

SEÇÃO X

Visão Geral da Conjuntura

Sumário

A economia brasileira acelerou o crescimento no terceiro trimestre, surpreendendo a maioria das previsões, inclusive as da Dimac/Ipea. O consumo das famílias foi o principal determinante dessa aceleração, enquanto o investimento manteve ritmo firme de expansão. Os dados mais recentes da atividade econômica, de outubro, indicam continuidade do crescimento no último trimestre do ano, embora estimativas para novembro mostrem algum recuo na indústria – muito influenciada pela queda na produção do setor automobilístico. A previsão da Dimac/Ipea é de que o crescimento no 4º trimestre seja de 0,4% ante o trimestre anterior e de 1,5% ante o 4º trimestre de 2018. Com isso, o crescimento do PIB neste ano será de 1,1%.

O desempenho recente tem refletido diversos fatores: um ambiente externo menos adverso que no início do ano; uma recuperação gradual do mercado de trabalho, com expansão da ocupação e aumento da taxa de participação – o que acaba se traduzindo em queda relativamente lenta da taxa de desemprego; e, expansão do crédito para as famílias e empresas bem como do financiamento via mercado de capitais. A inflação sob controle, apesar dos recentes choques derivados do aumento do preço das carnes e da desvalorização cambial, e o hiato do produto ainda elevado (2,7% no terceiro trimestre deste ano) permitiram uma redução inédita da taxa de juros, cujos efeitos sobre a demanda agregada ainda estão por se materializar plenamente. Como pano de fundo para essa evolução dos juros tem-se a aprovação da reforma da Previdência, o esforço para manter as despesas no limite do teto e a obtenção de um *deficit* primário em 2019 muito inferior à meta. Além disso, o encaminhamento de outras reformas constitucionais visando um maior controle das despesas obrigatórias, especialmente de gastos com pessoal, também afeta positivamente as expectativas em relação à trajetória da relação dívida-PIB. Vale destacar a estimativa do componente idiossincrático do risco-país (indicador Ipea de risco do Brasil), que caiu de -54,4 pontos em meados de novembro para -69,2 pontos na segunda semana de dezembro.

A perspectiva da política fiscal, em particular quanto à capacidade de manter a regra do teto dos gastos, é chave para a consolidação deste cenário de aceleração do crescimento. As simulações apresentadas na seção 2 desta Visão Geral indicam que, após a reforma da Previdência, o controle das despesas de pessoal é crítico para manter o espaço para os gastos discricionários, inclusive investimentos, e, portanto, para a própria viabilidade da regra do teto.

José Ronaldo de C. Souza Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Ipea

ronaldo.souza@ipea.gov.br

Paulo Mansur Levy

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

paulo.levy@ipea.gov.br

Francisco Eduardo de L. A. Santos

Diretor adjunto na Dimac/Ipea

francisco.santos@ipea.gov.br

Leonardo Mello de Carvalho

Técnico de planejamento e pesquisa na Dimac/Ipea

leonardo.carvalho@ipea.gov.br

As projeções da Dimac/Ipea para 2020 indicam aceleração do crescimento do PIB, para 2,3%. Pelo lado da oferta, todos os setores terão aumento em sua taxa de crescimento, com destaque para a agropecuária, que deve crescer 3,8%. Pelo lado da demanda, prevê-se forte aceleração do investimento e do consumo das famílias, enquanto as exportações líquidas novamente absorverão esse aumento da demanda doméstica, a exemplo do que aconteceu em 2019. A inflação prevista para 2019 é 3,7% e a de 2020, 3,8%. O choque do preço das carnes tende a se dissipar, e a inflação de alimentos cairia de 4,2% em 2019 para 3,1% em 2020. Nos dois anos, a variação de preços monitorados será superior à média: 5,7% em 2019 e 5,5% em 2020. A inflação dentro da meta reflete, entre outros fatores, a existência de recursos ociosos na economia, permitindo uma aceleração do crescimento sem pressões inflacionárias. A estimativa para o hiato do produto é de que ele termine 2019 em 2,8%, caindo para 2,0% ao final de 2020 – o que indica que ainda haveria ociosidade mesmo com a aceleração do crescimento.

Esta Visão Geral da Conjuntura está dividida da seguinte forma: na primeira parte, é feita uma análise do desempenho recente da economia brasileira, com dados gerais da conjuntura; a segunda parte é dedicada à questão fiscal, com destaque para as perspectivas para o período 2020-2023 em relação ao espaço fiscal para despesas discricionárias limitadas pelo teto dos gastos; na terceira e última parte, analisam-se as previsões de crescimento e inflação para 2019 e 2020.

1 Desempenho recente da economia brasileira¹

O processo de recuperação da economia brasileira ganhou fôlego no período recente. Diversos fatores podem ser apontados como responsáveis pela aceleração observada. O cenário internacional, apesar de ainda muito volátil, melhorou em relação às condições que prevaleciam no final do ano passado e início deste ano. Naquele momento, havia uma combinação perversa de expectativas de recessão com a sinalização, pelo Federal Reserve (Fed), de normalização das condições monetárias nos Estados Unidos, o que implicaria continuar a aumentar os juros e desfazer parte da expansão quantitativa dos anos anteriores. As tensões comerciais eram elevadas, assim como os riscos geopolíticos (Brexit, indefinições políticas na Itália, crise com o Irã, entre outros). Os mercados acionários globais, assim como os de ativos de risco em geral, incluindo os mercados emergentes, refletiam essa incerteza, afetando os preços e *spreads* de risco. A Bolsa de Nova Iorque chegou a cair 16,5% entre o início de novembro e a penúltima semana de dezembro de 2018.

Esse quadro reverteu-se parcialmente pela ação dos bancos centrais e porque o crescimento nos países avançados tem se mostrado mais resiliente que o esperado. Desde o início do ano, o Fed mudou seu discurso sobre a necessidade de aumentar os Fed Funds e interromper o resgate líquido de títulos adquiridos durante a fase de expansão quantitativa. Na Área do Euro, o Banco Central Europeu promoveu mudança semelhante a partir de março, sinalizando com a manutenção de juros

¹ Esta subseção contou com o auxílio de Maria Andreia Parente Lameiras, Estêvão Kopschitz X. Bastos e Marcelo José Braga Nonnenberg, todos Técnicos de Planejamento e Pesquisa da Dimac/Ipea.

muito baixos (negativos, no caso de depósitos dos bancos na autoridade monetária) e a retomada das compras de ativos. A China, que desde o acirramento da guerra comercial com os Estados Unidos em 2018 já vinha mobilizando a política econômica para impedir uma desaceleração muito forte do crescimento – no caso, revertendo medidas que visavam diminuir o ritmo de endividamento de empresas e governos locais –, reduziu as taxas de juros para empréstimos e ampliou medidas de expansão do crédito, além de permitir uma política fiscal mais frouxa em nível subnacional.

Em contrapartida, a partir de agosto, houve um aumento na tensão comercial entre China e Estados Unidos, eventualmente reduzida de setembro em diante, enquanto a intensificação da crise argentina ao longo do ano teve forte impacto sobre as exportações brasileiras de manufaturados, afetando significativamente a produção industrial. Os dados mais recentes relativos à atividade econômica global sugerem que o pior momento de desaceleração pode ter ficado para trás, com a sustentação do crescimento em patamares próximos ao potencial nos países desenvolvidos e uma desaceleração suave na China. As incertezas, contudo, especialmente em relação ao comércio internacional, permanecem, e a expectativa é que seu crescimento siga bem abaixo do observado no biênio 2017-2018. O cenário externo atual pode ser classificado como neutro, quando no início do ano era negativo.

A aceleração do crescimento no Brasil, portanto, refletiu principalmente a evolução dos fatores domésticos. Entre eles destacam-se a aprovação da reforma da Previdência e o encaminhamento de outras reformas que permitirão equacionar o desequilíbrio fiscal estrutural; a gradativa consolidação do marco regulatório e dos programas de concessões e parcerias público-privadas na área de infraestrutura; a continuidade do ajuste fiscal no curto prazo, com forte controle do gasto público; e a redução da taxa Selic e a expansão do crédito. No mercado de trabalho, a despeito da taxa de desemprego ainda elevada, a ocupação tem crescido a uma taxa relativamente forte, o emprego formal também tem reagido e os rendimentos reais do trabalho voltaram a crescer, depois de um período de quedas de maio a agosto na comparação interanual. Em sentido contrário, o período mais recente trouxe pressões sobre a taxa de câmbio e um choque localizado sobre o preço das carnes, despertando algumas dúvidas sobre o alcance da redução das taxas de juros diante do potencial impacto desses choques sobre a inflação.

Numa perspectiva mais ampla, é inegável que, apesar das expectativas positivas geradas a partir da divulgação do produto interno bruto (PIB) do terceiro trimestre, o desempenho da economia brasileira desde 2017 ainda é modesto. Isso reflete, em boa medida, uma mudança de paradigma em relação ao passado, especialmente no que se refere ao papel do governo enquanto fonte de estímulo à demanda. Diferentemente do passado, o crescimento nesta recuperação vem sendo dado por estímulos de mercado e por mudanças no ambiente econômico, tanto na política macroeconômica (políticas monetária e fiscal) quanto nos marcos regulatórios, incluindo o mercado de trabalho e os setores de infraestrutura.

As mudanças de paradigma começaram no final de 2016, ganharam impulso no ano seguinte e vêm sendo aprofundadas no governo atual. O *deficit* primário do governo central deverá encerrar 2019 abaixo de R\$ 70 bilhões – a metade da meta estabelecida para o ano, equivalente a menos de 1% do PIB. Esse *deficit* foi de 1,8% do PIB em 2018. Para a redução em 2019, contribuíram receitas extraordinárias de concessões para a exploração de petróleo, a antecipação de dividendos dos bancos públicos e um forte controle sobre os gastos – possibilitado, em boa medida, pela emenda constitucional que introduziu um teto para as despesas, limitando seu crescimento apenas à inflação do ano anterior. A dinâmica da dívida pública ainda não está estabilizada, mas o ritmo de crescimento desacelerou fortemente.

Combinadas a uma atuação firme do Banco Central do Brasil (BCB) no sentido de garantir o cumprimento das metas de inflação, as mudanças na política fiscal, incluindo a aprovação da reforma da Previdência Social, têm possibilitado, uma vez obtidas a convergência das expectativas e a redução da própria inflação, uma redução inédita da taxa de juros, para patamares jamais observados anteriormente. A taxa básica de juros voltou a cair no segundo semestre deste ano, estando atualmente em 4,5% ao ano (a.a.). A taxa real de juros *ex ante* encontra-se abaixo de 1% a.a. O fato é que essas reduções recentes ainda não impactaram totalmente a economia, por isso o relativo otimismo quanto à aceleração do crescimento.

Há, no entanto, algumas nuvens no horizonte. Dois choques recentes ameaçam a inflação, que chegou a cair a apenas 2,5% anuais em outubro. A taxa de câmbio entre o real e o dólar desvalorizou 12% entre meados de julho e o início de dezembro. Esse movimento começou em resposta à expectativa de redução da taxa de juros, que acabou se materializando, tornando as aplicações financeiras em reais menos atrativas ao investidor estrangeiro. Esse movimento do câmbio reflete uma mudança estrutural: desequilíbrio fiscal cada vez menor e juros permanentemente mais baixos. O outro choque que vem afetando a inflação é o aumento do preço da carne em decorrência do crescimento das exportações para a China, que vem sofrendo com uma redução da oferta de proteína animal devido à febre suína. Esse efeito tende a aumentar a inflação no curto prazo, mas deve declinar à medida que o equilíbrio do mercado, com ampliação da oferta, se restabeleça.

Apesar desses choques, as perspectivas para 2020 são positivas. A aceleração do crescimento tende a ocorrer por meio da ocupação da capacidade ociosa da economia, especialmente no mercado de trabalho, em que a taxa de desemprego permanece elevada, em torno de 12%. A continuidade do processo dependerá da evolução das reformas no Congresso, especialmente da reforma tributária e da administração pública. Além disso, a abertura comercial é crítica para estimular os ganhos de produtividade, que serão fundamentais para a elevação da renda *per capita* num contexto de envelhecimento da população.

1.1 Atividade econômica

O PIB no terceiro trimestre cresceu 0,6% ante o trimestre anterior e 1,2% em comparação ao terceiro trimestre de 2018. Embora o ritmo de recuperação após

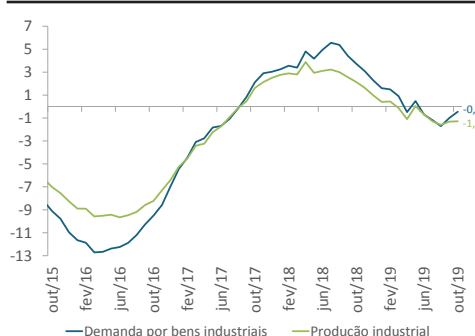
a recessão de 2014-2016 ainda seja relativamente lento quando comparado à saída de recessões anteriores, nota-se nos dois últimos trimestres uma clara aceleração em relação à média de crescimento trimestral, de 0,1% ao trimestre, nos quatro trimestres anteriores. Com esse resultado, o crescimento de 2019 atingirá 1% mesmo que não haja qualquer expansão no último trimestre do ano. Diversas instituições financeiras e consultorias estão revendo para cima suas previsões para o crescimento de 2019 (no momento,² para 1,1%, ante menos de 1% anteriormente) e, em menor grau, para 2020 (atualmente, em 2,2%, ante 2,1% até três semanas antes da divulgação do dado mais recente do PIB).

O principal motor da recuperação vem sendo o consumo das famílias, que no terceiro trimestre cresceu 0,8% ante o trimestre anterior e 1,9% em relação ao terceiro trimestre de 2018. O investimento, contudo, também começa a reagir. Seu crescimento médio nos dois últimos trimestres foi de 2,5% ao trimestre, refletindo não apenas o aumento do consumo aparente de bens de capital, mas também uma longamente aguardada recuperação da construção civil, que se expandiu à taxa média trimestral de 1,8% nos dois últimos trimestres.

Outros indicadores corroboram essa melhora de perspectivas da atividade econômica: embora a produção industrial nos dez primeiros meses do ano ainda acumule queda de 1,1% em relação a igual período de 2018, nos últimos três meses o crescimento mensal ocorreu à taxa média de 0,8% ao mês. O crescimento da produção a taxas mais elevadas que as observadas até julho reflete a aceleração da demanda por bens industriais, que aumentou 1,8% em outubro ante o mês anterior e 2,4% na comparação do trimestre encerrado em outubro em relação aos três meses encerrados em julho. Esse crescimento vem sendo especialmente forte, nos últimos meses, nos segmentos de bens intermediários e bens de consumo, enquanto os de capital mostram desaceleração em comparação com as taxas elevadas registradas no início do ano. Na comparação trimestral, as importações apresentaram forte crescimento (6,8%), enquanto a produção doméstica, líquida de exportações, cresceu apenas 1%.

Pelo lado dos investimentos, o Indicador Ipea de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) registra queda em outubro ante setembro, de 2,2%, mas na comparação de trimestres móveis ainda há um crescimento de 1,0%. Destaca-se nessa comparação o comportamento da construção civil, com crescimento de 0,3%, enquanto o consumo aparente de bens de capital, que apresentou crescimento nas sete comparações de trimestres móveis anteriores, teve queda de 0,2%.

GRÁFICO 1
Demanda por bens industriais versus produção industrial
 (Taxas de variação acumuladas em doze meses, em %)

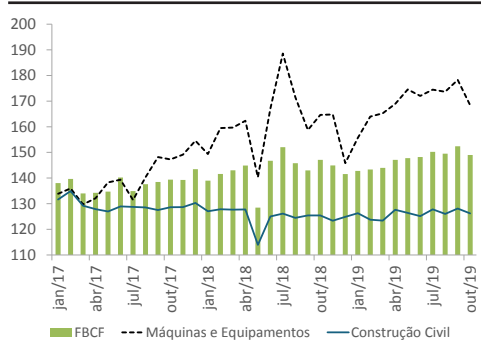


Fonte: Ipea e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

² Pesquisa Focus/BCB, de 6 de dezembro de 2019.

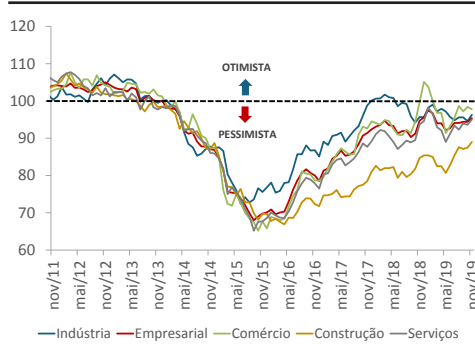
Os indicadores de confiança empresarial mostram, para a maioria dos setores, uma tendência de melhora a partir de maio deste ano – possivelmente refletindo o ambiente mais positivo que se consolidava em torno da aprovação da reforma da Previdência. Esta melhora não é linear e mostra-se mais acentuada no comércio, na construção civil e nos serviços. Na indústria, a trajetória da confiança ainda é declinante em relação ao pico recente, de março deste ano, mas em novembro houve um crescimento expressivo, de 1,8%. Apesar do ambiente econômico mais favorável, os indicadores de confiança ainda se mantêm abaixo de 100 pontos, ou seja, em terreno (levemente) pessimista.

GRÁFICO 2
Indicador Ipea mensal de FBCF e componentes (jan./2017-out./2019)
(Índices dessazonalizados, média de 1995 = 100)



Fonte: Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 3
Indicadores de confiança – séries dessazonalizadas (nov./2012-nov./2019)
(Em pontos)

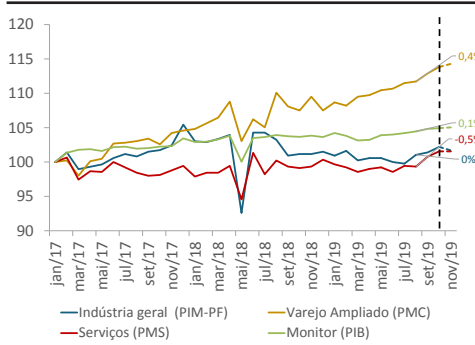


Fonte: Fundação Getúlio Vargas (FGV).

A confiança do consumidor também voltou a crescer depois de maio, mas em ritmo mais lento que no segmento empresarial, exceto a indústria. Nos dois últimos meses, contudo, ela recuou ligeiramente, encontrando-se ainda abaixo dos 90 pontos. Isso, porém, não tem impedido que as vendas reais no comércio exibam uma trajetória consistente de crescimento ao longo do ano. No conceito restrito, as vendas no varejo em outubro cresceram 0,1% ante o mês anterior e 4,2% na comparação interanual. Para o comércio ampliado, essas taxas foram de 0,8% e 5,6%, respectivamente. No acumulado no ano, o comércio varejista restrito crescia 1,6% em outubro, e o ampliado, 3,8%. A diferença para as taxas de crescimento entre as duas agregações reflete o comportamento das vendas de automóveis (+10,5% no acumulado no ano até outubro) e de materiais de construção (+4,2%), ambas fortemente influenciadas pelas condições de crédito.

O setor de serviços cresceu 0,8% em outubro em relação a setembro, depois de haver crescido 1,5% este último mês. Juntamente com o desempenho da indústria

GRÁFICO 4
Indicadores selecionados de atividade econômica (jan./2017-nov./2019)
(Índices dessazonalizados, em pontos)



Fonte: IBGE, FGV e Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

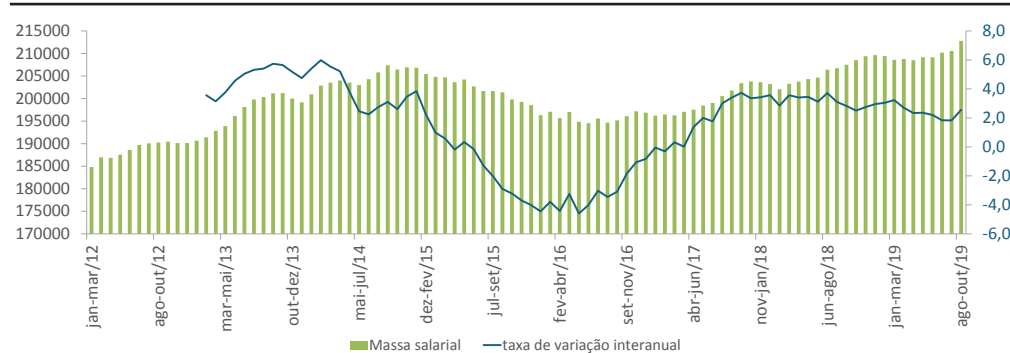
e do comércio, essas taxas de crescimento nos serviços apontam para um novo bom desempenho no último trimestre de 2019. Mesmo que os dados preliminares da produção industrial voltem a mostrar queda em novembro (após quatro meses consecutivos de crescimento), a tendência é de consolidação de um ritmo mais forte para a expansão da atividade econômica do que aquele que prevaleceu até meados do primeiro semestre do ano.

Em relação a novembro, além do recuo previsto para a indústria, a Dimac/Ipea estima uma estabilidade para o setor de serviços (Pesquisa Mensal de Serviços – PMS). Já o comércio varejista deve manter a trajetória ascendente, com alta de 0,4%. Por fim, o PIB mensal, pela metodologia do Monitor do PIB, da FGV, deve registrar pequena elevação em novembro, com avanço de 0,1% na margem.

1.2 Mercado de trabalho

Os dados do PIB no terceiro trimestre mostraram o consumo como o principal fator de crescimento da economia no momento. Sua recuperação reflete a melhora, mesmo que bastante gradual, do mercado de trabalho e a expansão do crédito com a redução das taxas de juros ao tomador. No mercado de trabalho, observam-se a elevação dos níveis de ocupação (1,6% em outubro ante igual mês de 2018) e o aumento real dos rendimentos do trabalho (0,8% na mesma comparação), resultando em um crescimento da massa real de rendimentos do trabalho de 2,6%.

GRÁFICO 5
PNAD Contínua – massa salarial real
(Em R\$ milhões e em %)



Fonte: IBGE, FGV e Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: PNAD – Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios

O crescimento da ocupação em outubro é relativamente forte, mas representa uma desaceleração em relação ao ritmo que prevaleceu no primeiro semestre, de 2,3%, na comparação com igual período de 2018. Além disso, embora menos intensamente que no início do ano, a maior parte das ocupações criadas ainda vem ocorrendo no segmento informal: em outubro, a taxa de crescimento da ocupação de trabalhadores por conta própria era de 3,9% ante outubro de 2018; a dos empregados sem carteira, 2,4%; e a dos empregados com carteira, 0,5%. No entanto, como se pode observar no gráfico a seguir, enquanto nas duas primeiras categorias essas taxas vêm declinando, nos empregados com carteira elas aceleraram. De acordo com o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério da

Economia, nos dez primeiros meses do ano, o país gerou 841,6 mil novos postos de trabalho com carteira assinada.

Mesmo com o aumento da ocupação, a taxa de desemprego permanece elevada em função do comportamento da força de trabalho, que, mesmo em desaceleração na média de 2019, cresceu em outubro 1,7% – acima da taxa observada nos dez primeiros meses de 2018 (0,8%). Isso se reflete na taxa de participação, que aumentou 0,3 ponto percentual (p.p.) em relação a outubro

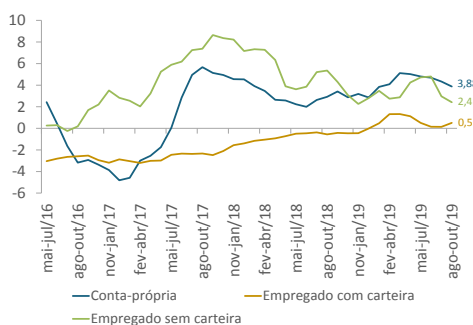
do ano passado para atingir 62,1% da população em idade ativa (PIA), nível que se mantém desde o trimestre encerrado em maio e é recorde para a série que se inicia em 2012. Seu comportamento recente pode ser associado à redução do número de pessoas fora da força de trabalho por desalento (-1,6% em outubro na comparação interanual), possivelmente refletindo o aumento da confiança das pessoas em relação à perspectiva de obtenção de trabalho.

1.3 A expansão do crédito

A dinâmica do mercado de crédito vem sendo dada pelo crescimento dos empréstimos com recursos livres, especialmente no segmento de pessoas físicas (PFs), em que o saldo em outubro crescia 13,4% em termos reais ante outubro do ano passado. O saldo de empréstimos com recursos livres às empresas também tem acelerado, e sua taxa de crescimento atingiu 7,2% na mesma comparação. Ainda dentro do segmento livre, o valor das novas concessões para PFs já equivale ao nível observado antes da recessão, enquanto o de pessoa jurídica (PJ) ainda permanece bem abaixo, mas em movimento de alta.

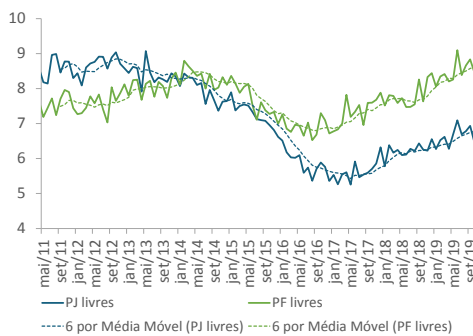
Embora exista alguma preocupação quanto ao aumento rápido do endividamento das famílias em um contexto de recuperação lenta do mercado de trabalho, os indicadores de endividamento como a proporção da renda e do comprometimento dessa renda com o serviço da dívida em setembro, ainda se mostram bem comportados: o endividamento atingiu 44,8% da renda disponível, 2 p.p. menor que o pico em abril de 2015, enquanto o comprometimento da renda foi de 20,6% – 0,8 p.p. acima do valor de um ano atrás, mas 2,4 p.p. abaixo do pico

GRÁFICO 6
Ocupação por tipo de vínculo – taxa de variação interanual (Em %)



Fonte: IBGE.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 7
Recursos livres para PF e PJ dessazonalizados – média por dia útil (Em R\$ milhões de out./2019)

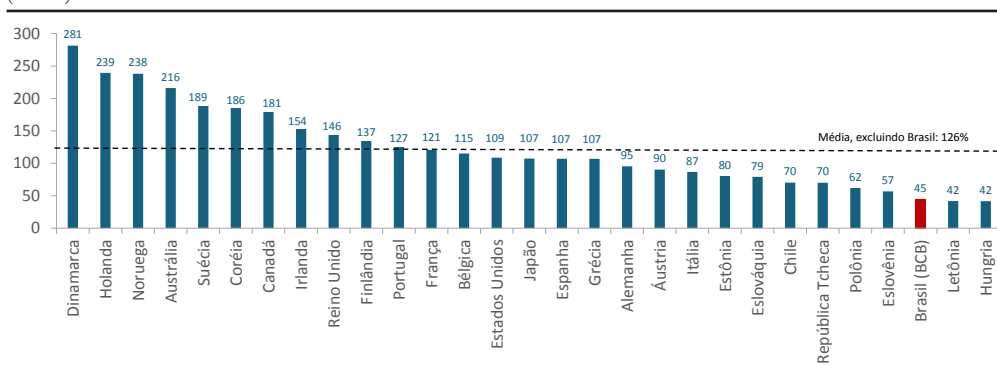


Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



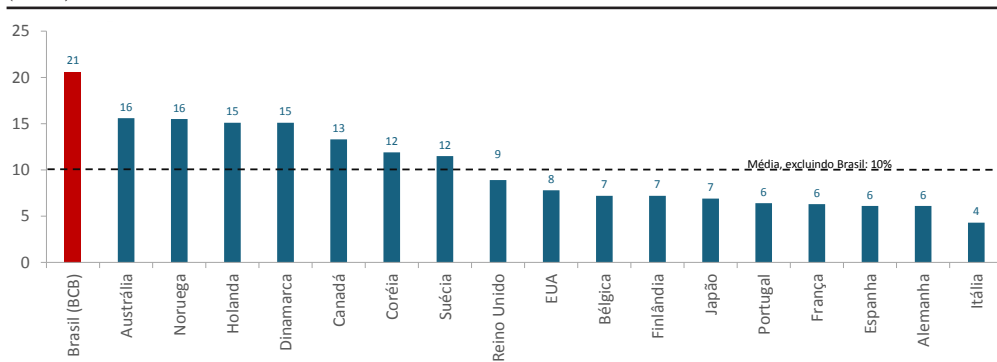
registrado em novembro de 2011. Numa comparação internacional, observa-se que o endividamento das famílias ainda é relativamente pequeno, embora o comprometimento de renda seja elevado. Nessa perspectiva, ganha relevo a recente decisão do BCB de alterar as regras para o cheque especial (introduzindo a cobrança de tarifa proporcional ao valor disponibilizado nessa forma de crédito, ao mesmo tempo que fixou um teto para a taxa a ser cobrada pelo seu uso), já que seu custo extremamente alto provavelmente influencia o indicador de comprometimento de renda.

GRÁFICO 8
Endividamento das famílias como proporção da renda anual disponível
(Em %)



Fonte: BCB e OECD.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 9
Comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida
(Em %)

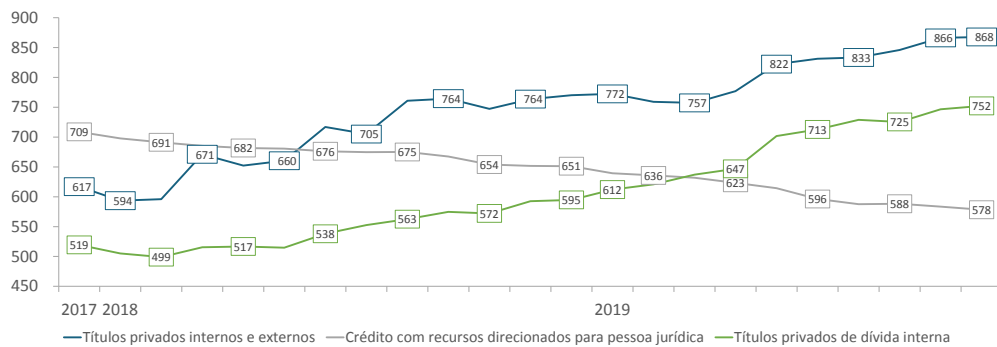


Fonte: BCB e Bank for International Settlements (BIS).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Entre as empresas, observa-se um processo de substituição do crédito direcionado para PJ pelo recurso ao mercado de capitais. De fato, o saldo dos empréstimos com recursos direcionados para PJ registrava em outubro queda de 13,8% em relação a um ano antes. No entanto, quando se observa a variação absoluta do saldo em relação ao mesmo mês do ano anterior do crédito direcionado às PJs e do saldo de debêntures e notas comerciais, fica evidente que o crescimento do último é da mesma magnitude, aproximadamente, da queda do direcionado. O gráfico 10, por sua vez, mostra como o saldo de títulos privados já supera o de crédito direcionado à PJ, tanto levando em conta títulos internos e externos quanto apenas os internos.

GRÁFICO 10

Saldos de títulos privados versus crédito no Sistema Financeiro Nacional com recursos direcionados à PJ
(Em R\$ bilhões)



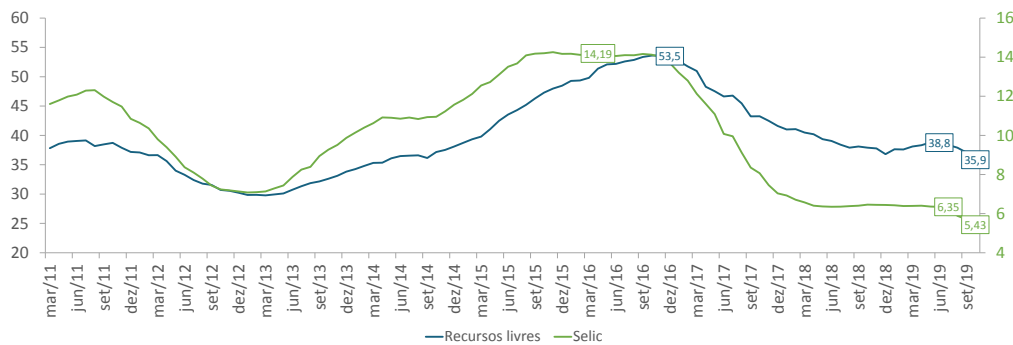
Fonte: IBGE, FGV e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Por fim, o gráfico 11 mostra a queda recente na taxa de juros dos novos empréstimos com recursos livres, em sincronia com a última rodada de redução da Selic.

GRÁFICO 11

Taxa de juros das operações de crédito dessazonalizadas
(Em % a.a.)



Fonte: IBGE, FGV e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

1.4 Inflação e política monetária

A inflação em 2019 deve terminar o ano novamente abaixo da meta, a exemplo do que ocorreu em 2017 e 2018. A despeito do choque de preços de alimentos no início do ano, associado à redução da safra de grãos devido a condições climáticas adversas, os índices de preços ao consumidor declinaram fortemente a partir de abril, com a taxa de variação em doze meses caindo de quase 5% naquele mês para 2,6% em outubro. Embora um novo choque em novembro tenha levado a inflação mensal a atingir 0,51% – o nível mais elevado para o mês desde 2015 – e a taxa em doze meses para 3,3%, o cenário segue favorável.

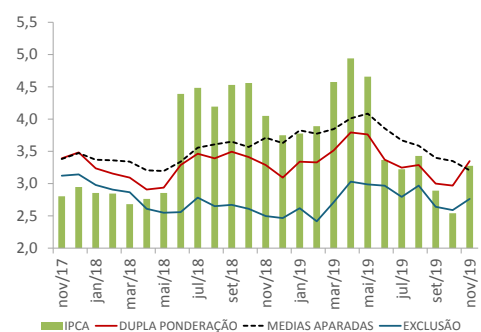
Grande parte da pressão inflacionária de novembro resultou da combinação de dois fatores que não guardam nenhuma relação com o nível de atividade: carnes e energia elétrica. No caso das carnes, a alta observada decorre do forte aumento das exportações para a China, cuja produção foi perdida por conta da gripe suína

que assolou o país. Já a alta da energia elétrica é explicada pelo baixo nível dos reservatórios, que levou a mudanças da bandeira tarifária, passando de amarela para vermelha. Este ambiente inflacionário sob controle é corroborado pelo bom comportamento dos núcleos de inflação, cujas taxas de variação em doze meses seguem, na média, próximas a 3,0%. Adicionalmente, nota-se que a trajetória da inflação de serviços, cuja dinâmica guarda uma relação bem próxima com o ritmo de expansão da demanda, segue estável há vários meses.

GRÁFICO 12

IPCA e medidas de núcleo de inflação

(Taxa de variação acumulada em 12 meses, em%)



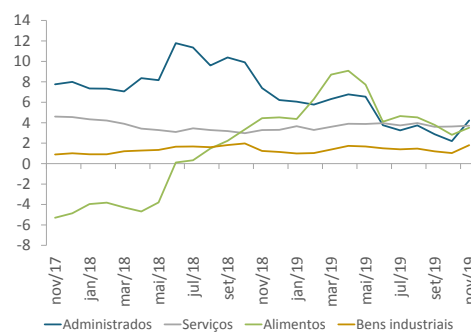
Fonte: IBGE, FGV e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13

IPCA por categorias

(Taxa de variação acumulada em 12 meses, em%)



Fonte: IBGE, FGV e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O fato de a inflação, mesmo com os choques mencionados, ter acelerado de forma apenas transitória, associado a expectativas ancoradas em torno das metas fixadas, permitiu ao BCBC retomar, a partir do final de julho, o processo de redução da taxa básica de juros – interrompido em março de 2018, quando a Selic atingiu 6,5%. Na reunião do Copom de julho deste ano, ela foi reduzida para 6% a.a., atingindo 4,5% a.a. na última reunião de 2019, ocorrida em dezembro.

A perspectiva de retomada do processo de redução da taxa básica de juros a partir de julho parece ter contribuído para um realinhamento da taxa de câmbio, que se desvalorizou em 13,3%, passando de R\$ 3,75/US\$ para pouco mais de R\$ 4,25/US\$ no final de novembro, antes de recuar novamente, para cerca de R\$ 4,10/US\$. Obviamente, essa desvalorização tenderia a ser repassada para os preços domésticos em algum grau. Entretanto, diante de um hiato do produto ainda relativamente elevado e de uma demanda agregada que apenas começa a se recuperar – como evidenciado pelo comportamento contido da inflação dos serviços, por exemplo –, a tendência é que o repasse seja pequeno, até porque existe a possibilidade, como o recuo recente da taxa demonstra, de que a desvalorização seja em parte transitória.

1.5 Setor externo

As exportações, no acumulado do ano, atingiram US\$ 205,9 bilhões, uma redução de 6,4% com relação ao mesmo resultado do ano anterior. As importações, por sua vez, registraram US\$ 164,8 bilhões no mesmo período, o que representa uma queda de 2,1% com relação ao verificado no mesmo período do ano anterior. Com isso, o

superavit comercial foi de US\$ 41,1 bilhões nos primeiros onze meses do ano, ante US\$ 51,6 bilhões em igual período de 2018. Esses números já refletem os novos números divulgados pela Secretaria de Comércio Exterior (Secex), após a revisão divulgada no final de novembro. Com esses novos números, parece que a queda das exportações, em termos de médias diárias dessazonalizadas, observada entre janeiro e agosto deste ano, foi estancada. Deve-se mencionar que parte importante dessa queda foi causada pela grande redução das vendas para a Argentina, de 37% no período. As importações, que cresceram entre fevereiro e setembro, voltaram a cair nos dois últimos meses, promovendo um aumento do *superavit* comercial em novembro, com base na mesma métrica.

O déficit em conta-corrente, no acumulado em doze meses, de acordo com os dados mais recentes divulgados pelo BCB, foi de US\$ 54,8 bilhões (3,0% do PIB), bem acima dos US\$ 38,1 bilhões alcançados em igual período de 2018 (2,0% do PIB). No entanto, esses números ainda refletem os dados não corrigidos de exportações. Utilizando-se os novos dados de exportações, o *deficit* no acumulado em doze meses até outubro passaria para US\$ 52,3 bilhões, uma diferença de US\$ 2,5 bilhões. O *deficit* da conta de serviços tem permanecido relativamente estável desde o final do ano passado, em torno de US\$ 35 bilhões, sempre no acumulado em doze meses. O da conta de renda primária, porém, vem aumentando desde o início do ano, passando de US\$ 58 bilhões em fevereiro para US\$ 59,1 bilhões, nos doze meses encerrados em outubro deste ano.

Deve-se notar também que o BCB promoveu duas revisões sucessivas nos dados do balanço de pagamentos, por razões metodológicas, que visaram a uma melhor contabilização dos dados. Com isso, o *deficit* em conta-corrente de 2018, por exemplo, passou de US\$ 14,5 bilhões, ou 0,78% do PIB, para US\$ 41,5 bilhões, ou 2,22% do PIB. Esses números se alteraram principalmente a partir de 2017, porém o BCB refez os dados apenas a partir de 2015. Isso prejudica um pouco a comparação com números anteriores a 2015 – mas, como a mudança se torna mais acentuada apenas a partir de meados de 2017, a comparação não deverá ser muito afetada. Tomando-se os dados acumulados em doze meses até janeiro de 2017, por exemplo, o *deficit* corrente passou de US\$ 24 bilhões para US\$ 25,3 bilhões.

Pelo lado da conta financeira, nota-se, em primeiro lugar, um grande aumento do ingresso de investimentos diretos no país, que passam de US\$ 67,5 bilhões nos doze meses encerrados em outubro de 2018 para US\$ 79,5 bilhões no mesmo período deste ano. Em contrapartida, os investimentos brasileiros no exterior passaram de US\$ 2,9 bilhões para US\$ 22,8 bilhões, respectivamente. Com isso, o resultado líquido de investimentos diretos cai de US\$ 64,6 bilhões para US\$ 56,7 bilhões nos mesmos períodos. O saldo dos fluxos de investimentos em carteira, que compreende principalmente títulos de dívida e ações, passa de uma saída líquida de US\$ 4,5 bilhões nos doze meses encerrados em outubro do ano passado para US\$ 26,3 bilhões no mesmo período deste ano. Em compensação, o resultado líquido de outros investimentos passou de uma saída líquida de US\$ 13,3 bilhões para um ingresso líquido de US\$ 6,1 bilhões no mesmo período, não tanto por um

aumento dos empréstimos recebidos, mas principalmente pela forte redução das amortizações. O resultado geral da conta financeira passou de um ingresso líquido de US\$ 39,3 bilhões para US\$ 56,6 bilhões no mesmo período.



2 Perspectivas para a política fiscal³

Em 2019, a política fiscal passou por dois momentos bastante distintos. No início do ano, a perspectiva de um crescimento do PIB inferior àquele em que se baseara o orçamento aprovado para o ano levou a um forte contingenciamento de gastos, que atingiu cerca de 12,7% das despesas sujeitas à programação financeira do governo e 26,4% das despesas discricionárias previstas na lei orçamentária. A partir de julho, com sinais positivos pelo lado da arrecadação de impostos e contribuições e com a perspectiva de obtenção de receitas não administradas em volume bastante superior ao previsto no orçamento – basicamente, receitas de concessões e antecipação de dividendos – os contingenciamentos foram sendo revistos até serem totalmente revertidos. Além do impacto das receitas extraordinárias – que compensou amplamente a frustração da arrecadação de impostos e contribuições relativamente ao previsto no orçamento – houve revisões para baixo nas estimativas de gastos em diversas despesas obrigatórias, como pessoal e encargos e benefícios previdenciários, atingindo R\$ 16 bilhões. Considerando que o relaxamento do contingenciamento ocorreu já próximo do final do ano – a despeito de o governo ter feito duas avaliações extemporâneas, em outubro e novembro, de modo a permitir o desbloqueio de autorizações de empenho e a realização do gasto em tempo hábil – haverá um volume de restos a pagar significativo para o próximo ano. Por isso, o *deficit* primário deste ano deverá ser inferior à metade da meta fixada para o governo central, de R\$ 139 bilhões.

Este ano, assim como nos dois anos anteriores, a restrição para a execução da política fiscal foi dada pela meta de *deficit* primário, e não pelo teto dos gastos. Este obviamente vem sendo crucial para impedir pressões no sentido de aumentar os gastos diante de receitas extraordinárias como as que ocorreram em 2019. Para 2020, a restrição do teto passará a ser efetiva, e o espaço fiscal para a realização de despesas discricionárias tende a ser menor que o observado neste ano, a menos de revisões para baixo de despesas obrigatórias ou de sua realocação (no caso de emendas parlamentares) para atender gastos não obrigatórios.

A título de exemplo do espaço limitado para destinar recursos às despesas discricionárias, apenas as despesas com benefícios previdenciários do RGPS devem crescer cerca de R\$ 50 bilhões, mesmo já considerando os efeitos iniciais da reforma da Previdência, enquanto o teto vai aumentar em R\$ 47,4 bilhões. A versão do Projeto de Lei Orçamentária (PLOA) de 2020 aprovado na Comissão Mista de Orçamento, do Congresso Nacional, prevê despesas discricionárias de R\$ 127,7 bilhões, valor que inclui gastos definidos por emendas parlamentares (R\$18,2 bilhões) e uma economia estimada em R\$ 6 bilhões com a redução de

³ Esta subseção contou com o auxílio de Felipe dos Santos Martins e Ana Paula Rodrigues Berçot, pesquisadores do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) na Dimac/Ipea, e de Sergio Fonseca Ferreira, Analista de Planejamento e Orçamento na Dimac/Ipea.

jornada de servidores em 25% – que ainda depende de aprovação da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) 186/2019 ou da PEC 188/2019. É bom lembrar que as emendas parlamentares aumentam um pouco o espaço para despesas discricionárias, mas não necessariamente atendem às prioridades definidas pelo Executivo.

O *deficit* primário para o setor público consolidado previsto na LDO-2020 é de R\$ 118,9 bilhões, e para o governo central, R\$ 124,1 bilhões. Esses valores correspondem a, aproximadamente, 1,6% do PIB previsto para o próximo ano e, como visto anteriormente, são mais altos que o *deficit* estimado para 2019. Isso significa que, mesmo na ausência de receitas extraordinárias como as que ocorreram este ano, cumprir com a meta de resultado primário será menos complicado que em 2019 – obviamente se não ocorrer uma frustração de crescimento e, portanto, de arrecadação, como a que caracterizou a primeira metade deste ano. A mensagem modificativa ao PLOA-2020 enviado ao Congresso em agosto, atualizou os números do orçamento do ano que vem, alterando, entre outros parâmetros o crescimento esperado para 2020, de 2,2% para 2,3%.

No ano que vem, a restrição fiscal será dada, em primeiro lugar, pelo teto dos gastos, e secundariamente, pela regra de ouro. Estima-se que em 2019 as despesas sujeitas ao teto tenham ficado cerca de R\$ 22 bilhões abaixo do limite do teto, mesmo com a execução em nível superior à dos dois anos anteriores.⁴ Para 2020, a análise da conjuntura feita anteriormente e as previsões apresentadas a seguir indicam perspectivas favoráveis para a realização da arrecadação prevista, o que significa que o cumprimento da meta de primário estaria garantido dadas as despesas incluídas no orçamento.

A redução dos *deficit* primários, e sua conversão em *superavit*, é condição importante para reverter a trajetória da relação dívida-PIB e depende fundamentalmente de manter as despesas no teto. No entanto, o cumprimento do teto, na ausência de políticas que reduzam a tendência de crescimento de determinadas despesas obrigatórias, exige manter as despesas discricionárias, dentre elas os investimentos, em níveis relativamente baixos e declinantes. Muitos argumentam que seria impossível cumprir o teto de gastos a partir de 2021 ou 2022 devido à compressão excessiva das despesas discricionárias. É possível que, se nada for feito no sentido de alterar a trajetória das despesas obrigatórias, haja dificuldades nesse sentido. A reforma da Previdência, mesmo sem resolver totalmente o problema, foi um passo crucial no sentido de viabilizar a estratégia de ajuste gradual em curso.

A tabela 1 explora as perspectivas para o período 2020-2023. Com a aprovação da reforma da Previdência, que apenas reduziu o ritmo de crescimento dos gastos com benefícios previdenciários, o foco recai agora sobre a outra grande despesa obrigatória: os gastos de pessoal. Em todos os cenários, os militares mantêm reposição integral dos quadros que vão para a reserva. No cenário 1, supõe-se que haja reajuste anual pela inflação e reposição integral dos servidores civis ativos que se aposentam ou morrem, exceto pessoal auxiliar, de pessoal cedido ao SUS e

⁴ De acordo com a 5ª avaliação bimestral de receitas e despesas, as despesas discricionárias devem alcançar R\$ 126,2 bilhões (exclusive pagamento à Petrobras), ante R\$ 123,9 bilhões em 2018 e R\$ 113,4 bilhões em 2017.

dos que trabalham nos antigos territórios (que não são repostos).⁵ O efeito dessa reposição integral é reduzir o espaço fiscal em 2023 para cerca de 96% do espaço estimado para 2020 (em termos reais, já descontada a inflação).

TABELA 1

Despesas primárias do governo federal limitadas pelo teto (EC no 95/2016) – valores correntes (Em R\$ bilhões)

	Observado		5ª	Previsto			
	2017	2018	avaliação	2020	2021	2022	2023
Teto	1.308,6	1.347,9	1.407,1	1.454,5	1.501,9	1.558,3	1.614,8
Pessoal	272,7	269,2	306,8	317,1			
RGPS	558,3	572,4	629,3	677,6	711,6	735,3	761,9
Abono e seguro desemprego	54,5	53,6	56,8	60,6	61,2	64,7	68,5
Bolsa Família	28,3	29,9	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Complementação ao FGTS	5,2	5,0	4,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Compensação RGPS	13,9	13,5	10,2	10,3	3,4	0,0	0,0
BPC (LOAS/RMV)	53,8	55,2	59,9	60,1	63,5	66,6	70,0
Sentenças Judiciais e Precatórios - OCC	10,6	13,8	16,2	23,9	24,7	25,6	26,6
Subsídios, Subvenções e Proagro (contratados)	18,8	13,6	14,5	10,3	10,6	11,0	11,4
Financiamento de Campanha	0,0	1,7	0,0	2,0	0,0	2,2	0,0
Outros Obrigatórios	129,4	132,9	134,5	128,4	132,6	137,5	142,5
Despesa discricionária (inclui emendas parlamentares)	113,3	123,9	126,2	121,7			
Cenário 1 - Despesa de pessoal com reajuste anual pela inflação e com reposição de 100% dos aposentados (exclusive nível auxiliar, servidores cedidos ao SUS e servidores de ex-territórios)							
Despesa com pessoal - cenário 1					333,6	346,6	359,8
Espaço fiscal (discricionária máxima pela regra do teto, inclui emendas parlamentares e restos a pagar)				134,1	130,6	138,6	144,1
Espaço fiscal - a preços constantes de 2020				134,1	126,5	129,3	129,8
Cenário 2 - Despesa de pessoal com reajuste anual pela inflação e com reposição de 75% dos professores de federais e IF e de 30% para as demais carreiras (exclusive nível auxiliar, nível médio, servidores cedidos ao SUS e servidores de ex-territórios)							
Despesa com pessoal - cenário 2					330,9	343,8	356,5
Espaço fiscal (discricionária máxima pela regra do teto, inclui emendas parlamentares e restos a pagar)				134,1	133,3	141,4	147,4
Espaço fiscal - a preços constantes de 2020				134,1	129,1	132,0	132,7
Cenário 3 - Despesa de pessoal SEM reajuste anual pela inflação e com reposição de 75% dos professores de federais e IF e de 30% para as demais carreiras (exclusive nível auxiliar, nível médio, servidores cedidos ao SUS e servidores de ex-territórios)							
Despesa com pessoal - cenário 3					318,9	319,3	319,9
Espaço fiscal (discricionária máxima pela regra do teto, inclui emendas parlamentares e restos a pagar)				134,1	145,3	165,9	183,9
Espaço fiscal - a preços constantes de 2020				134,1	140,7	154,8	165,7
Cenário 4 - Despesa de pessoal sem reposição de aposentados, sem reajuste anual pela inflação, sem progressão funcional - como previsto na PEC 186/2019 e na PEC 188/2019 nos casos de descumprimento da regra de ouro (redução de jornada não foi considerada)							
Despesa com pessoal - cenário 4					316,4	314,6	313,3
Espaço fiscal (discricionária máxima pela regra do teto, inclui emendas parlamentares e restos a pagar)				134,1	147,9	170,6	190,6
Espaço fiscal - a preços constantes de 2020				134,1	143,2	159,2	171,7

Fonte: Congresso Nacional, Ministério da Economia e Ipea.

Elaboração: Dimac/Ipea.

Obs.: LOAS/RMV – Lei Orgânica da Assistência Social/Renda Mensal Vitalícia; OCC – outras despesas de custeio e capital; Proagro – Programa de Garantia da Atividade Agropecuária. Em todos os cenários, os militares mantêm reposição integral dos quadros que vão para a reserva.

No cenário 2, assume-se também que haveria reposição de 75% dos professores de universidades federais e instituições federais de ensino e de 30% dos demais servidores que se aposentam (exceto pessoal auxiliar, de nível médio, de cedidos ao SUS e dos que trabalham nos antigos territórios). O cenário 3 é igual ao 2 exceto pelo fato de que não haveria reajuste anual pela inflação no período 2021-23. As demais despesas obrigatórias seguiriam, basicamente, a trajetória desenhada na Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2020. No último cenário, 4, não haveria reposição de servidores aposentados, progressão funcional nem reajuste anual pela inflação – como previsto na PEC 186/2019 e na PEC 188/2019 para os casos de descumprimento da regra de ouro.⁶ Essas PECs preveem ainda que a possibilidade de redução de 25% da jornada de trabalho (e da remuneração) de servidores. Estima-se que a economia adicional resultante dessa medida, não levada em consideração na tabela 1, seja de cerca de R\$ 10 bilhões por ano.

⁵ Estimativas de gasto com pessoal feitas, no caso dos servidores civis, por meio de microsimulações com dados por servidor e baseados na metodologia definida em Nota Técnica da Carta de Conjuntura desnível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2018/11/29/gastos-com-pessoal-no-contexto-do-novo-regime-fiscal/>>

⁶ De acordo com o Art. 167A da PEC 186/2019 e da PEC 188/2019: “No exercício para o qual seja aprovado ou realizado, com base no inciso III do art. 167 da Constituição Federal, volume de operações de crédito que excedam à despesa de capital serão automaticamente acionados mecanismos de estabilização e ajuste fiscal.”

Como se pode observar na tabela, em 2020 haverá um crescimento nominal de cerca de R\$ 10 bilhões na despesa de pessoal (3,1% do estimado para 2019). Para os anos seguintes o crescimento seria bem menor. Fica claro que a medida com maior impacto nos próximos anos, até 2023, é não reajustar as remunerações dos servidores públicos pela inflação. A baixa reposição de pessoal aposentado teria mais impacto num prazo mais longo, porém há limites para o ganho de eficiência e há carreiras que não têm muita margem para longo período sem reposição. A reforma administrativa, ainda não enviada ao parlamento, pode permitir uma reposição parcial de pessoal com impacto fiscal menor que teria com as regras atuais e poderia também ajudar a melhorar a eficiência do setor público.

Levando em consideração as projeções para a previdência, é possível dizer que esse espaço fiscal tende a se reduzir mais fortemente a partir de 2024 devido à dinâmica demográfica projetada. Portanto, além do pouco espaço para investimentos públicos, reformas adicionais que auxiliem na contenção do crescimento dos gastos podem ser muito relevantes para o equilíbrio sustentável das contas públicas. Especialmente a PEC 188/2019, que é mais ampla e traz uma série de mecanismos automáticos de controle e ajuste, é importante não só para a consolidação fiscal do governo federal, mas também para os governos estaduais e municipais. É bom lembrar que crises fiscais dos estados e prefeituras podem atingir seriamente serviços públicos essenciais (como saúde, educação e segurança pública) e, por conseguinte, têm potencial de gerar pressão fiscal para o próprio governo federal.

3 Projeções macroeconômicas para 2019-2020⁷

O PIB fechou o terceiro trimestre de 2019 com crescimento ajustado de 0,6%, acima da mediana das expectativas de mercado e das estimativas do próprio Ipea (0,2%), publicadas em setembro de 2019. De fato, na Carta de Conjuntura no 44, prevíamos uma aceleração mais acentuada da economia a partir do último trimestre do ano e ao longo de 2020, tendência esta que foi antecipada. A aceleração no terceiro trimestre implica um *carry-over* mais alto para 2019, ou seja, mesmo que a economia não cresça no quarto trimestre, o PIB crescerá 1,0%, acima de nossa expectativa anterior de 0,8%. Incorporando nossa expectativa de crescimento para o quarto trimestre de 0,4%, estimamos que o PIB crescerá 1,1% em 2019.

O diagnóstico do crescimento para 2019 é similar ao da Carta de Conjuntura anterior, de que a economia será impulsionada pela demanda doméstica via consumo das famílias e investimento. Por trás desse diagnóstico, emergem as avaliações positivas do mercado de crédito e do investimento, na esteira da redução das taxas de juros, conforme discutido na primeira parte do texto. A melhora do mercado de trabalho e a preponderância do PIB do setor privado em contraposição ao público completam o cenário de crescimento. O que muda, no entanto, é a intensidade e o timing da aceleração, já que os indicadores de início de terceiro trimestre, divulgados até setembro, não apontavam para a aceleração no crescimento. A proposta de ampliação das regras para o saque de Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) é um importante ponto de quebra na dinâmica do crescimento do

⁷ Subseção contou com o auxílio de Janine Pessanha de Carvalho e Pedro Mendes Garcia, pesquisadores do PNPd na Dimac/Ipea.

consumo das famílias. Somando-se as seguidas revisões para baixo das expectativas de inflação, ainda que posteriormente revertidas no período recente, formou-se um quadro positivo para o consumo das famílias. As reduções de juros, outro fator importante no contexto, já haviam sido incorporadas às expectativas de crescimento em 2019 desde a última Carta de Conjuntura, exceto que prevíamos a Selic em 4,75% no final do ano.

Pelo lado da oferta, o crescimento do setor de serviços foi revisado para cima, devido aos resultados positivos no comércio. Em contrapartida, os indicadores industriais mensais apresentaram um desempenho errático em outubro (positivo) e novembro (negativo), o que explica a desaceleração na taxa de crescimento no quarto trimestre. Da mesma forma, o PIB agrícola, cuja análise detalhada se encontra mais adiante nesta seção, sofreu uma revisão negativa de 0,1 p.p. Os resultados das previsões são apresentados na tabela 2 a seguir.

TABELA 2

Projeções: taxa de crescimento do PIB e de seus componentes

(Taxa de variação em relação ao período anterior, em %)

	Observado				Previsto			
	2017	2018	2019-T2	2019-T3	2019-T4		2019	2020
			Trim. ano anterior	Trim. ano anterior	Trim. ano anterior	No trim., dessazonalizado ¹		
PIB	1,3	1,3	1,1	1,2	1,5	0,4	1,1	2,3
Indústria	-0,5	0,5	0,3	1,0	1,3	0,2	0,4	2,1
Serviços	0,8	1,5	1,2	1,0	1,4	0,5	1,2	2,2
Agropecuária	14,2	1,4	1,4	2,1	-2,0	-3,4	0,8	3,8
Consumo das Famílias	2,0	2,1	1,8	1,9	2,4	0,8	1,9	2,8
Consumo do Governo	-0,7	0,4	-0,7	-1,4	0,5	0,6	-0,4	0,2
FBCF	-2,6	3,9	5,4	2,9	4,9	0,2	3,6	6,3
Exportações de bens e serviços	4,9	4,0	1,3	-5,5	-5,5	2,8	-2,9	1,8
Importações de bens e serviços	6,7	8,3	4,9	2,2	8,0	2,3	3,2	6,3

Fonte: IBGE e Ipea.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Nota: ¹ Primeira divulgação das séries dessazonalizadas.

TABELA 3

Projeções: variáveis macroeconômicas selecionadas

(Em %)

	Observado		Previsto	
	2017	2018	2019	2020
Inflação - IPCA (% no período)	2,95	3,75	3,70	3,76
Taxa de juros SELIC (% a.a. no final do período)	7,00	6,50	4,50	4,25
Taxa de câmbio R\$/US\$ (no final do período)	3,29	3,87	4,10	4,10

Fonte: IBGE, FGV e Ipea.

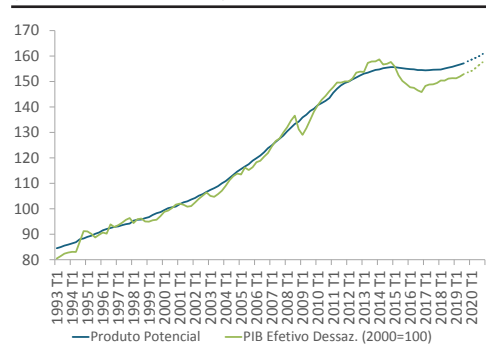
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Obs: IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo.

Em relação a 2020, o PIB foi revisto para cima, de 2,1% para 2,3%. Em primeiro lugar, a aceleração no terceiro trimestre implica um carry-over mais alto para 2020 (de 0,6% para 0,7%). Além disso, houve uma alteração nas trajetórias para a taxa real de juros e para o índice de confiança da indústria, que formam a base para as previsões do PIB da indústria e de serviços. Finalmente, o PIB agrícola foi revisto de 2,2% para 3,8%.

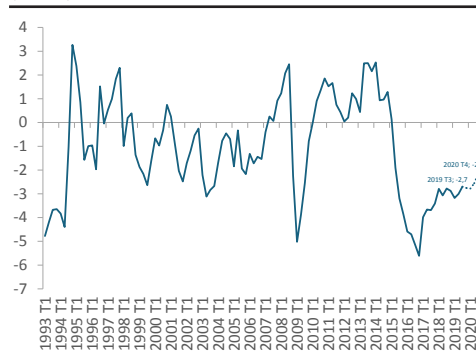
Começando com a trajetória de juros, houve uma mudança em relação aos parâmetros de 2019 e 2020. Para 2019, revisamos a expectativa da taxa Selic para o final do ano de 4,75% para 4,5%; para 2020, revisamos de 5,0% para 4,25%. Apesar de as previsões anteriores já embutirem a trajetória declinante da Selic em 2019, o fato de a inflação se encontrar bem-comportada para o horizonte relevante da política monetária nos permite projetar a manutenção da taxa de juros próxima dos atuais níveis em 2020. Soma-se a isso o grau de ociosidade da economia brasileira, que, de acordo com o Indicador Ipea de Hiato do Produto, deve fechar 2020 negativo em 2,0%. Nesse contexto, uma eventual reversão no atual ciclo de expansão monetária somente seria plausível caso a economia em 2020 esteja mais aquecida que o esperado ou no caso de ocorrência de choques permanentes de inflação, hipóteses que não estão no radar com os dados de que dispomos atualmente.

GRÁFICO 14
Produto potencial versus PIB efetivo (1993-2019) e previsão até 2020
 (Índice - PIB 2000 = 100)



Fonte: IBGE, FGV e Ipea.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 15
Indicador Ipea de Hiato do Produto (1993-2019) e previsão até 2020
 (Em %)



Fonte: IBGE, FGV e Ipea.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Em relação ao indicador de confiança, mantivemos a trajetória de crescimento da confiança da indústria ao longo de 2020, sendo que o único ajuste foi na previsão para o quarto trimestre de 2019, de forma a compatibilizá-la com os dados mais recentes. Assim, o índice de confiança da indústria partiria dos 96 pontos e chegaria aos 105 pontos no final de 2020, o que indica uma leitura otimista da economia, compatível com o andamento das reformas propostas pela área econômica e o avanço em reformas microeconômicas. Em relação à demanda, a revisão nas exportações líquidas seria um fator de contrabalanço ao avanço esperado no consumo das famílias e dos investimentos.

As previsões para o PIB do setor agropecuário, mostradas na tabela 4, são calculadas separadamente por meio das perspectivas de área plantada, produtividade e colheita, do IBGE e da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab). As previsões do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea indicam que o setor agropecuário deve apresentar um crescimento de 0,8% em 2019. O resultado é explicado pelas expressivas altas nas produções de milho e algodão e pelo bom ano da pecuária. As estimativas por componente indicam que lavoura e a pecuária devem crescer 1,0% e 3,3%, respectivamente. As estimativas do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) mostram que o resultado positivo da lavoura, puxado

pelos altos de milho (23,2%) e algodão (39,8%), só não foi superior por conta das quedas nas produções de soja (-4,0%) e café (-16,5%), que pesam significativamente no valor adicionado da lavoura. Em relação à pecuária, é esperado que todos os produtos contribuam positivamente para o crescimento, com destaque para as altas na produção de bovinos (3,8%) e suínos (3,8%). O componente com os demais produtos agropecuários, por sua vez, deve apresentar queda de 3,7% após a divulgação de dados ruins para o terceiro trimestre de 2019 e a perspectiva de que o cenário se mantenha no último trimestre do ano.

Para o quarto trimestre de 2019, no entanto, é esperada uma retração de 2,1%, que compensa parte dos resultados positivos dos três primeiros trimestres. A queda é explicada principalmente pelo resultado ruim da agricultura (-1,8%), impactado por safras menores de culturas relevantes neste trimestre. Os destaques negativos ficam para as quedas nas safras de cana-de-açúcar (-1,1%) e de fumo (-4,2%). No sentido contrário, as safras de mandioca e laranja devem crescer 3,6% e 6,3%, respectivamente. No que se refere à pecuária, os dados sugerem a manutenção do bom desempenho no ano, com um crescimento de 3,2% no quarto trimestre, novamente com destaque para a produção de bovinos e suínos.

Para 2020, são estimados dois cenários para o PIB agropecuário, que deve crescer pelo menos 3,8%. O primeiro considera as estimativas de safra do LSPA para a lavoura, que indicam um crescimento de 4,3% no valor adicionado desse componente. O segundo cenário considera as projeções de safra da Conab para estimar uma alta de 4,4% no valor adicionado da lavoura. O resultado positivo é explicado por uma expectativa de aumento na safra de soja, com o LSPA prevendo um crescimento de 6,1% e a Conab, uma alta de 5,6%. Para a pecuária, utilizaram-se as projeções do Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (United States Department of Agriculture – USDA) e modelos econométricos de séries de tempo para estimar um crescimento de 4,4%, puxado principalmente pelas produções de bovinos e suínos. O USDA espera um crescimento de 5,8% da produção de bovinos e de 4,5% da de suínos, explicado principalmente pelo aumento das exportações. O componente outros, no entanto, deve recuar 4,8%.

TABELA 4
Previsão do PIB agrícola, por componente, em 2019 e 2020
(Em %)

	Observado				Previsto		
	2019 - 1	2019 - 2	2019 - 3	2019 - 4	2019	2020	
	Trim./Trim ano anterior	Trim./Trim ano anterior	Trim./Trim ano anterior	Trim./Trim ano anterior	Fim do Ano	Fim do Ano	
						Cenário LSPA	Cenário CONAB
Agricultura	0,4	0,4	4,3	-1,8	1,0	4,3	4,4
Pecuária	2,9	4,4	2,8	3,2	3,3	4,4	4,4
Outros	0,6	4,6	-12,8	-7,1	-3,7	-4,8	-4,8
Agropecuária	0,9	1,4	2,1	-2,1	0,8	3,8	3,9

Fonte: IBGE, FGV e Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Após agregar as informações de todos os setores, portanto, nossas estimativas para o PIB ficaram em 2,3%. Ao avaliar os fatores de risco para a previsão para baixo, lembremos que houve choques negativos importantes cujos efeitos se concentraram em 2019: as tensões comerciais na relação Estados Unidos-China, que afetaram a balança comercial devido ao efeito generalizado no fluxo de comércio global;

e a retração econômica na Argentina, um de nossos principais parceiros comerciais, que também provocou redução em nossas exportações. Além disso, no campo doméstico, a atividade econômica em 2019 foi influenciada pelo desempenho negativo do setor extrativo no início do ano. Em contrapartida, houve significativa redução das incertezas fiscais com a aprovação da reforma da Previdência e com as perspectivas de estabilização da dívida pública bruta, por conta das

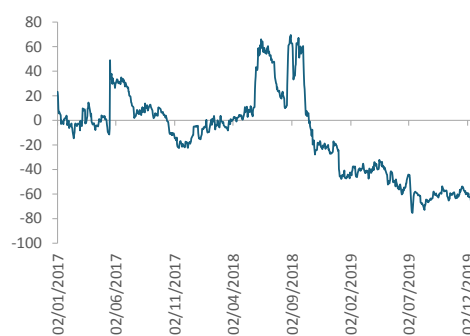
expectativas de crescimento da economia e da redução de juros. Corroborando esta avaliação, o indicador Ipea de risco (idiossincrático) do Brasil se mantém no terreno negativo desde novembro de 2018. Esse indicador vem se mantendo em terreno negativo e, desde o final de 2018, experimentou quedas importantes até atingir o patamar atual, em que o risco-país, medido pelo *Credit Default Swap* (CDS), se encontra cerca de sessenta e nove pontos abaixo do que estaria caso tivesse seguido o movimento comum aos emergentes. Desde o final de julho de 2019, que coincide com a aprovação da reforma da Previdência em primeiro turno na Câmara dos Deputados, o indicador se mantém ao redor de 60 pontos negativos, o que indica uma percepção favorável em relação ao país.

A projeção para a taxa de inflação em 2019 foi revisada para cima em 0,30 p.p. pela Dimac/Ipea desde a previsão divulgada na Seção de Inflação da *Carta de Conjuntura*, em novembro. A nova previsão da inflação medida pelo IPCA para 2019 é de 3,7% a.a. Revisamos nossas expectativas para todos os subgrupos (excluindo os serviços – educação), principalmente devido aos choques de preços no mercado de proteínas, à expectativa da taxa de câmbio e à taxa de crescimento da atividade econômica.

Em relação aos bens livres – alimentos, nossa projeção passou de 2,9% a.a. para 4,2% a.a. O impacto da peste suína na China sobre a cadeia de proteínas contribuirá para a maior aceleração de preços desse grupo, acrescentando 0,2 p.p. ao IPCA para 2019. A maior pressão de demanda externa por carne bovina, que aumentou 30% em outubro de 2019 em relação ao mês imediatamente anterior, assim como o aumento do preço da arroba do boi gordo (+23% em novembro de 2019), contribuiu para o reajuste dos preços deste subgrupo. Em nosso modelo, estima-se uma variação nos preços das carnes bovinas de 22% a.a. para 2019. O subgrupo bens livres – exceto alimentos foi revisto ligeiramente para baixo, refletindo a retomada mais lenta da atividade econômica sobre os bens duráveis em relação à estimada anteriormente. No caso do subgrupo serviços – exceto educação, a inflação estimada se manteve praticamente estável em relação àquela observada na previsão de novembro de 2019.

Igualmente, revisamos para cima a expectativa de inflação do subgrupo bens e serviços monitorados, refletindo essencialmente a elevação da taxa de câmbio,

GRÁFICO 14
Indicador Ipea de Risco-Brasil
(Em pontos básicos)



Fonte: IBGE, FGV e Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



que, segundo nossas projeções, encerrará 2019 em R\$ 4,10, pressionando o item gasolina. A Petrobras autorizou o reajuste, em 27 de novembro de 2019, do preço da gasolina vendida nas refinarias para as distribuidoras em aproximadamente 4%, reagindo a essa pressão cambial. No entanto, em nosso modelo, observa-se que o coeficiente de repasse dos preços realizados das distribuidoras para os preços dos postos é de 0,8. Então, partindo deste novo cenário, nossa previsão para a inflação deste subgrupo sofreu substancial elevação, encerrando o ano em 5,7% em dezembro de 2019, diante dos 5,4% projetados anteriormente, pressionando o IPCA em aproximadamente +0,1 p.p em 2019.

TABELA 5
Previsão de taxa de inflação ao consumidor (IPCA) em 2019
(Em %)

	Previsão anterior - Carta de Conjuntura nº 45 (nov. 2019)	Previsão atual - Carta de Conjuntura nº 45 (dez. 2019)		
		Previsão da taxa de variação acumulada em 2019	Peso	Contribuição para o IPCA total
Bens livres – alimentos	2,9	4,2	15,7	0,66
Bens livres – exceto alimentos	2,1	1,9	22,3	0,42
Serviços livres (exceto educação)	2,8	2,9	31,5	0,91
Serviços livres – educação	4,9	4,9	4,2	0,20
Bens e serviços monitorados	5,4	5,7	26,3	1,51
Total	3,40	3,70	100,00	

Fonte: IBGE e Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A projeção para a taxa de inflação em 2020 teve um ligeiro aumento em relação à previsão de novembro, alterando-se de 3,7% a.a. para 3,76% a.a, principalmente devido à maior contribuição dos serviços – exceto educação. Apesar da manutenção esperada para o choque dos alimentos, pressionando os preços das proteínas para cima ainda no primeiro trimestre de 2020 (ver o box), este choque deve se dissipar a partir de março. Ademais, as previsões do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea indicam que o setor agropecuário deve apresentar um crescimento de 3,8% em 2020, o que nos fez ajustar a inflação deste subgrupo para 3,7% a.a. em 2020, reduzindo a contribuição dos bens livres – alimentos em 0,05 p.p. O resultado mais positivo para o setor agropecuário é explicado por uma expectativa de aumento na safra de soja, com o LSPA prevendo um crescimento de 6,1%.

Em contrapartida, uma maior pressão alista é esperada para o subgrupo serviços – exceto educação, devido à retomada da atividade econômica e da criação de postos de trabalho. A perspectiva de uma melhora no cenário econômico fez com que a contribuição para o IPCA deste subgrupo aumentasse em 0.1 p.p.

TABELA 6
Previsão da taxa de inflação ao consumidor (IPCA) em 2020
(Em %)

	Previsão atual - Carta de Conjuntura nº 45 (dez. 2019)		
	Previsão da taxa de variação acumulada em 2020	Peso	Contribuição para o IPCA total
Bens livres – alimentos	3,7	13,1	0,49
Bens livres – exceto alimentos	2,2	24,3	0,54
Serviços livres (exceto educação)	3,4	32,0	1,09
Serviços livres – educação	4,9	5,3	0,26
Bens e serviços monitorados	5,5	25,3	1,39
Total	3,76	100,00	

Fonte: IBGE e Ipea.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

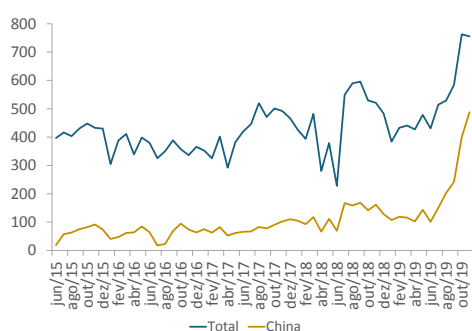
O choque no preço das proteínas animais¹

A pecuária é um mercado que está sujeito a impactos oriundos tanto do mercado doméstico quanto do *front* externo, uma vez que o país ocupa uma posição relevante no *ranking* mundial de consumo de carne bovina e, ainda, desponta como importante *player* no comércio mundial. Desse modo, é de se esperar que choques gerados por outras variáveis demandarão um certo período para impactar a produção e, conseqüentemente, as cotações da arroba do boi gordo. Atualmente, o mercado bovino vive um momento atípico. O impacto da peste suína na China sobre a cadeia de proteínas fez com que a demanda externa por carne bovina aumentasse acentuadamente. Esta pressão de demanda fez com que o preço do atacado aumentasse, atingindo o preço no varejo, fazendo com que o preço da carne disparasse 8,09% em novembro e puxando a inflação para cima. Assim, este box investiga o mecanismo de transmissão de preços no mercado bovino entre os elos das cadeias de atacado e varejo, verificando-se a influência da variabilidade dos preços dos bens substitutos – a saber, suínos e aves – sobre os preços das carnes.

No período recente, a exportação de carne entre setembro e outubro cresceu muito na comparação com o mês imediatamente anterior (+30%), alcançando R\$ 756 milhões em novembro de 2019 (gráfico 1). Entre os maiores destinos das encomendas de carne bovina do Brasil está a China, que registrou um salto de 66% em outubro de 2019 em relação ao mês anterior, reflexo de mais frigoríficos habilitados a exportar para o mercado chinês em função da gripe suína que matou milhões de porcos na Ásia, aumentando a demanda deste país por carnes, suínas e bovinas.

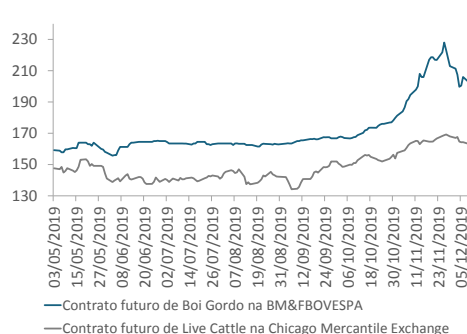
Além disso, a maior pressão da demanda externa por carnes fez com que o preço do boi gordo, a partir de outubro de 2019, negociado no mercado internacional para os contratos futuros com vencimento em dezembro de 2019 (Bolsa de Chicago), disparassem, assim como o preço negociado na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), como se observa no gráfico 2.

GRÁFICO 1
Valor das exportações de carne bovina
(Em US\$ milhões)



Fonte: Secex.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2
Preço do contrato futuro para dez./2019
(Em R\$/arroba)

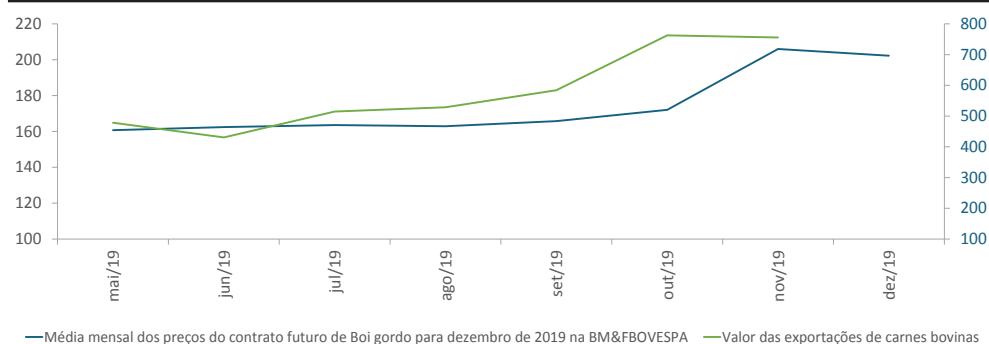


Fonte: BM&FBovespa e Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

¹ Subseção contou com o auxílio de Janine Pessanha de Carvalho e Pedro Mendes Garcia, pesquisadores do PNPd na Dimac/Ipea.

A partir do gráfico 3, é possível observar também que o aumento expressivo das exportações de carne no Brasil, em setembro de 2019, foi acompanhado de uma elevação no preço do boi gordo negociado na BM&F, com uma defasagem temporal de um mês, já pressionando os preços no atacado em outubro de 2019.

GRÁFICO 3
Média dos preços do contrato futuro (R\$/arroba) *versus* valor das exportações (US\$ milhões)



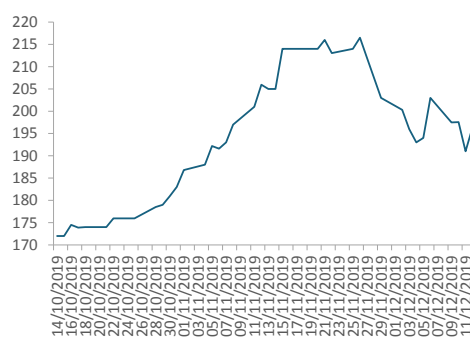
Fonte: BM&FBovespa e Secex.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

É possível observar no gráfico 4, porém, que, a partir da segunda metade de novembro de 2019, os preços dos contratos negociados para o boi gordo com vencimento em fevereiro de 2020 já encontravam-se em queda, sendo um possível indício de que o regime de alta do preço do boi gordo no atacado está próximo de seu fim.

Parte dessa pressão inflacionária no atacado começou a aparecer no varejo, fazendo com que a inflação ao consumidor fosse de 0,51% em novembro de 2019. Entre os itens que mais contribuíram para essa variação está a carne bovina, cuja taxa de variação foi de 8,5%, acumulando uma alta em doze meses de 14,4%, em novembro de 2019, diante da variação acumulada de 2,2% para o mesmo período de 2018. Com a carne bovina mais cara, a procura por aves, suínos e ovos subiu, e o preço dessas proteínas também. Assim, analisaram-se os preços da carne bovina em nível de atacado e varejo, com o objetivo de identificar a liderança na transmissão dos preços.

A análise dos preços da cadeia bovina utilizou os preços mensais de atacado e varejo, disponibilizados respectivamente pelo Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (Cepea) e pelo IBGE para o período de janeiro de 2009 a novembro de 2019. Além disso, o modelo de preço utilizará algumas variáveis

GRÁFICO 4
Preço do contrato futuro de boi gordo para fev./2020 (Em R\$/arroba)



Fonte: BM&FBovespa.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

derivadas da equação de demanda inversa para o mercado bovino, que incluem inicialmente o preço das exportações de carne bovina (Secex), a taxa de câmbio (BCB), o rendimento real (PNAD Contínua/IBGE) e o preço do varejo de proteínas animais substitutas à carne bovina (IPCA/IBGE). As variáveis foram transformadas em índices (valores de referência na base 100 em janeiro de 2009) e, em seguida, foram realizados testes de raiz unitária, identificando a ordem de integração I(1) de todas as variáveis. Depois, uma vez que os testes de cointegração sugeriram que existe pelo menos uma equação de cointegração para as séries, utilizaremos o modelo de correção de erros (VEC) para identificar as relações de causalidade entre as variáveis não estacionárias e cointegradas. Ao estimar o modelo VEC, utilizando-se três defasagens de acordo com o critério de seleção Akaike (AIC), foi possível observar que o aumento de 1%² no preço do boi no atacado faz com que o preço no varejo da carne bovina aumente aproximadamente 0,83%. Já a variação das exportações em 1% faz com que o IPCA bovino aumente em 0,73%. Em relação ao preço da proteína substituta à carne, tem-se que um aumento de 1% no preço dos suínos faz com que haja uma queda no preço bovino do varejo em 1,1%. Isto significa que o encarecimento da carne suína fez com que houvesse uma substituição desta proteína pela carne bovina, e essa maior demanda pressiona o seu preço, tornando-a mais cara no varejo.³ Já a variação do rendimento real em 1% faz com que haja uma elevação no preço do varejo da carne bovina em 0,1%.

A partir do modelo VEC, realizou-se uma previsão para a variação do preço da carne bovina em 9,1% para dezembro de 2019, encerrando o ano com uma variação acumulada de 22% para este item. Para 2020, é esperada uma continuação da pressão altista vinda das carnes bovinas, porém com taxas decrescentes para janeiro (4,63%), fevereiro (2,36%) e março (0,89%), quando então se encerra o ciclo de alta.

² As variáveis foram transformadas em log e interpretadas assim, como elasticidades.

³ O preço da ave no varejo foi estatisticamente não significativo, sendo por isso não utilizada neste modelo.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos – Diretor Adjunto



Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marcelo Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Paulo Mansur Levy
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Ana Cecília Kreter
Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Felipe Moraes Cornelio
Felipe Simplicio Ferreira
Helena Nobre de Oliveira
Janine Pessanha de Carvalho
Leonardo Simão Lago Alvite
Pedro Mendes Garcia

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 da Economia.

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