autores gostariam de agradecer os comentários de Marco Antônio Cavalcanti, Fernando Ribeiro e José Ronaldo de Souza Jr. Todos os erros remanescentes no texto são de exclusiva responsabilidade dos autores, entretanto.

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

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

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

5. Pesquisadora do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

6. Pesquisadora do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

7. Esforços anteriores nesta direção foram realizados por Morandi e Reis (2004) e Reis (2008).

2 METODOLOGIA DO IBGE

O IBGE utiliza o método do inventário perpétuo ou permanente para estimar o EBCF das APU (equação 1)⁸ em duas categorias distintas de ativos fixos, isto é *construções e máquinas e equipamentos*. Essa técnica toma como base o histórico dos fluxos de investimentos – isto é, séries históricas da formação bruta de capital fixo públicas – em ambas as categorias de ativos. Para cada uma delas utiliza-se um índice de preços específico para trazer os preços históricos para os preços correntes. A técnica requer, ainda, hipóteses sobre a vida útil dos ativos de *construção* e de *máquinas e equipamentos* (IBGE, 2015a).

$$EBCF_t^a = FBCF_t^a + \sum_{i=t-K+1}^{t-1} (FBCF_i^a \prod_{j=i+1}^t I_j^a), \quad (1)$$

onde:

$EBCF_t^a$ = estoque bruto de capital fixo do ativo a no ano t ;

$FBCF_t^a$ = formação bruta de capital fixo do ativo a no ano t ;

K = tempo de vida útil de um ativo fixo;

a = ativo fixo, sendo $a \in \{\text{construção e máquinas e equipamentos}\}$;

I_j^a = índice de preços do ativo a no ano t ;

t = ano corrente de interesse.

Uma implicação do método citado anteriormente é que o EBCF do ativo a no ano t é influenciado por todos os fluxos anuais de FBCF no ativo a do ano $i = t - K + 1$ até o ano t . Daí a necessidade de atualizar os fluxos anuais de FBCF de cada ano da série, até o ano de interesse (t). Para tanto, o IBGE utiliza o índice nacional de custo da construção (INCC) e o deflator implícito do produto *máquinas e equipamentos* das contas nacionais, respectivamente, para as séries históricas da formação bruta de capital fixo (FBCF) em *construções e máquinas e equipamentos*. O produtório ($\prod$) na expressão citada trata precisamente desta atualização monetária, indicando que o inflacionamento requerido para que a FBCF do ano i a preços de i seja convertida para a FBCF do ano i aos preços do ano t . Já o somatório indica que todas as FBCFs anuais (a partir do ano $i = t - K + 1$, e medidas a preços do ano t) entram no cálculo do EBCF.

Conforme exposto em IBGE (2015b), para mensurar a FBCF da APU, tanto em *máquinas e equipamentos* quanto em *construções*, o Sistema de Contas Nacionais (SCN) referência 2010 utiliza dados do Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi) do Tesouro Nacional, os dados da Execução Orçamentária dos Estados (EOE) e as informações das Finanças do Brasil (Finbra) para o governo federal, estadual e municipal, respectivamente.⁹ O IBGE (2015a), por sua vez, sugere a utilização de dez anos para o tempo de vida útil das *máquinas e equipamentos* e cinquenta anos para o tempo de vida útil das *construções*. O Instituto não publica valores oficiais para o EBCF da APU nem esclarece a fonte das séries históricas utilizadas no cálculo desta última variável.

8. Conforme destaca Morandi e Reis (2004), "O método do estoque perpétuo para a estimação do estoque de capital fixo ainda é o mais utilizado e mais acessível, principalmente para países como o Brasil que não possuem levantamentos censitários confiáveis sobre o estoque de capital".

9. Ver *Nota Metodológica* n. 13, IBGE (2015b) para detalhes.

$$CCF_t^a = \frac{1}{K} \left[\sum_{i=t-K}^{t-1} (FBCF_t^a \prod_{j=i+1}^t I_j^a) \right], \quad (2)$$

onde:

CCF_t^a = consumo de capital fixo do ativo fixo a no ano t ;

K = tempo de vida útil de um ativo fixo;

a = ativo fixo, sendo $a \in \{\text{construção e máquinas e equipamentos}\}$;

I_j^a = índice de preços do ativo a no ano t ;

t = ano corrente de interesse.

3 ESTIMANDO O EBCF A PARTIR DO CCF

Esta seção reporta uma metodologia de estimação do EBCF da APU brasileira para o período 2000-2014, que utiliza apenas dados disponíveis ao público em geral.

Dada a opção do IBGE pelo método do inventário permanente, o primeiro passo é identificar séries longas para a FBCF, desagregadas por *construção civil e máquinas e equipamentos* a preços constantes.

As séries longas da FBCF utilizadas aqui são similares às utilizadas em Santos *et al.* (2014b). Para o período 1950-1998, os dados referentes a FBCF das *construções* e de *máquinas e equipamentos* foram obtidos por meio da publicação do IBGE *Estatísticas do século XX* (IBGE, 2000). Para o ano de 1999 utilizou-se a pesquisa *Finanças Públicas do Brasil* (FPB) do IBGE.¹⁰ Os dados de 2000 até 2003, por sua vez, foram estimados com base no SCN referência 2000 e ponderados em *máquinas e equipamentos* e *construções*, por meio dos dados da FPB. Em virtude da extinção da FPB em 2003, as informações de investimento público para o período de 2004 até 2009, disponíveis no SCN referência 2000, foram ponderadas de acordo com as despesas nos itens de *construções* e de *máquinas e equipamentos*, extraídos da publicação *Consolidação das Contas Públicas* da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).¹¹

Os dados utilizados nesta nota para o biênio 2010 e 2011 foram estimados desagregando os valores da FBCF da APU do SCN referência 2010, na proporção de 80% para *construções* e 20% em *máquinas e equipamentos*. Cabe ressaltar que essa distribuição é bastante próxima à estimada para os anos anteriores e à proporção observada nas rubricas dos *Elementos de Despesa, obras e instalações e equipamentos e materiais permanentes*,¹² pertencentes à Modalidade de Aplicação *aplicações diretas* do

10. Registre-se que de 1990 até 1998, as estatísticas do século XX também utilizam a pesquisa *Finanças públicas do Brasil* como fonte de dados para as informações sobre a formação bruta de capital fixo em *máquinas e equipamentos* e *construções*.

11. Conforme estabelecido pela Lei Complementar nº 101/2001 (Lei de Responsabilidade Fiscal), a Secretaria do Tesouro Nacional é responsável pelo recebimento e consolidação das informações financeiras dos entes da federação. Posteriormente, essas informações são publicadas em relatórios como a consolidação das contas públicas.

12. Elementos número 4.4.90.51 e 4.4.90.52.

Grupo de Natureza da Despesa de *investimentos*, publicados nas bases orçamentárias clássicas.^{13,14,15} Santos et al. (2014b) não tiveram acesso ao SCN referência 2010, de modo que esta nota atualiza os resultados publicados anteriormente.

Por fim, para os anos de 2012 até 2014 utilizou-se a metodologia descrita em IBGE (2015b) para estimar a FBCF da APU. Para tal, fez-se necessário consulta ao Siga Brasil, à Execução Orçamentária dos Estados¹⁶ e ao documento Finbra, todos publicados pela STN. Em seguida, ponderou-se o valor dispendido em FBCF com base na proporção “80-20”, mencionada anteriormente. Por fim, extraiu-se da FBCF a parcela estimada da despesa com pesquisa e desenvolvimento.¹⁷

Cabe ressaltar que para os cálculos do período recente, especificamente de 2012 a 2014, no trabalho, foram consideradas as despesas liquidadas e os restos a pagar pagos,¹⁸ seguindo a metodologia do Sistema de Contas Nacionais referência 2010. Para as despesas da União Federal, nenhum ajuste foi necessário. Entretanto, o Finbra reporta informações sobre o pagamento de restos a pagar apenas a partir de 2013. Assim, para o ano de 2012, o valor pago de restos a pagar foi estimado com base na participação média dos pagamentos de restos a pagar nos investimentos municipais dos últimos dois anos.¹⁹

No que concerne aos índices de preços, seguiu-se aqui a metodologia adotada pelo IBGE (2015a), ou seja, foram utilizados os preços médios de cada ano do INCC da Fundação Getúlio Vargas (FGV) para inflacionar a FBCF em *construções* e o deflator implícito do produto *máquinas e equipamentos* do SCN para inflacionar a FBCF em *máquinas e equipamentos*. Contudo, esse último deflator está disponibilizado apenas até 2013, fazendo-se necessária à sua complementação. Para isso, foi usada a variação anual do Índice de Preços por Atacado (IPA), para *máquinas e equipamentos*, publicado pela FGV.

Finalmente, ainda que o IBGE (2015a) reporte as hipóteses de vida útil de cinquenta anos para as *construções* e de dez anos para *máquinas e equipamentos*, são comuns também as hipóteses de que a vida útil das *construções* não residenciais é de quarenta anos e de vinte anos para as *máquinas e equipamentos* (IBGE, 2000). Dessa maneira, foram realizadas mais duas hipóteses na estimação do EBCF, uma com a vida útil conforme descrito na *Nota Metodológica* n. 9 (IBGE, 2015a) e outra conforme a metodologia das *Estatísticas do século XX* (IBGE, 2000).

13. Ressalta-se que o conceito de FBCF da APU utilizado no SCN referência 2010 inclui despesas com pesquisas e desenvolvimentos (P&D), que não eram consideradas nas metodologias utilizadas no cálculo da série histórica. Assim sendo, optou-se por excluir as despesas de P&D dos dados (extraídos das tabelas de recursos de uso) do SCN referência 2010 para os anos de 2010 e 2011. Para os anos subsequentes, foram realizadas estimativas da FBCF da APU, exclusive despesas de P&D.

14. Grupo de natureza da despesa, modalidade de aplicação e elemento de despesa são termos da contabilidade pública. Para mais informações consultar o *Manual técnico do orçamento* (Brasil, 2014, p. 52).

15. Também foram realizadas estimativas ponderadas pelos elementos de despesas citados. Contudo, as estimativas mostraram-se menos precisas para o período de 2000 a 2011.

16. Até a data da elaboração do trabalho, a STN não havia publicado a execução orçamentária dos estados para o ano de 2014. Assim sendo, para o ano de 2014 realizou-se uma aproximação com o crescimento real das despesas com investimentos, dos estados e do Distrito Federal verificado nos relatórios resumidos da execução orçamentária dos estados.

17. A estimativa de P&D foi realizada com base no dispêndio médio em P&D da APU nos anos de 2010 e 2011.

18. Para a melhor compreensão da importância da utilização das despesas liquidadas e dos restos a pagar pagos, ver Santos et al. (2014a).

19. Para mais informações sobre esse processo de estimação dos restos a pagar pagos para estados e municípios, consultar Santos et al. (2015).

4 RESULTADOS

A partir de hipóteses diferentes quanto à vida útil do ativo fixo e quanto ao período de vigência do deflator é possível construir diferentes séries nominais do EBCF da APU. No entanto, o fato de inexistir uma série oficial do EBCF da APU impossibilita o teste direto das séries construídas. Assim, fez-se necessário estimar a depreciação de cada série estimada do EBCF e, em seguida, comparar com a série de depreciação publicada pelo IBGE, apresentada na tabela 1, para avaliar a qualidade das estimativas.

A tabela 2 reporta essa comparação entre a série oficial e as três²⁰ estimativas que se mostraram mais aderentes. A tabela 1 sintetiza as hipóteses adotadas em cada estimativa.

TABELA 1
Séries estimadas

Estimativas	A	B	C
Vida útil – construções (anos)	50	40	50
Vida útil – máquinas e equipamentos (anos)	10	20	10
Deflator de construções	Final de ano	Final de ano	Médio do ano

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Em resumo, a *estimativa A* foi realizada com os deflatores de final de ano e vida útil de cinquenta anos para *construções* e de dez anos para *máquinas e equipamentos*. A segunda estimativa seguiu o ajuste de preços aos finais de ano das *construções*, porém com uma vida útil de quarenta anos para as *construções* e de vinte anos para *máquinas e equipamentos*. Já a *estimativa C*, adota a hipótese de valores médios do ano para os deflatores de *construções* e vida útil de dez anos para *máquinas e equipamentos* e de cinquenta anos para as *construções*.

Para o período entre os anos 2000 e 2002, a *estimativa C* apresentou o melhor ajuste entre as séries calculadas, sendo a maior discrepância de 2,80% para o ano 2001 e a menor de 0,41% para o ano 2002. De 2003 até 2007, a *estimativa B* mostrou-se mais aderente, apresentando o menor erro para o ano de 2004 (0,01%) e o maior para o ano de 2003 (0,76%). A partir de 2008, a *estimativa A* apresenta-se mais próxima da série oficial, com erros entre 0,13%, para 2008, e 2,40%, em 2009.

TABELA 2
Estimativas de consumo do capital fixo da administração pública
(Valores nominais em R\$ bilhões e erros em %)

Ano	Valor oficial	Estimativa A	Estimativa B	Estimativa C	Erro estimativa A	Erro estimativa B	Erro estimativa C
2000	19,64	17,93	18,09	19,35	8,74	7,89	1,51
2001	21,58	19,69	20,39	20,98	8,78	5,52	2,80
2002	23,79	22,76	23,60	23,70	4,34	0,83	0,41
2003	27,90	26,67	27,69	28,18	4,41	0,76	-0,98
2004	30,97	29,52	30,97	31,29	4,69	0,01	-1,03
2005	33,77	31,72	33,65	34,23	6,06	0,35	-1,37
2006	35,72	33,81	35,54	36,66	5,33	0,48	-2,64
2007	37,62	36,57	37,53	39,44	2,77	0,23	-4,85
2008	42,22	42,16	42,54	44,64	0,13	-0,75	-5,74

(Continua)

20. Registre-se que outras estimações foram realizadas. Contudo, optou-se por reportar apenas as séries mais consistentes.

(Continuação)

Ano	Valor oficial	Estimativa A	Estimativa B	Estimativa C	Erro estimativa A	Erro estimativa B	Erro estimativa C
2009	46,15	45,04	44,97	48,82	2,40	2,55	-5,79
2010	50,66	49,76	49,00	53,28	1,78	3,28	-5,18
2011	56,85	55,83	54,50	59,54	1,79	4,13	-4,74

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Obs.: Até a elaboração desta nota, os dados oficiais de 2012-2014 não estavam disponíveis para fins de comparação. Desse modo, a tabela 3 reporta apenas os resultados das três estimativas.

TABELA 3

Estimativas de consumo do capital fixo da administração pública

(Valores nominais em R\$ bilhões)

Ano	Estimativa A	Estimativa B	Estimativa C
2012	59,19	58,32	63,36
2013	66,59	65,32	70,88
2014	73,22	71,69	78,33

Fonte: Estimativas com base nos valores do Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Obs.: 1. Parece razoável, portanto, supor que ocorreram mudanças na metodologia de cálculo do EBCF pelo IBGE nos anos de 2003 e de 2008, passando-se (em 2003) da metodologia da *estimativa C* para a da *estimativa B* e, posteriormente (em 2008), para a metodologia da *estimativa A*. A tabela 4 apresenta uma estimativa do EBCF da APU em valores reais de 2014, que é compatível com esta hipótese. Estimativas baseadas nas estimativas A, B e C são apresentadas no apêndice C.

2. Para evitar quebras estruturais na série de EBCF, foi utilizada a estimativa A como padrão para todo o período. Todavia, para os anos de 2003 a 2007, a estimativa A foi encadeada na estimativa B e, para o período de 2000 a 2002, a estimativa A foi encadeada na estimativa C. O encadeamento deu-se pela utilização das taxas de crescimento reais anuais das séries relevantes.

TABELA 4

Estimativas do estoque bruto de capital fixo da administração pública

(Valores reais de 2014 em R\$ bilhões e variações em %)

Ano	Construções	Máquinas e equipamentos	Total	Variação real
2000	1.846,75	124,84	1.971,59	1,58
2001	1.882,18	114,59	1.996,77	1,28
2002	1.922,13	115,50	2.037,64	2,05
2003	1.967,93	115,13	2.083,05	2,23
2004	1.991,30	116,94	2.108,25	1,21
2005	2.027,76	117,49	2.145,25	1,76
2006	2.054,82	118,35	2.173,17	1,30
2007	2.100,96	113,49	2.214,46	1,90
2008	2.152,69	112,71	2.265,40	2,30
2009	2.230,76	122,24	2.353,00	3,87
2010	2.323,23	135,33	2.458,55	4,49
2011	2.402,36	146,00	2.548,35	3,65
2012	2.461,15	166,75	2.627,90	3,12
2013	2.522,75	180,97	2.703,72	2,89
2014	2.578,77	194,73	2.773,50	2,58

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.

Elaboração Gecon/Dimac/Ipea.

Naturalmente, o EBCF – conquanto útil como etapa intermediária para o cálculo do consumo do capital fixo (CCF) – não é o melhor conceito do estoque de capital da APU, posto que desconsidera a depreciação do capital. Felizmente, é possível estimar o estoque de capital fixo da APU líquido da depreciação, a partir das hipóteses sobre a depreciação dos investimentos em *máquinas e equipamentos* e *construções* discutidas antes (tabela 5). Com efeito, as estimativas da tabela 5 – compatíveis com as da tabela 4 –²¹ foram calculadas adotando-se a hipótese de depreciação linear para cada safra anual de investimentos. Estimativas alternativas são reportadas no apêndice C.

TABELA 5
Estimativas do estoque líquido de capital fixo (ELCF) da administração pública
(Valores reais de 2014 em R\$ bilhões e variações em %)

Ano	Construções	Máquinas e equipamentos	Total	Variação real
2000	1.163,10	68,01	1.231,10	0,14
2001	1.170,11	66,63	1.236,74	0,46
2002	1.178,56	68,09	1.246,65	0,80
2003	1.190,29	67,41	1.257,70	0,89
2004	1.188,32	66,52	1.254,85	-0,23
2005	1.203,59	65,46	1.269,05	1,13
2006	1.228,41	65,61	1.294,02	1,97
2007	1.240,25	66,23	1.306,48	0,96
2008	1.262,25	68,06	1.330,31	1,82
2009	1.324,53	74,44	1.398,97	5,16
2010	1.385,69	84,96	1.470,65	5,12
2011	1.438,10	93,08	1.531,18	4,12
2012	1.466,74	108,63	1.575,37	2,89
2013	1.510,93	116,01	1.626,94	3,27
2014	1.535,09	121,40	1.656,49	1,82

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta nota objetivou apresentar estimativas para o estoque de capital fixo da administração pública brasileira. A série publicada na tabela 4 foi construída a partir da comparação dos valores da depreciação implícitos em diferentes estimativas de cálculo do EBCF da APU com os valores efetivamente reportados pelo IBGE. A precisão obtida nessas comparações foi superior a 97%. A série publicada na tabela 5 foi construída aplicando-se a hipótese de depreciação linear às várias safras de investimentos anuais implícitas nas estimativas da tabela 4.

Embora o IBGE não publique estimativas oficiais do EBCF, os resultados apresentados sugerem que a metodologia adotada pelo instituto no cálculo da referida variável se alterou ao longo dos anos.

Os resultados apresentados sugerem, ainda, que o estoque de capital público da economia brasileira é relativamente baixo – próximo de 30% do PIB – e consiste, prioritariamente, de *construções* e aumentou significativamente a partir de 2008, com o *boom* de investimentos públicos verificados no período.

21. Para evitar quebras estruturais na série de ELCF foi adotado processo de encadeamento das estimativas análogo à série EBCF.

REFERÊNCIAS

- BRASIL. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Secretaria de Orçamento Federal. **Manual técnico de orçamento MTO**. Ed. 2015. Brasília: MPOG, 2014.
- 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. **Estatísticas do século XX**. Rio de Janeiro: IBGE 2000. Disponível em: <<http://goo.gl/IPTdT4>> Acesso em: 30 jul. 2015.
- _____. **Finanças públicas do Brasil 2002-2003**. Rio de Janeiro: IBGE, 2006. Disponível em: <<http://goo.gl/q9q7kV>> Acesso em: 30 jul. 2015.
- _____. **Sistema de Contas Nacionais**: Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2008a. (Série Relatórios Metodológicos, v. 24). Disponível em: <<http://goo.gl/73vQPj>> Acesso em: 22 abr. 2015.
- _____. **Contas Nacionais Trimestrais**. 2. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2008b. (Série Relatórios Metodológicos, v. 28). Disponível em: <<http://goo.gl/FgVldo>>. Acesso em: 23 mar. 2015.
- _____. Consumo de capital fixo. **Nota Metodológica**, Rio de Janeiro, n. 9, versão 1, dez. 2015a. Disponível em: <<http://goo.gl/EslBp9>>. Acesso em: 30 jul. 2015.
- _____. Formação bruta de capital fixo. **Nota Metodológica**, Rio de Janeiro, n. 13, versão 2, 2015b. Disponível em: <<http://goo.gl/FN8IGz>>. Acesso em: 30 jul. 2015.
- MORANDI, L.; REIS, E. J. Estoque de capital fixo no Brasil, 1950-2002. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 32., 2004, João Pessoa. **Anais...** João Pessoa: Anpec, 2004. Disponível em: <<http://goo.gl/Swx2oM>>. Acesso em: 30 jul. 2015.
- REIS, C. F. B. **Os efeitos do investimento público sobre o desenvolvimento econômico**: análise aplicada para a economia brasileira entre 1950 e 2006. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2008. Disponível em: <<http://goo.gl/SROKBU>>. Acesso em: 30 jul. 2015.
- SANTOS, C. H. *et al.* Uma metodologia de estimação da formação bruta de capital fixo das administrações públicas brasileiras em níveis mensais para o período 2002 a 2010. In: SANTOS, C. H.; GOUVEA, R. R. (Orgs.). **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). 1. ed. Brasília: Ipea, 2014a. v. 1. p. 375-423. Disponível em: <<http://goo.gl/2u1FiW>>. 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. (Orgs.). **Finanças públicas e macroeconomia no Brasil**: um registro da reflexão do Ipea (2008-2014). 1. ed. Brasília: Ipea, 2014b. v. 1. p. 375-423. Disponível em: <<http://goo.gl/2u1FiW>>. Acesso em: 23 mar. 2015.
- SANTOS, C. H. *et al.* Uma metodologia simplificada de estimação do consumo do governo nominal em bases trimestrais. **Carta de Conjuntura**, Brasília, n. 27, 2015. Disponível em: <<http://goo.gl/wzcYqR>>. Acesso em: 30 jul. 2015.

APÊNDICE A

Em Santos *et al.* (2015), foi apresentada uma metodologia simplificada para a estimação do consumo nominal do governo com periodicidade trimestral, como medido pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).²² Para tal, foram coletados dados dos *salários*, das *contribuições efetivas* e do *consumo intermediário* das três esferas do governo. Além disso, calcularam-se as *contribuições imputadas* da União, de modo a valorar os benefícios não pecuniários que os servidores públicos estatutários possuem por contarem com regimes especiais de Previdência Social.

Embora possuam precisão média acima de 97%, as estimativas de Santos *et al.* (2015) não incluem a totalidade dos componentes do Consumo do Governo. A partir das estimativas anuais do estoque bruto de capital fixo (EBCF), discutidas antes, é possível calcular uma série trimestral para o consumo de capital fixo (CCF), o que, pelo menos em tese, permitiria melhorar as estimativas feitas anteriormente.²³

Segundo o IBGE (2008b), o CCF trimestral é calculado a partir da aplicação dos índices de preço trimestrais para as *construções e máquinas e equipamentos* no EBCF do ano anterior. Para as *construções* utiliza-se o índice nacional de custos da construção (INCC) trimestral, enquanto que para *máquinas e equipamentos* adota-se o índice de preços por atacado (IPA) de máquinas e equipamentos. Os resultados para os anos de interesse podem ser vistos na tabela A.1.

TABELA A.1
Estimativa da depreciação trimestral
(Em R\$ bilhões)

Trimestre	Depreciação estimada
2010.1	13,21
2010.2	13,60
2010.3	13,69
2010.4	13,82
2011.1	14,58
2011.2	14,97
2011.3	15,04
2011.4	15,15
2012.1	16,01
2012.2	16,40
2012.3	16,58
2012.4	16,68
2013.1	16,67
2013.2	17,15
2013.3	17,40

(Continua)

22. Com a finalidade de melhor compreender a composição e a dinâmica recente do consumo do governo brasileiro, responsável por 19% do PIB no período de 1996 até 2014, conforme destaca Santos *et al.* (2015).

23. Cabe destacar que seguindo a metodologia do IBGE, tem-se que o investimento do ano t afeta o EBCF do ano $t+1$ até $t+k$, onde k é a vida útil do ativo. Por sua vez o EBCF afeta o CCF e, consequentemente, o consumo do governo. Em um exercício ilustrativo, caso o investimento realizado em 2010 fosse multiplicado por dois, o impacto sobre o consumo do governo seria da ordem de R\$ 5 bilhões por ano. Inversamente, caso o investimento tivesse sido zero, isso acarretaria em uma redução anual média de cerca de R\$ 4 bilhões durante k anos no consumo do governo.

(Continuação)

Trimestre	Depreciação estimada
2013.4	17,55
2014.1	18,39
2014.2	18,88
2014.3	19,05
2014.4	19,21
2015.1	13,21
2015.2	13,60

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados, Portais de Transparência estaduais, RREOs estaduais e municipais e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Já a tabela A.2 apresenta duas estimativas para o consumo nominal do governo, agora acrescentados os valores da *depreciação*. Na *estimativa D*, são utilizados os dados referentes às despesas liquidadas e aos restos a pagar pagos para todas as esferas do governo utilizadas na nota de Santos *et al.* (2015).²⁴ Estes dados englobam os gastos com *salários*, *contribuições efetivas*, *contribuições imputadas*, *consumo intermediário* e, agora, *depreciação* do capital. Já a *estimativa E* foi calculada utilizando apenas os dados das despesas liquidadas referentes aos *salários* e às *contribuições efetivas e imputadas*.

TABELA A.2
Séries estimadas
(Em R\$ bilhões)

Trimestre	Contas Nacionais Trimestrais	Estimativa D	Desvio (%)	Estimativa E	Desvio (%)
2010.1	163,11	169,30	3,79	171,40	5,08
2010.2	172,80	173,20	0,23	177,50	2,72
2010.3	180,25	170,90	-5,19	176,30	-2,19
2010.4	222,81	225,50	1,21	213,70	-4,09
2011.1	177,58	173,60	-2,24	183,30	3,16
2011.2	198,67	198,60	-0,03	202,90	2,08
2011.3	199,00	186,00	-6,53	191,10	-3,97
2011.4	242,12	259,10	7,06	240,20	-0,79
2012.1	198,33	198,90	0,34	202,50	2,11
2012.2	220,36	227,20	3,15	226,10	2,65
2012.3	220,14	215,40	-2,15	217,60	-1,15
2012.4	270,78	268,00	-1,03	263,40	-2,76
2013.1	217,08	219,10	1,02	225,10	3,78
2013.2	248,11	250,40	0,96	251,80	1,53
2013.3	244,31	238,50	-2,38	239,80	-1,85
2013.4	300,85	302,30	0,41	293,60	-2,51
2014.1	244,40	248,30	1,64	254,70	4,30
2014.2	271,49	264,70	-2,50	272,40	0,34
2014.3	274,12	269,90	-1,54	269,40	-1,72
2014.4	324,89	332,10	2,16	318,50	-2,03

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados, portais de transparência estaduais, RREOs estaduais e municipais e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

24. Conforme detalhado em Santos *et al.* (2015), a série é composta de informações contábeis da União Federal, dez estados, Distrito Federal e dezessete municípios.

A tabela A.3 apresenta os erros quadrados médios (EQM) de cada uma das estimativas, antes e depois do acréscimo da *depreciação*. Como se pode notar, a inclusão da variável da *depreciação* melhorou consideravelmente a *estimativa D*, aproximando-a do valor da série oficial do IBGE. O EQM desta série para todo o período diminuiu de 8,13 para 4,55 e, quando considerado apenas os anos de 2012, 2013 e 2014, seu resultado foi de 2,31.

Por outro lado, o mesmo não se pode dizer da *estimativa E*, com o EQM relativamente maior. Na comparação com o resultado apresentado em Santos *et al.* (2015), o EQM para todo o período elevou-se de 2,78 para 3,97, com a adição da *depreciação*. O resultado foi semelhante quando se consideram apenas os anos mais recentes, passando o EQM de 2,40 para 4,09.

TABELA A.3
Erros quadrados médios

	2010/2014		2012/2014	
	Estimativa D	Estimativa E	Estimativa D	Estimativa E
EQM Santos <i>et al.</i> (2015)	8,13	2,78	4,49	2,40
EQM com depreciação	4,55	3,97	2,31	4,09

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados, portais de transparência estaduais, RREOs estaduais e municipais e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Os resultados mostram que, embora seus desvios sejam 0,58 pontos maiores na série completa, a *estimativa D* aproximou-se consideravelmente dos valores oficiais das Contas Nacionais Trimestrais (CNT), possuindo o menor EQM entre as séries consideradas. Além disso, a *estimativa D* é composta por todos os componentes do consumo nominal do governo pela ótica da produção, com exceção dos *outros impostos sobre a produção*, que representavam apenas 0,10% do consumo nominal do governo em 2011, como apresentado em Santos *et al.* (2015). Por fim, a *estimativa D* possui informações de liquidação efetiva da despesa, tornando-a compatível com o novo Sistema de Contas Nacional, referência 2010.

Como o esperado, a precisão da estimativa melhorou (ainda que marginalmente), atingindo 97,69% para o período de 2012 em diante.

APÊNDICE B

TABELA B.1
Série de formação bruta de capital fixo (FBCF)
(Valores correntes em R\$ mil)

Data	FBCF	Data	FBCF	Data	FBCF
1949	3,64E-09	1971	4,02E-06	1993	431.559,30
1950	4,22E-09	1972	4,90E-06	1994	11.165.232,00
1951	4,40E-09	1973	6,90E-06	1995	14.586.791,00
1952	4,84E-09	1974	1,04E-05	1996	18.648.584,00
1953	5,49E-09	1975	1,51E-05	1997	18.091.136,00
1954	7,60E-09	1976	2,40E-05	1998	22.813.851,00
1955	8,11E-09	1977	2,99E-05	1999	17.851.642,00
1956	9,71E-09	1978	4,14E-05	2000	21.293.000,00
1957	1,73E-08	1979	5,36E-05	2001	25.935.000,00
1958	2,49E-08	1980	1,07E-04	2002	30.468.000,00
1959	3,08E-08	1981	2,32E-04	2003	25.604.000,00
1960	4,60E-08	1982	4,32E-04	2004	33.405.000,00
1961	6,29E-08	1983	7,55E-04	2005	37.490.000,00
1962	1,08E-07	1984	2,56E-03	2006	48.245.000,00
1963	1,77E-07	1985	1,24E-02	2007	55.848.000,00
1964	3,51E-07	1986	4,05E-02	2008	74.392.000,00
1965	7,34E-07	1987	1,32E-01	2009	83.272.000,00
1966	9,23E-07	1988	1,01	2010	107.220.000,00
1967	1,39E-06	1989	12,51	2011	102.014.000,00
1968	1,84E-06	1990	431,00	2012	96.619.353,59
1969	2,95E-06	1991	1.559,75	2013	99.475.224,24
1970	3,13E-06	1992	20.266,67	2014	98.631.169,64

Fonte: IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
Obs.: Valores de 2014 não possuem informações referentes aos estados por elaboração do trabalho anteriormente à publicação da Execução Orçamentária dos Estados.

TABELA B.2
Série de formação bruta de capital fixo das construções
(Valores correntes em R\$ mil)

Data	FBCF – construções	Data	FBCF – construções	Data	FBCF – construções
1949	2,58E-09	1971	3,45E-06	1993	352.773,40
1950	3,42E-09	1972	3,97E-06	1994	9.310.731,00
1951	3,93E-09	1973	5,55E-06	1995	11.921.195,00
1952	4,29E-09	1974	8,78E-06	1996	15.860.825,00
1953	4,84E-09	1975	1,29E-05	1997	15.294.241,00
1954	6,76E-09	1976	2,05E-05	1998	19.206.329,00
1955	5,38E-09	1977	2,54E-05	1999	14.712.967,00
1956	8,29E-09	1978	3,50E-05	2000	16.850.490,45
1957	1,48E-08	1979	4,59E-05	2001	20.059.367,31
1958	2,21E-08	1980	9,30E-05	2002	24.688.377,52
1959	2,39E-08	1981	1,98E-04	2003	18.495.130,02
1960	4,15E-08	1982	3,57E-04	2004	25.756.046,37
1961	5,87E-08	1983	6,28E-04	2005	27.490.502,58
1962	1,01E-07	1984	2,06E-03	2006	37.190.674,84
1963	1,56E-07	1985	1,06E-02	2007	43.153.256,56
1964	3,02E-07	1986	3,24E-02	2008	58.192.196,53
1965	6,17E-07	1987	1,11E-01	2009	65.451.568,37
1966	7,76E-07	1988	0,82	2010	98.586.771,64
1967	1,15E-06	1989	10,15	2011	96.026.369,78
1968	1,48E-06	1990	334,79	2012	82.462.544,63
1969	2,43E-06	1991	1.280,36	2013	91.048.865,81
1970	2,52E-06	1992	17.216,81	2014	89.434.821,43

Fonte: IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra.

Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

Obs.: Valores de 2014 não possuem informações referentes aos estados por elaboração do trabalho anteriormente à publicação da Execução Orçamentária dos Estados.

TABELA B.3
Série de formação bruta de capital fixo das máquinas e equipamentos
(Valores correntes em R\$ mil)

Data	FBCF – M&E	Data	FBCF – M&E	Data	FBCF – M&E
1949	1,05E-09	1971	5,71E-07	1993	78.785,90
1950	8,00E-10	1972	9,23E-07	1994	1.854.501,00
1951	4,73E-10	1973	1,35E-06	1995	2.665.596,00
1952	5,45E-10	1974	1,67E-06	1996	2.787.759,00
1953	6,55E-10	1975	2,16E-06	1997	2.796.895,00
1954	8,36E-10	1976	3,45E-06	1998	3.607.522,00
1955	2,73E-09	1977	4,46E-06	1999	3.138.675,00
1956	1,42E-09	1978	6,41E-06	2000	4.442.509,55
1957	2,51E-09	1979	7,71E-06	2001	5.875.632,69
1958	2,80E-09	1980	1,36E-05	2002	5.779.622,48
1959	6,95E-09	1981	3,39E-05	2003	7.108.869,98
1960	4,55E-09	1982	7,45E-05	2004	7.648.953,63
1961	4,25E-09	1983	1,27E-04	2005	9.999.497,42
1962	7,82E-09	1984	5,05E-04	2006	11.054.325,16
1963	2,11E-08	1985	1,81E-03	2007	12.694.743,44
1964	4,85E-08	1986	8,10E-03	2008	16.199.803,47
1965	1,17E-07	1987	2,14E-02	2009	17.820.431,63
1966	1,47E-07	1988	0,19	2010	27.081.228,36
1967	2,44E-07	1989	2,36	2011	27.280.630,22
1968	3,62E-07	1990	96,21	2012	32.525.062,72
1969	5,28E-07	1991	279,38	2013	27.337.540,24
1970	6,09E-07	1992	3.049,86	2014	27.947.067,24

Fonte: IBGE (2000), IBGE (2006), consolidação das contas públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.
Obs.: Valores de 2014 não possuem informações referentes aos estados por elaboração do trabalho anteriormente à publicação da Execução Orçamentária dos Estados.

APÊNDICE C

TABELA C.1
Estoque bruto de capital fixo da administração pública – estimativa A
(Valores reais de 2014 em R\$ bilhões e variações em %)

Ano	Construções	Máquinas e equipamentos	Total	Variação real
2000	1757,22	98,49	1855,71	1,86
2001	1804,53	99,27	1903,81	2,59
2002	1856,83	98,95	1955,78	2,73
2003	1887,67	96,39	1984,06	1,45
2004	1928,23	92,66	2020,89	1,86
2005	1971,50	96,37	2067,86	2,32
2006	2027,84	100,76	2128,60	2,94
2007	2084,19	106,89	2191,07	2,94
2008	2152,69	112,71	2265,40	3,39
2009	2230,76	122,24	2353,00	3,87
2010	2323,23	135,33	2458,55	4,49
2011	2402,36	146,00	2548,35	3,65
2012	2461,15	166,75	2627,90	3,12
2013	2522,75	180,97	2703,72	2,89
2014	2578,77	194,73	2773,50	2,58

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

TABELA C.2
Estoque bruto de capital fixo da administração pública – estimativa B
(Valores reais de 2014 em R\$ bilhões e variações em %)

Ano	Construções	Máquinas e equipamentos	Total	Variação real
2000	1633,24	223,29	1856,53	1,85
2001	1670,74	225,68	1896,42	2,15
2002	1711,31	226,09	1937,41	2,16
2003	1731,64	229,66	1961,30	1,23
2004	1763,35	230,74	1994,09	1,67
2005	1786,88	232,42	2019,30	1,26
2006	1827,00	222,88	2049,89	1,51
2007	1871,99	221,34	2093,33	2,12
2008	1932,36	224,01	2156,36	3,01
2009	1988,58	229,54	2218,12	2,86
2010	2086,92	237,73	2324,65	4,80
2011	2165,77	253,70	2419,48	4,08
2012	2222,62	279,87	2502,49	3,43
2013	2275,44	296,09	2571,53	2,76
2014	2311,44	310,60	2622,03	1,96

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

TABELA C.3
Estoque bruto de capital fixo da administração pública – estimativa C
(Valores reais de 2014 em R\$ bilhões e variações em %)

Ano	Construções	Máquinas e equipamentos	Total	Variação real
2000	2259,40	98,49	2357,89	1,45
2001	2307,37	99,27	2406,65	2,07
2002	2362,34	98,95	2461,29	2,27
2003	2393,89	96,39	2490,29	1,18
2004	2434,42	92,66	2527,08	1,48
2005	2477,40	96,37	2573,77	1,85
2006	2532,72	100,76	2633,48	2,32
2007	2589,63	106,89	2696,52	2,39
2008	2658,39	112,71	2771,10	2,77
2009	2735,44	122,24	2857,68	3,12
2010	2824,55	135,33	2959,88	3,58
2011	2900,20	146,00	3046,20	2,92
2012	2952,50	166,75	3119,25	2,40
2013	3011,67	180,97	3192,64	2,35
2014	3062,40	194,73	3257,13	2,02

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

TABELA C.4
Estoque líquido de capital fixo da administração pública – estimativa A
(Valores reais de 2014 em R\$ bilhões e variações em %)

Ano	Construções	Máquinas e equipamentos	Total	Variação real
2000	1096,21	52,10	1148,31	1,67
2001	1115,46	53,25	1168,70	1,78
2002	1136,67	52,71	1189,38	1,77
2003	1140,58	52,65	1193,23	0,32
2004	1157,58	52,73	1210,31	1,43
2005	1180,63	55,24	1235,87	2,11
2006	1197,74	58,26	1256,00	1,63
2007	1222,37	62,37	1284,74	2,29
2008	1262,25	68,06	1330,31	3,55
2009	1324,53	74,44	1398,97	5,16
2010	1385,69	84,96	1470,65	5,12
2011	1438,10	93,08	1531,18	4,12
2012	1466,74	108,63	1575,37	2,89
2013	1510,93	116,01	1626,94	3,27
2014	1535,09	121,40	1656,49	1,82

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

TABELA C.5
Estoque líquido de capital fixo da administração pública – estimativa B
(Valores reais de 2014 em R\$ bilhões e variações em %)

Ano	Construções	Máquinas e equipamentos	Total	Variação real
2000	942,53	114,15	1056,68	1,27
2001	955,49	113,98	1069,47	1,21
2002	969,87	112,09	1081,95	1,17
2003	968,26	110,62	1078,88	-0,28
2004	980,70	108,85	1089,55	0,99
2005	1000,93	109,09	1110,02	1,88
2006	1010,57	110,12	1120,70	0,96
2007	1028,50	113,17	1141,67	1,87
2008	1062,11	118,48	1180,59	3,41
2009	1121,98	124,93	1246,91	5,62
2010	1195,76	140,11	1335,87	7,13
2011	1263,12	154,40	1417,52	6,11
2012	1300,03	177,59	1477,63	4,24
2013	1356,33	192,23	1548,56	4,80
2014	1388,22	205,37	1593,58	2,91

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

TABELA C.6
Estoque líquido de capital fixo da administração pública – estimativa C
(Valores reais de 2014 em R\$ bilhões e variações em %)

Ano	Construções	Máquinas e equipamentos	Total	Variação real
2000	1458,06	52,10	1510,17	0,51
2001	1468,60	53,25	1521,85	0,77
2002	1483,22	52,71	1535,93	0,93
2003	1479,32	52,65	1531,97	-0,26
2004	1492,46	52,73	1545,19	0,86
2005	1499,27	55,24	1554,51	0,60
2006	1512,56	58,26	1570,81	1,05
2007	1533,88	62,37	1596,26	1,62
2008	1562,50	68,06	1630,56	2,15
2009	1613,13	74,44	1687,57	3,50
2010	1664,23	84,96	1749,19	3,65
2011	1710,23	93,08	1803,31	3,09
2012	1730,11	108,63	1838,74	1,96
2013	1755,28	116,01	1871,29	1,77
2014	1762,36	121,40	1883,76	0,67

Fonte: Estimativas com base nos valores do IBGE (2000), IBGE (2006), Consolidação das Contas Públicas (STN), Siga Brasil, Execução Orçamentária dos Estados e Finbra. Valores oficiais são do Sistema de Contas Nacionais referência 2010.
Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea.

NOTA TÉCNICA

TERMOS DE TROCA, GANHOS DE COMÉRCIO E CRESCIMENTO DA RENDA INTERNA BRUTA REAL NO BRASIL DE 2001 A 2014¹

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos²

1 INTRODUÇÃO

Os termos de troca são definidos como a relação entre os preços das exportações do país (P_X) e os das suas importações (P_M). Uma melhoria nos termos de troca – isto é, um aumento na razão P_X/P_M –, tudo o mais constante, aumenta a renda real. Permite, por exemplo que, com as mesmas exportações, se possa importar mais. Mas esse benefício não é captado pelo crescimento do produto interno bruto (PIB) real. O agregado macroeconômico cujo crescimento capta este efeito é a renda interna bruta (RIB) real. A diferença entre a RIB real e o PIB real são os ganhos de comércio (GCs). Diversos países calculam a RIB real em suas Contas Nacionais, como recomendado pela Organização das Nações Unidas (ONU). No Brasil, existe o cálculo feito pelo órgão responsável pelas Contas Nacionais de 1970 a 1989 mas, de 1990 em diante, a RIB real deixou de ser calculada. Como o país tem experimentado consideráveis flutuações em seus termos de troca, o objetivo desta nota é calcular os GCs e a RIB real para o Brasil de 2001 a 2014 e preencher, assim, importante lacuna para a análise da economia brasileira.

O gráfico 1 mostra a evolução dos termos de troca de 2001 a 2014 em duas medidas, apenas para efeito de comparação: a usada nesta nota, obtida a partir das Contas Nacionais, e a divulgada pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Em 2011, os termos de troca (pelas Contas Nacionais) estavam 36% maiores em relação a 2005. Já em 2014, estavam 9% menores do que em 2011.

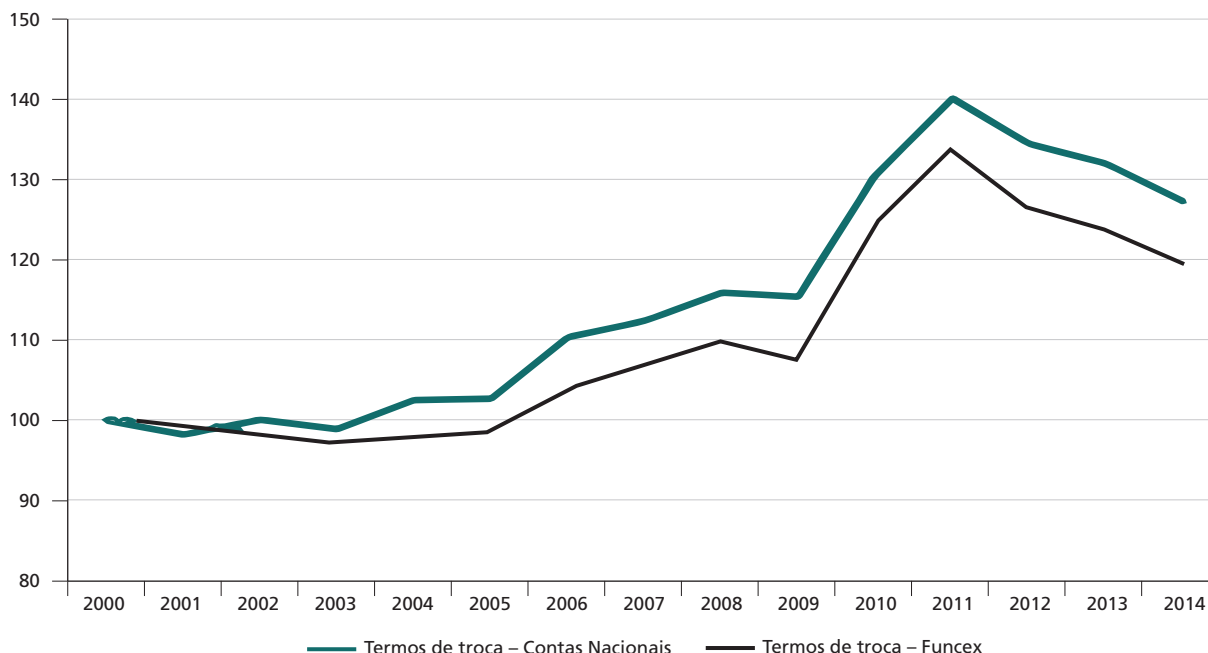
O crescimento do PIB real subestima o da RIB real quando os termos de troca melhoram. Em termos nominais, o PIB e a RIB são conceitualmente idênticos. Porém, como o comércio internacional permite aos residentes de um país consumirem cesta de mercadorias diferente daquela que é por eles produzida, o índice de preços do PIB não é o deflator correto para se medir o poder de compra da RIB. A necessidade de se deflacionar a renda por índice de preços que reflita o uso desta renda, e não a composição do produto, faz com que a RIB real seja diferente do PIB real (Reinsdorf, 2009). A inflação medida pelo deflator do PIB é maior do que a medida pelo da RIB quando há melhoria dos termos de troca. Por exemplo, queda nos preços das importações, tudo o mais constante, leva a aumento no deflator do PIB (Kohli, 2004).

Se a corrente de comércio é grande em relação ao PIB e se a composição das exportações é muito diferente da composição das importações, o potencial para diferenças significativas entre a RIB real e o PIB real é maior (European Commission *et al.*, 2008).

1. Com assistência de pesquisa de Pedro Américo de Almeida Ferreira, José Bruno Ramos Torres Fevereiro e Beatriz Cordeiro Araujo, assistentes de pesquisa do Ipea. O autor agradece os comentários de Fernando José S. P. Ribeiro, Marcelo Nonnenberg, Marco Antônio F. de H. Cavalcanti e Paulo Mansur Levy, todos do Ipea, feitos em reuniões no instituto ou em revisões da versão inicial desta nota, contribuindo com relevantes comentários e sugestões. Eventuais erros e omissões são de responsabilidade do autor.

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

GRÁFICO 1
Brasil: termos de troca (P_X/P_M) (2001-2014)
 (2000 = 100)



Fonte: Cálculos do autor com base em dados da Funcex (Ipeadata) e do IBGE.

2 CÁLCULO DOS GANHOS DE COMÉRCIO

Por definição, os GCs correspondem à diferença entre a RIB real e o PIB real: $GC = RIBR - PIBR$. Segundo o Manual de Contas Nacionais da ONU – *system of national accounts* (SNA) – (European Commission *et al.*, 2008), os ganhos de comércio são geralmente medidos pela seguinte expressão:

$$GC = \frac{X - M}{P} - \left(\frac{X}{P_X} - \frac{M}{P_M} \right), \quad (1)$$

onde, medidos em moeda nacional (R\$), X = exportações em valores correntes; M = importações em valores correntes; P_X = índice de preços das exportações; P_M = índice de preços das importações; P = índice de preço baseado em algum numerário escolhido.

P_X , P_M e P são iguais a 1 no ano-base. O termo entre parênteses mede a balança comercial (balança de bens e serviços, por vezes chamada nesta nota apenas de balança comercial) como calculada no PIB em volume, aos preços de exportação e de importação. O primeiro termo mede a balança comercial a preços correntes, deflacionada pelo índice de preços escolhido como numerário. Nos cálculos apresentados nesta nota, adotamos como ano-base sempre o ano anterior a cada ano para o qual se calculam os ganhos de comércio. Assim, para o cálculo de $GC_{(t)}$, tem-se $P_{X(t-1)} = P_{M(t-1)} = P_{(t-1)} = 1$.

Ainda segundo o SNA (European Commission, 2008), há grande – mas inconclusiva – literatura sobre qual índice de preços é o adequado para deflacionar a balança comercial ($X-M$), o P da equação. As principais alternativas são: *i*) P_X ; *ii*) P_M ; *iii*) média entre P_X e P_M ; e *iv*) não um preço de comércio exterior, mas algum índice geral de preços, como o deflator da absorção interna ou o índice de preços ao consumidor.

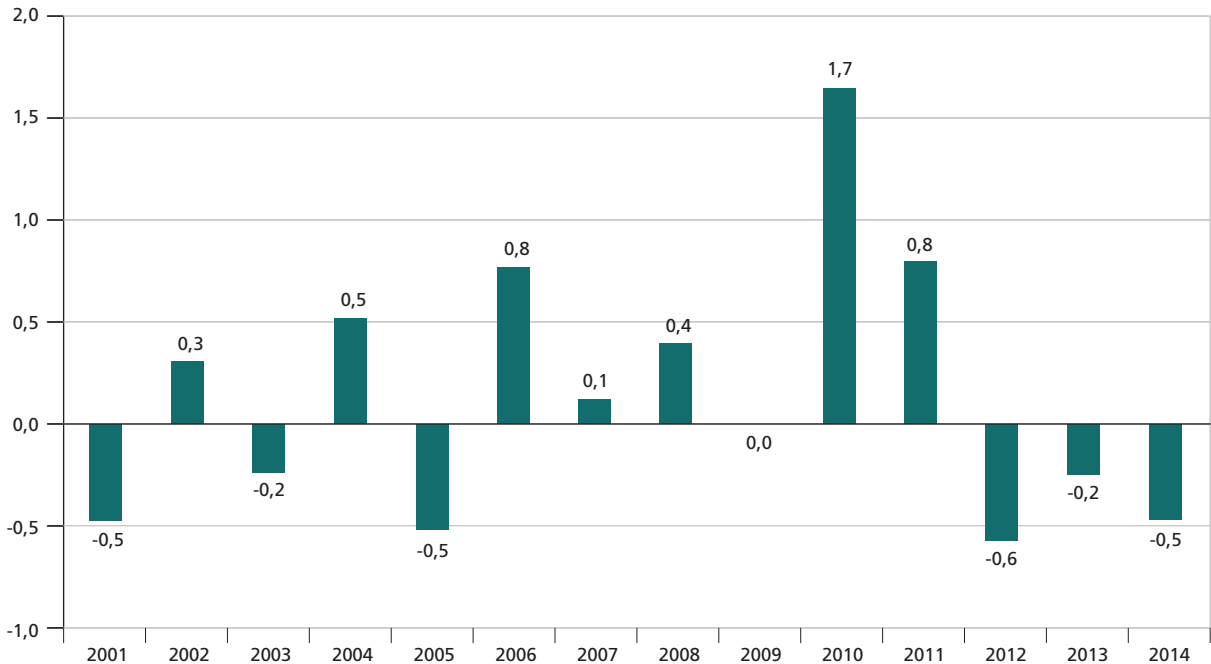
TABELA 1
Brasil: ganhos de comércio (2001-2014)
(Em % do PIB)

2001	-0,5	2008	0,4
2002	0,3	2009	0,0
2003	-0,2	2010	1,7
2004	0,5	2011	0,8
2005	-0,5	2012	-0,6
2006	0,8	2013	-0,2
2007	0,1	2014	-0,5

Elaboração do autor.
Obs.: 2001-2011 elaborado com Contas Anuais; 2012-2014 elaborado com Contas Trimestrais.

Quanto à escolha de P , Reinsdorf (2009) e Kohli (2004) defendem o uso do deflator da absorção interna, opção feita nesta nota. Para Reinsdorf (2009), a melhor hipótese é a de que a renda adicional oriunda dos ganhos de comércio é gasta da mesma forma que a renda média – e, portanto, o deflator mais adequado é o da absorção interna. O uso do deflator das importações supõe que o objetivo do comércio exterior é obter importações – neste caso, a renda extra dos ganhos de comércio seria totalmente direcionada à compra de produtos importados.

GRÁFICO 2
Brasil: ganhos de comércio (2001-2014)
(Em % do PIB)



Elaboração do autor.
Obs.: 2001-2011 elaborado com Contas Anuais; 2012-2014 elaborado com Contas Trimestrais.

Todos os elementos da equação acima estão disponíveis direta ou indiretamente nas Contas Nacionais Anuais e nas Contas Nacionais Trimestrais do Brasil. Ao apresentar o Sistema de Contas Nacionais (SCN) – referência 2010 – para os anos de 2010 e 2011, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou também as tabelas “retropoladas” a partir de 2000, daí a escolha deste período para esta nota.

De 2012 em diante, estão disponíveis apenas as Contas Trimestrais, que seguem também a referência 2010.³ Com base nestes dados e aplicando-os à equação dos GCs, calculam-se os ganhos de comércio da economia brasileira para o período de 2001 a 2014, medidos como percentual do PIB. Os resultados são apresentados na tabela 1 e no gráfico 2.

Os ganhos de comércio correspondem a quanto foi possível consumir a mais (ganho de poder de compra) do que o PIB devido a variações dos termos de troca. De 2001 a 2005, alternam-se anos com ganhos e perdas de comércio. De 2006 a 2011, há uma sequência de ganhos de comércio positivos – com a exceção de 2009, em que foram nulos. O ano de 2010 merece especial destaque, pois os ganhos de 1,7% do PIB foram particularmente elevados em relação aos dos demais anos. De 2012 a 2014, observa-se uma sequência de perdas. De 2001 a 2005, a média anual foi de -0,1% do PIB; de 2006 a 2011, de +0,6%; e de 2012 a 2014, de -0,4%. Em todo o período aqui apresentado, a média foi de +0,1% do PIB.

3 CÁLCULO DA RENDA INTERNA BRUTA REAL

A RIB real é igual à soma do PIB real com os ganhos de comércio, todos medidos a preços do ano-base:

$$RIBR = PIBR + GC. \tag{2}$$

O manual SNA 2008 (European Commission, 2008) recomenda que essa soma seja feita para anos adjacentes – caso no qual os índices de volume são aditivos – e que séries mais longas sejam construídas por encadeamento. Como, ao calcular os GCs, usamos como ano-base sempre o ano anterior a cada ano para o qual se calculavam os GCs, ao somar os GCs assim obtidos com o PIB a preços do ano anterior, estamos seguindo esta recomendação. Para se calcular a variação da RIB real basta lembrar que, no ano-base, $RIB = PIB$. A tabela 2 e o gráfico 3 apresentam o crescimento da RIB real comparado com o do PIB real no Brasil, de 2001 a 2014.

TABELA 2
Brasil: renda interna bruta real e PIB real (2001-2014)
(Variação, em %)

Anos	PIB	Renda	Anos	PIB	Renda
2001	1,3	0,8	2008	5,0	5,4
2002	3,1	3,4	2009	-0,2	-0,2
2003	1,2	1,0	2010	7,6	9,4
2004	5,7	6,2	2011	3,9	4,7
2005	3,1	2,6	2012	1,8	1,2
2006	4,0	4,8	2013	2,7	2,5
2007	6,0	6,1	2014	0,1	-0,3

Elaboração do autor.
Obs.: 2001-2011 elaborado com Contas Anuais; 2012-2014 elaborado com Contas Trimestrais.

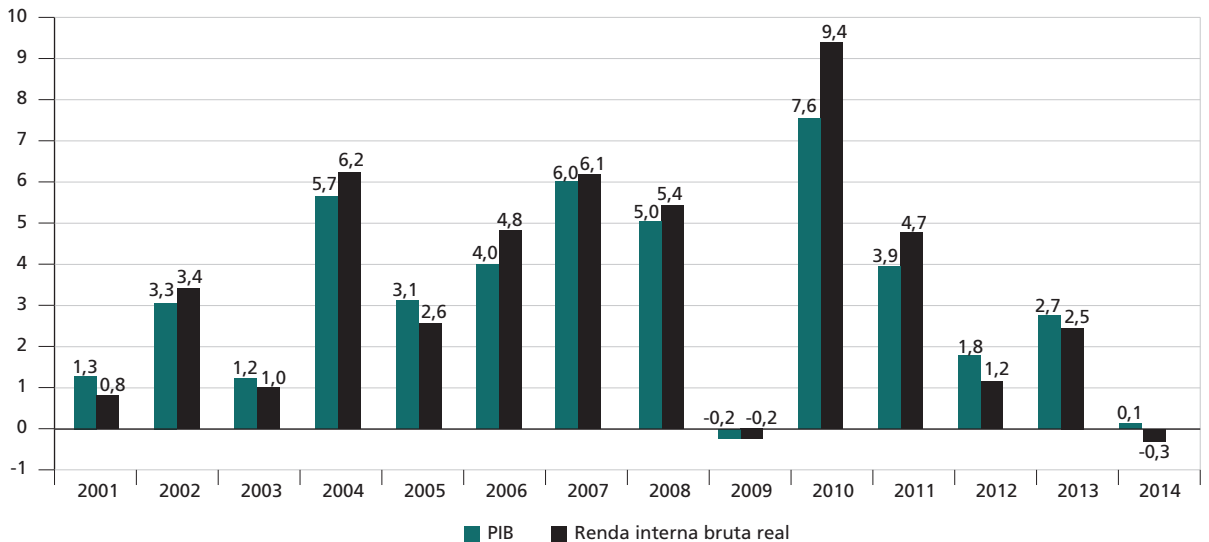
A periodização que se pode observar corresponde, naturalmente, à notada nos números dos ganhos de comércio apresentados anteriormente. De 2001 a 2005, ora o crescimento real da renda foi maior que o do PIB, ora foi menor. De 2006 a 2011, a renda cresceu mais do que o PIB em todos os anos,

3. Em relação às Contas Anuais, as Contas Trimestrais requerem procedimentos adicionais para calcularem-se os deflatores e o crescimento do PIB a preços constantes, além de uma hipótese em relação ao deflator da absorção interna: a de que o deflator da variação de estoques é igual ao deflator médio dos demais componentes da absorção interna – consumo das famílias, consumo do governo e formação bruta de capital fixo, pois a variação de estoques não consta das Contas Trimestrais. Esta hipótese foi sugerida por Bacha (2013).

exceto em 2009, em que ambos caíram na mesma magnitude. Em 2010, além do forte crescimento do PIB, de 7,6%, os ganhos de comércio levaram ao crescimento ainda maior do poder de compra da renda interna, de 9,4%. De 2012 a 2014, a renda cresceu menos do que o PIB. Em particular, em 2014, enquanto o PIB mostrou crescimento de 0,1%, a renda registrou queda de 0,3%.

A tabela 3 e o gráfico 4 comparam o crescimento da RIB real e do PIB real cumulativamente. Depois de se construir um índice da evolução da RIB real no período pelo encadeamento dos índices anuais, fez-se a razão com o do PIB real e tomou-se 2000 = 100. Até 2005, a razão oscilou próxima ao nível inicial. Depois, de 2006 a 2009, cresceu 1,3% (isto é, o crescimento da renda superou o do PIB em 1,3%). Em 2010 e 2011, houve forte crescimento, de 2,5%, acumulado nos dois anos. No período 2006-2011, o crescimento da renda superou o do PIB em 3,8% – número considerável, em se tratando de agregados macroeconômicos. Depois, no triênio 2012-2014, a queda relativa foi de 1,3%. Em todo o período considerado, de 2001 a 2014, o crescimento da renda superou o do PIB em 2,1%.

GRÁFICO 3
Brasil: renda interna bruta real e PIB real (2001-2014)
(Variação, em %)



Elaboração do autor.
Obs.: 2001-2011 elaborado com Contas Anuais; 2012-2014 elaborado com Contas Trimestrais.

TABELA 3
Brasil: renda interna bruta real e PIB real – evolução relativa (RIBR/PIBR) (2001-2014)
(2000 = 100)

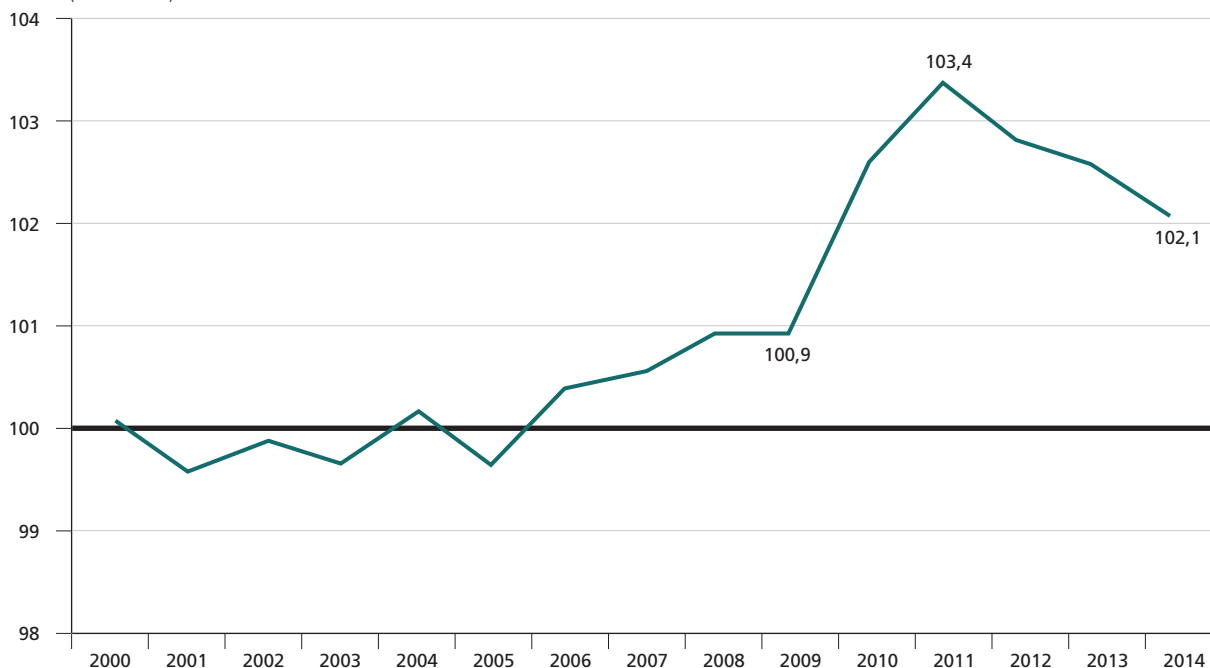
2000	100,00	2008	100,91
2001	99,53	2009	100,91
2002	99,84	2010	102,58
2003	99,61	2011	103,40
2004	100,14	2012	102,81
2005	99,61	2013	102,56
2006	100,38	2014	102,08
2007	100,51	-	-

Elaboração do autor.
Obs.: 2001-2011 elaborado com Contas Anuais; 2012-2014 elaborado com Contas Trimestrais.

GRÁFICO 4

Brasil: renda interna bruta real e PIB real – evolução relativa (RIBR/PIBR) (2001-2014)

(2000 = 100)



Elaboração do autor.

Obs.: 2001-2011 elaborado com Contas Anuais; 2012-2014 elaborado com Contas Trimestrais.

4 ALGUMAS OBSERVAÇÕES

Nem o PIB real nem a RIB real são medidas de bem-estar, mas a RIB real aproxima-se mais dessa medida, porque afere o poder de compra, enquanto o PIB real refere-se à produção. Assim, diferenças como as mostradas são relevantes para se analisarem fases em que há significativas mudanças nos termos de troca, como foi o caso no período analisado.

É importante observar que os ganhos de comércio não captam todo o efeito dos termos de troca sobre a RIB real, apenas o que não é medido pelo PIB real. A influência dos termos de troca sobre o PIB real afeta, naturalmente, a RIB real, pois $RIBR = PIBR + GC$.

Quando se usa, para o índice de preços P , o deflator da absorção interna, como feito aqui, os ganhos de comércio podem ser divididos em duas parcelas: *i*) a que ocorre por causa da variação nos termos de troca; e *ii*) a devida à variação nos preços relativos entre os preços do comércio exterior (P_X e P_M) e o deflator da absorção interna (P). A razão entre a média entre P_X e P_M e o deflator P é chamada, na literatura, de preços relativos entre comerciáveis e não comerciáveis, embora isso não seja exato, por existirem bens comerciáveis na composição de P . Nesta nota não foi mostrada esta separação, mas os dois efeitos estão presentes.

Bacha (2013) calcula efeitos dos termos de troca no excesso de gasto sobre a renda e no excesso de importações sobre exportações de 2005 a 2011, e apresenta valores diferentes dos aqui encontrados, especialmente a partir de 2007, período em que os termos de troca subiram muito. Uma diferença importante é que Bacha (2013) fixa os deflatores iguais a 1 em 2005, enquanto, nos cálculos aqui feitos, os deflatores são iguais a 1 sempre no ano imediatamente anterior àquele para o qual se calculam os GCs.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta nota apresentou o cálculo dos GCs e da RIB real para o Brasil de 2001 a 2014, segundo metodologia proposta no Manual de Contas Nacionais da ONU. Este cálculo não é realizado pelo IBGE desde 1990. Em períodos de grande variação nos termos de troca – como tem acontecido com o Brasil –, a evolução do PIB real e a da RIB real podem divergir significativamente.

De 2001 a 2005, alternam-se anos com ganhos e perdas de comércio, que praticamente anulam-se. De 2006 a 2011, há uma sequência de ganhos de comércio positivos – com a exceção de 2009, em que foram nulos; neste período, o crescimento real da renda superou o do PIB em 3,8%. De 2012 a 2014, observa-se uma sequência de perdas e a queda acumulada da RIB real em relação ao PIB real foi de 1,3%. Em todo o período considerado, de 2001 a 2014, o crescimento da renda superou o do PIB em 2,1%.

REFERÊNCIAS

BACHA, E. Bonança externa e desindustrialização: uma análise do período 2005-2011. *In*: BACHA, E.; BOLLE, M. B. (Orgs.). **O futuro da indústria no Brasil**: desindustrialização em debate. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.

EUROPEAN COMMISSION *et al.* **SNA 2008 – System of National Accounts 2008**. New York: World Bank, 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/mqJ6mp>>.

KOHLI, U. Real GDP, real domestic income, and terms-of-trade changes. **Journal of International Economics**, v. 62, p. 83-106, 2004. Disponível em: <<http://goo.gl/38pbKA>>.

REINSDORF, M. B. **Terms of trade effects**: theory and measurement. Washington: Bureau of Economic Analysis, Oct. 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/15uBmc>>.

NOTA TÉCNICA

NOVOS CÁLCULOS DA TAXA EFETIVA REAL DE CÂMBIO PARA O BRASIL

Marcelo José Braga Nonnenberg¹
Alejandro da Rocha Souto Padrón²
Beatriz Cordeiro Araujo³
Pedro Américo de Almeida Ferreira⁴

1 INTRODUÇÃO

O conceito de taxa efetiva real de câmbio reúne, em uma só variável, três questões fundamentais para o entendimento da competitividade externa de um país: a relação entre os preços domésticos e externos, refletido na taxa de câmbio; a compreensão do que seja uma taxa efetiva, isto é, que compreenda o conjunto de países com os quais o país doméstico transaciona; e, finalmente, a relação entre inflação doméstica e externa, expressa no conceito “real”.

Portanto, a construção de uma taxa efetiva real de câmbio passa pela abordagem desses três problemas. E representa, como usual ao se desenhar um indicador econômico, a passagem de uma questão conceitual para o mundo real. Na literatura macroeconômica, a taxa de câmbio é simplesmente o preço de um ativo: a relação entre a moeda doméstica e a moeda estrangeira. E o problema principal é saber como o preço desse ativo é determinado. Essa variável é, portanto, um dos preços fundamentais da economia, podendo ser a variável de equilíbrio, dependendo do modelo adotado. Porém, nesse mundo simplificado, é apenas a relação entre duas moedas: a doméstica e a estrangeira.

No mundo real, entretanto, a relação prevalecente é entre a moeda nacional e todas as moedas dos países com os quais o país se relaciona. Essa relação não se restringe, obviamente, apenas às transações de bens, mas compreende todas as constantes do balanço de pagamentos: serviços, investimentos, transferências unilaterais etc. E a composição dessa cesta de moedas se altera continuamente.

Obviamente, construir essa variável é, provavelmente, tarefa além das possibilidades de qualquer instituição. Mais do que isso, é tarefa inútil, pois não teria maior serventia do que ajudar a prever o passado. Muito mais útil é construir uma taxa de câmbio que sirva a alguma função mais nobre. Mas qual seria essa função? Pode ser examinar a competitividade das exportações ou a capacidade de penetração das importações ou a taxa de equilíbrio do balanço de pagamentos. Para cada função é necessária uma taxa diferente.

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 Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

3. Pesquisadora do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

4. Pesquisador do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

Uma segunda categoria de problemas aparece quando se quer construir uma série relativamente longa. Não basta calcular, de alguma forma, uma média entre as diversas relações entre moedas, mas considerar o diferencial de variações de preços entre os países. Os efeitos que a taxa de câmbio exerce sobre um conjunto de variáveis ao longo do tempo dependem dos diferenciais de inflação. Mas qual a inflação relevante, doméstica e internacionalmente? Preços ao consumidor, no atacado ou preços ao produtor?

Essas questões apenas ilustram as dificuldades que se apresentam para construir uma simples variável macroeconômica. Surpreendentemente, uma questão tão relevante somente começou a ser tratada de forma sistemática há cerca de 45 anos, quando se começaram a construir taxas efetivas reais de câmbio⁵ (Terc). Desde então, diversas instituições passaram a construir a Terc para seus países ou para moedas representativas. Os desafios a serem enfrentados são determinar quais as moedas relevantes para o cálculo, quais pesos a utilizar e quais os índices de inflação. Essas questões dependem, evidentemente, dos objetivos perseguidos, como salientado antes.

O objetivo desta nota técnica é construir uma família de Terc para o Brasil, inicialmente voltada para a análise da competitividade das exportações. Posteriormente, serão construídas outras famílias com outros propósitos. A segunda seção irá analisar, brevemente, algumas questões metodológicas e fazer uma análise de séries construídas por algumas instituições internacionais, como o Banco de Compensações Internacionais (em inglês, Bank for International Settlements – BIS) e o Fundo Monetário Internacional (em inglês, International Monetary Fund – FMI). A terceira seção apresentará a metodologia utilizada para a construção dessa família de índices, ao passo que na quarta seção os dados serão analisados e comparados com outras séries semelhantes. As considerações finais serão apresentadas na última seção.

2 ARCABOUÇO CONCEITUAL

2.1 Referencial teórico

A primeira questão a ser tratada na construção de um índice de Terc é o seu objetivo. Para que ela irá servir? Para examinar a evolução da competitividade das exportações, o efeito da evolução das importações ou o equilíbrio do balanço de pagamentos (Maciejewski, 1983)? O índice pode servir a apenas um desses três objetivos. Portanto, os índices devem considerar o peso dos diversos países nas exportações, nas importações ou na balança comercial (corrente de comércio).

Mas a resposta a essa questão não esgota o problema. Como nota Rhomberg (1976), os efeitos da variação das taxas de câmbio entre os diversos países são afetados por outros três fatores: *i*) as relações entre o país doméstico e seus parceiros em terceiros mercados; *ii*) as elasticidades-preço de cada fluxo de comércio; e *iii*) as mudanças nos preços dos produtos comercializados induzidas pelas mudanças nas taxas de câmbio.

A mensuração dos efeitos em terceiros mercados pode ser feita adotando-se um método de dupla ponderação, como feito por algumas instituições e será analisado mais adiante. A questão das elasticidades significa que os efeitos de mudanças nas taxas de câmbio têm efeitos diferentes sobre bens primários e bens manufaturados, por exemplo. Por sua vez, os efeitos de variações de preços induzidas por mudanças no câmbio são extremamente difíceis de serem captadas. Essas questões

5. Hirsch e Higgins (1970).

levaram o FMI a adotar, durante muitos anos, um modelo de equilíbrio geral, denominado *multilateral exchange rate model* (Merm), para captar todos esses efeitos (Artus e Rhomberg, 1973).

A segunda questão a ser abordada é a ponderação de cada país. Evidentemente, isso implica, em primeiro lugar, delimitar os países que se configuram parceiros comerciais relevantes. Os parceiros e os pesos serão diferentes no caso de índices com base nas exportações, nas importações ou na corrente de comércio. Em tese, cada país pode ter comércio exterior com mais de duzentos países, tomando por base o número aproximado de nações existentes hoje. Mas, obviamente, além de desnecessário, calcular uma estrutura de ponderações móvel para um conjunto de países dessa magnitude é tarefa extremamente complexa. No final, os pesos marginais são muito próximos de zero e não trazem nenhum conteúdo informacional. Por esse motivo, no geral, as instituições não utilizam uma cesta com mais de trinta países.

Em segundo lugar, é preciso definir a evolução dos pesos dos parceiros ao longo do tempo. A estrutura de ponderações deve acompanhar as modificações verificadas nos fluxos de comércio. Portanto, deve corresponder a uma base anual ou mensal de pesos, calculados como médias móveis de dois ou três anos. Períodos superiores a isso trazem muito imobilismo aos pesos, ao passo que pesos apenas anuais podem sofrer efeito de variações conjunturais do comércio de forma muito intensa. Idealmente, a base móvel deveria ser composta de dados mensais, mas deve ser levada em consideração a dificuldade de se obter esses dados com a velocidade necessária.

Finalmente, resta a questão do “real”. Os índices devem, de alguma forma, acompanhar a evolução dos diferenciais de preços entre os países. Maciejowski (1983) levanta logo uma objeção teórica a essa formulação. Para ele, um índice nominal deflacionado deixa de representar um conceito de taxa de câmbio. Isso porque a taxa de câmbio é, necessariamente, um conceito nominal, pois é um preço relativo entre duas moedas. Dessa forma, sua evolução deve ser vista apenas como uma medida grosseira da variação da competitividade internacional de um país, mas não indicar a existência de valorização ou desvalorização da moeda. Porém, na sequência, mostra-se que, alternativamente, o conceito de taxa real de câmbio equivale ao conceito de preços relativos entre países deflacionado por um índice de taxas nominais de câmbio.

Chinn (2005), por sua vez, levanta outra questão. O autor demonstra que a taxa real de câmbio (com base em apenas dois países, doméstico e estrangeiro) pode ser decomposta em três elementos: *i*) o preço relativo de bens e serviços comercializáveis; *ii*) o preço relativo de bens e serviços não comercializáveis em termos dos comercializáveis no país doméstico; e *iii*) os preços relativos correspondentes no país estrangeiro. Se a Lei do Preço Único valer para todos os produtos e as cestas de consumo forem iguais, todas as relações são nulas e a taxa real é constante. Portanto, para que a taxa varie é preciso que a Lei do Preço Único não funcione, pelo menos para os bens não comercializáveis.

Na prática, é preciso escolher quais índices de preços utilizar. Basicamente, há três tipos de índices: preços ao consumidor, preços ao produtor e preços no atacado. E cada um deles possui diferentes ponderações entre comercializáveis e não comercializáveis. Os preços ao consumidor apresentam uma maior participação de não comercializáveis, enquanto os outros dois são relativamente mais concentrados em bens e serviços comercializáveis. Dessa forma, índices que devem refletir melhor as variações de preços entre bens comercializáveis deveriam utilizar preços ao produtor ou no atacado.

Contudo, essa argumentação esbarra em um problema prático. Se a decisão tomada é no sentido de incluir um número relativamente elevado de países na composição da cesta, é bem mais fácil obter índices de preços ao consumidor do que no atacado. E há que se manter a coerência na escolha,

ou seja, todos (ou praticamente todos) os índices devem ser do mesmo tipo. Por esta razão, boa parte das instituições opta por índices de preços ao consumidor.

2.2 Principais índices de Terc

2.2.1 Federal Reserve System

Os índices de Terc calculados pelo Sistema de Reserva Federal (em inglês, Federal Reserve System – Fed) para o dólar norte-americano levam em consideração todo o fluxo de comércio do país, e não apenas as exportações. Os países – e suas respectivas taxas de câmbio e índice de preços – selecionados para compor o índice devem ter relações comerciais significativas com os Estados Unidos. Segundo o Fed, as relações comerciais são significativas se os Estados Unidos importam quantidades substanciais de bens de um determinado país ou se exportam bens que concorrem com bens produzidos em determinado país.

O Fed, assim como outros bancos centrais, utiliza índices de taxa de câmbio que são médias geometricamente ponderadas das taxas de câmbio bilaterais. O índice da taxa de câmbio nominal I , no tempo t é:

$$I_t = I_{t-1} * \prod_{j=1}^{N(t)} \left(\frac{e_{j,t}}{e_{j,t-1}} \right)^{w_{j,t}}, \quad (1)$$

em que I_{t-1} é o valor do índice no tempo $t-1$; $e_{j,t}$ e $e_{j,t-1}$ são os preços do dólar americano em termos da moeda do país j nos tempos t e $t-1$; $w_{j,t}$ é o peso da moeda j no índice no tempo t ; $N(t)$ é o número de países (moedas estrangeiras) no índice no tempo t ; e $\sum_j w_{j,t} = 1$.

A escolha da média geométrica para construir o índice foi feita porque a média geométrica permite que apreciações e depreciações cambiais proporcionais tenham o mesmo efeito numérico, com sinais opostos, no índice. Em um índice de taxa de câmbio por média aritmética, tais mudanças resultariam em um viés de alta no índice para o dólar.

Os pesos associados com cada um dos países são determinados de acordo com a importância de cada economia no comércio internacional e recalculados anualmente com base nos anos de comércio internacional do ano anterior. A concorrência no comércio de bens ocorre tanto em mercados domésticos quanto em mercados externos.

O Fed desenvolveu três medidas de competitividade que são utilizadas para calcular os pesos de cada país. Em primeiro lugar, os pesos levam em conta as importações dos Estados Unidos. A parcela de produtos do país j do total importado pelos Estados Unidos é escolhida como o peso da importação bilaterais dos Estados Unidos no período t :

$$\mu_{US,j,t} = \frac{M_{US,j,t}}{\sum_{j=1}^{N(t)} M_{US,j,t}}, \quad (2)$$

em que $M_{US,j,t}$ representa o que os Estados Unidos importou do país j no ano t .

Em segundo lugar, levam em conta as exportações diretas dos Estados Unidos:

$$\varepsilon_{US,j,t} = \frac{X_{US,j,t}}{\sum_{j=1}^{N(t)} X_{US,j,t}}, \quad (3)$$

em que $X_{US,j,t}$ é a parcela de produtos exportados pelos Estados Unidos para o país j no ano t .

Finalmente, são levadas em conta as exportações dos Estados Unidos concorrendo em terceiros mercados. Os bens produzidos nos Estados Unidos podem competir com bens produzidos no país j se ambos os países exportam para compradores em um terceiro país:

$$\tau_{US,j,t} = \frac{\sum_{k \neq j, k \neq US}^{N(t)} \varepsilon_{US,j,t} * \mu_{k,j,t}}{(1 - \mu_{k,US,t})}, \quad (4)$$

em que $\mu_{k,j,t}$ é a parcela de bens importados do país j pelo país k no ano t , sendo $k \neq j$. O fator multiplicativo $\mu_{k,j,t} / (1 - \mu_{k,US,t})$ garante que a soma dos pesos seja 1. Portanto, o peso total ou o peso combinado, $w_{j,t}$ das moedas que compõem o índice da taxa de câmbio efetiva é calculado como uma combinação linear das três submedidas de grau de competição no comércio internacional.

Com relação aos países e respectivos pesos, o Fed constrói três índices de taxa de câmbio efetiva.

O *broad index* é o principal índice e conta com a maior cesta de países. Em 1998, quando foi construído pela primeira vez, foram escolhidos os países cuja parcela de exportações ou importações do comércio bilateral com o Estados Unidos ultrapassasse 0,5% em 1997. Assim, 26 moedas que representavam mais de 90% do total importado e exportado pelos Estados Unidos, compuseram o *broad index*. A partir do *broad index*, foram construídos dois sub índices.

O *major currencies index*, composto pelos países cujas moedas são tidas como “moedas principais”, aceita como meios de pagamento fora dos seus países de origem, pelo Fed. Compõe o índice sete das moedas do *broad index*: euro, dólar canadense, iene (Japão), libra (Reino Unido), dólar australiano e krona (Suécia). O *other important trading partners (OITP) index* é construído com base nos outros dezenove países que o Fed classifica como “outros parceiros comerciais importantes” que compõe o *broad index*.

Em cada um dos subíndices, os pesos de cada país são derivados dos seus respectivos pesos no *broad index*, rearranjados para que sua soma seja um.

2.2.2 Banco Central Europeu

As taxas efetivas de câmbio nominal (TEC) do euro são baseadas nos pesos comerciais envolvendo relações com produtos manufaturados, classificados de acordo com as seções de 5 a 8 do *standard international trade classification* (SITC). Escolher os bens manufaturados para calcular os pesos dos parceiros comerciais é consistente com a prática das organizações internacionais (notadamente o BIS) e de outros bancos centrais. Ou seja, o arranjo de ponderação do Banco Central Europeu (BCE) não reflete padrões do comércio de produtos primários. *Commodities*, em geral, não são incluídas, na medida em que são considerados bens homogêneos e com preços determinados no mercado internacional, sem ser influenciados por competitividade de países individuais.

A TEC do euro é calculada como uma média geométrica de uma cesta de taxas de câmbio nominais bilaterais:

$$TEC^t = \prod_{i=1}^N (e_{i,euro}^t)^{w_i}, \quad (5)$$

onde N é o número de parceiros competidores, $e_{i,euro}^t$ é um índice da taxa média de câmbio do parceiro i vis-à-vis o euro no período t (expresso em termos da moeda estrangeira por unidade de euro); w_i é o peso do parceiro i .

É prática comum utilizar-se de médias geométricas em vez de média aritmética para calcular a TEC. Índices de TEC com base em média geométrica possuem a desejável característica de que o logaritmo do índice é igual à média aritmética dos logaritmos das taxas de câmbio bilaterais.⁶

O peso de cada parceiro comercial i é obtido por uma média ponderada dos pesos de importação e exportação:

$$w_i = \left(\frac{m^a}{x^a + m^a} \right) w_i^m + \left(\frac{x^a}{x^a + m^a} \right) w_i^x; \quad i = 1, 2, 3, 4, \dots, N, \quad (6)$$

onde: w_i^m e w_i^x são os pesos de importação e exportação do parceiro i ; m^a e x^a são, respectivamente, os totais de importação e exportação do euro.

O peso de importação do país competidor i é calculado de maneira simples:

$$w_i^m = \frac{m_i^a}{\sum_{i=1}^N m_i^a}; \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad (7)$$

onde m_i^a é o fluxo de importação da Zona do Euro proveniente do parceiro i .

A equação (7) captura a importância relativa de cada parceiro comercial no total da importação do euro e implica que, quanto maior a parcela das importações for devida ao parceiro i maior será o peso desse parceiro no cálculo da TEC.

Os pesos da exportação (w_i^x) são construídos de maneira a captar tanto os efeitos da competição que os exportadores do euro enfrentam dos produtores domésticos dos parceiros i quanto da competição de terceiros que os exportadores do euro enfrentam no mercado i . O peso de cada parceiro i no total exportado pelo euro é dado por:

$$x_j = \frac{x_j^a}{\sum_{j=1}^H x_j^a}; \quad j = 1, 2, \dots, H, \quad (8)$$

onde x_j^a representa o fluxo de exportação do euro para o mercado j .

Em seguida, esses pesos são ajustados para capturar o efeito da concorrência de terceiros (*third market effects*) e aí temos o “duplo” peso das exportações:

$$w_i^x = \sum_{j=1}^H (S_{i,j} x_j), \quad i = 1, 2, \dots, N, \quad (9)$$

onde $S_{i,j}$ é a parcela da oferta no país j atribuída às exportações de i , obtida pela fórmula:

$$S_{i,j} = \frac{S_{ij}^a}{\sum_{i=1}^N S_{ij}^a}, \quad (10)$$

onde $S_{i,j}^a$ denota o fluxo de exportação do país i para o j ; $S_{i,i}^a$ representa a produção de manufaturados no país i que é vendida no mercado doméstico.

6. Por exemplo, sob TEC geométricas, uma apreciação *ceteris paribus* de 5% ($X1=X0*1,05$) na moeda do parceiro comercial produz um efeito simétrico de uma depreciação de 4,76% ($X1=X0/1,05$).

Uma maneira alternativa, mas equivalente de escrever a equação (9) é dada pela equação (11):

$$w_i^x = \left(\frac{x_i^a}{\sum_{j=1}^H x_j^a} \right) \left(\frac{S_{i,i}^a}{S_{i,i}^a + \sum_{j=1, j \neq i}^N S_{j,i}^a} \right) + \sum_{k=1, k \neq j}^{H-1} \left(\frac{x_k^a}{\sum_{j=1}^H x_j^a} \right) \left(\frac{S_{i,k}^a}{S_{k,k}^a + \sum_{i=1, i \neq k}^N S_{i,k}^a} \right); i = 1, 2, \dots, N, \quad (11)$$

onde x_i^a denota as exportações do euro para o mercado i ; $\sum_{j=1}^H x_j^a$ é a soma das exportações do euro para todos os mercados (H); $S_{i,i}^a$ representa a produção doméstica do país i , enquanto $\sum_{j=1, j \neq i}^N S_{j,i}^a$ denota as exportações de todos os N competidores para o mercado i .

O primeiro termo na equação (11) mede a competição direta que os exportadores do euro enfrentam dos produtores domésticos no país i . Assim, o peso do país no cálculo da TCE será maior quanto mais importante for o país i como destino das exportações do euro e quanto maior for a parcela da oferta doméstica do país i coberto pelos produtores domésticos (isto é, quanto mais fechado for o país para a entrada de bens manufaturados). O segundo termo de (11) representa o “*third market effect*”, isto é a competição enfrentada pelos exportadores do euro dos outros N parceiros comerciais em todos os mercados destino (H). Assim, o peso do país i na TEC será tão maior quanto maior for sua participação em um mercado que seja um importante destino para as exportações do euro.

Uma importante vantagem de se atualizar os pesos utilizando-se médias móveis de dois ou três anos é o de suavizar potenciais flutuações drásticas a que uma economia está sujeita no curto prazo.

Em 2007, o *eurosystem* decidiu atualizar os pesos com maior frequência. Assim, desde 2009, os pesos dos parceiros comerciais passaram a serem utilizados a cada três anos em vez de cinco anos. Um argumento central a favor de atualizações frequentes nos pesos é o ganho progressivo de importância dos países emergentes no cenário internacional.

As taxas são apresentadas para alguns grupos de países da Área do Euro para diferentes grupos de parceiros comerciais.

O BCE apresenta taxas nominais deflacionadas por índices de preços ao consumidor, por preços ao produtor e por custos unitários de trabalho e deflatores do produto interno bruto (PIB) (para dados anuais), para vários períodos de tempo.

A Terc do euro é calculada como uma média geométrica ponderada dos índices médios de câmbio nominal bilateral deflacionados por índices de preços ou custos relativos. Isto é:

$$TERC^t = \prod_{i=1}^N \left(\frac{d_{euro}^t e_{t,euro}^t}{d_i^t} \right)^{w_i}, \quad (12)$$

onde N representa d_{euro}^t e d_i^t são, respectivamente, os deflatores para a Área do Euro e para o parceiro i .

2.2.3 Banco de Compensações Internacionais

O BIS também leva em conta os pesos nas exportações, nas importações e nos fluxos totais de comércio. Desde 1993 o BIS calcula a taxa de câmbio efetiva real (TCER) para 27 economias. Diante das grandes mudanças na estrutura do comércio mundial desde a década de 1990, fez-se necessário a construção de um novo índice, agora com 52 economias. Além do aumento do escopo, o índice passou a adotar pesos móveis.

A metodologia dos pesos para construção da TCER baseia-se em Turner e Van’tDack (1993). O índice é calculado por uma média geométrica de uma cesta de taxas de câmbio bilaterais, ajustadas pelos correspondentes índices de preços do consumidor relativos. Os pesos, por sua vez, são derivados do fluxo de comércio de manufaturados (classificação de cinco a oito da SITC). Os pesos são construídos como se segue:

- peso das importações:

$$w_i^m = m_j^i / m_j. \quad (13)$$

- peso das exportações:

$$w_i^x = \left(\frac{x_j^i}{x_j} \right) \left(\frac{y_i}{y_i + \sum_h x_h^i} \right) + \sum_{k \neq i} \left(\frac{x_j^k}{x_j} \right) \left(\frac{x_i^k}{y_k + \sum_h x_h^k} \right). \quad (14)$$

- peso total:

$$w_i = \left(\frac{m_j}{x_j + m_j} \right) w_i^m + \left(\frac{x_j}{x_j + m_j} \right) w_i^x, \quad (15)$$

onde:

$x_j^i(m_j^i)$ = exportação (importação) da economia j para economia i ;

$x_j(m_j)$ = exportação (importação) total da economia j ;

y_i = oferta doméstica de produtos manufaturados da economia i ;

$\sum_h x_h^i$ = exportação total de h (excluindo j) para i .

O peso total considera as participações das exportações e importações no total do comércio. Destaca-se que o peso das exportações é um peso duplo, capturando a competição com o parceiro comercial e com terceiros. Para acomodar as rápidas mudanças no comércio internacional optou-se por ajustar os pesos a cada três anos. E são considerados apenas os produtos manufaturados, contidos entre os códigos de cinco a oito do SITC. O deflator utilizado para todos os países, exceto Índia, é o índice de preços ao consumidor.

3 METODOLOGIA

Nesta seção, serão apresentados os critérios para elaboração dessa família de taxas efetivas de câmbio para o Brasil. Primeiro será mostrada a fórmula do índice e, em seguida, as informações relativas a deflatores, taxas de câmbio e pesos.

3.1 Metodologia de cálculo

A taxa de câmbio efetiva real (exportações) calculada nesta nota técnica consiste em uma média aritmética das taxas de câmbio reais bilaterais, ponderada pela participação de cada país na cesta de países selecionados:

$$\sum_{i=1}^{24} \left(\frac{E_i * P_i * \alpha_i}{P} \right), \quad (16)$$

onde E_i é a taxa de câmbio nominal (R\$ por moeda i); P_i é o índice de preço do país i ; P é o índice de preço doméstico; α_i é a ponderação do país i na cesta de países (coeficiente).

3.2 Índices de preço

Os índices de preço domésticos utilizados são: *i*) IPA-Origem – OG-DI-Total (código 1006801), índice de preços no atacado, calculado pela Fundação Getúlio Vargas (FGV); *ii*) IPA-Origem-OG-DI-Produtos Industriais – indústria de transformação (código 1006811),

índice de preços no atacado, calculado pela FGV; *iii*) INPC, índice nacional de preços ao consumidor, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Como índice de preço externo, foi escolhido o *consumer price index* (CPI), por ser um índice amplamente divulgado e, portanto, de fácil acesso, tal como utilizado pela maioria dos institutos.

As séries de índice de preço têm como ano base o ano de 2010 (média de 2010 = 100). Os índices de preço externos têm como fonte o *international financial statistics* (IFS) do FMI, com exceção do IPC da China. Em algumas séries, devido a lacunas ou outros problemas, foi necessária alguma manipulação dos dados, como descrito a seguir: *i*) a série de IPC para Hong Kong começa em outubro de 1980. No *site* do departamento de estatísticas do governo de Hong Kong (*census and statistics department*) estão disponíveis dados anuais completos para o IPC(A), IPC(B) e IPC(C), que são índices de preço para consumidores com diferentes níveis de renda. O IPC é uma média ponderada desses índices. Assim sendo, obteve-se uma média aritmética simples dos três CPIs e, a partir dela, foi extraída uma raiz doze, para obter-se uma aproximação da inflação mensal. Assim foi possível deflacionar o índice de outubro de 1980 até janeiro do mesmo ano, de maneira a completar a série; *ii*) em fevereiro de 2014, a Argentina passou a divulgar um novo índice de preços ao consumidor. Por opção, o Fundo Monetário Internacional deixou de divulgar a série do IPC argentino anterior a janeiro de 2014 por falta de credibilidade dos dados. O Ipeadata ainda mantém a série do IPC argentino desde 1957, que tem como fonte a base *International Financial Statistics* (IFS) do Fundo Monetário Internacional. Como não é possível deixar de considerar a Argentina entre os países referentes ao cálculo da Terc, optou-se por utilizar esta série, apesar dos problemas. Devido à mudança metodológica em janeiro de 2014, utilizou-se a variação da série nova para encadear a série antiga para frente. O dado de variação referente a janeiro de 2014 foi retirado dos principais jornais do país (El País, Clarín e La Nación), que citam o *instituto nacional de estadística y censos da argentina* (Indec) como fonte; *iii*) a China é o único país que tem como fonte do CPI o Ceic,⁷ devido à diferença entre o dado fornecido por esta base e o fornecido pelo Fundo Monetário Internacional. A série utilizada é a nº 5716201 do *China Premium Database*, o CPI mês sobre mês, que nada mais é que a variação mensal da inflação. A partir desta série construímos o índice de preços ao consumidor mensal, que tem 2010 como o ano base. Esta série, porém, se inicia em 1995 e para preencher a lacuna de 1980 a 1995, foi utilizado o CPI anual, nº 5756001 do Ceic, do qual derivou-se a taxa de inflação anual e a mensal correspondentes. Com estas taxas, foi possível retropolar o índice mensal e obter a série do índice de preços ao consumidor completa desde 1980; *iv*) a Alemanha possui duas séries de índice de preços ao consumidor diferentes no IFS. A primeira, que compreende ao período de janeiro de 1980 a dezembro de 1991 e tem como ano base o ano de 1990 e, a segunda série, que se inicia em janeiro de 1991 e se estende até julho de 2015, tendo como ano base o ano de 2010. Assim, utilizou-se a primeira série para encadear a segunda série para trás, a partir de janeiro de 1991 e obter a série do CPI alemão completa desde 1980; *v*) não há dado de inflação para janeiro de 1980 para Arábia Saudita. Assim, calculamos o valor aplicando, para a variação do índice de preço entre janeiro e fevereiro a mesma variação verificada de fevereiro deste ano, para março.

3.3 Taxa de câmbio

As séries de taxas de câmbio nominais dos 24 países da amostra foram obtidas também no IFS do Fundo Monetário Internacional.

Representam a média mensal e estão no formato dólar por moeda do país “i” (US\$ por moeda “i”). A taxa de câmbio nominal brasileira (R\$/US\$), média mensal do valor de venda, tem como fonte o Banco Central do Brasil.

7. *Economic database for emerging and developed markets*. Disponível em: <<http://www.ceicdata.com/pt>>.

A taxa de câmbio para os países da Área do Euro foi calculada para períodos anteriores a janeiro de 1999, por meio da variação de um índice de taxa de câmbio para Países Baixos, Alemanha, Itália, França, Espanha e Bélgica. O índice é a soma ponderada das taxas de câmbio de cada país.

A ponderação é baseada no peso das exportações brasileira para o total das exportações para os seis países. O encadeamento foi feito com as taxas de conversão do euro para cada uma das moedas dos países.

Optou-se por transformar as taxas de câmbio nominais em termos do real e das demais moedas, a fim de facilitar os cálculos. Assim, multiplicou-se cada uma das taxas de câmbio dos 24 países pela taxa de câmbio nominal brasileira, obtendo a taxa de câmbio nominal (R\$ por moeda i):

$$\frac{US\$}{moeda\ i} * \frac{R\$}{US\$} = \frac{R\$}{moeda\ i} = E_i, \quad (17)$$

onde E_i é a taxa de câmbio nominal utilizada no cálculo da taxa de câmbio efetiva real de exportações.

3.4 Estrutura de ponderação

O cálculo da taxa de câmbio efetiva real baseou-se em um conjunto de 24 países, que representam cerca de 75% do total de exportações do Brasil para o período analisado. Os países foram escolhidos por ordem de importância na pauta exportadora brasileira, ou seja, foram escolhidos os 30 que mais importam bens do Brasil. Desse total, seis países não possuíam dados completos de índice de inflação e/ou taxa de câmbio desde janeiro de 1980. Portanto, apesar de serem importantes importadores de bens brasileiros, foram descartados da amostra de países por falta de dados. São eles:

Emirados Árabes, por possuir dados para o índice de inflação somente a partir de 2007; Taiwan, por não possuir dados de inflação e câmbio na base de dados do FMI;

Irã, porque seu índice de inflação não está completo. Não há dados para o período entre 1987 e 1989; Santa Lúcia, porque os dados do índice de inflação para o ano de 2015 estão desatualizados; Venezuela, porque não há dados de inflação no período 1980-2008 e para 2015; e Rússia, porque os dados da taxa de câmbio possuem uma lacuna entre dezembro de 1993 e junho de 1995.

Os dados das exportações brasileiras por destino foram obtidos junto à Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior (Funcex), nas categorias exportação total e de produtos manufaturados.

Os pesos para a construção do índice são derivados dos fluxos de exportação de bens totais e bens manufaturados. Assim, o peso de cada país i é a média aritmética das participações desse país i no total das exportações brasileiras para os países selecionados nos dois períodos anteriores. Ou seja, o peso de cada país i é uma média móvel de dois anos das participações do país i nas exportações totais do Brasil para os países da amostra nos dois anos anteriores. Dessa forma, variações de pesos são suavizadas, assim como adotado por quase todos os institutos.

Algebricamente, podemos escrever:

$$\alpha_{it} = \left[\left(\frac{x_{it-2}}{\sum_{j=1}^{24} x_{jt-2}} \right) + \left(\frac{x_{it-1}}{\sum_{j=1}^{24} x_{jt-1}} \right) / 2 \right], \quad (18)$$

onde α_{it} é a ponderação do país i no período t ; x_{it-2} é a exportação do Brasil para o país i no período $t-2$; x_{it-1} é a exportação do Brasil para o país i no período $t-1$; $\sum_{j=1}^{24} x_{jt-2}$ é o total das exportações do Brasil para os 24 países da base no período $t-2$; $\sum_{j=1}^{24} x_{jt-1}$ é o total das exportações do Brasil para os 24 países da base no período $t-1$.

4 RESULTADOS

A partir da metodologia descrita, compatível com os padrões internacionais de cálculo (FMI, BIS, Federal Reserve, BCE), procedeu-se ao cálculo das taxas de câmbio reais efetivas. As taxas para exportação total e de manufaturadas diferem, quando não pelo deflator, pela razoável diferença nos pesos aplicados, dado que os principais mercados de destino das exportações brasileiras mudam significativamente em se tratando de exportação total ou apenas de manufaturas, conforme visto na tabela 1.⁸

TABELA 1
Participação nas exportações brasileiras totais e de manufaturados

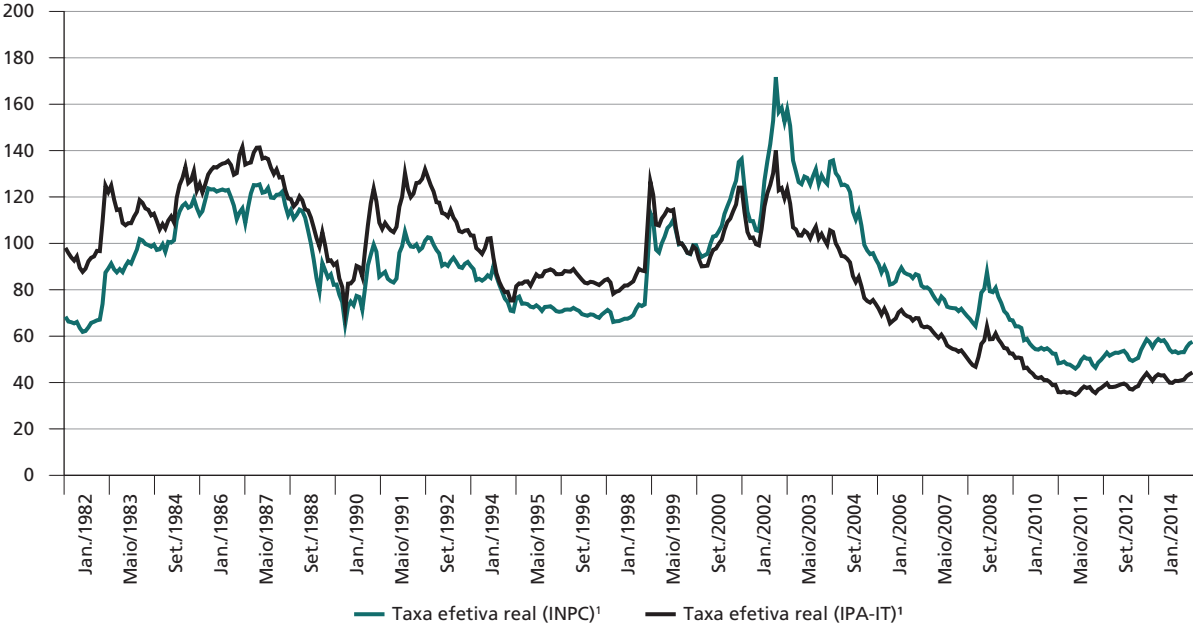
País	1980		1990		2000		2014	
	Total (%)	Manufaturados (%)	Total (%)	Manufaturado (%)	Total (%)	Manufaturado (%)	Total (%)	Manufaturado (%)
China	0,4	0,5	1,2	0,7	2,0	0,6	18,0	2,0
Estados Unidos	17,1	17,9	24,2	30,6	23,9	29,3	12,0	17,0
Argentina	5,4	8,8	2,1	2,8	11,3	17,6	6,3	15,9
Países Baixos	5,7	3,0	7,9	5,6	5,1	2,5	5,8	6,9
Alemanha	7,1	5,2	5,9	5,0	4,6	3,1	2,9	2,4
Japão	6,1	3,0	7,5	2,7	4,5	1,7	3,0	1,1
Reino Unido	2,7	3,7	3,0	3,3	2,7	2,9	1,7	1,7
Chile	2,2	4,6	1,5	2,7	2,3	3,5	2,2	2,9
Itália	4,9	3,7	5,1	4,6	3,9	2,9	1,8	0,8
Espanha	2,6	0,4	2,2	0,8	1,8	0,8	1,4	0,6
Coreia do Sul	0,2	0,1	1,7	1,2	1,1	0,3	1,7	0,7
México	2,3	4,8	1,6	2,7	3,1	4,6	1,6	3,9
França	4,1	1,4	2,9	1,8	3,1	2,3	1,3	1,0
Índia	1,2	0,2	0,5	0,7	0,4	0,3	2,1	0,7
Bélgica	1,8	0,6	3,1	2,3	3,2	1,9	1,5	2,0
Arábia Saudita	0,5	0,4	0,9	0,9	0,8	0,2	1,1	0,6
Paraguai	2,0	4,5	1,2	2,2	1,5	2,4	1,4	3,7
Canadá	1,2	1,6	1,7	2,3	1,0	1,1	1,0	1,5
Colômbia	0,7	1,4	0,5	0,9	0,9	1,5	1,1	2,8
Peru	0,6	1,4	0,5	0,8	0,6	1,0	0,8	2,1
Egito	0,8	0,5	0,6	0,4	0,4	0,4	1,0	0,4
Hong Kong	0,2	0,2	0,9	1,0	0,9	0,5	1,5	0,2
Indonésia	0,2	0,1	0,5	0,4	0,4	0,2	1,0	0,4
Uruguai	1,5	2,8	0,9	1,5	1,2	1,7	1,3	1,7

Fonte: Funcex.
Elaboração dos autores.

Dessa forma, foram calculadas quatro taxas, duas delas para as exportações totais brasileiras, e que levam em conta como deflatores o INPC e o IPA-OG, e outras duas referentes à exportação de manufaturados, tendo como deflatores o IPA-OG e o IPA-IT. As taxas calculadas podem ser vistas nos gráficos 1 e 2 a seguir.

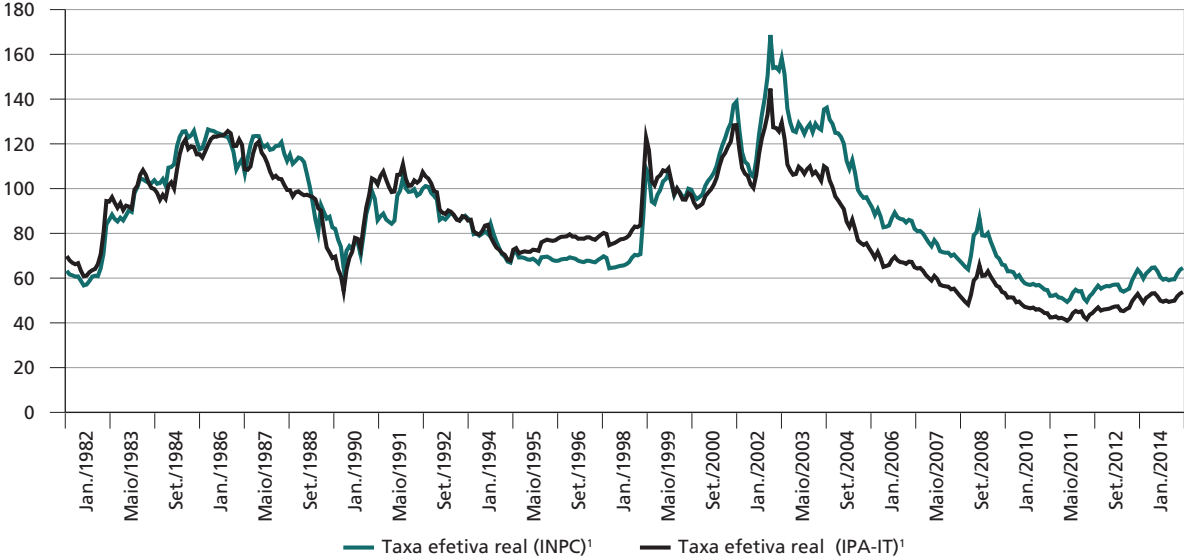
8. As séries completas das Terc estão disponíveis no sistema lpeadata: <www.ipeadata.gov.br>.

GRÁFICO 1
Taxas efetivas reais das exportações totais



Fonte: Funcex, FMI e FGV.
Elaboração dos autores.
Nota: ¹ Base 100 = jan./2000.

GRÁFICO 2
Taxas efetivas reais das exportações de manufaturados

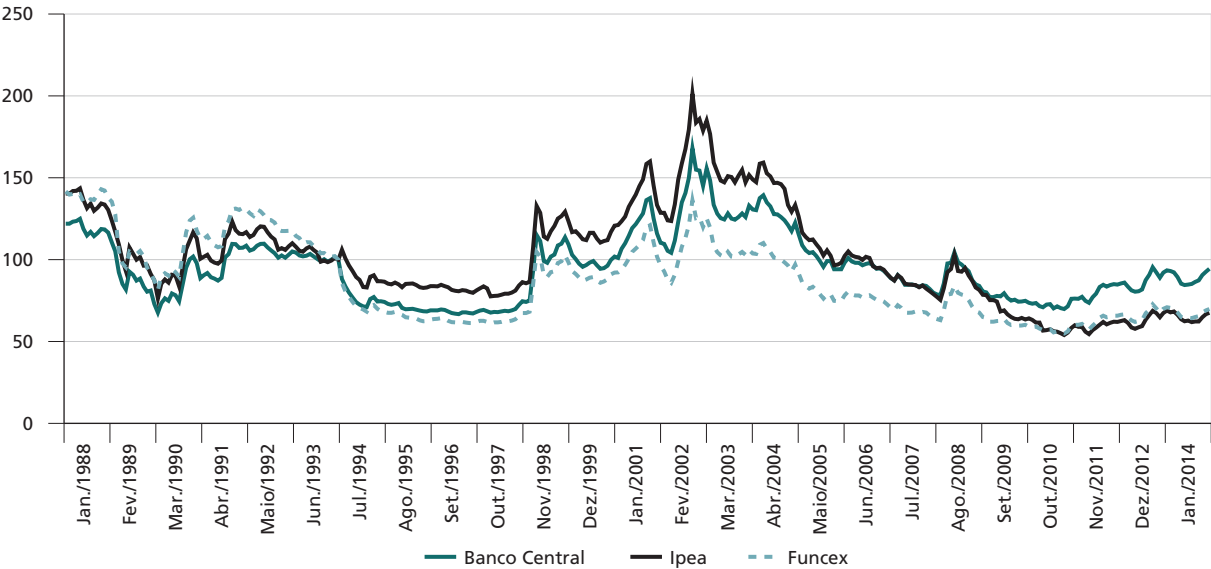


Fonte: Funcex, FMI e FGV.
Elaboração dos autores.
Nota: ¹ Base 100 = jan./2000.

Para fins de comparação, o gráfico 3 ilustra as taxas de câmbio real efetivas calculadas pelo Banco Central e pela Funcex. O BCB considera, para o cálculo dos pesos, os quinze países mais importantes nas exportações do Brasil, e utiliza o INPC como deflator doméstico. A metodologia da Funcex

abrange uma cesta com treze moedas e usa o índice de preços ao consumidos da FGV como deflator. Apesar de metodologias um pouco distintas, as séries se comportam de maneira bem semelhante.

GRÁFICO 3
Comparação entre taxas de câmbio reais efetivas⁹



Fonte: Funcex, BCB.
Elaboração dos autores.
Obs.: Base 100 = jan./2000.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir dessa metodologia, o Ipeadata irá apresentar sistematicamente as atualizações dessas séries. Oportunamente, serão desenvolvidas novas famílias de Terc baseadas nas importações e também em taxas setoriais.

REFERÊNCIAS

ARTUS, J. R.; RHOMBERG, R. R. **A multilateral exchange rate model**. Washington: IMF, 1973. (IMF Staff Papers, n. 20).

CHINN, M. D. **A primer on real effective exchange rates**: determinants, overvaluation, trade flows and competitive devaluation. Cambridge: NBER, 2005. (Working Paper, n. 11521).

HIRSCH, F.; HIGGINS, I. **An indicator of effective exchange rates**. Washington: IMF, 1970. (IMF Staff Papers, n. 17).

KLAU, M.; FUNG, S. S. The new BIS effective exchange rate indices. **BIS Quarterly Review**, Switzerland, Mar. 2006.

9. A série do Banco Central tem início em 1988, por isso todas as séries plotadas começam no mesmo.

LA INFLACIÓN de enero fue 3,7%, según el nuevo índice de precios del Indec. **La Nación**, 13 feb. 2014. Cuaderno Economía. Disponible en: <<http://goo.gl/V8Ni8i>>. Acceso en: 25 ago. 2015.

LA INFLACIÓN de febrero para el Indec fue de 3,4%. **Clarín**, 17 feb. 2014. Disponible en: <<http://goo.gl/ZX2oFB>>. Acceso en: 25 ago. 2015.

LORETAN, M. Indexes of the foreign exchange value of the dollar. **Federal Reserve Bulletin**, v. 91, n. 1, 2005.

MACIEJEWSKI, E. B. **“Real” effective exchange rate indices: a re-examination of the major conceptual and methodological**. Washington: IMF, 1983.

REBOSSIO, A. Argentina estrena un nuevo IPC y reconoce la inflación real. **El País**, Buenos Aires, 13 feb. 2014. Cuaderno Economía. Disponible en: <<http://goo.gl/gi7QiS>>. Acceso en: 25 ago. 2015.

RHOMBERG, R. R. **Indices of effective exchange rates**. Washington: IMF, 1976. (IMF Staff Papers, n. 23).

SCHMITZ, M. *et al.* **Revisiting the effective exchange rates of the Euro**. Frankfurt: European Central Bank, 2011. (European Central Bank Occasional Paper, n. 134).

TURNER, P.; VAN’T DACK, J. (Eds.). **Measuring international price and cost competitiveness**. Basilea: Bank for International Settlements, 1993. (Bank for International Settlements Economic Papers, n. 39).

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação

Ipea

Revisão e editoração

Editorar Multimídia

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

Livraria Ipea

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

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

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.

