

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE, ECONOMIA E GESTÃO
DE POLÍTICAS PÚBLICAS – FACE
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA – ECO

ARTUR DE ALENCAR PAES LEME GARCIA

RECESSÃO ECONÔMICA 2015-2016: PROJEÇÕES ECONÔMICAS E
INDICADORES DE CONFIANÇA

BRASÍLIA
2017

ARTUR DE ALENCAR PAES LEME GARCIA

**RECESSÃO ECONÔMICA 2015-2016: PROJEÇÕES ECONÔMICAS E
INDICADORES DE CONFIANÇA**

Monografia apresentada à Banca Examinadora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciência Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende

BRASÍLIA

2017

ARTUR DE ALENCAR PAES LEME GARCIA

**RECESSÃO ECONÔMICA 2015-2016: PROJEÇÕES ECONÔMICAS E
INDICADORES DE CONFIANÇA**

Monografia apresentada à Banca Examinadora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciência Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende

Aprovada em: __/__/____

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. José Guilherme de Lara Resende
Universidade de Brasília – ECO/UnB
Orientador

Prof. Dr. Daniel Oliveira Cajueiro
Universidade de Brasília – ECO/UnB
Examinador

SUMÁRIO

1. Introdução.....	7
2. Previsões e Opiniões de Economistas com Participação na Mídia	8
2.1. Opiniões sobre a política econômica do Governo Dilma.....	9
2.2. Projeções para 2015 e 2016	13
3. Previsões Focus – Relatório de Mercado	15
3.1. Crescimento do PIB	16
3.2. Inflação (IPCA).....	20
3.3. Expectativas por setor de produção	23
4. Sondagens e Índices de Confiança	27
4.1. Sondagem Industrial	27
4.2. Sondagem de Serviços	32
4.3. Sondagem de Consumidores.....	34
4.4. Instabilidade Econômica	37
5. Considerações Finais	39
Referências Bibliográficas.....	40

RESUMO

As projeções feitas por economistas e por instituições do mercado não previram a recessão vivida no Brasil em 2015 e 2016, mas, ao analisarmos a evolução das projeções e relacioná-las com os indicadores de confiança e expectativas, observamos que estes indicadores também não apontavam recessão econômica. O momento de instabilidade política foi outro fator que contribuiu para o erro das projeções. Este trabalho faz uma análise das projeções para o crescimento da economia brasileira em 2015 e 2016 e também mostra a evolução dos indicadores de confiança e os fatores que levaram às mudanças nas projeções e nos indicadores.

Palavras-chave: projeções de crescimento, indicadores de confiança e expectativa, crise

ABSTRACT

The projection made by economists and by market institutions do not predicted the recession occurred in Brazil in 2015 and 2016, but when analyzing the projection's evolution and relating them with indexes of confidence and expectation, it's observed that these indexes also do not signaled a recession. The political instability was another factor that contributed for the projections' mistake. This paper does an analysis of projections for Brazil's economic growth in 2015 and 2016, shows the evolution of indexes of confidence and expectation and the factors that led to changes in projections and indicators.

Keywords: growth projections, indexes of confidence and expectation, crisis

1. Introdução

Para muitos, o Brasil vive sua pior crise econômica da história, com queda acumulada de 7,26%¹ do PIB e inflação acumulada de 17,62%² para os anos de 2015 e 2016, além do desemprego atingindo 12,0% ao final de 2016³. A dívida bruta passou de 56,3% ao final de 2014 para 69,9%⁴ ao final de 2016, e em setembro de 2015 o Brasil perdeu o grau de investimento dado pela Standard and Poor's⁵ e depois pela Fitch⁶ e pela Moody's⁷ em dezembro de 2015 e fevereiro de 2016, respectivamente.

Apesar de boa parte dos economistas brasileiros discordarem da política econômica do Governo Dilma, as projeções feitas ao longo dos anos de 2013 a 2015 para os anos seguintes (2015 e 2016) não eram catastróficas como foi o resultado. Um dos previsores mais usados na economia brasileira é o Focus – Relatório de Mercado (Focus), cujos dados precedentes também não apontaram a situação pela qual passaria a economia brasileira em 2015 e 2016.

Nos modelos de previsão de crescimento do PIB, alguns dados são premissas utilizados por cada instituição e outros são dados abertos produzidos com o intuito de ajudar na tomada de decisões dos agentes econômicos, caso das sondagens e pesquisas de confiança. No caso de essas sondagens indicarem um cenário de baixa confiança, seria de se esperar que as previsões estivessem incorporando aos seus modelos o pessimismo com a economia. Além disso, as mudanças na confiança dos agentes econômicos também servem para marcar momentos que podem ter sido mais importantes para os resultados econômicos.

Este trabalho buscou analisar a evolução das projeções do Focus para o IPCA e principalmente para a variação do PIB nos anos de 2015 e 2016, comparando-as às projeções para anos anteriores. Foi realizado um levantamento

¹Fonte: SIDRA, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/cnt/tabelas>>. Acesso em 3 de jun. 2017

² Fonte: IPEADATA. Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 5 de jun. 2017

³ Fonte: IPEADATA. Disponível em <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 5 de jun. 2017

⁴ Fonte: Banco Central do Brasil. Disponível em

<<https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPBruta2008.asp>>. Acesso em 25 de jun. 2017

⁵ Fonte: Agência Brasil. Disponível em <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/en/economia/noticia/2015-09/sp-lowers-credit-rating-and-brazil-loses-investment-grade-rating>>. Acesso em 25 jun. 2017

⁶ Fonte: Agência Brasil. Disponível em <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/node/990643>>. Acesso em 25 jun. 2017

⁷ Fonte: Agência Brasil. Disponível em <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/en/economia/noticia/2016-02/moodys-withdraws-brazils-investment-grade>>. Acesso em 25 jun. 2017

da percepção de economistas de diferentes linhas de pensamento buscando identificar como estava a percepção sobre a economia no momento pré-crise (2013 e 2014) e se a opinião destes economistas era similar à opinião geral do mercado (o Focus).

O objetivo do trabalho foi especular se havia informações suficientes para que as projeções do Focus e dos economistas selecionados pudessem ter sido mais assertivas para o ano de 2015. As informações buscadas foram as sondagens de confiança e expectativas, por serem informações que não dependem das premissas adotadas por cada economista ou instituição.

Na seção 2 são apresentadas as opiniões dos economistas selecionados sobre as políticas econômicas do primeiro mandato da presidente Dilma Rouseff e também a percepção de cada um deles sobre os anos de 2015 e 2016. Na seção 3 é apresentada a evolução das projeções do Focus para o PIB de 2015 e 2016 e para o IPCA de 2015 e 2016, sendo comparado com as projeções realizadas para os outros anos. Nessa mesma seção, expõem-se também as projeções do Focus para cada um dos setores econômicos. Por fim, na seção 4 está a evolução de indicadores de confiança e expectativas para os setores industriais e de serviços e também indicadores da confiança dos consumidores. Nesta seção é feita a relação da mudança nesses indicadores com a mudança nas projeções do Focus para cada setor econômico.

2. Previsões e Opiniões de Economistas com Participação na Mídia

Foram selecionados economistas de diferentes perfis: Gustavo Franco, Roberto Ellery e Alexandre Schwartzman com perfil de “opositores” ao Governo Dilma e com perfil acadêmico ortodoxo; Ilan Goldfajn e Mario Mesquita, economistas com atuação no mercado financeiro, então ligados ao Banco Itaú e ao Banco Plural, respectivamente; Delfim Netto, economista ligado ao Governo Dilma e; Luiz Carlos Bresser-Pereira, economista de perfil heterodoxo mais identificado com a linha desenvolvimentista adotada no primeiro mandato do Governo Dilma. Todos estes economistas tiveram e têm suas opiniões publicadas em jornais ou blogs de grande alcance.

O objetivo deste capítulo é identificar as opiniões destes economistas sobre as decisões de política econômica do primeiro mandato do Governo Dilma, o período pré-crise, e também analisar suas projeções para os anos seguintes, principalmente 2015. Como poderá ser visto em seguida, muitos destes economistas já apontavam o fraco desempenho apresentado pela economia brasileira e a necessidade de mudanças no rumo macroeconômico do país. Apesar dos diagnósticos diferentes, havia o consenso de que mudanças precisavam ser feitas, dado que os resultados dos primeiros anos do Governo Dilma não foram considerados satisfatórios, visto o baixo crescimento médio no período com inflação perto do teto da meta.

2.1. Opiniões sobre a política econômica do Governo Dilma

Franco (2013) escreveu artigo de opinião ao jornal Estado de São Paulo no qual apontava que o Governo não aproveitou o momento favorável da economia brasileira e mundial em anos anteriores para realizar reformas estruturais na economia, escreveu: “Para que se apoquentar com reformas quando bastava ficar parado ao sabor da ventania?” Também criticava a deterioração da situação fiscal e a diminuição no volume de investimentos: “[...] nos últimos três anos, a degradação da situação fiscal [...] colocou o país caminhando decididamente para trás, sem nunca ter chegado aos 20% na taxa de formação bruta de capital fixo.” (FRANCO, 2013). Por fim, alertava sobre a necessidade de mudanças na condução da política econômica:

“2014 será um ano difícil se o governo insistir em sua “nova matriz macroeconômica”. Será bastante diferente se a presidente seguir conselhos que vêm de muitos de seus interlocutores e adotar posturas mais convencionais de política econômica.” (FRANCO, 2013)

Ainda no primeiro semestre de 2014, Roberto Ellery, em seu blog, já declarava o fracasso da política econômica do então governo:

“[...] os principais objetivos da nova matriz, recuperar a indústria e aumentar a taxa de investimento, não foram alcançados, pelo contrário. [...]. Uma política anunciada como a salvação da indústria de transformação teve a indústria, particularmente a indústria de transformação, como maior vítima. Uma política anunciada como a que ia gerar o maior ciclo de investimento das últimas décadas viu a taxa de investimento despencar.” (ELLERY, 2014a)

Ellery (2014a) também alertava sobre a necessidade de mudanças na condução da política econômica “A presidente que começou o governo afirmando

que seria lembrada como a presidente do PIBão viu no seu governo uma das menores taxas de crescimento da história. Se pelo menos ela aprendesse com os erros...”

Alexandre Schwartzman, em artigo de opinião no seu blog Mão Visível, analisava as ações tomadas pelo Governo para acelerar o crescimento da economia. A crítica se referia ao diagnóstico do Governo de que a insuficiência de demanda era o principal motivo da queda no crescimento, com várias ações sendo tomadas para resolver esta situação:

“As ações de política econômica revelam – até mais do que as inúmeras entrevistas do ministro [Guido Mantega] – que o governo atribui à insuficiência de demanda os números medíocres de crescimento observados desde 2011. De fato, medida após medida, o que observamos são novos estímulos ao consumo, restrições às importações e tentativas canhestras de ressuscitar o investimento com doses maciças de créditos subsidiados.” (SCHWARTSMAN, 2013)

Na opinião de Schwartzman (2013), entretanto, o problema está na produtividade da economia brasileira “Pouco, em contraste, tem sido feito no sentido de buscar aumentar a capacidade produtiva da economia, em particular no que se refere ao crescimento da produtividade”. Por fim, Schwartzman aponta a necessidade de mudanças dada a improdutividade da então política econômica:

“A política econômica hoje em vigor é perfeita para quem precisa escrever semanalmente sobre o assunto, mas incapaz de recolocar o país na rota do crescimento acelerado e sustentável. A mudança de rumos é imperativa, ainda que possa atrapalhar minha vida como colunista, sacrifício que encararia com satisfação.” (SCHWARTSMAN, 2013)

Como exposto, o posicionamento destes três economistas foi bem crítico em relação à política econômica do então Governo. Todos os citados anteriormente pediam por mudanças significativas nas medidas econômicas adotadas pelo governo. Já Ilan Goldfajn e Mario Mesquita, que também alertavam para a necessidade de mudanças na política econômica do Governo Dilma, tiveram posicionamento um pouco menos enfático.

Ilan Goldfajn, ao jornal O Globo, projetou três possíveis cenários após as eleições de 2014, um com ajustes profundos, outro com mínimos ajustes e um último sem ajustes. O cenário sem ajustes seria a situação sem ocorrência de nenhuma das medidas necessárias, e os outros dois portariam níveis diferentes de

mudanças. De acordo com o desenhado por Ilan, o cenário que o Brasil passou em 2015 e 2016 foi o de mínimos ajustes, o qual incluía:

“[...] ajustes fiscais para evitar a perda do grau de investimento, subida de juros para inflação voltar para a banda, reajuste gradual dos preços administrados e suavização da trajetória de depreciação do câmbio. Reformas apenas, se necessário.” (Goldfajn, 2014)

Apesar da perda do grau de investimento, houve aumento na taxa de juros e reajuste dos preços administrados ainda no Governo Dilma. Propostas de reformas só foram apresentadas posteriormente, já durante o Governo Temer, mas ainda em 2016. As críticas feitas por Ilan em 2014 foram mais suaves, mas não deixam de destacar a necessidade de mudanças na política econômica para que o Brasil voltasse a crescer de forma consistente.

Em artigos ao jornal Valor Econômico, Mario Mesquita (2014c) fala sobre a deterioração da relação entre crescimento potencial e inflação, que estava há alguns anos perto do teto da meta, e critica a intervenção do Governo Dilma na economia: “[...] congelamento de preços, assim como o tabelamento, via intervenção maciça, da taxa de câmbio, podem trazer benefícios de curtíssimo prazo, em termo de sustentação do poder de compra das famílias, mas não são sustentáveis. ” (MESQUITA, 2014d). Em outro artigo Mesquita (2014b) também fala da necessidade de ajuste das contas públicas “[...]é consenso que o país precisa elevar o superávit primário [...]. Esse esforço pode ser alcançado tanto com aumentos de impostos quanto cortes de gastos. ” Talvez por também ser ligado a uma instituição financeira, Mesquita segue a mesma linha de Ilan, com críticas um pouco mais brandas à política econômica.

Netto (2014a), conselheiro econômico do Governo Dilma, criticou em artigo ao jornal Valor Econômico o que chamou de “superativismo governamental, derivado da crença de que poderia acelerar o tempo de correção de alguns de nossos graves problemas estruturais.” Segundo Delfim, esse superativismo teria gerado: “desconfiança recíproca entre o governo e o setor privado empresarial, incapaz de fazer funcionar qualquer tipo de políticas econômicas.” Em outro artigo, Netto também criticou:

“[...] os exageros monetários, fiscais, salariais e cambiais, os argumentos falaciosos, a contabilidade “criativa”, as tentativas de violações das

identidades da contabilidade nacional e os desmandos administrativos praticados em gigantescas empresas estatais.” (NETTO, 2014b)

Nem mesmo o fato de ser conselheiro do Governo Dilma fez Delfim Netto poupar críticas à condução da política econômica, mas apontando mais problemas na relação entre o governo e os outros agentes econômicos do que na política econômica. Neste artigo, concluiu alertando sobre a situação fiscal insustentável, escrevia:

“Sua correção, entretanto, exige um programa transparente que corrija em dois ou três anos, mas cuja credibilidade antecipe expectativas favoráveis aos investimentos e dê conforto aos trabalhadores no inevitável processo de ajuste.” (NETTO, 2014b)

Bresser-Pereira, ao jornal Valor Econômico, também apontou erros de política econômica do primeiro mandato do Governo Dilma, mas com uma visão diferente da maioria dos outros economistas:

“A perda de confiança ocorreu nos dois últimos anos do primeiro mandato. No segundo semestre de 2012, apoiado na baixa da taxa de juros e na depreciação do real que lograra promover, o governo anunciou que havia sido bem-sucedido em mudar a “matriz econômica” e que o país estava agora pronto para crescer. Esse foi o primeiro erro. A matriz econômica realmente mudara um pouco, mas não o suficiente para tirar o país da armadilha de longo prazo em que está metido.” (BRESSER-PEREIRA, 2015)

Bresser-Pereira acreditava que algumas ações tomadas pelo Governo estavam na direção certa, sendo necessário apenas investir um pouco mais de tempo nestas medidas. O autor, no entanto, também discordava de outros pontos da política econômica adotada:

“[O governo] Recorreu a uma política industrial caríssima, baseada em desonerações de impostos [...]. Somada à forte desaceleração econômica de 2014 e à consequente diminuição da arrecadação, essa política contribuiu para que o superávit primário caísse cerca de 2% e se tornasse negativo.” (BRESSER-PEREIRA, 2015)

No geral, a visão de Bresser-Pereira em relação à política econômica do Governo Dilma era mais positiva (ou menos negativa) que a dos demais economistas citados. Nem ele, nem Netto escreveram sobre a necessidade de uma mudança geral nas medidas adotadas até então pelo governo.

A opinião de economistas de diferentes correntes e áreas de atuação era que a economia brasileira não estava vivendo bom momento, e era praticamente unânime a ideia de que reformas eram necessárias para se retomar o crescimento

de forma acelerada, controlar a inflação e reduzir o juro real de forma sustentável. Apesar de não haver consenso entre os diversos economistas acerca das medidas que deveriam ser tomadas, prevalecia a ideia de necessidade de ajuste fiscal, com uma minoria apontando que a austeridade fiscal levaria somente à piora da situação (BELLUZO, 2015).

2.2. Projeções para 2015 e 2016

Mesmo após terem sido feitas várias críticas, o que se pode observar é que nenhum destes economistas previu a gravidade do cenário econômico brasileiro destes últimos dois anos. Como nota-se em seguida, a opinião que prevalecia era a manutenção da situação vivida em 2014, baixo crescimento e alta inflação com piora da situação fiscal.

Franco, por exemplo, acreditava que as consequências da política econômica adotada não teriam efeito de longo prazo:

“[...] as instituições são robustas, o que limita os estragos e facilita sua reversão. Não há maiores dificuldades para o país retornar à racionalidade macroeconômica, normalmente identificada com o tripé: superávit primário, metas de inflação e câmbio flutuante. Não será necessária nenhuma emenda constitucional, nem mobilizações nacionais, apenas decisões administrativas do presidente e das autoridades competentes. Nada remotamente comparável com o que tínhamos em 1993.” (FRANCO,2014)

Como vemos atualmente, algumas emendas constitucionais foram propostas pelo Governo Temer sob o argumento da necessidade de melhorar a situação fiscal do governo para os próximos anos, como a PEC do “teto de gastos” e a Reforma da Previdência, além de terem ocorrido várias mobilizações nacionais com as mais variadas pautas.

Ellery (2014b), escreveu ao portal Spotniks, logo após a reeleição de Dilma, reforçando seu ponto de vista de que mudanças eram necessárias na condução da política econômica. Ellery, contudo, ainda não previa a situação pela qual a economia brasileira passaria:

“[...] chegamos em uma estranha situação onde a manutenção do governo faz o mercado desabar. Se é possível reverter esta condição? Claro que sim, mas não será fácil. Dilma terá que convencer o mercado que não repetirá os erros do primeiro mandato para só depois estabilizar a economia e, com sorte, nos levar para onde estávamos em 2005: no ponto de começar a enfrentar o desafio do crescimento.” (ELLERY, 2014b)

Ellery falou em um cenário difícil, mas em nenhum momento menciona recessão ou grande crise econômica, indica, inclusive, a possibilidade de ajuste macroeconômico para retomada de crescimento forte em poucos anos.

Em seu blog Mão Visível, Schwartzman (2015) previu um crescimento baixo ou nulo: “considero otimista a projeção de um crescimento em 2015 superior ao de 2014. ”, mas também estava junto dos que não previram crescimento negativo ou mesmo a maior recessão da história do Brasil: “Em resumo, não há o que indique crescimento mais forte no ano que se inicia. O país conseguirá, portanto, a proeza de exibir, simultaneamente, inflação elevada e crescimento (ainda mais) ridículo, um acontecimento raro. ” O cenário previsto, porém, não deixava de ser ruim, a chamada “estagflação”, crescimento nulo combinado com alta inflação.

Os “economistas de mercado” Ilan Goldfajn e Mario Mesquita também não previam em 2014 um cenário favorável para economia nos anos seguintes, mas como a grande maioria (senão todos) também não previam a recessão que o Brasil viveu em 2015 e 2016. Ilan Goldfajn acreditava na ocorrência de um cenário de mínimos ajustes, o qual resultaria em baixo crescimento:

“Esse cenário de mínimos ajustes permite manter o controle da economia, mas não a retomada vigorosa do crescimento (que convergiria, por exemplo, para 2% ao ano, e não para o dobro). Como combina os incentivos econômicos para evitar a paralisia com a realidade atual, pode ser o meio termo a ser adotado.” (GOLDFAJN, 2014)

Mesmo em um cenário de paralisia, a projeção de Ilan não era catastrófica: “Sem ajustes, os próximos anos serão desafiadores. ” (GOLDFAJN, 2014). De certa forma, percebe-se uma visão mais otimista de Ilan, dado que Franco, Ellery e Schwartzman previam um cenário próximo ao que seria a “estagflação”, enquanto Ilan projetava um crescimento baixo, chegando em torno de 2% ao ano.

Mesquita, baseado nas projeções do Banco Plural, também previu um crescimento quase nulo e já visualizava a possibilidade de recessão, mas apenas em caso de racionamento de energia, o que não ocorreu, apesar das dificuldades do sistema elétrico:

“Ocorre que a expectativa de crescimento de 0,8% pode ser otimista, em especial se o período chuvoso não propiciar uma recuperação do patamar dos reservatórios das usinas hidrelétricas, de forma a afastar o risco de racionamento. Estimamos que um racionamento de energia semelhante ao de 2001 ceifaria 1,4% do crescimento do PIB. Com isso, dificilmente

escaparíamos de uma recessão, o que exigiria esforço fiscal redobrado. ” (MESQUITA, 2014a)

Netto (2015), se mostrou preocupado com a situação econômica do Brasil, sendo mais um a citar o momento de “estagflação” vivido: “[...] persistência de uma alta inflação com a prática estagnação do PIB. ” Ele, no entanto, se mostra mais otimista que os outros economistas com o futuro do governo Dilma:

“A presidente Dilma Rousseff acaba de receber uma chance de melhorar a sua performance e decidiu aproveitá-la [...]. Há um novo diagnóstico que ela não explicitou, mas que está fortemente visível nas medidas tomadas e que parece muito razoável. Se a mudança do regime for crível e for sustentada com convicção e sem exageros, poderá antecipar a volta da confiança do setor empresarial privado e o investimento crescerá. ” (NETTO, 2015)

Fica claro que Netto não prevê a chegada de uma recessão, pelo contrário, acredita na melhora dos índices de crescimento da economia.

Bresser-Pereira, ainda mais que Delfim Netto, também mostrava uma opinião mais positiva do que a maioria dos outros economistas:

“O ano de 2015 será difícil, como tem acentuado o ministro Joaquim Levy. Mas a crise econômica não é grave e pode estar superada até o final do ano. Para isto, entretanto, é preciso que o governo e as elites políticas superem a atual crise política, porque esta, sim, é grave. É uma crise de legitimidade que inviabiliza o bom governo. ” (BRESSER-PEREIRA, 2015)

Mesmo escrevendo sua projeção no segundo trimestre de 2015, Bresser ainda acreditava em fácil reversão da situação econômica vivida pelo Brasil.

Franco, Ellery e Schwartzman apontaram a necessidade de uma mudança completa na condução da economia, enquanto Netto e Bresser-Pereira foram mais otimistas e acreditavam que pequenas mudanças seriam suficientes para pôr a economia nos trilhos novamente, mas o que podemos notar é que independentemente da linha seguida pelo economista, para nenhum deles estava no horizonte a recessão que o Brasil viveu em 2015 e 2016.

3. Previsões Focus – Relatório de Mercado

Conforme definição no *site* do Banco Central do Brasil (2017), o Focus – Relatório de Mercado (Focus) é uma publicação semanal do Banco Central que apresenta os resultados da Pesquisa de Expectativas de Mercado feita diariamente sobre as previsões de aproximadamente 120 bancos, gestores de recursos e demais

instituições para a economia brasileira. A Pesquisa de Expectativas de Mercado começou em maio de 1999, como parte da transição para o regime de metas de inflação, com o objetivo de monitorar a evolução das expectativas de mercado para as principais variáveis econômicas e auxiliar a definição da política monetária.

Pelo fato de o Focus ter sido criado no âmbito da transição para o regime de metas de inflação, as informações mais detalhadas nele são sobre índices de inflação, com as projeções para inflação acumulada nos próximos 12 meses, e inflação mensal para os próximos dois meses. Além destes, há projeções anuais de inflação para o ano atual e o seguinte, taxa de câmbio, taxa Selic, dívida líquida, crescimento do PIB agregado e segregado em setor Industrial, de serviços e agropecuário, resultado da conta corrente, da balança comercial e do investimento direto no Brasil. No relatório, o número publicado é a mediana das expectativas, sendo possível encontrar no Sistema de Expectativas de Mercado, além da mediana, a média, o desvio padrão, a variância, o máximo e o mínimo das projeções. Todos os dados sobre o Focus utilizados neste trabalho foram obtidos no Sistema de Expectativas de Mercado⁸.

O objetivo desta seção é observar quais eram as projeções do Focus para os anos de 2015 e 2016 e comparar estes dados com as projeções para anos anteriores. As variáveis econômicas escolhidas foram o IPCA e o crescimento do PIB, e assim como divulgado pelo relatório Focus optou-se pelo uso da mediana.

3.1. Crescimento do PIB

As projeções para o crescimento do PIB em 2015 começaram a ser feitas ainda no início de 2011. As expectativas do mercado nos primeiros anos foram provavelmente impactadas pelo bom crescimento que a economia brasileira apresentava à época (7,5% em 2010)⁹. As expectativas, entretanto, vão diminuindo ao longo dos anos conforme os resultados de crescimento do PIB dos anos anteriores diminuem (7,5% em 2010 para 0,5% em 2014)¹⁰ e a situação

⁸ Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/expectativas/publico/consulta/serieestatisticas>>. Acesso em 2 de jun. 2017

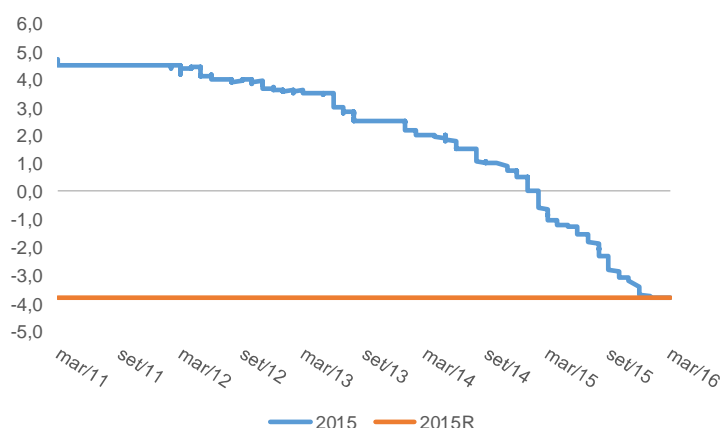
⁹ Fonte: SIDRA, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/cnt/tabelas>>. Acesso em 3 de jun. 2017

¹⁰ Fonte: SIDRA, IBGE. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/cnt/tabelas>>. Acesso em 3 de jun. 2017

macroeconômica do Brasil piora, como evidenciado no capítulo anterior pelas críticas de economistas de diferentes linhas de pensamento.

O Gráfico 1 mostra a evolução das expectativas de mercado para o crescimento do PIB em 2015, sendo a linha azul a mediana das projeções para cada período e a linha laranja o resultado observado para 2015:

Gráfico 1 – Expectativas de mercado para o crescimento do PIB em 2015 (em %)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

O que mais chama atenção é a grande diferença entre a mediana das projeções e o resultado observado (a previsão para o PIB menos o valor do PIB ocorrido. Tal diferença será chamada de desvio) no período mais próximo ao início da crise (final de 2014 e início de 2015). No início de 2015, a mediana das expectativas de mercado ainda apontava crescimento do PIB naquele ano, passando a haver previsão de recessão apenas em fevereiro de 2015. Em abril de 2014, porém, a projeção mínima de crescimento do PIB já previa recessão, ainda que moderada, de -0,23%, mas ainda no mesmo mês a projeção mínima passou para crescimento nulo, com nova projeção negativa apenas em julho de 2014 e a partir desta data consistentemente.

De forma geral, percebe-se que a grande maioria das instituições participantes do Focus, assim como os economistas selecionados no capítulo anterior, não previam a forte recessão vivida pelo Brasil em 2015. Na tabela 1 é possível ver o desvio das projeções para o PIB em 2015 e 2016, sendo usado para cada ano “t” as projeções feitas no início de trimestre (T) para o período dos 2 anos anteriores ao final do ano “t”:

Tabela 1 – Desvio da projeção no início de cada trimestre em relação ao PIB observado (2015-2016)

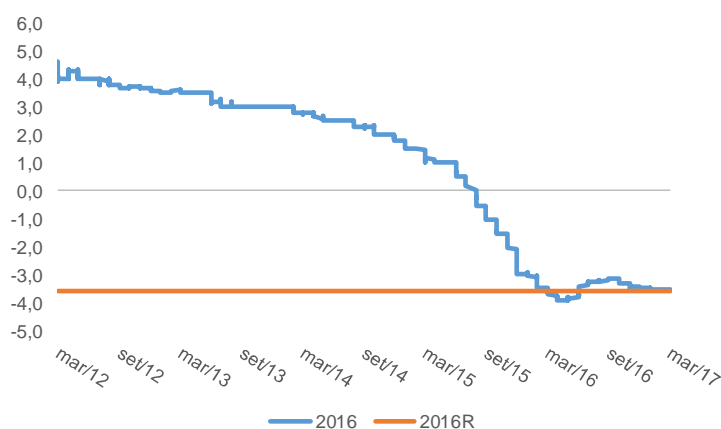
	Período em que foi feita a projeção								
	1T t-1	2T t-1	3T t-1	4T t-1	1T t	2T t	3T t	4T t	1T t+1
Variação PIB 2015 (%)	-3,80	-3,80	-3,80	-3,80	-3,80	-3,80	-3,80	-3,80	-3,80
Projeção (%)	2,50	2,00	1,50	1,00	0,50	-1,00	-1,50	-2,83	-3,72
Desvio (p.p)	6,30	5,80	5,30	4,80	4,30	2,80	2,30	0,97	0,08
Variação PIB 2016 (%)	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60	-3,60
Projeção (%)	1,80	1,14	0,50	-1,00	-2,95	-3,73	-3,35	-3,14	-3,50
Desvio (p.p)	5,40	4,74	4,10	2,60	0,65	-0,13	0,25	0,46	0,10

Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

No início de 2014, a mediana das expectativas de mercado ficou 6,30 pontos percentuais (p.p.) acima do crescimento do PIB de 2015, ou seja, enquanto a variação do PIB em 2015 foi -3,8% o mercado projetava crescimento de 2,50%. Ao longo de 2014 e 2015, as projeções ficaram menos otimistas, mas ainda acima do crescimento observado, o que resultou em desvio menor que 1 p.p. apenas no início do quarto trimestre de 2015 (4T t). Conforme veremos na Tabela 2, os desvios das medianas das projeções feitas para o PIB de 2015 e 2016 ficaram acima da média do desvio dos anos anteriores do Focus, principalmente as projeções para 2015.

As projeções de crescimento do PIB em 2016 também começaram a ser feitas quatro anos antes, em 2012. As expectativas de mercado nos primeiros anos das projeções foram feitas na mesma linha das projeções para 2015, como abordado anteriormente. O gráfico 2 mostra a evolução das expectativas de mercado para o crescimento do PIB em 2016, sendo a linha azul a mediana das projeções para cada período e a linha laranja o resultado observado para 2016:

Gráfico 2 – Expectativas de mercado para o crescimento do PIB em 2016 (em %)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do Autor

Diferentemente das expectativas para 2015, as projeções para 2016 ficaram menos otimistas com mais antecedência ao final de 2016, com previsão de crescimento negativo em 2016 feita em agosto de 2015 pela mediana do Focus, 16 meses antes do fim de 2016, enquanto, para 2015, a projeção de crescimento negativo foi feita apenas 10 meses antes do fim daquele ano.

As expectativas para 2016, apesar de terem começado com um otimismo bem distante do que foi observado, passaram por um ajuste mais rápido do que as expectativas para o crescimento em 2015. Na primeira projeção de 2016, a mediana do Focus previa variação do PIB em -2,84%, e o resultado observado foi uma variação negativa em -3,6%. Durante o 2º trimestre de 2016 (2T t) inclusive, as expectativas de mercado foram mais pessimistas do que o resultado observado, como pode ser observado na Tabela 1. Nota-se também um grande ajuste nas expectativas do 3T15 para o 1T16, com as projeções diminuindo 3,4 p.p. em 6 meses, e por isso as medianas das expectativas do Focus para o crescimento do PIB em 2016 não divergiram tanto do observado quanto as de 2015.

Na tabela 2, observa-se o desvio das expectativas de mercado, divulgadas pelo Focus para o crescimento do PIB de 2002 a 2016, sendo usado para cada ano “t” as projeções feitas no início de trimestre (T) para o período dos 2 anos anteriores ao final do ano “t”. Para cada período prévio (tempo em que a previsão foi feita em relação ao final do ano para o qual a projeção foi realizada), os maiores desvios foram destacados em vermelho na tabela:

Tabela 2 - Desvio da projeção do PIB no início de cada trimestre (2002-2016)

	Período em que foi feita a projeção								
	1T t-1	2T t-1	3T t-1	4T t-1	1T t	2T t	3T t	4T t	1T t+1
2002	1,40	1,40	0,40	-0,60	-0,70	-0,68	-0,90	-1,76	-1,65
2003	2,40	2,40	2,40	1,55	0,85	0,87	0,65	-0,39	-1,00
2004	-2,80	-2,80	-2,80	-2,70	-2,25	-2,30	-2,30	-1,30	-0,70
2005	0,46	0,52	0,30	0,30	0,40	0,49	-0,20	0,10	-0,78
2006	-0,15	-0,30	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,40	-0,91	-1,24
2007	-2,60	-2,40	-2,40	-2,60	-2,60	-2,50	-1,77	-1,40	-0,90
2008	-1,60	-1,35	-1,00	-0,73	-0,60	-0,52	-0,30	0,10	0,52
2009	4,16	4,13	4,10	3,60	2,50	-0,02	-0,39	0,10	-0,13
2010	-3,60	-4,00	-4,00	-3,00	-2,35	-1,98	-0,31	0,05	0,10
2011	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,00	-0,06	-0,50	-1,13
2012	2,60	2,40	2,20	1,85	1,40	1,30	0,13	-0,33	-0,92
2013	1,25	1,20	1,20	1,00	0,30	0,01	-0,60	-0,55	-0,71
2014	3,30	3,00	2,50	1,67	1,49	1,16	0,57	-0,26	-0,35
2015	6,30	5,80	5,30	4,80	4,30	2,80	2,30	0,97	0,08
2016	5,40	4,74	4,10	2,60	0,65	-0,13	0,25	0,46	0,11

Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

Nota-se que os maiores desvios ocorreram, na maioria das vezes, nas projeções realizadas para o crescimento do PIB em 2015. Como tratado anteriormente, nas projeções para 2016, o desvio das expectativas foi considerável no período do 1T15 até o 4T15 (1T t-1 a 4T t-1), mas, à medida que as projeções incorporam a deterioração do cenário macroeconômico e os participantes do Focus ajustaram suas previsões, os desvios das projeções para 2016 ficam similares ao desvio médio do Focus.

Outra forma de observar como as expectativas de mercado para 2015 apresentaram um desvio fora do padrão é notar como se alteram a média, o desvio padrão e a variância dos desvios históricos com a inclusão das projeções para 2015 e 2016:

Tabela 3 – Medidas de dispersão do desvio das projeções do Focus para crescimento do PIB

	Período em que foi feita a projeção								
	1T t-1	2T t-1	3T t-1	4T t-1	1T t	2T t	3T t	4T t	1T t+1
2002-2014									
Média	0,41	0,36	0,22	0,03	-0,12	-0,36	-0,45	-0,54	-0,68
Desvio-Padrao	2,46	2,44	2,34	1,98	1,58	1,25	0,83	0,62	0,59
Variância	6,06	5,94	5,48	3,92	2,49	1,57	0,69	0,39	0,34
2002-2016									
Média	1,13	1,02	0,82	0,52	0,23	-0,13	-0,22	-0,37	-0,58
Desvio-Padrao	2,98	2,85	2,69	2,28	1,86	1,42	1,05	0,73	0,61
Variância	8,88	8,12	7,23	5,21	3,45	2,00	1,11	0,54	0,37

Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

Todas as medidas apresentam aumento após a inclusão dos anos de 2015 e 2016 no cálculo. O que se percebe é que, no geral, as projeções que apresentam maiores desvios são as feitas para os anos em que a variação do PIB apresentou resultado destoante em relação aos outros anos, como 2004 (5,8% vs. 1,1% em 2003), 2009 (-0,1% vs. 5,1% em 2008), 2010 (7,6% vs. -0,1% em 2009) e o triênio 2014-2016 (0,1%, -3,8% e -3,6%)¹¹.

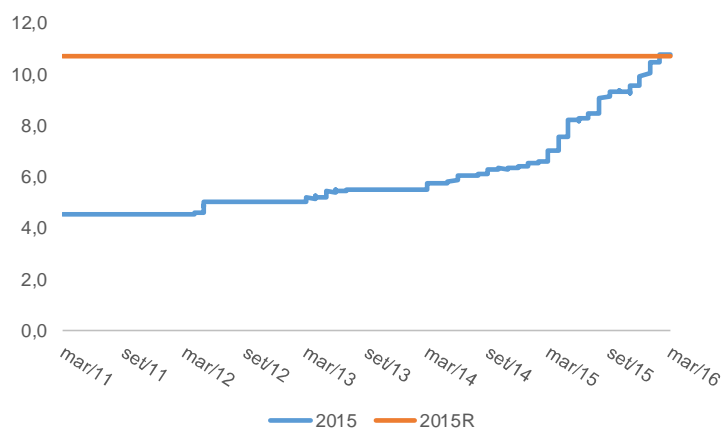
3.2. Inflação (IPCA)

As expectativas de mercado para o IPCA de 2015 começaram a ser divulgadas também em 2011, e à época previam inflação no centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em 4,5% a.a. Assim como as

¹¹ Fonte: SIDRA, IBGE. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/cnt/tabelas>>. Acesso em 3 de jun. 2017

previsões do Focus para o crescimento do PIB em 2015, as projeções para o IPCA desse mesmo ano também começaram bem diferentes do valor observado ao final do período. O Gráfico 3 mostra a evolução das expectativas de mercado para IPCA em 2015, sendo a linha azul a mediana das projeções para cada período e a linha laranja o resultado observado para 2015:

Gráfico 3 – Expectativas de mercado para o IPCA em 2015 (em %)

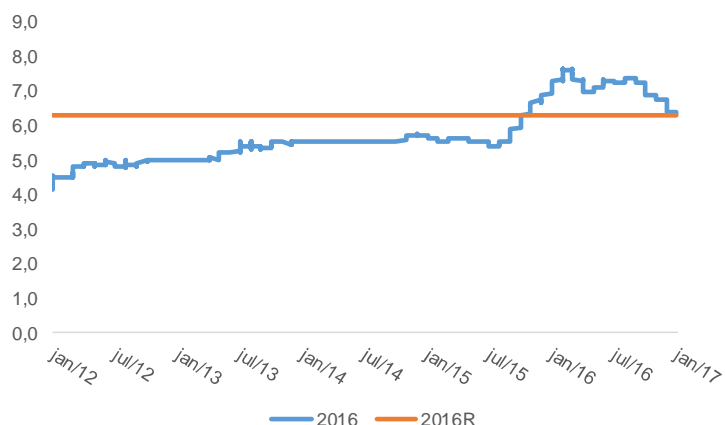


Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

A mediana das projeções do Focus passou a prever uma inflação acima de 6,5% (teto da meta) em fevereiro de 2014, mesmo assim, essa projeção estava distante da inflação medida em 2015 de 10,67%. No início de 2015 a projeção máxima para o IPCA de 2015 era de 8%, valor 2,67 p.p. abaixo da inflação ocorrida no ano.

Para o IPCA de 2016 as projeções começaram a ser feitas em 2012, e inicialmente também previam inflação perto do centro da meta. O gráfico 4 mostra a evolução das expectativas de mercado para IPCA em 2016, sendo a linha azul a mediana das projeções para cada período e a linha laranja o resultado observado para 2016:

Gráfico 4 – Expectativas de mercado para o IPCA em 2016 (em %)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

O erro na previsão do IPCA de 2016 foi menor que o observado nas expectativas do Focus para o IPCA de 2015. Ressalta-se que a inflação de 2016 foi de 6,28%, dentro da meta estabelecida pelo CMN, enquanto a inflação de 2015 foi de 10,67%. Este fato ajudou as expectativas a ficarem mais próximas do valor observado. Pelo cenário de instabilidade vivido pela economia brasileira à época, a mediana das projeções do Focus chegou a prever inflação de 7,62% em fevereiro de 2016.

Conforme observado nas expectativas para o crescimento do PIB, as expectativas para o IPCA que tiveram maior desvio também são aquelas feitas para anos em que a inflação mais diferiu da média dos anos anteriores, como 2002 e 2003 (12,53% e 9,3%, respectivamente) e 2015 (10,67% vs. 6,4% em 2014)¹². Na tabela 4, observa-se o desvio das expectativas de mercado, divulgadas pelo Focus para o IPCA de 2002 a 2016, sendo usado para cada ano “t” as projeções feitas no início de trimestre (T) para o período dos 2 anos anteriores ao final do ano “t”. Para cada período prévio (tempo em que a previsão foi feita em relação ao final do ano para o qual a projeção foi realizada), os maiores desvios foram destacados em vermelho na tabela:

¹² Fonte: IPEADATA. Disponível em < <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 5 de jun. 2017

Tabela 4 - Desvio da projeção do IPCA no início de cada trimestre (2002-2016)

	Período em que foi feita a projeção								
	1T t-1	2T t-1	3T t-1	4T t-1	1T t	2T t	3T t	4T t	1T t+1
2002	-8,72	-8,91	-8,53	-7,73	-7,78	-7,45	-6,93	-5,71	-0,01
2003	-5,30	-5,30	-5,30	-3,80	1,70	2,96	1,81	0,38	-0,09
2004	0,40	0,40	-0,60	-1,44	-1,60	-1,60	-0,62	-0,29	-0,14
2005	-0,69	-0,69	-0,19	0,11	0,01	0,19	0,25	-0,48	-0,01
2006	1,86	1,86	1,86	1,48	1,36	1,36	0,82	-0,17	-0,03
2007	0,05	0,05	0,05	-0,15	-0,45	-0,58	-0,80	-0,45	-0,09
2008	-1,80	-1,90	-1,90	-1,80	-1,60	-1,42	0,42	0,24	0,11
2009	-0,31	-0,01	0,54	0,54	0,69	0,00	0,11	-0,01	-0,03
2010	-1,40	-1,41	-1,57	-1,50	-1,40	-0,72	-0,35	-0,83	0,00
2011	-2,00	-1,76	-1,70	-1,58	-1,17	-0,48	-0,35	0,02	0,05
2012	-1,33	-0,83	-0,73	-0,30	-0,49	-0,56	-0,89	-0,47	-0,13
2013	-0,91	-0,41	-0,41	-0,48	-0,42	-0,20	-0,02	-0,09	-0,18
2014	-0,90	-0,70	-0,50	-0,43	-0,44	-0,09	0,05	-0,09	-0,02
2015	-5,17	-4,87	-4,57	-4,37	-4,11	-2,48	-1,65	-1,17	0,05
2016	-0,58	-0,68	-0,78	-0,36	0,64	1,00	0,99	0,95	0,08

Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

Pode-se notar que os erros nas expectativas divulgadas pelo Focus, tanto para o crescimento do PIB quanto para o IPCA, foram maiores para 2015 do que para 2016. Portanto, os erros nas formações das expectativas se deram principalmente antes do início da recessão econômica, e ajustaram-se em 2015 as projeções para os resultados de 2016.

Assim como os economistas selecionados neste trabalho, as instituições participantes do Focus também não previram a forte recessão enfrentada pelo Brasil.

3.3. Expectativas por setor de produção

Como abordado anteriormente, as projeções do Focus para o crescimento do PIB apresentaram desvio acima da média para 2015 e 2016. O Focus apresenta separadamente as projeções do mercado para o crescimento do setor de serviços, setor industrial e setor agropecuário, sendo possível verificar para qual setor da economia as projeções apresentaram maior erro e, portanto, mais impactaram no erro de projeção do PIB agregado.

Na pesquisa de Contas Nacionais Trimestrais do IBGE a produção da economia brasileira é dividida entre três macro setores: serviços, industrial e

agropecuário¹³. O setor de serviços é predominante na produção brasileira, seguido pelo setor industrial e com menor produção o setor agropecuário.

Tabela 5 - Participação de cada setor na economia do Brasil ao final do ano

	2014	2015	2016
PIB Serviços	73,48%	74,93%	75,08%
PIB Industrial	23,11%	21,60%	21,17%
PIB Agropecuária	3,41%	3,47%	3,75%

Fonte: SIDRA, IBGE; Elaboração do autor

Dado que o PIB do Brasil é o agregado da produção dos vários setores que compõem a economia e que este apresentou redução de 3,8% e 3,6% em 2015 e 2016, respectivamente, era de se esperar que os setores industrial e de serviços, os mais representativos da economia brasileira, também tivessem apresentado resultado negativo. O pior resultado foi apresentado pelo setor industrial, que apresentou decréscimo acumulado de 9,86% no biênio 2015-2016, confirmando a crítica de Ellery (2014a) quanto à política econômica adotada no Governo Dilma que tinha como objetivo aumentar o crescimento da produção industrial, mas teve resultado contrário.

Tabela 6 - Variação anual dos setores da economia do Brasil

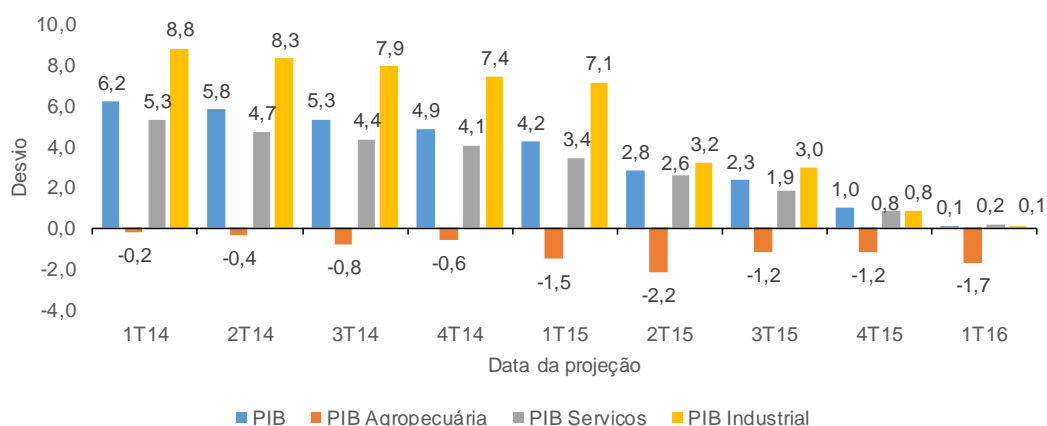
	2014	2015	2016
PIB Serviços	2,80%	-2,70%	-2,70%
PIB Industrial	-1,50%	-6,30%	-3,80%
PIB Agropecuária	1,00%	3,60%	-6,60%

Fonte: SIDRA, IBGE; Elaboração do autor

O Gráfico 5 mostra os desvios da mediana das projeções do Focus para cada setor econômico e do PIB agregado para o ano de 2015, no início de cada trimestre em que as projeções foram feitas, a partir de 2014:

¹³ SIDRA, IBGE. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/cnt/tabelas>>. Acesso em 6 de jun. 2017

Gráfico 5 – Desvios expectativas de mercado por setor de produção 2015



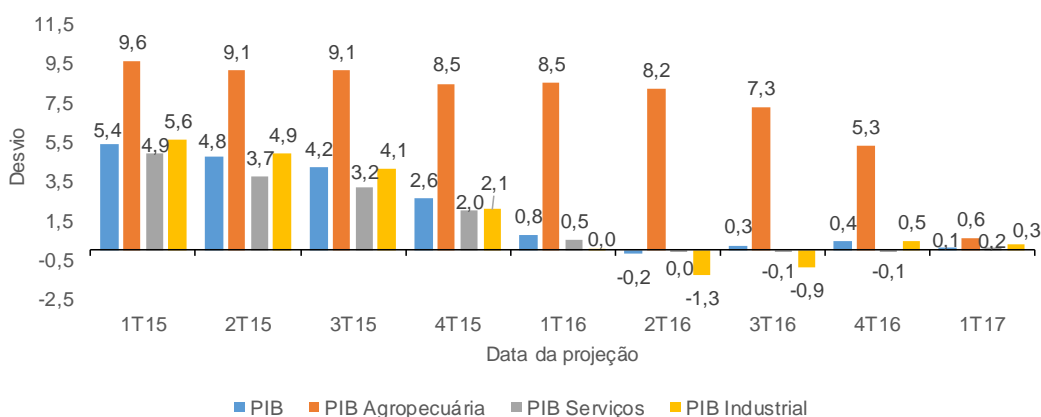
Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

O setor que inicialmente apresentava maiores desvios era o industrial. No início de janeiro de 2014, a mediana das expectativas do mercado para este setor era de crescimento de 2,5%. Em 2015, porém, o resultado observado foi de -6,3%, ou seja, um erro de 8,8 p.p. àquela época. Ao longo da série de projeções, as médias das expectativas para o setor industrial foram as que apresentaram maior desvio, sendo apenas no final de 2015 que as projeções para o setor agropecuário apresentaram desvio maior, mas com o setor tendo seu crescimento em 2015 subestimado. Nota-se mais uma vez o grande erro das expectativas, dado que o setor industrial apresentou crescimento negativo de -6,3%, um resultado péssimo e bastante expressivo, mas a mediana do Focus passou a prever crescimento negativo para este setor apenas em fevereiro de 2015.

O setor de serviços é o maior produtor da economia brasileira, com representatividade de 73,48% da produção econômica ao final de 2014 e, por este motivo, as projeções para o crescimento do PIB agregado apresentam alta correlação com as projeções para o crescimento do PIB do setor de serviços. Nota-se no Gráfico 6 que o desvio das projeções para o PIB ficou próximo ao desvio das projeções do setor de serviços, mesmo com as projeções para o setor industrial apresentando um desvio maior.

O Gráfico 6 mostra os desvios da mediana das projeções do Focus para cada setor econômico e do PIB agregado para o ano de 2016, no início de cada trimestre em que as projeções foram feitas, a partir de 2015:

Gráfico 6 – Desvios expectativas de mercado por setor de produção 2016



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado; Elaboração do autor

As medianas das projeções para 2016 do setor agropecuário foram as que apresentaram maior desvio, com desvio de 5,3 p.p. a apenas três meses do final de 2016. Esse setor, porém, é pouco representativo, compreende aproximadamente 3,5% da produção total, e por isso o impacto das expectativas de mercado para o setor tem baixo impacto nas expectativas de crescimento do PIB agregado. Dessa forma, apesar de as projeções para o setor agropecuário terem apresentado grande desvio, não foram as causas para o erro acima da média nas projeções para 2016, principalmente no período das projeções feitas em 2015.

Nas projeções feitas em 2015 para o crescimento dos setores em 2016, o desvio das médias do Focus também era elevado para o setor industrial e de serviços, de forma que o desvio das projeções para o PIB também estava elevado. Com a deterioração do cenário macroeconômico ao longo de 2015, as expectativas para estes dois setores foram alteradas, e o mercado inclusive chegou a projetar para o setor industrial decréscimo de 1,3 p.p. maior do que o observado. Por esse motivo, o desvio das projeções para o crescimento do PIB em 2016 apresentou menor desvio do que as projeções para o crescimento do PIB em 2015.

Nota-se então, que os erros nas projeções para o PIB foram causados principalmente por erros nas projeções da produção industrial e de serviços. Assim, podemos inferir que se identificado o que levou aos erros nas projeções para estes setores, compreenderemos o que levou aos erros nas projeções para os PIBs de 2015 e 2016. As projeções para o PIB são feitas usando modelos matemáticos que

usam como *inputs* uma série de premissas e também dados já disponíveis, como indicadores de confiança e investimento.

4. Sondagens e Índices de Confiança

Segundo o Instituto Brasileiro de Economia (IBRE)¹⁴ ligado à Fundação Getúlio Vargas (FGV), as sondagens de tendência são pesquisas que geram informações passíveis de serem usadas como indicadores para previsão da atividade econômica. No Brasil, o IBRE e a CNI, que são as instituições que mais realizam sondagens de expectativa e confiança. As duas produzem índices para o setor industrial e para as expectativas dos consumidores, mas, apenas o IBRE produz índice equivalente para o setor de serviços. Esses indicadores podem, ou não, ter contribuído para os erros nas previsões tanto de economistas quanto dos participantes do Focus.

4.1. Sondagem Industrial

Os indicadores do setor industrial que serão usados são o Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI), calculado pela CNI, o relatório Investimento na Indústria, também da CNI, e o Indicador de Intenção de Investimentos da Indústria de Transformação do IBRE. Segundo a CNI¹⁵: “O ICEI, como um indicador antecedente do desempenho industrial, sinaliza as mudanças de tendência da produção industrial. ” O ICEI está dividido em dois fatores, um indicador da situação atual e um indicador de expectativa futura (próximos 6 meses), que juntos formam o índice. Foi selecionado o período de janeiro de 2013 até dezembro de 2016, de forma a capturar a mudança na confiança do empresário industrial do período pré-crise para o período mais marcante da crise e assim verificar se este indicador ajudou a antecipar a recessão vivida em 2015 e 2016. Segundo a CNI¹⁶, “Valores abaixo de 50 pontos indicam falta de confiança do

¹⁴ Fonte: IBRE. Disponível em

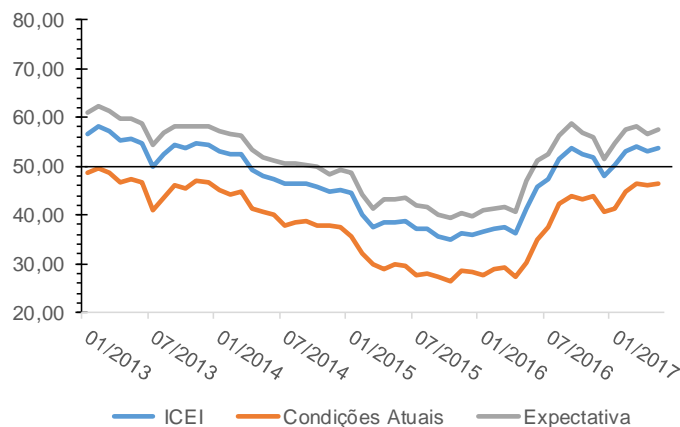
<<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92BA032B198D>>. Acesso em 12 de jun. 2017

¹⁵ Fonte: CNI. Disponível em <<http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/icei-indice-de-confianca-do-empresario-industrial/>>. Acesso em 12 de jun. 2017

¹⁶ Fonte: CNI. Disponível em <<http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/icei-indice-de-confianca-do-empresario-industrial/>>. Acesso em 12 de jun. 2017

empresário. Quanto mais abaixo de 50 pontos, maior e mais disseminada é a falta de confiança. ”

Gráfico 7 – ICEI



Fonte: CNI; Elaboração do autor

Os dados no Gráfico 7 mostram que no período houve maior otimismo com o futuro do que com o presente. O período inicial da série apresenta piora quase constante na confiança empresarial, com o ICEI ficando abaixo de 50 pontos, ou seja, indicando falta de confiança, em abril de 2014. O indicador de expectativas ficou abaixo dos 50 pontos, indicando falta de confiança com o futuro próximo, em outubro de 2014. Um ponto a ser destacado é que de abril de 2016 para maio de 2016 houve aumento expressivo nos três indicadores (5,1 pontos no ICEI, 2,8 pontos no indicador de condições atuais e 6,3 pontos no indicador de expectativas), coincidindo com a votação na Câmara dos Deputados que aprovou o relatório para o impeachment da então presidente Dilma, que ocorreu em 17 de abril de 2016.

A Tabela 7 mostra os resultados do relatório Investimento na Indústria¹⁷, realizado pela CNI no início de cada ano, no qual empresas industriais de grande porte indicam se têm intenção de realizar investimentos naquele ano e também se realizaram investimentos no ano que passou. A Tabela 7 mostra menor número de indústrias com intenções de investimento ao longo do período analisado, havendo queda de 24 p.p. nas intenções de investimento de 2013 a 2016, condizente com a deterioração pela qual passou a indústria brasileira nos anos de crise.

¹⁷ Disponível em < <http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/investimentos-na-industria/>>. Acesso em 13 de jun. 2017

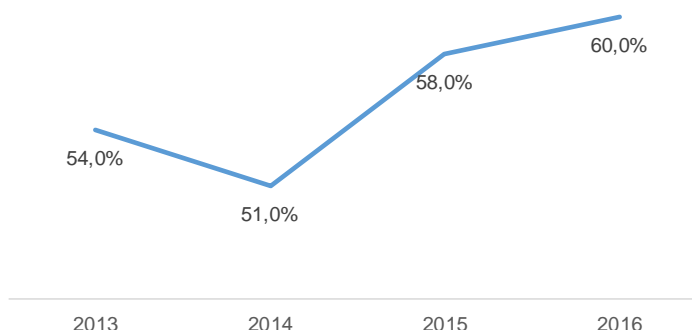
Tabela 7 – Intenção de investimento industrial e investimento realizado

	Intenção	Realizado
2013	88,0%	87,0%
2014	85,0%	81,0%
2015	76,0%	74,0%
2016	64,0%	67,0%

Fonte: relatórios Investimento na Indústria 2014, 2015, 2016 e 2017, CNI; Elaboração do autor

Adicionalmente, o mesmo relatório traz informações sobre a realização dos investimentos pelas indústrias que tinham intenção de investir no início do ano anterior, isto é, se o investimento para o ano que passou ocorreu como planejado no início daquele ano. No Gráfico 8, é possível ver que a frustração dos investimentos das companhias também apresentou piora, com aumento de 6 p.p na proporção de empresas que não atingiram seus planos de investimento anual como previsto no início do ano.

Gráfico 8 – Frustração planos de investimento



Fonte: relatórios Investimento na Indústria 2014, 2015, 2016 e 2017, CNI; Elaboração do autor

O relatório Investimento na Indústria, no entanto, é realizado anualmente, de modo que seu impacto nas projeções para o crescimento do setor industrial é limitado, dado que as projeções do Focus são atualizadas com maior frequência. O Indicador de Intenção de Investimentos da Indústria de Transformação (III) é divulgado trimestralmente e, portanto, consegue capturar mais rapidamente

mudanças no cenário econômico. Segundo o IBRE¹⁸, “O Indicador de Intenção de Investimentos mede a disseminação do ímpeto de investimento entre as empresas industriais, colaborando para antecipar tendências econômicas. ” O III é feito para um horizonte de 12 meses. Além do próprio indicador, o IBRE também divulga a proporção de empresas que têm intenção em aumentar, manter ou reduzir seus investimentos nos próximos 12 meses. No caso do III, 100 pontos é a base do indicador, ou seja, acima de 100 pontos há tendência a aumento na intenção de investimento e abaixo de 100 pontos há tendência de redução na intenção de investimento. A tabela 8 apresenta a quantidade de empresas do setor da indústria de transformação que pretendem aumentar, manter ou reduzir seu volume de investimentos, além do indicador geral das intenções de investimentos da indústria.

Tabela 8 – Intenção de investimento industrial (III)

	Aumento	Estabilidade	Redução	Indicador
1T13	47,6%	38,6%	13,8%	133,8
2T13	46,2%	37,6%	16,2%	130
3T13	42,7%	42,0%	15,3%	127,4
4T13	42,3%	44,9%	12,8%	129,5
1T14	32,0%	52,6%	15,4%	116,6
2T14	29,7%	51,5%	18,8%	110,9
3T14	29,0%	51,3%	19,7%	109,3
4T14	29,8%	48,0%	22,2%	107,6
1T15	28,5%	43,8%	27,7%	100,8
2T15	19,7%	52,5%	27,8%	91,9
3T15	19,9%	46,9%	33,2%	86,7
4T15	15,7%	53,6%	30,7%	85
1T16	16,7%	48,5%	34,8%	81,9
2T16	16,2%	50,1%	33,7%	82,5
3T16	14,8%	60,8%	24,4%	90,4
4T16	17,8%	57,5%	24,7%	93,1

Fonte: Sondagem de Investimentos, IBRE

Até o 1º Trimestre de 2015 (1T15) o III indicava aumento nas intenções de investimento, ainda que a maior parcela das empresas (43,8%) tivesse intenção de manter estável seu nível de investimento. No trimestre seguinte ocorreu uma mudança expressiva nas intenções de investimento, com diminuição de 8,9 pontos no indicador, e passou-se a ter mais empresas com intenção de reduzir seus investimentos do que aumentar. Novamente percebe-se grande aumento no indicador no período posterior à aceitação do relatório de impeachment da então

¹⁸ Disponível em < <http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 13 de jun. 2017

presidente Dilma na Câmara dos Deputados, com o III aumentando 7,9 pontos do 2T16 para o 3T16.

Sem a elaboração de um modelo econométrico formal é mais difícil afirmar o impacto que cada uma dessas informações pode ter na projeção do PIB Industrial. Por isso, este trabalho irá apenas especular relações entre os indicadores apresentados e as projeções do Focus.

O ICEI e o III diminuíram ao longo do período analisado, indicando um pior cenário econômico, assim como a mediana das projeções do Focus para o PIB Industrial. No caso do PIB Industrial, houve grande diferença nas projeções feitas no início do primeiro trimestre de 2015 para as projeções do início do segundo trimestre de 2015, com redução de aproximadamente 3,9 p.p. na mediana. Teria essa mudança sido influenciada por mudanças também no ICEI e no III? O ICEI em dezembro de 2014 (usaram-se dados com um mês de diferença, considerando que os modelos de previsão precisam de algum tempo para incorporar as novas informações) estava em 45,2 pontos e, em março de 2015, em 37,5 pontos, uma redução de 7,7 pontos em um período de 3 meses e o indicador de expectativas do ICEI apresentou redução parecida, de 7,8 pontos, no mesmo período. O III do 4T14 era de 107,6 pontos e no resultado seguinte, 1T15, era de 100,8 pontos, uma diferença de 6,8 pontos, mas ressalta-se que o III tem como base 100 pontos, enquanto o ICEI tem como base 50 pontos, de modo que a variação do ICEI foi mais significativa nesse período. Outra fase em que ocorreu grande ajuste nas projeções para o PIB Industrial de 2015 foi entre o período de 6 meses e 3 meses antes do fim do ano, quando houve redução de aproximadamente 2,2 p.p. na mediana das expectativas do Focus. Para esse período também se observa uma mudança significativa nos indicadores analisados, ainda que em proporções menores do que no período anterior. O ICEI teve redução de 3,2 pontos entre junho e setembro de 2015, e o indicador de expectativas do ICEI reduziu 3,7 pontos no mesmo intervalo. O III apresentou redução de 5,2 pontos entre o 2T15 e o 3T15.

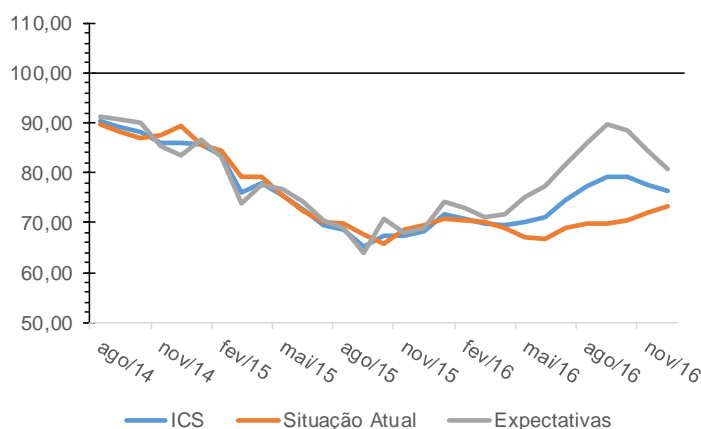
Foi observado, portanto, que o período em que as projeções para o PIB Industrial de 2015 passaram por mais ajustes também foi um período em que os indicadores de expectativas do setor industrial passaram por alterações significativas, sugerindo que as instituições participantes do Focus estavam atentas

a mudanças nestes indicadores. Destaca-se ainda que apesar do ICEI indicar menor confiança dos empresários industriais desde abril de 2014 (indicador abaixo de 50 pontos), o IIC só indicou tendência negativa nas intenções de investimento no 2T15, período após a mediana das projeções do Focus prever crescimento negativo para o PIB Industrial, que ocorreu em fevereiro de 2015.

4.2. Sondagem de Serviços

Para o setor de serviços há menor número de sondagens e pesquisas feitas, por isso, este trabalho só irá abordar o Índice de Confiança de Serviços (ICS) produzido pelo IBRE¹⁹. No Gráfico 9 é apresentada a evolução do ICS a partir de agosto de 2014 (a série foi ajustada em novembro de 2015, de modo que só foi possível obter a nova série até agosto de 2014). O IBRE divulga, além do ICS, o indicador-síntese da pesquisa que agrega todos os outros índices, indicadores sobre volume de demanda atual, situação atual dos negócios e expectativas sobre volume de demanda (três meses) e situação dos negócios (seis meses). No Gráfico 9, porém, são apresentados apenas o ICS, os indicadores de situação atual dos negócios, que aponta o otimismo (ou pessimismo) com presente da economia, e situação dos negócios (expectativas para seis meses), que aponta o otimismo (ou pessimismo) com o momento da economia daqui a 6 meses. Assim como o IIC, o ICS é um indicador com base de 100 pontos, ou seja, abaixo de 100 pontos indica falta de confiança e acima de 100 pontos indica confiança.

Gráfico 9 – ICS

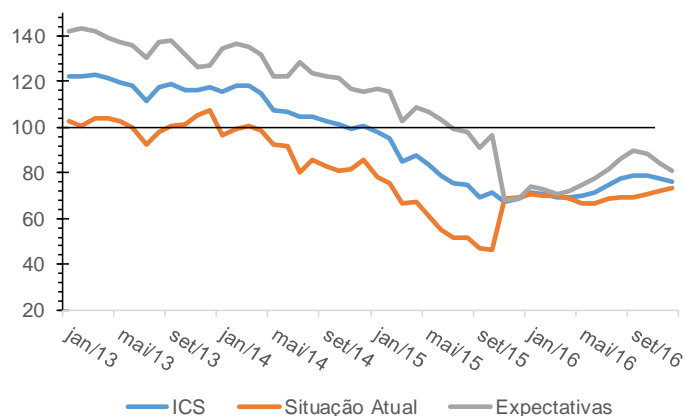


Fonte: Sondagem do Setor de Serviços, IBRE; Elaboração do autor

¹⁹ Disponível em < <http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 13 de jun. 2017

A série do ICS, no entanto, foi ajustada em novembro de 2015, portanto, os dados apresentados no Gráfico 9 não são os que foram usados pelas instituições participantes do Focus. Quando essas instituições fizeram suas projeções elas usaram os dados divulgados originalmente, isto é, quando em janeiro de 2014 foram divulgadas as projeções para o PIB de 2015 estas projeções usaram em seus modelos de previsão os dados do ICS divulgados até aquele período, de forma que a análise mais correta das projeções deve ser feita com base nos dados que teriam sido usados, ou seja, sem o ajuste na série. O Gráfico 10 apresenta a série do ICS com os dados divulgados originalmente, por este motivo, há uma grande mudança nos indicadores de expectativas e situação atual de outubro para novembro de 2015.

Gráfico 10 – ICS Original



Fonte: Sondagem do Setor de Serviços, IBRE; Elaboração do autor

Na série do ICS nota-se um otimismo maior com o futuro do que com a situação atual, com o indicador de expectativas ficando acima de 100 pontos até junho de 2015, o indicador da situação atual ficando abaixo de 100 em abril de 2015, o ICS em janeiro de 2015 e os três indicadores convergindo para um patamar próximo em novembro de 2015. Além disso, o ICS apresenta tendência de baixa desde o início do período analisado (janeiro de 2013), assim como as projeções do Focus para o setor de serviços. O início do processo de impeachment da presidente Dilma, em abril de 2016, levou a um aumento tímido no ICS e no indicador da situação atual, diferentemente dos indicadores do setor industrial. Apenas o

indicador de expectativas apresentou melhora de 3,2 pontos, um aumento também em proporção menor que os indicadores industriais.

Pelo fato de estar sendo apresentado o resultado de apenas uma sondagem para o setor de serviços, talvez seja ainda mais difícil estabelecer uma relação entre sondagens do setor de serviços e as projeções do Focus para o PIB deste setor. Novamente, deve-se fazer uma ressalva quanto à falta de um modelo econométrico formal mais adequado a capturar tal relação, mas, outra vez, este trabalho se propõe apenas a fazer suposições sobre a relação entre indicadores de sondagens e expectativas e as projeções do Focus.

Usando a série do ICS com os dados originais, observam-se as mesmas relações dos indicadores industriais com as projeções do PIB Industrial. A partir do início de 2015 até setembro do mesmo ano, a mediana das projeções do PIB de Serviços apresenta, do início de um trimestre ao início do outro, reduções de 0,8 p.p., 0,7 p.p. e 1,1 p.p., enquanto o ICS apresenta, para esses mesmos períodos, reduções de 15,5, 5,6 e 10 pontos. Reduções significativas do ICS foram acompanhadas de reduções significativas na mediana das expectativas de mercado para o setor de serviços. Outro ponto que apresenta maior aderência entre as projeções para o PIB do setor de serviços e o ICS é o momento em que o indicador passa a mostrar falta de confiança e as projeções apontam crescimento negativo para o setor de serviços. A mediana das projeções do Focus para o PIB de Serviços apontou crescimento negativo em março de 2015, e o ICS ficou abaixo dos 100 pontos em janeiro de 2015, enquanto o indicador de expectativas ficou abaixo de 100 pontos apenas em julho de 2015. Quando foi feita essa comparação usando a série ajustada, as projeções do PIB de Serviços pareciam não acompanhar as mudanças no ICS, mas, ao usar a série original do ICS, identifica-se maior aderência entre o indicador e a mediana das projeções.

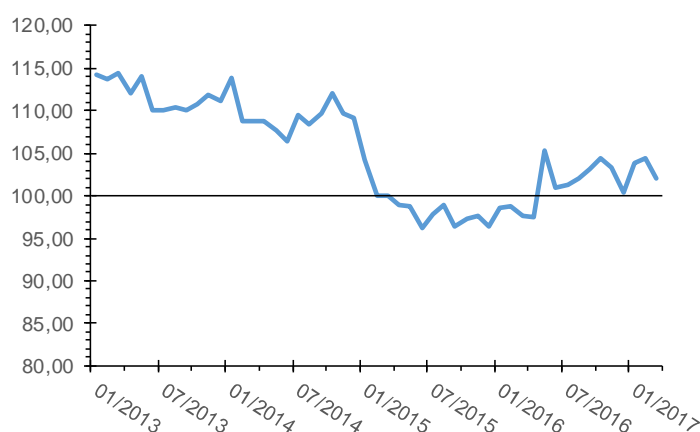
4.3. Sondagem de Consumidores

Apesar de as sondagens de consumo não serem estritamente relacionadas às produções dos setores industrial ou de serviços, as projeções de consumo são muito importantes, porque como coloca a CNI²⁰ “as expectativas ou sentimento do

²⁰ Fonte: Metodologia INEC, CNI. Disponível em <<http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/inec-indices-nacional-de-expectativa-do-consumidor/>>. Acesso em 17 de jun. 2017

consumidor tendem a ser um indicador antecedente das variações no consumo das famílias e, por conseguinte, do nível de atividade da economia. ” O Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC), calculado pela CNI em parceria com o IBOPE Inteligência, é um índice de base 100, construído com base em seis perguntas: expectativa de inflação, expectativa de desemprego, expectativa de renda pessoal, situação financeira, endividamento e compras de bens de maior valor, que apontam a tendência para os próximos seis meses com relação aos seis meses anteriores (CNI). No Gráfico 11 é apresentada a evolução do INEC desde o início de 2013.

Gráfico 11 – INEC



Fonte: Indicadores CNI; Elaboração do autor

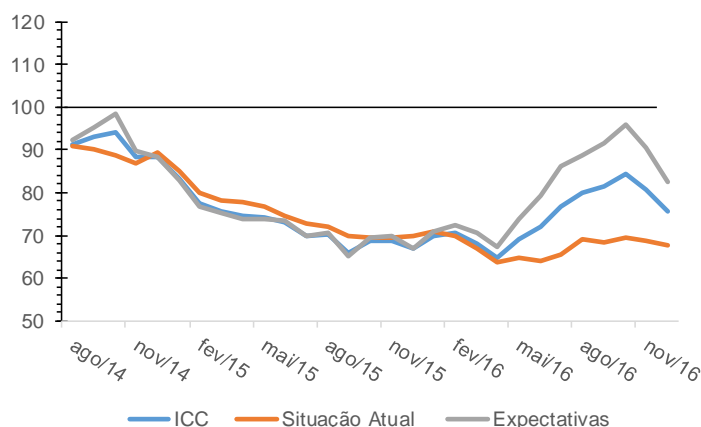
Dos indicadores apresentados nesse trabalho o INEC revela o menor grau de pessimismo com a crise. Apesar de também apresentar tendência de queda a partir da fase inicial da série analisada, esse indicador não apontou um nível elevado de pessimismo em nenhum momento, atingindo um mínimo de 96,2 pontos em junho de 2015. Mesmo assim, nota-se para o INEC as mesmas mudanças notadas nos outros indicadores. De dezembro de 2014 a março de 2015, o INEC passou de 109,2 pontos para 100 pontos, e de abril de 2016 para maio de 2016 houve aumento de 7,7 pontos no indicador.

Outra pesquisa realizada com o objetivo de medir o grau de confiança dos consumidores é feita pelo IBRE, que divulga o Índice de Confiança do Consumidor

(ICC)²¹. O ICC é o indicador-síntese da pesquisa que engloba os outros aspectos como inflação, renda, desemprego, entre outros, tanto sobre a situação atual quanto sobre a expectativa para os próximos 6 meses. O ICC é um indicador com base de 100 pontos, ou seja, abaixo de 100 pontos indica falta de confiança e acima de 100 pontos indica confiança.

Assim como o ICS, a metodologia do ICC passou por ajustes, sendo a série ajustada em janeiro de 2016, de modo que só foi possível obter a nova série apenas até agosto de 2014. No Gráfico 12 é apresentada a evolução do ICC com o ajuste na série.

Gráfico 12 – ICC



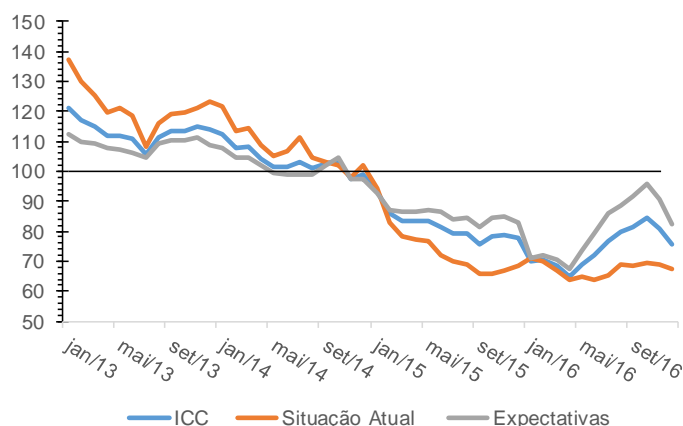
Fonte: Sondagem de Expectativas do Consumidor, IBRE; Elaboração do autor

Esta série do ICC já indica pessimismo dos consumidores desde o início do período analisado, em agosto de 2014. A tendência é de piora dos três indicadores até abril de 2016, quando principalmente o indicador das expectativas começa a apresentar melhora.

No Gráfico 13 está apresentada a evolução do ICC com os dados divulgados originalmente em cada período e dos indicadores de situação atual, que mede a confiança com o momento atual da economia, e expectativas, que mede a confiança com a economia para 6 meses à frente, de 2013 a 2016.

²¹ Disponível em <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 19 de jun. 2017

Gráfico 13 – ICC Original



Fonte: Sondagem de Expectativas do Consumidor, IBRE; Elaboração do autor

Até 2014 havia maior confiança por parte dos consumidores com a situação atual do que com o futuro, mas em 2015 ocorreu inversão nesta situação. Assim como os outros indicadores apresentados o ICC mostrou uma tendência de queda no início do período analisado e assim como o INEC mudanças significativas nas mesmas épocas. Em dezembro de 2014 o ICC era de 98,8 pontos, o indicador de situação atual era de 102 e o indicador de expectativas de 97,2 pontos, e em março de 2015 estes indicadores estavam, respectivamente, 15,3, 23,9 e 10,8 pontos menores. Na época da aceitação do relatório de impeachment da presidente Dilma, abril de 2016, houve aumento de 4,4, 1,2 e 6,3 pontos nesses mesmos indicadores.

O INEC ficou abaixo de 100 pontos, indicando expectativas negativas dos consumidores, em abril de 2015, portanto, depois do período em que a mediana das projeções do Focus para o PIB de 2015 passou a prever recessão (fevereiro de 2015), o ICC, porém, ficou abaixo de 100 pontos em novembro de 2014. Estes indicadores também apontam aderência entre as projeções para o PIB de 2015 e os dados disponíveis sobre as expectativas dos agentes econômicos.

4.4. Instabilidade Econômica

Como abordado anteriormente, houve alguns períodos em que os índices de confiança e expectativas e as projeções do Focus para o PIB de 2015 passaram por mudanças mais significativas, como o primeiro e o terceiro trimestre de 2015 e o momento em que a Câmara dos Deputados aceitou o relatório de impeachment da presidente Dilma em abril de 2016. Nos relatórios do ICS e do ICC os pesquisadores

fazem breves comentários sobre as causas que levaram a mudanças nos indicadores. A CNI também divulga no relatório de Investimento na Indústria os motivos que levaram as empresas a não realizarem seus investimentos da forma como planejavam no início do ano anterior.

Com relação as mudanças observadas no primeiro trimestre de 2015 os relatórios do ICC apontaram como principais causas da queda da confiança do consumidor o aumento da preocupação com o mercado de trabalho, com a inflação e com a alta dos juros, além do risco de racionamento hídrico e energético. Os relatórios do ICS do 1T15 apontaram como causas das quedas de confiança do setor de serviços também a inflação e a piora no mercado de trabalho, além da diminuição no volume de crédito e da demanda doméstica, impactada pela queda na confiança dos consumidores. Além desses fatores, a turbulência do ambiente político foi citada como um fator de preocupação. Nesse trimestre foi divulgada a primeira lista do Procurador Geral da República, Rodrigo Janot, com os nomes de políticos investigados, e também ocorreram protestos em várias cidades brasileiras, que segundo algumas estimativas chegaram a atrair mais de 1 milhão de pessoas (EXAME, 2015)²².

No terceiro trimestre de 2015, os relatórios do ICC e do ICS continuaram apontando causas parecidas para as quedas nos indicadores, os quais foram a inflação, piora no mercado de trabalho, queda na demanda e piores condições de crédito, além de terem ocorrido citações ao ambiente político (IBRE, 2015). Nesse período ocorreram as prisões de executivos das empresas Odebrecht e Andrade Gutierrez, duas das maiores construtoras brasileiras, no âmbito da Operação Lava-Jato da Polícia Federal. Além disso, a presidente Dilma alcançou o pior nível de aprovação com 71% de rejeição (EXAME, 2015).

A inflação, o desemprego e as condições de crédito pioraram ao longo de todo o ano de 2015, e por esses fatores não haveria razão para maiores quedas na confiança em períodos específicos. Entretanto, ao analisarmos os relatórios do ICS para os meses do 2T15, notamos que as expectativas do setor de serviços melhoraram porque houve melhora no ambiente político (IBRE, 2015). Isso indica,

²² Retrospectiva 2015, EXAME. Disponível em <<http://exame.abril.com.br/ferramentas/retrospectiva-2015/>>. Acesso em 20 de jun. 2017

portanto, que a instabilidade política teve grande impacto nos indicadores de confiança e provavelmente nas projeções para o PIB durante o ano de 2015.

Outro dado que reforça o cenário de instabilidade e incertezas pelo qual a economia brasileira passou em 2015 está no relatório Investimento na Indústria. O relatório de fevereiro de 2016 traz a “Razão para a frustração dos planos de investimento”, a qual as empresas informaram qual (ou quais) motivo levou a não realização dos investimentos conforme previsto no início de 2015. Das companhias que não conseguiram realizar seus investimentos de acordo com o planejamento, a incerteza econômica foi apontada por 81% das companhias como uma razão para a frustração, seguida por reavaliação da demanda (57%) e motivos relacionados ao crédito (custo do crédito – 34%; dificuldade de obtenção de crédito 25%) (CNI, 2016).

Tanto os relatórios apresentados do IBRE quanto os da CNI apontam que em 2015 ocorreu uma mudança muito significativa nos indicadores econômicos como inflação, desemprego e crédito que afetaram a confiança dos diversos setores e agentes econômicos. Adicionalmente, a instabilidade política pela qual o Brasil passou potencializou essas mudanças. Esses fatores afetavam a confiança dos agentes econômicos em 2014, mas seu impacto foi maior em 2015. Conclui-se, portanto, que usando como referência indicadores de confiança, não se pode afirmar que as instituições participantes do Focus tinham como prever com maior antecedência a recessão econômica enfrentada pelo Brasil.

Destaca-se, porém, que as séries ajustadas do ICS e do ICC apresentaram uma situação de confiança bem pior em relação as séries divulgadas originalmente. Por estas séries seria possível apontar recessão em 2015 e 2016 com mais antecedência, indicando que uma parte do erro das projeções do Focus para o PIB pode ter sido causado por erros nas sondagens de confiança.

5. Considerações Finais

Tanto economistas quanto o mercado não previram a recessão de 2015 e 2016 na forma como ocorreu. Ao final de 2014 e início de 2015 as perspectivas econômicas não eram boas, mas anteciparam, no geral, cenário de estagflação.

O desvio das projeções do Focus para 2015 e 2016 foi maior do que o apresentado pelo relatório historicamente, mas foi possível notar que as previsões para o crescimento dos produtos setoriais indicaram relação com os indicadores de confiança e expectativa dos respectivos setores. Por esse motivo, a causa do erro nas projeções pode ter sido o erro nas sondagens, visto que algumas delas tiveram sua metodologia alterada, e, com essas mudanças, exibiram cenário de menor confiança.

Outro fator que pode ter influenciado o cenário econômico em 2015 e, assim, ter levado a desvio maior nas projeções, foi a situação política. A instabilidade na política, marcante em 2015 e 2016 gerou efeitos na economia e impactou, inclusive, a confiança dos agentes econômicos.

Portanto, acredita-se que esses foram dois anos atípicos, com a ocorrência de crises econômica e política ao mesmo tempo, o que dificultou previsões mais precisas por parte dos economistas.

Referências Bibliográficas

Agência Brasil. **Fitch downgrades and Brazil loses investment rating**. 2015. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/node/990643>>. Acesso em 24 de junho de 2017.

Agência Brasil. **Moody's withdraws Brazil's investment grade**. 2015. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/en/economia/noticia/2016-02/moodys-withdraws-brazils-investment-grade>>. Acesso em 24 de junho de 2017.

Agência Brasil. **S&P lowers credit rating and Brazil loses investment-grade rating**. 2015. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/en/economia/noticia/2015-09/sp-lowers-credit-rating-and-brazil-loses-investment-grade-rating>>. Acesso em 24 de junho de 2017.

Banco Central do Brasil. 2017. **Série histórica da Dívida líquida e bruta do governo geral**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/seriehistDLSPBruta2008.asp>>. Acesso em 25 de maio 2017.

Banco Central do Brasil. Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais, 2017. **Sobre Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais**. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/sobregerin.asp>>. Acesso em 20 de maio 2017.

Belluzo, Luiz Gonzaga. **Dilma capitulou e ajuste é 'desatino', diz Belluzo**, *Valor Econômico*, 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/3862690/dilma-capitulou-e-ajuste-e-desatino-diz-belluzo>>. Acesso 20 de junho de 2017.

Bresser-Pereira, Luiz Carlos. **O estranho mas inevitável ajuste**, *Valor Econômico*, 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/4000362/o-estranho-mas-inevitavel-ajuste>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Confederação Nacional da Indústria. Estatísticas, 2017. **ICEI – Índice de Confiança do Empresário Industrial**. Disponível em: <<http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/icei-indice-de-confianca-do-empresario-industrial/>>. Acesso em 19 de maio 2017.

Confederação Nacional da Indústria. Indicadores CNI, 2017. **Índice de Confiança do Empresário Industrial - ICEI**. Disponível em: <<http://www6.sistemaindustria.org.br/gpc/externo/listaResultados.faces?codPesquisa=180>>. Acesso em 19 de maio 2017.

Confederação Nacional da Indústria. 2015. **INEC - Índice Nacional de Confiança do Consumidor. Metodologia**. Disponível em: <<http://www6.sistemaindustria.org.br/gpc/externo/listaResultados.faces?codPesquisa=120>>. Acesso em 19 de maio 2017.

Confederação Nacional da Indústria. Indicadores CNI, 2017. **Índice Nacional de Confiança do Consumidor - INEC**. Disponível em: <<http://www6.sistemaindustria.org.br/gpc/externo/listaResultados.faces?codPesquisa=120>>. Acesso em 19 de maio 2017.

Confederação Nacional da Indústria. **Investimentos na Indústria**, 2014. Disponível em: <<http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/investimentos-na-industria/>>. Acesso 19 de junho de 2017.

Confederação Nacional da Indústria. **Investimentos na Indústria**, 2015. Disponível em: <<http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/investimentos-na-industria/>>. Acesso 19 de junho de 2017.

Confederação Nacional da Indústria. **Investimentos na Indústria**, 2016. Disponível em: <<http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/investimentos-na-industria/>>. Acesso 19 de junho de 2017.

Confederação Nacional da Indústria. **Investimentos na Indústria**, 2017. Disponível em: <<http://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/investimentos-na-industria/>>. Acesso 19 de junho de 2017.

Ellery, Roberto. **Retrato do Desastre Econômico no Governo Dilma**, *Blog do Roberto Ellery*, 2014. Disponível em: <<http://rgellery.blogspot.com.br/2014/05/retrato-do-desastre-economico-no.html>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Ellery, Roberto. **Sim, a economia vai mal. Mas como chegamos a esse ponto?**, *Spotniks*, 2014. Disponível em: <<https://spotniks.com/como-chegamos-esse-ponto/>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Exame. **Retrospectiva 2015. 2016**. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/ferramentas/retrospectiva-2015/>>. Acesso em 24 de junho de 2017.

Franco, Gustavo. **O grande “tripé” e o pequeno**, *O Globo*, 2014. Disponível em: <<http://www.institutomillennium.org.br/artigos/grande-trip-pequeno/>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Franco, Gustavo. **Retrospecto e Perspectivas**, *O Estado de S. Paulo*, 2013. Disponível em: <<http://www.institutomillennium.org.br/artigos/retrospecto-perspectivas/>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Goldfajn, Ilan. **O que vem pela frente?**, *O Globo*, 2014. Disponível em: <<http://www.institutomillennium.org.br/artigos/vem-pela-frente/>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Abril 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Abril 2016**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Agosto 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Dezembro 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Fevereiro 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Janeiro 2014**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Janeiro 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Janeiro 2016**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Janeiro 2017**. Disponível em:

<<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Julho 2015.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Junho 2015.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Maio 2015.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Maio 2016.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Março 2015.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Expectativas do Consumidor Setembro 2015.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem de Investimentos 1º Trimestre/2017.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Abril 2015.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Abril 2016.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Agosto 2015.** Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços – Aspectos conceituas e metodológicas**, 2012. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Fevereiro 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Janeiro 2014**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Janeiro 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Janeiro 2016**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Janeiro 2017**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Julho 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Junho 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Maio 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Maio 2016**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Março 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Novembro 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Outubro 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagem do Setor de Serviços Setembro 2015**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92E5C726666F>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Economia. **Sondagens e Índices de Confiança**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumChannelId=402880811D8E34B9011D92BA032B198D>>. Acesso em 20 de junho de 2017.

Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, Sistema IBGE de Recuperação Automática – SIDRA. **Contas Nacionais Trimestrais**. Disponível em: <<https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/cnt/tabelas>>. Acesso em 11 de junho de 2017.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, IPEADATA. **Inflação: IPCA**. 2017. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 25 de junho de 2017.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, IPEADATA. **Taxa de Desocupação das pessoas de 14 anos ou mais de idade, na semana de referência**. 2017. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em 25 de junho de 2017.

Mesquita, Mário. **As primeiras escolhas**, *Valor Econômico*, 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/3812406/primeiras-escolhas>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Mesquita, Mário. **Dilemas Fiscais**, *Valor Econômico*, 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/3691226/dilemas-fiscais>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Mesquita, Mário. **Para crescer mais**, *Valor Econômico*, 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/3594292/para-crescer-mais>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Mesquita, Mário. **Outros anos perdidos?**, *Valor Econômico*, 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/3670958/outros-anos-perdidos>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Netto, Delfim. **Descontinuidade: 2014 poderá ser diferente**, *Valor Econômico*, 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/3394338/descontinuidade-2014-podera-ser-diferente>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Netto, Delfim. **Diagnóstico não explicitado**, *Valor Econômico*, 2015. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/3867616/diagnostico-nao-explicitado>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Netto, Delfim. **Encarar os fatos**, *Valor Econômico*, 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/3791998/encarar-os-fatos>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Schwartzman, Alexandre. **As mancadas do ministro**, *A Mão Visível*, 2013. Disponível em: <<http://maovisivel.blogspot.com.br/2013/12/as-mancadas-do-ministro.html>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

Schwartzman, Alexandre. **Feliz 2016**, *A Mão Visível*, 2015. Disponível em: <<http://maovisivel.blogspot.com.br/2015/01/feliz-2016.html>>. Acesso em 10 de maio de 2017.

SOBRENOME, Nome dos Autores. Título do texto. In: Título da Publicação. Nome da Base de Dados. Data de publicação. Disponível em: <>. Acesso em: data abreviada.