

Junho

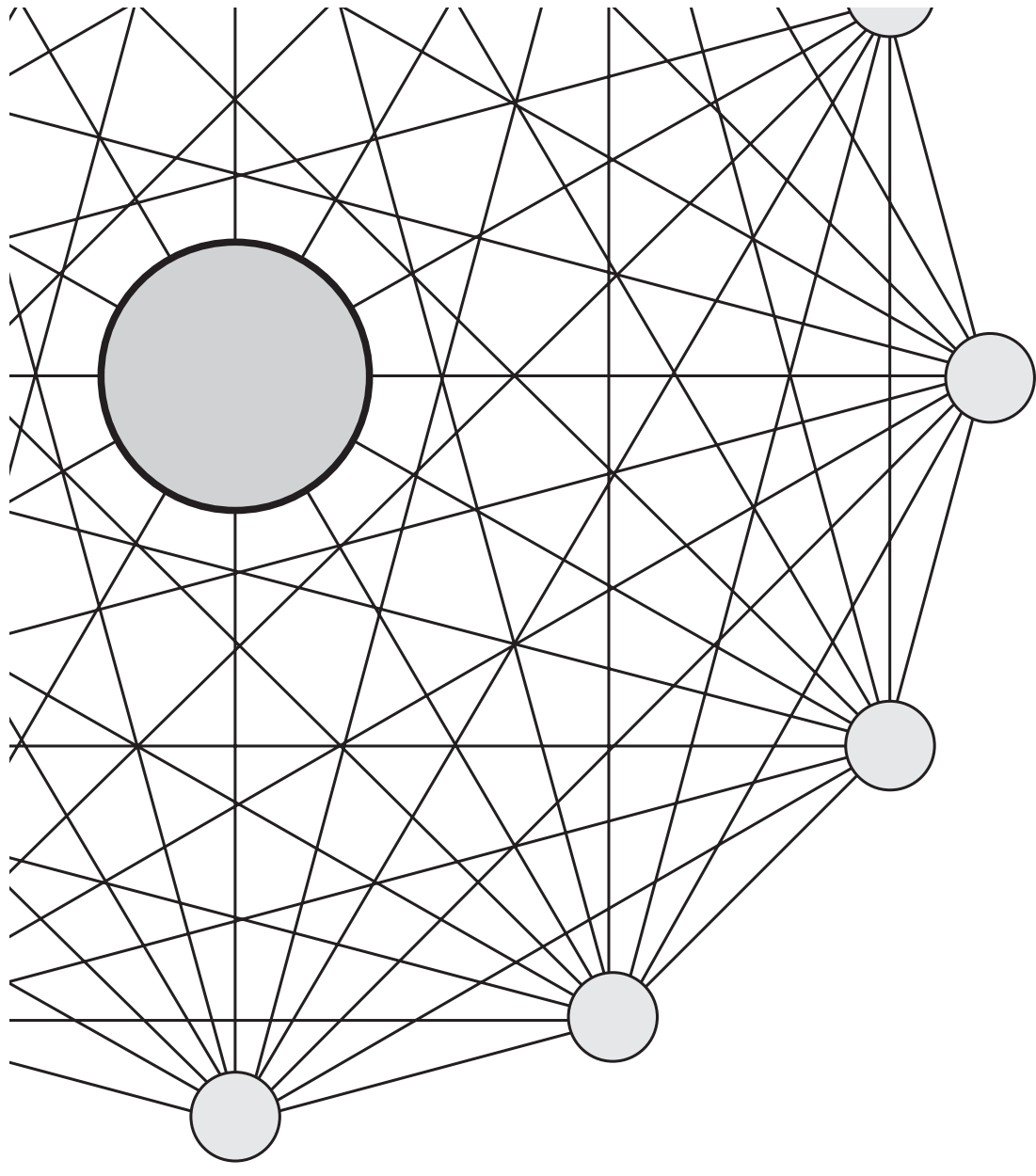
2014



23

CONJUNTURA

CARTA DE



CARTA DE **CONJUNTURA**

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República
Ministro – Marcelo Côrtes Neri

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

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

Presidente

Sergei Suarez Dillon Soares

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Rogério Boueri Miranda

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto

Carlos Henrique Leite Corseuil

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Renato Coelho Baumann das Neves

Chefe de Gabinete

Bernardo Abreu de Medeiros

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

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

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

ISSN 1982-8772

carta de conjuntura

Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas

Gecon – Grupo de Estudos de Conjuntura

Equipe Técnica

Fernando José da Silva Paiva Ribeiro (Coordenador)

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Leonardo Mello de Carvalho

Maria Andréia Parente Lameiras

Paulo Mansur Levy

Colaboradores

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

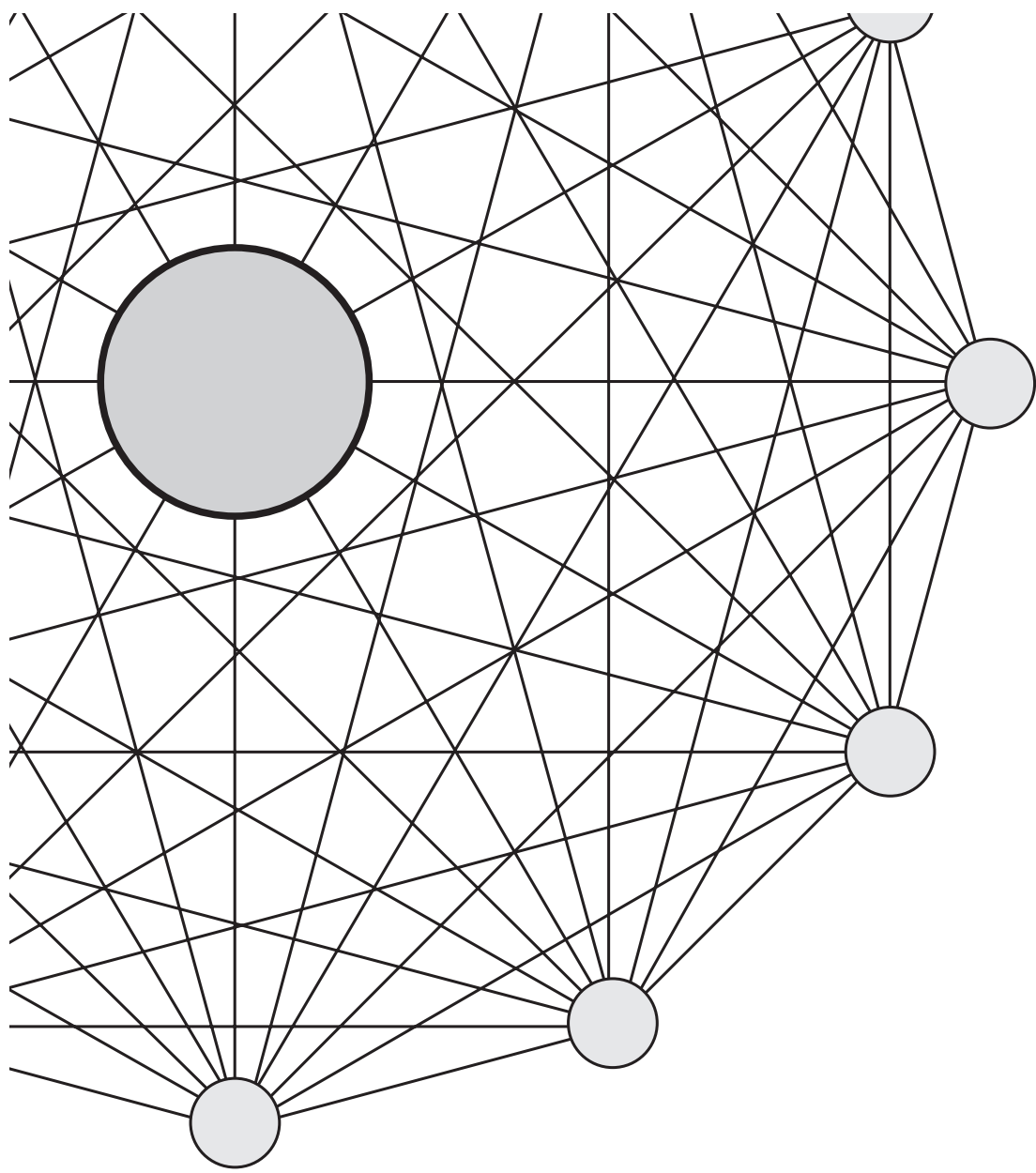
Marco Antonio Freitas de Holanda Cavalcanti

Equipe de Apoio

Felipe dos Santos Martins

Marina Braga Goulart Lopes

As seções desta carta foram produzidas com informações disponíveis em 11 de julho de 2014.



junho

2014

23

CARTA DE CONJUNTURA

CARTA DE

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

Trimestral.

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

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

CDD 330.05

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

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

SUMÁRIO

SÍNTESE DA CONJUNTURA	7
ATIVIDADE ECONÔMICA	11
MERCADO DE TRABALHO	29
INFLAÇÃO	37
SETOR EXTERNO	43
MOEDA E CRÉDITO	59
FINANÇAS PÚBLICAS	65
ECONOMIA MUNDIAL	75
NOTAS TÉCNICAS	
ESTIMATIVA DA CARGA TRIBUTÁRIA DE 2013	91
Rodrigo Octávio Orair	
REGRA DE TAYLOR, INÉRCIA NA POLÍTICA MONETÁRIA E INFLUÊNCIA DO HIATO DO PRODUTO	95
José Ronaldo de Castro Souza Júnior Sidney Martins Caetano	
REVISÃO METODOLÓGICA DA PIM-PF E IMPACTOS SOBRE A TRAJETÓRIA DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL	105
Leonardo Mello de Carvalho	

SÍNTESE DA CONJUNTURA

Os dados referentes à atividade econômica em 2014 reforçam a percepção de baixo dinamismo que se observa desde meados de 2013. O crescimento do produto interno bruto (PIB) no primeiro trimestre de 2014 foi de 0,2% em relação ao trimestre imediatamente anterior. Nos últimos três trimestres, a taxa média de crescimento da série dessazonalizada foi de 0,1%. Os primeiros números do segundo trimestre de 2014 não permitem apostar em um resultado muito diferente, especialmente em função da queda da produção industrial em abril e maio de 2014. Cite-se também a queda dos índices que procuram captar a confiança de consumidores e empresários, os quais se encontram, atualmente, nos níveis mais baixos desde 2009, quando o país ainda sentia os efeitos da crise financeira internacional.

Esse quadro tem sido mitigado pela permanência de indicadores ainda favoráveis no mercado de trabalho, com baixo desemprego e ganhos reais de salário. Não há no horizonte a possibilidade de uma crise que possa pôr a perder os avanços alcançados durante os anos de maior crescimento na última década. As pressões negativas, porém, são claras, notadamente uma taxa de inflação que se mantém persistentemente próxima do teto da meta e um *deficit* em transações correntes de 3,6% do PIB, mesmo em um quadro de baixo crescimento. A atual situação não comporta respostas simples de política econômica, capazes de, rapidamente, promover a retomada do crescimento a taxas mais elevadas e, ao mesmo tempo, reduzir os desequilíbrios acumulados nos últimos anos. O governo tem agido em diferentes frentes, desde o aumento da taxa Selic para combater a inflação até as concessões para estimular investimentos em infraestrutura, passando por desonerações fiscais para reduzir custos de produção e estímulos ao crédito. Até o momento, estas medidas têm tido impacto limitado.

Nesse contexto, não é difícil entender a postura cautelosa dos agentes econômicos, cujo reflexo mais direto tem sido a retração dos investimentos. Com efeito, a formação bruta de capital fixo (FBCF) sofreu queda de 2,1% no primeiro trimestre do ano, e nos últimos três trimestres a variação média da série dessazonalizada foi de -1,8%. A queda acumulada em relação ao recorde alcançado no segundo trimestre de 2013 é de 5,2%. Isto ocorreu a despeito dos esforços do governo em sustentar o investimento, tanto via investimento público direto – que tende sempre a crescer em anos eleitorais – quanto via concessão de projetos de infraestrutura à iniciativa privada.

O consumo das famílias também está sendo afetado pela piora da confiança dos consumidores. Houve queda de 0,1% no primeiro trimestre de 2014 em relação ao trimestre imediatamente anterior, e o crescimento acumulado em quatro trimestres ficou em 2,5%, a taxa mais baixa em quase dez anos. No entanto, é importante ressaltar que a desaceleração do consumo das famílias é uma tendência que já perdura pelo menos desde 2012. A título de exemplo, as vendas reais no comércio varejista, medidas pela Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), tiveram crescimento da ordem de 7% a 8% anuais durante vários anos consecutivos, taxa que se reduziu para 2,5% nos doze meses encerrados em abril de 2014 – com mudança mais expressiva nas vendas de veículos, que já têm variação negativa de 2,7%. Este movimento está provavelmente associado a um aumento na taxa de poupança desejada das famílias, que têm demonstrado clara preferência por endividamento para a aquisição de imóveis, reduzindo seu endividamento para

consumo, ainda que também se relacione com o menor dinamismo recente no mercado de trabalho, seja em termos do crescimento da população ocupada, seja em termos de ganhos de renda real.

O único elemento da demanda que teve resultado um pouco mais favorável foi o consumo do governo, cuja alta de 0,7% no primeiro trimestre em relação ao trimestre anterior manteve um ritmo semelhante ao observado ao longo de todo o ano passado. As exportações, por sua vez, tiveram retração de 3,3% no trimestre, prejudicadas por um contexto menos favorável que o esperado em mercados importantes para o país, como Argentina e China, e mostrando-se ainda insensíveis à desvalorização cambial ocorrida desde 2011.

A desaceleração da demanda vem atuando sobre um sistema que já mostrava limitações de expansão pelo lado da oferta, especialmente no setor industrial, resultando em um desempenho no ano mais fraco que o esperado. A queda de 0,8% do PIB industrial no primeiro trimestre representou a terceira queda consecutiva na série dessazonalizada. Embora o crescimento acumulado em quatro trimestres ainda seja razoável (2,1%), o desempenho da produção física da indústria indica que pode haver nova redução no segundo trimestre de 2014, inclusive em virtude da base de comparação elevada, tendo em vista que o segundo trimestre de 2013 foi o ponto mais alto da série histórica, com ajuste sazonal. Segundo a Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a produção da indústria acumula queda de 1,6% no período janeiro-maio, e houve queda nos últimos três meses, na série com ajuste sazonal. O desempenho foi especialmente ruim na produção de bens de capital (-5,8% no ano), como reflexo da queda do investimento, e em bens de consumo duráveis (-3,2%), por conta, especialmente, da retração do setor automotivo.

O setor de serviços permanece sendo o principal sustentáculo da atividade, tendo registrado, no primeiro trimestre de 2014, crescimento de 0,4% em relação ao trimestre anterior, na série dessazonalizada, com certa desaceleração em relação à média dos trimestres anteriores. No acumulado dos últimos quatro trimestres, a alta foi de 2,5%. Entretanto, o desempenho deste setor tende a acompanhar a contenção do consumo das famílias e do governo, ainda que com alguma defasagem. Com efeito, dados recentes da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), do IBGE, já mostram um crescimento mais lento na margem. A redução do ritmo de contratação de trabalhadores também indica desaceleração. Há que se considerar também que a inflação dos serviços tem-se mantido persistentemente acima da inflação geral, oscilando na faixa de 8% a 9% anuais.

Os serviços têm sido um dos elementos de maior pressão sobre os preços, contribuindo para que a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do IBGE se mantenha acima do centro da meta há cerca de quatro anos. Após iniciar 2014 com uma inflação acumulada em doze meses de 5,6%, o IPCA acelerou para 6,5% nos doze meses encerrados em junho último. Este aumento está associado aos preços administrados, cuja inflação em doze meses saltou de 1,9% em dezembro de 2013 para 4,3% em junho de 2014, e a despeito de alguma descompressão nos preços dos alimentos.

Do lado das contas externas, os números de 2014 mostram um quadro relativamente confortável, com recuperação dos ingressos de capital estrangeiro e valorização da moeda brasileira. O *deficit* em transações correntes teve pequeno aumento no período janeiro-maio de 2014 em relação ao mesmo período de 2013, e vem mantendo-se razoavelmente estável desde meados do ano passado, no patamar de 3,6% do PIB. Entretanto, isso tem sido possível em virtude da queda do *quantum* das importações, o que é mais um indicador da fraqueza da demanda doméstica. O desempenho das exportações permanece ruim, especialmente nos produtos manufaturados – o nível atual do *quantum* de exportação destes bens ainda é 20% inferior ao alcançado antes da crise internacional de 2008.

O que se consegue obter de crescimento do valor exportado se deve ao bom desempenho de poucos produtos básicos – neste ano, soja e petróleo. Há ainda outro elemento de preocupação, qual seja, a dependência cada vez maior das exportações totais em relação ao desempenho de relativamente poucos produtos e às flutuações das cotações internacionais das *commodities*.

Quanto à situação fiscal, o *superavit* primário do governo consolidado, medido pelo Banco Central do Brasil (BCB), reduziu-se para o equivalente a 1,52% do PIB nos doze meses até maio. A exemplo do que se verificou ao longo de todo o ano passado, a queda do *superavit* primário resulta de um crescimento das receitas do governo federal inferior ao das despesas, embora a diferença entre as duas tenha diminuído sensivelmente neste ano. O cumprimento da meta fiscal prevista para 2014, de 1,55% do PIB para a União e de 1,9% para o governo consolidado, parece plausível, ainda que, uma vez mais, com o auxílio da reabertura e da extensão de programas de refinanciamento de dívidas tributárias passadas, como o Programa de Recuperação Fiscal (Refis). A implicação direta é um reduzido espaço fiscal para a adoção de medidas expansionistas de curso prazo, em que pese o crescimento expressivo das despesas de investimento do governo federal nos primeiros cinco meses de 2014.

Vários anos de crescimento a taxas expressivas permitiram ao país alcançar indicadores muito favoráveis, notadamente no que tange ao nível de emprego, ao aumento da renda real dos indivíduos e à melhoria da distribuição da renda. Promoveram, também, tensões no sistema econômico que se traduziram em desequilíbrios, especialmente no que se refere à inflação e às transações correntes. Quaisquer que sejam os fatores que expliquem a perda de fôlego do crescimento – por exemplo, quadro internacional menos favorável (acompanhado de perda de termos de troca), incertezas geradas pela necessidade de corrigir os desequilíbrios ou mesmo uma acomodação natural após um longo período de expansão –, o caminho para harmonizar o processo de retomada do crescimento com a redução dos desequilíbrios acumulados passa por ajustes no ambiente econômico que promovam o aumento da produtividade geral da economia, não apenas aquele relacionado a recuperações cíclicas da atividade, mas a avanços estruturais associados a novos investimentos. Nesse sentido, os investimentos em infraestrutura são um caminho óbvio e necessário, capaz de dar ignição a uma nova etapa de crescimento econômico do país.

1 ATIVIDADE ECONÔMICA

SUMÁRIO

A análise dos indicadores de atividade econômica nos primeiros seis meses de 2014 aponta para um cenário de baixo crescimento, caracterizado não só pela estagnação da produção industrial, pelo lado da oferta, mas também pela perda de fôlego dos investimentos, pelo lado da demanda. Além disso, apesar de o mercado de trabalho ainda apresentar bons resultados, o desempenho do consumo das famílias também se deteriorou, tornando as perspectivas para os próximos períodos menos favoráveis. A confiança dos agentes econômicos tem recuado de maneira persistente e generalizada, atingindo patamares próximos aos níveis observados em meados de 2009, quando os efeitos da crise financeira internacional ainda eram sentidos de forma intensa pela economia. Por trás desta piora, destaca-se também o ciclo de aperto monetário que, embora necessário para ancorar as expectativas inflacionárias, tem contribuído para a redução do ritmo de crescimento da economia.

Dentro desse contexto, o produto interno bruto (PIB), segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), avançou modestos 0,2% na passagem entre o quarto trimestre de 2013 e o primeiro trimestre de 2014, considerando-se a série livre de efeitos sazonais. Este resultado representou uma desaceleração em relação à taxa observada nos últimos três meses do ano passado, quando o PIB havia crescido 0,4%, deixando para o restante do ano um carregamento estatístico (*carry-over*) de 0,7%. Por sua vez, na comparação com igual trimestre do ano anterior, a taxa de expansão do PIB caiu pelo terceiro período consecutivo, reduzindo-se de 2,2% para 1,9%. Além de apresentar um ritmo mais lento, a composição do crescimento do PIB no primeiro trimestre revela alguns aspectos preocupantes.

Pelo lado da demanda, o consumo do governo foi o único componente a apresentar contribuição positiva na margem, com avanço de 0,7%. Enquanto o consumo das famílias recuou 0,1%, primeiro resultado negativo desde o terceiro trimestre de 2011, a formação bruta de capital fixo (FBCF) caiu pela terceira vez consecutiva (-2,1%), acumulando, neste período, uma perda de 5,2%. Com isso, na comparação trimestral, a taxa de investimentos a preços correntes passou de 18,2% para 17,7%. Por sua vez, a taxa bruta de poupança caiu de 13,7% para 12,7%, o pior valor referente a um primeiro trimestre em toda a série histórica do IBGE, que tem início em 1996.

Entre os componentes da oferta, o destaque positivo foi a agropecuária, que avançou 3,6% no primeiro trimestre, na série com ajuste sazonal. Já o setor de serviços, embora tenha registrado avanço na margem, desacelerou sua taxa de crescimento, que se reduziu de 0,7% para 0,4%, sendo negativamente influenciado pelo resultado da atividade serviços de informação, que recuou 5,2%. Ainda nesta base de comparação, o destaque negativo entre os setores voltou a ser a indústria, que registrou a terceira queda consecutiva, apresentando variação negativa de 0,8%. Este resultado refletiu o comportamento da transformação e, principalmente, do setor da construção civil, que se destacou negativamente pela forte queda de 2,3%.

O fraco desempenho da produção industrial continua refletindo a influência tanto de fatores estruturais, como a infraestrutura insuficiente e a elevada carga tributária, quanto de fatores conjunturais, entre os quais devem ser destacados o baixo crescimento da demanda e a persistente evolução dos rendimentos do trabalho acima da sua produtividade, ambos comprimindo as margens de lucro da indústria como um todo, e mais especificamente daqueles setores voltados para o comércio exterior. A combinação destes

fatores tem impedido que a depreciação ocorrida na taxa de câmbio ao longo dos últimos dois anos traga um ganho mais significativo em termos de competitividade. A este respeito, embora o setor exportador tenha apresentado um aumento de rentabilidade no primeiro quadrimestre de 2014, as perspectivas para os próximos meses não são positivas. O cenário de melhora, que vinha sendo verificado desde novembro último, reverteu no mês de abril, provocado não só pelo quadro de deterioração dos preços de exportação como pelo aumento dos custos de produção. Além disso, embora ainda se encontre num patamar mais depreciado que aquele verificado no primeiro semestre de 2013, a trajetória mais recente da taxa de câmbio tem sido marcada por movimentos de valorização do real frente ao dólar. Some-se a isso a expectativa de aumentos do preço da tarifa de energia elétrica, os quais, ao lado do atual padrão dos reajustes salariais, irão continuar pressionando as margens de lucro.

Num momento em que as perspectivas para os setores voltados para o comércio internacional não parecem promissoras, o mercado doméstico brasileiro também não aparenta ter as condições necessárias capazes de impulsionar a produção manufatureira. Enquanto as taxas de inflação continuam comprimindo o poder aquisitivo dos consumidores, o atual quadro de incerteza presente na economia tem reduzido a confiança dos agentes, não só das famílias mas também dos empresários. Embora o mercado de trabalho continue aquecido, a estagnação na criação de novos postos de trabalho, com a desaceleração dos rendimentos médios reais, tem adiado as decisões por novos endividamentos por parte das famílias, afetando a demanda por crédito e impactando negativamente o desempenho do comércio varejista. Por sua vez, os empresários vêm se mantendo retraídos no tocante a novos investimentos e, pressionados pelos aumentos nos custos de produção, têm recorrido a constantes cortes na mão de obra empregada e redução das horas pagas.

Diante desse quadro, e tendo-se em conta, ainda, os efeitos negativos provenientes do ciclo de aperto monetário, no qual a taxa básica de juros da economia foi elevada em 3,57 pontos, o governo reviu algumas decisões acerca da retirada de incentivos ao setor produtivo e tem promovido novas rodadas de estímulos. Com o intuito de promover um aumento na captação de recursos externos, por parte de bancos e empresas, assim como aliviar a demanda sobre o Banco Central Brasil (BCB), foi reduzido a zero o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) cobrado sobre operações de câmbio de empréstimos externos que tenham prazo médio superior a seis meses. Além disso, pretende-se renovar o Programa de Sustentação do Investimento (PSI) do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), visando continuar subsidiando o financiamento para a aquisição de máquinas e equipamentos. Por fim, decidiu-se adiar para o ano que vem a alta do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre veículos novos, que estava prevista para entrar em vigor a partir de julho.

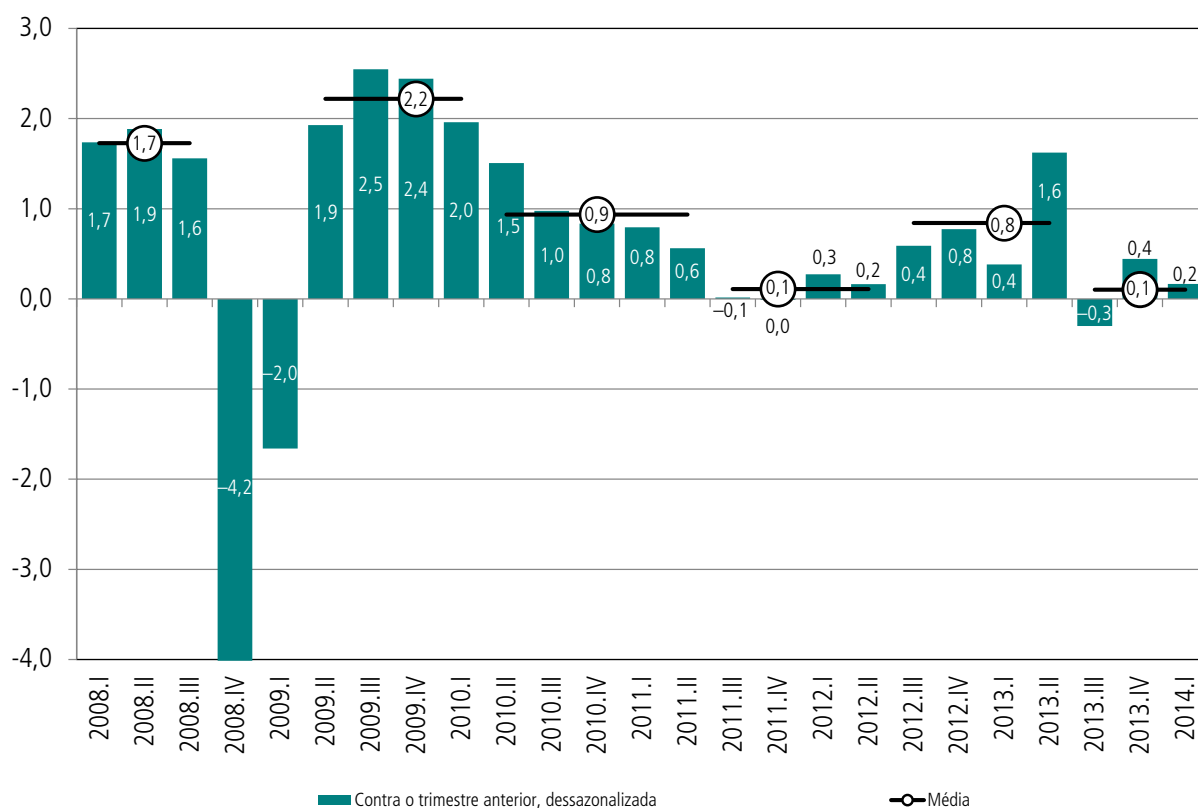
PIB

O PIB avançou 0,2% no primeiro trimestre de 2014 em relação ao quarto trimestre de 2013, na série livre de efeitos sazonais, o que equivale a uma taxa de crescimento anualizada de 0,7%. Embora continue apresentando certo grau de volatilidade, o desempenho da atividade econômica nos últimos trimestres tem se caracterizado por um ritmo bastante lento, refletido numa taxa média de expansão de apenas 0,1% (gráfico 1.1). Com isto, o *carry-over* para 2014 ficou em 0,7%, ou seja, o PIB crescerá a esta taxa ao final do ano caso permaneça estagnado durante os próximos três trimestres, na série com ajuste sazonal.

GRÁFICO 1.1

PIB: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

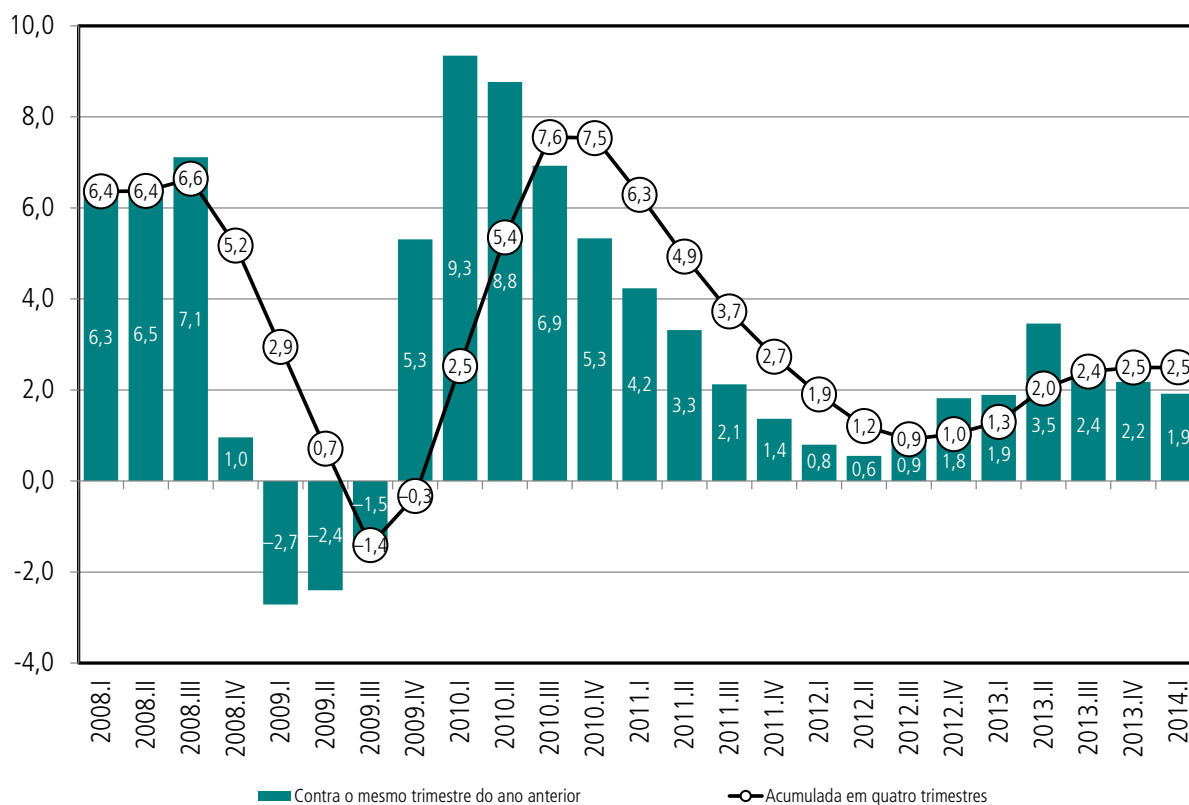
A perda de fôlego da atividade econômica, sugerida pela evolução recente das taxas de variação dessazonalizadas, também pode ser notada tomando por base a comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. Embora o PIB tenha registrado variação positiva pelo 18º período consecutivo (1,9%), seu ritmo de crescimento vem desacelerando desde o terceiro trimestre do ano passado. Este cenário de letargia também pode ser visto na taxa de expansão acumulada em quatro trimestres, que, após uma sequência de cinco períodos de aceleração, permaneceu estagnada em 2,5% (gráfico 1.2).

Ainda na comparação com o mesmo período de 2013, o crescimento registrado pelo PIB no primeiro trimestre foi bastante disseminado entre os seus componentes. Pelo lado da demanda, a única exceção ficou por conta da FBCF, que registrou a primeira variação negativa desde o último trimestre de 2012. Com este resultado, parcialmente compensado pela contribuição positiva do consumo, a demanda interna apresentou crescimento inferior ao PIB, implicando contribuição levemente positiva do setor externo. Já pela ótica da oferta, todos os setores registraram variação positiva na comparação interanual, com destaque para a atividade agropecuária. Entretanto, o setor industrial desacelerou pelo terceiro trimestre consecutivo. Tomando por base a comparação dessazonalizada, a análise do resultado do PIB, em termos da sua composição, revela um quadro similar. Enquanto, pelo lado da demanda, os investimentos registraram forte retração na margem, o setor industrial foi o destaque negativo entre os setores produtivos, pelo lado da oferta.

GRÁFICO 1.2

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

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

COMPONENTES DA OFERTA

Na comparação frente ao mesmo trimestre do ano anterior, a agropecuária foi o destaque positivo entre os setores produtivos, tendo registrado crescimento de 2,8%. Vale destacar que este resultado ocorreu sobre uma base elevada, uma vez que o setor já havia se recuperado do tombo de 13,8% na margem, observado no primeiro trimestre de 2012 (tabela 1.1). Isso adicionou 0,1 ponto percentual (p.p.) à taxa trimestral do PIB. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA/IBGE) divulgado em maio de 2014, além de ganhos na produtividade, esse resultado é explicado pelo bom desempenho de alguns produtos da lavoura, que concentraram suas safras no primeiro trimestre, como algodão (23,5%), arroz (7,7%) e soja (6,3%). No acumulado em quatro trimestres, o setor desacelerou seu ritmo de crescimento, que se reduziu de 7,3% para 4,8%. O *carry-over* para 2014 ficou em 2,2%.

Já o setor de serviços manteve estável sua taxa de expansão, que passou de 1,9% no quarto trimestre de 2013 para 2,0% no primeiro deste ano, sempre na comparação com o mesmo período do ano anterior. Com isso, foi responsável por 63,8% do crescimento do PIB no período, tendo adicionado 1,2 p.p. à sua taxa interanual. Destacaram-se neste resultado as atividades serviços de informação; transporte, armazenamento e correios; e intermediação financeira e seguros, com taxas de expansão de 4,4%, 4,0% e 2,6%, respectivamente. No acumulado em quatro trimestres, o setor, que vem mantendo um desempenho bastante regular desde o final de 2012, repetiu o resultado do período anterior, com alta de 2,2%. Com isso, o *carry-over* para 2014 ficou em 1,2%.

A indústria, por sua vez, apresentou o pior resultado na comparação interanual. Após avançar 2,1% no período anterior, o setor desacelerou para 0,8% ante o primeiro trimestre de 2013. Com este resultado, a contribuição para o crescimento interanual do PIB foi de apenas 0,2 p.p., a menor entre os últimos quatro trimestres. Entre as atividades, os destaques negativos ficaram por conta da construção civil e da indústria de transformação, que recuaram 0,9% e 0,5%, respectivamente. Ainda nesta base de comparação, enquanto a indústria extrativa mineral registrou alta de 5,4%, a maior desde o final de 2010, a atividade eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana também obteve bom desempenho, crescendo 5,2%. Já no acumulado em quatro trimestres, a indústria avançou pelo quarto período consecutivo, registrando alta de 2,1%. No entanto, o *carry-over* para o restante do ano piorou em relação ao fim de 2013, passando de 0,3% para -0,5%.

TABELA 1.1

PIB: taxa real de crescimento trimestral e acumulado no ano

(Em %)

	2012				2013				2014	Variação acumulada no ano		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	2012	2013	2014
PIB a preço de mercado (pm)	0,8	0,6	0,9	1,8	1,9	3,5	2,4	2,2	1,9	1,0	2,5	1,9
Imposto sobre produtos	1,5	0,7	1,2	3,0	2,6	4,2	3,8	3,4	2,4	1,6	3,5	2,4
PIB preço básico	0,7	0,5	0,9	1,6	1,8	3,3	2,2	1,9	1,8	0,9	2,3	1,8
Agropecuária	-8,1	1,2	4,0	-7,0	13,0	12,0	0,4	1,6	2,8	-2,1	7,3	2,8
Indústria	-0,1	-2,2	-0,7	0,0	-0,9	3,1	2,3	2,1	0,8	-0,8	1,7	0,8
Serviços	1,7	1,6	1,4	2,8	1,8	2,6	2,3	1,9	2,0	1,9	2,2	2,0
Demanda interna com variação de estoques	0,9	1,0	0,4	1,6	3,5	3,7	3,8	2,2	1,7	1,0	3,3	1,7
Demanda interna sem variação de estoques	1,6	1,4	1,7	2,7	2,4	3,3	3,2	2,7	1,7	1,9	2,9	1,7
Consumo – total	2,5	2,6	3,5	4,3	2,5	2,3	2,4	2,4	2,5	3,2	2,4	2,5
Famílias	2,8	2,2	3,6	4,2	2,5	2,8	2,4	2,5	2,2	3,2	2,6	2,2
Governo	1,6	3,8	3,4	4,4	2,4	0,9	2,5	2,2	3,4	3,3	2,0	3,4
FBCF	-2,1	-3,8	-5,6	-4,2	2,2	7,7	6,7	4,0	-2,1	-4,0	5,2	-2,1
Exportação	6,6	-2,5	-3,2	2,1	-5,7	6,3	3,2	5,6	2,8	0,5	2,5	2,8
Importação	6,3	1,5	-6,4	0,5	7,4	7,7	13,7	4,8	1,4	0,2	8,3	1,4
PIB pm variação dessazonalizada	0,3	0,2	0,6	0,8	0,4	1,6	-0,3	0,4	0,2			

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

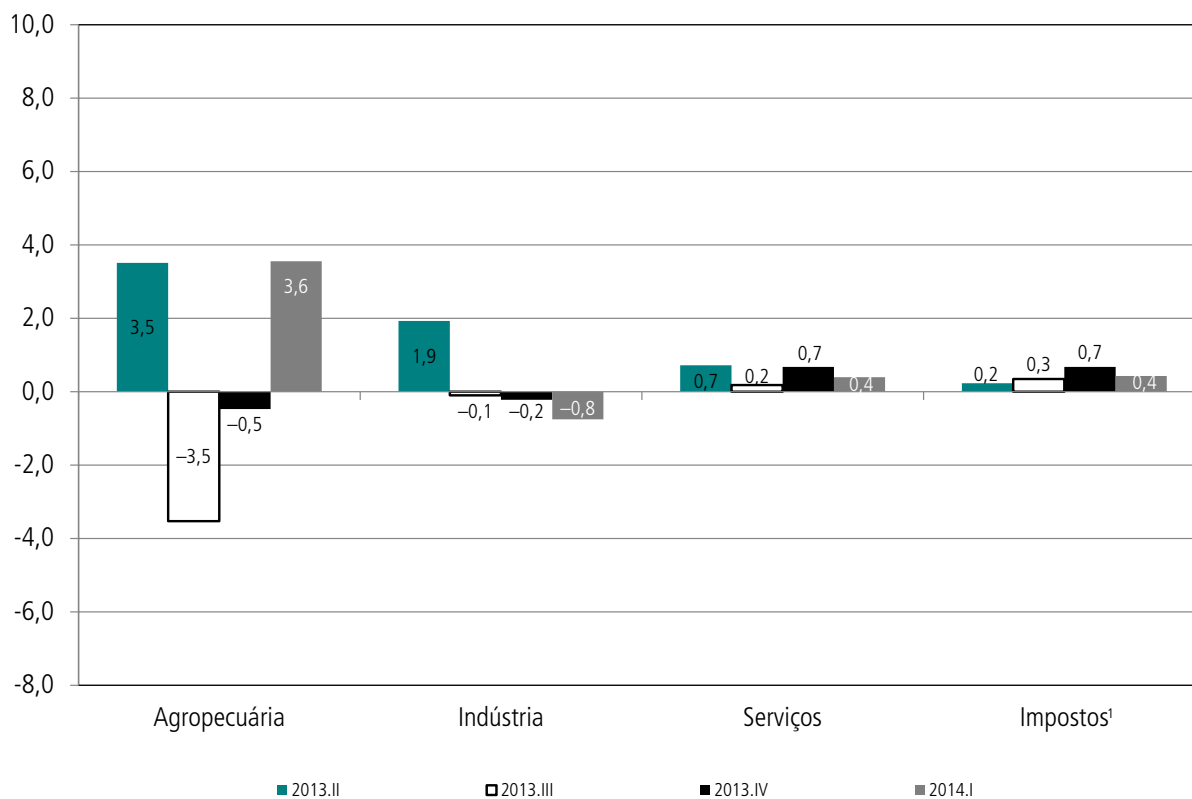
Na comparação entre o primeiro trimestre de 2014 e o quarto de 2013, na série dessazonalizada, a agropecuária também foi o grande destaque, registrando avanço de 3,6%, revertendo boa parte da queda acumulada nos dois períodos anteriores, quando acumulou recuo de 4,0% (gráfico 1.3). Já o setor de serviços sofreu desaceleração na margem, reduzindo sua taxa de crescimento de 0,7% para 0,4%. Este resultado foi bastante influenciado pelo fraco desempenho verificado nas atividades serviços de informação (-5,2%), outros serviços (-0,7%) e comércio (-0,1%). Por sua vez, os destaques positivos foram intermediação financeira e seguros (1,2%) e serviços imobiliários e aluguel (0,9%).

Ainda na série dessazonalizada, a indústria foi o destaque negativo entre os setores produtivos. A queda de 0,8% frente ao último trimestre do ano passado foi a terceira consecutiva nesta base de comparação, período no qual acumulou uma perda de 1,1%. Por trás deste resultado, está o fraco desempenho dos setores de construção civil (-2,3%) e de transformação (-0,8%), que também acumularam retrações nos últimos três trimestres. Entre as demais atividades, enquanto a extrativa mineral avançou 0,5%, o setor de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana foi o destaque positivo, com alta de 1,4% na margem.

GRÁFICO 1.3

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

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Dessazonalização própria.

COMPONENTES DA DEMANDA

O consumo das famílias cresceu pelo 42º trimestre consecutivo, registrando expansão de 2,2% na comparação entre o primeiro trimestre de 2014 e o mesmo período do ano anterior. Este resultado representou uma desaceleração em relação à taxa média verificada no ano passado, que ficou em 2,6%. Ainda assim, adicionou 1,4 p.p. à taxa de crescimento interanual do PIB, a maior contribuição entre os componentes pelo lado da demanda. Mantendo a mesma base de comparação, o deflator implícito do consumo das famílias voltou a reduzir sua taxa de crescimento pelo terceiro trimestre consecutivo, que passou de 6,9% para 5,8%, ficando apenas 0,2 p.p. acima do deflator do PIB. No acumulado dos últimos quatro trimestres, a taxa de expansão desacelerou pelo terceiro período consecutivo, passando de 2,6% para 2,5%. Por fim, o *carry-over* para 2014 ficou em 1,0%.

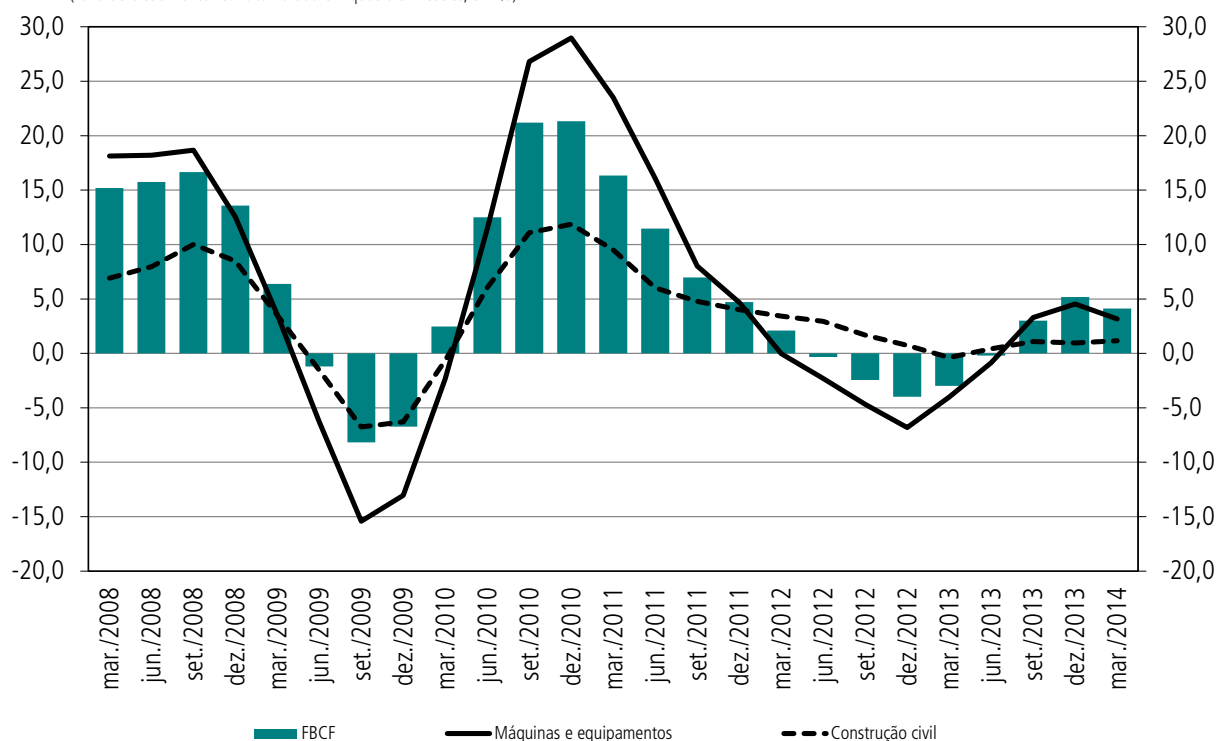
Já o consumo do governo cresceu 3,4% na comparação com o primeiro trimestre de 2013. Este foi o melhor resultado desde o quarto trimestre de 2012 e se refletiu numa contribuição de 0,7 p.p. ao crescimento interanual do PIB. Ainda nesta base de comparação, seu deflator implícito se reduziu pelo segundo trimestre consecutivo, passando de 11,7% para 7,3%. Já na comparação acumulada em quatro trimestres, o consumo do governo acelerou seu ritmo de crescimento, que aumentou de 2,0% para 2,2%. Com isso, elevou seu *carry-over* de 1,3% para 2,0%.

A FBCF foi o grande destaque negativo entre os componentes do PIB pelo lado da demanda, registrando queda de 2,1% na comparação interanual. Este foi o primeiro resultado negativo após quatro trimestres e retirou 0,4 p.p. do crescimento do PIB. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes se reduziu para 17,7%, contra 18,2% em igual período do ano passado. O mesmo aconteceu com a taxa de investimento bruta, que inclui a variação de estoques, passando de 18,7% para 18,2%. Esta queda poderia ter sido maior, não fosse o comportamento dos respectivos deflatores. Interrompendo um padrão que já vinha ocorrendo desde o segundo trimestre de 2009, houve um encarecimento dos investimentos em relação ao PIB, refletido em taxas de variação interanuais de 7,0% e 5,6%, respectivamente. Por sua vez, a taxa de poupança bruta sofreu forte recuo nesta mesma base de comparação, passando de 13,7% para 12,7%, sendo este o menor patamar desde o segundo trimestre de 2000.

Com o resultado do primeiro trimestre, a taxa de expansão acumulada em quatro trimestres se reduziu de 5,2% para 4,1%, enquanto o carregamento estatístico ficou em -3,2%. Esta piora foi reflexo do mau desempenho do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came) nos três primeiros meses do ano, ao passo que a construção civil vem mantendo uma trajetória de crescimento moderado (gráfico 1.4). Enquanto a taxa de crescimento anual do Came passou de 4,5% para 3,2%, o setor da construção civil cresceu 1,2%, na mesma base de comparação.

GRÁFICO 1.4
FBCF e componentes (mar./2008-mar./2014)

(Taxa de crescimento real acumulada em quatro trimestres, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em termos da formação bruta de capital (FBC), a participação da variação de estoques no desempenho do PIB no primeiro trimestre de 2014 foi neutra. Interrompendo o processo de ajustamento verificado no fim do ano passado, os estoques permaneceram estáveis nos três primeiros meses deste ano frente ao mesmo período de 2013, gerando uma contribuição nula à taxa interanual do PIB.

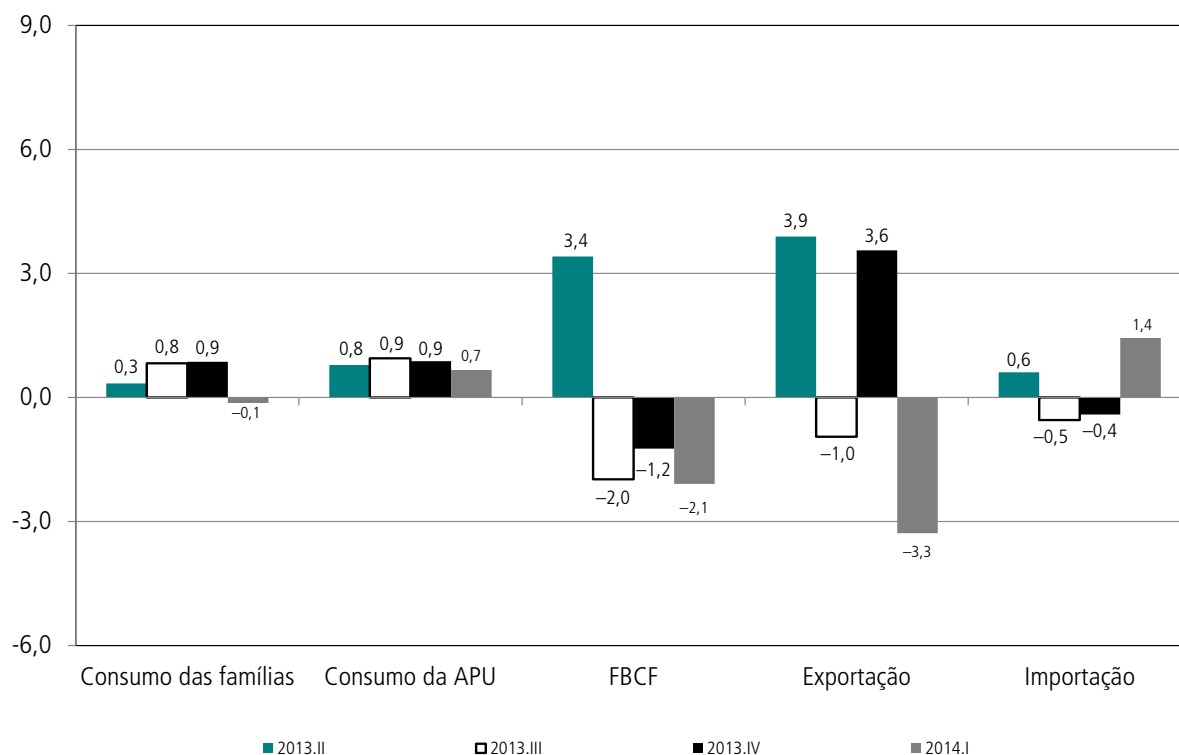
Por fim, ainda na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, nota-se que a absorção doméstica, composta pelo consumo total (famílias e governo) e pela FBC, cresceu num ritmo inferior ao PIB, implicando uma contribuição positiva das exportações líquidas, que adicionaram 0,1 p.p. ao seu crescimento interanual. Este resultado foi reflexo da alta de 2,8% das exportações de bens e serviços, enquanto as importações cresceram 1,4%.

Na série livre de influências sazonais, a análise dos componentes do PIB pela ótica da demanda destaca a perda de fôlego do consumo das famílias, que recuou 0,1% na passagem entre o quarto trimestre do ano passado e o primeiro de 2014 (gráfico 1.5). Este foi o pior resultado desde o terceiro trimestre de 2011 e reflete, em parte, o menor dinamismo verificado no mercado de trabalho, assim como a desaceleração do crescimento do crédito e da renda real. Já o consumo do governo manteve o ritmo de crescimento dos últimos três trimestres, registrando avanço de 0,7% na margem. O principal destaque negativo nesta base de comparação foi a FBCF, cujo desempenho vem se deteriorando desde o terceiro trimestre de 2013. O recuo de 2,1% na margem foi o terceiro consecutivo, período no qual os investimentos já acumulam uma perda de 5,2%. Por fim, assim como aconteceu na comparação interanual, a absorção interna¹ apresentou resultado inferior ao do PIB, recuando 0,1% na série dessazonalizada. A diferença ficou por conta do comportamento da variação de estoques que, neste caso, contribui positivamente.² Com isso, o vazamento externo foi positivo no primeiro trimestre de 2014, refletido no crescimento das importações (1,4%) e combinado à queda das exportações (-3,3%).

GRÁFICO 1.5

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

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

1. Dessazonalização própria.

2. Excluindo-se o efeito da variação de estoques, o resultado do PIB na margem teria sido uma queda de 0,6%.

PRODUÇÃO INDUSTRIAL

De acordo com os dados da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a indústria voltou a registrar queda na passagem entre os meses de abril e maio, na série dessazonalizada. O recuo de 0,6% foi o terceiro consecutivo nesta base de comparação, ratificando o fraco desempenho da produção industrial, que já acumula uma perda de 4,5% desde outubro do ano passado (tabela 1.2). Ainda na comparação com ajuste sazonal, o índice da média móvel trimestral também voltou a cair, passando de -0,3% para -0,5%. Esta foi a oitava queda em onze meses e deixa um arrasto estatístico de -1,2% para o segundo trimestre.

Na comparação com o mesmo período do ano passado, o desempenho não foi melhor. Após registrar forte queda em abril (-5,9%), a produção da indústria ficou 3,1% abaixo do patamar atingido em maio de 2013. Com isso, enquanto a taxa de crescimento acumulada no ano se reduziu de -1,2% para -1,6%, o resultado em doze meses desacelerou pelo segundo período consecutivo, passando de 0,7% para 0,2%.

TABELA 1.2

PIM-PF
(Variação, em %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado ¹			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Mar./2014	Abr./2014	Mai./2014	Mar./2014	Abr./2014	Mai./2014	No ano	Em doze meses
Geral	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-5,9	-3,1	-1,6	0,2
Classes								
Extrativa mineral	4,1	0,0	1,4	7,9	4,7	7,6	4,7	0,6
Transformação	-0,8	-0,7	-0,3	-1,8	-7,1	-4,4	-2,4	0,2
Categorias de uso								
Capital	-4,2	-0,8	-2,7	-8,7	-14,5	-9,7	-5,8	4,1
Intermediários	0,2	-0,3	-0,8	0,0	-4,4	-2,9	-1,9	-0,9
Consumo	-0,5	-1,0	-0,3	0,6	-6,1	-2,3	-0,1	1,0
Duráveis	-4,0	-2,3	-3,6	-4,9	-12,2	-11,2	-3,2	-0,4
Semi e não duráveis	-0,1	0,3	1,0	2,7	-4,0	0,8	1,0	1,5
Insumos da construção civil	-2,4	-0,5	-1,1	-4,1	-10,1	-5,5	-3,9	-0,9

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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

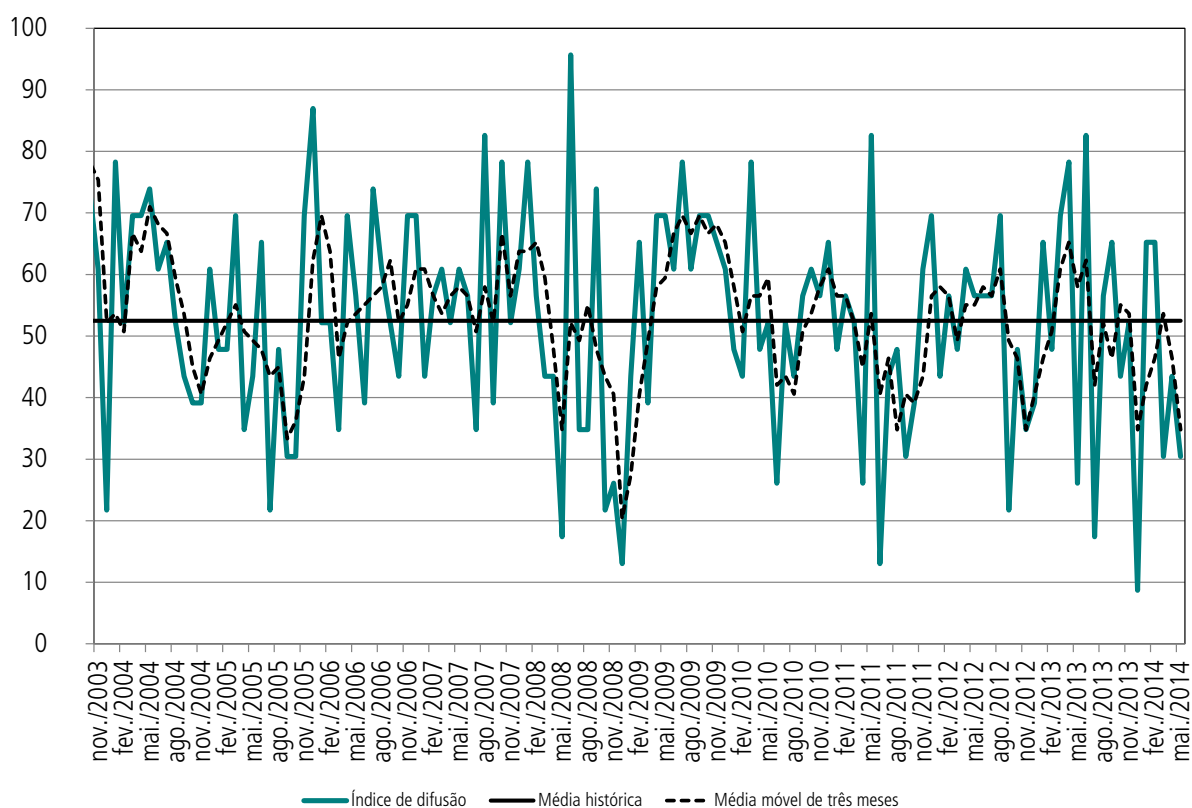
Entre as classes de produção, o mau resultado da indústria geral pode ser creditado ao desempenho da transformação, que recuou 0,3% em maio ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Entre os segmentos, foi verificada expansão em apenas seis atividades, o que reduziu o índice de difusão³ de 43% em abril para 30% em maio (gráfico 1.6). Entre aquelas com maior peso, destacaram-se negativamente as seguintes atividades: metalurgia (-4,0%), que acumulou retração de 9,4% nos últimos três meses; veículos automotores, reboques e carrocerias (-3,9%), que desde outubro último retraiu expressivos 20,9%; e coque, produtos derivados do petróleo e biocombustíveis (-3,7%). Já os destaques positivos ficaram por conta das atividades máquinas e equipamentos (1,1%) e produtos alimentares (1,0%). Enquanto a transformação contraiu, a indústria extrativa registrou alta de 1,4% na margem e segue mantendo um bom desempenho em 2014.

3. O índice de difusão mede a porcentagem das atividades que compõe a indústria de transformação (26) que apresentou aumento na comparação com o período anterior, após ajuste sazonal. Pela insuficiência do tamanho de suas amostras, as atividades impressão e reprodução de gravações e manutenção, reparação e instalação de máquinas e equipamentos foram excluídas do cálculo.

GRÁFICO 1.6

PIM-PF: índice de difusão (nov./2003-mai./2014)

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a indústria de transformação também apresentou resultado negativo em maio, com queda de 4,4%. Entre os vinte segmentos que registraram retração interanual, vale destacar veículos automotores, reboques e carrocerias, metalurgia e produtos de metal, com quedas de 20,1%, 10,5% e 9,5%, respectivamente. No acumulado em doze meses, a taxa de crescimento reduziu de 0,9% para 0,2%. Novamente em direção contrária, o setor extrativo registrou crescimento na comparação interanual, com alta de 7,6%, a quarta consecutiva. Com isso, a taxa em doze meses ficou em 0,6%, o primeiro resultado positivo após quinze meses.

Tomando por base a série com ajuste sazonal, o mau desempenho ocorrido em maio foi bastante disseminado entre as categorias de uso. A exceção foi a produção de bens de consumo semi e não duráveis, que registrou avanço de 1,0% na comparação com o período imediatamente anterior. Este foi o terceiro resultado positivo em quatro meses, período em que o setor acumulou alta de 3,9%. Entre as atividades, destacou-se a produção de alimentos, que também cresceu 1,0% no período. Em contrapartida, o setor de bens de consumo duráveis registrou o pior resultado entre as categorias de uso no mês de maio. A queda de 3,6% na margem foi influenciada pelo mau desempenho da produção de veículos automotores e de equipamentos de transporte não industrial, que recuaram 3,0% e 5,1%, respectivamente.

O setor de bens de capital foi o responsável pelo segundo pior resultado em maio, na comparação com ajuste sazonal, recuando 2,7% sobre o mês de abril. Esta foi a terceira queda consecutiva da produção, que acumulou no período uma retração de 7,5%. Entre as atividades, o destaque negativo

foi o segmento equipamentos de transporte (-3,2%) que, ao contrário do que aconteceu em 2013, vem sendo a principal influência negativa em 2014. Além dele, a produção de bens de capital para fins seriados também sofreu recuo importante em maio, registrando queda de 3,1%. Os destaques positivos ficaram por conta dos equipamentos voltados para fins industriais não seriados e para o setor agrícola, que exibiram expansão de 3,3% e 3,2%, respectivamente.

Por fim, a produção de bens intermediários, categoria de uso com o maior peso na indústria, caiu 0,8% frente ao mês anterior na série ajustada. Esta foi a segunda queda seguida na margem, revertendo o bom desempenho registrado no primeiro trimestre do ano. O recuo em maio foi explicado, em grande medida, pelo mau desempenho da produção de combustíveis e lubrificantes elaborados (-4,3%) e alimentos e bebidas básicos (-4,2%).

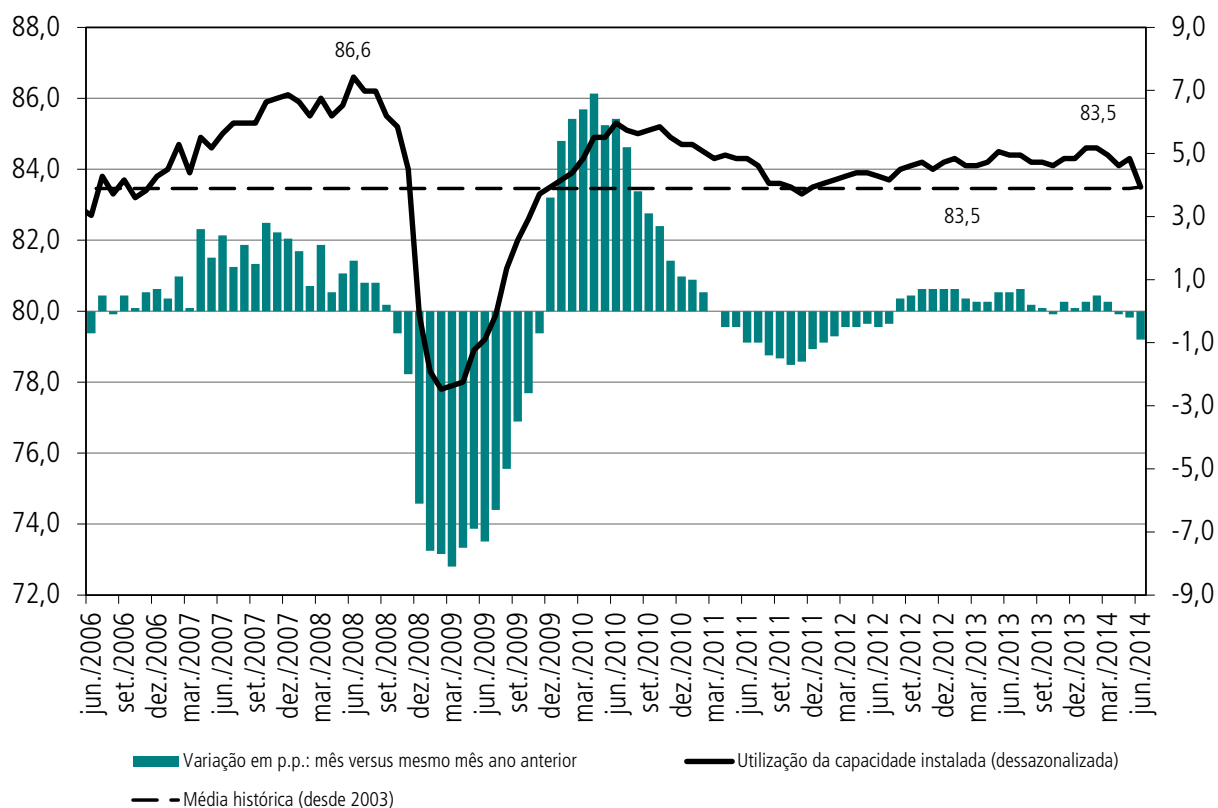
Também na comparação com o mesmo mês do ano passado, o setor de bens semi e não duráveis foi o único a registrar variação positiva, com alta de 0,8% sobre maio de 2013. Com isso, acumula, no ano, um crescimento de 1,0%, embora a taxa em doze meses tenha desacelerado de 1,7% para 1,5%. Em relação à produção de bens de consumo duráveis, a queda de 11,2% no comparativo interanual foi a terceira seguida e refletiu o péssimo desempenho do segmento veículos automotores, que ficou 21,2% abaixo do resultado de maio de 2013. Este resultado se refletiu num recuo de 3,2% no acumulado do ano, enquanto a taxa em doze meses apresentou a primeira variação negativa (-0,4%) desde dezembro de 2012. Do mesmo modo, a produção de bens de capital segue registrando variações negativas na comparação interanual. O recuo de 9,7% em maio foi o terceiro seguido, e explica a queda de 5,8% no ano. Por sua vez, a taxa acumulada em doze meses permanece desacelerando e, após encerrar 2013 em 11,6%, já se encontra em 4,1%. Por fim, a categoria de intermediários também assinalou queda na comparação interanual, ficando 2,9% abaixo do patamar de maio de 2013. Os destaques negativos ficaram por conta das atividades peças e acessórios para equipamentos de transporte industrial e insumos industriais elaborados, que retraíram 11,6% e 6,2%, respectivamente. No acumulado dos cinco primeiros meses do ano, a queda foi de 1,9%, enquanto o resultado em doze meses reduziu-se de -0,5% para -0,9%.

Em relação ao uso dos fatores de produção, de acordo a pesquisa *Sondagem industrial*, da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) do setor manufatureiro vem apresentando tendência de queda desde fevereiro de 2014, refletindo o fraco desempenho da indústria de transformação. Em junho, o indicador voltou a recuar, registrando queda de 0,8 p.p. sobre o mês anterior, na série livre de efeitos sazonais (gráfico 1.7). Com este resultado, o Nuci retornou ao patamar de 83,5%, igualando a média histórica do indicador. A análise dos dados provenientes da pesquisa *Indicadores industriais*, da Confederação Nacional da Indústria (CNI), revela um cenário similar para o Nuci, embora o indicador apresente um ritmo mais acelerado de queda, já estando abaixo da sua média histórica.

GRÁFICO 1.7

FGV: nível de utilização da capacidade instalada (jun./2006-jun./2014)

(Índices dessazonalizados)



Fonte: FGV.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

COMÉRCIO

De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, as vendas reais no varejo restrito registraram recuo de 0,4% na passagem entre os meses de março e abril, na série livre de efeitos sazonais. Após permanecer estagnado em fevereiro, esta foi a segunda queda consecutiva do volume de vendas nesta base de comparação, fato que não ocorria desde novembro de 2008, quando a economia sofria de forma mais intensa os efeitos da crise financeira internacional (tabela 1.3). Entre os oito segmentos que compõem o varejo restrito, apenas o setor outros artigos de uso pessoal e doméstico apresentou variação positiva, com avanço de 0,3% na margem. Por sua vez, entre os setores que recuaram em abril, destaca-se a queda de 1,4% do segmento hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo. Com o maior peso entre os componentes da pesquisa, o grupo registrou o terceiro recuo seguido na margem, sendo negativamente influenciado pela alta da inflação de alimentos. Além dele, vale mencionar o forte recuo dos segmentos livros, jornais, revistas e papelaria e equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, que registram quedas de 2,7% e 2,6%, respectivamente. Ainda na comparação com ajuste sazonal, o índice da média móvel trimestral também revela um fraco desempenho do varejo em 2014, exibindo taxa média de crescimento nula no primeiro quadrimestre do ano. O resultado de abril deixa um *carry-over* de -0,7% para o resultado do segundo trimestre.

TABELA 1.3

Vendas no varejo: evolução das taxas de crescimento

(Variação %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado ¹			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Fev./2014	Mar./2014	Abr./2014	Fev./2014	Mar./2014	Abr./2014	No ano	Em doze meses
Comércio varejista restrito ²	0,0	-0,5	-0,4	8,7	-1,1	6,7	5,0	4,9
Comércio varejista ampliado ³	-2,2	-1,0	0,6	8,1	-5,5	0,0	1,6	2,5
1. Combustíveis e lubrificantes	1,3	-1,5	-0,8	14,0	4,1	1,5	6,4	6,8
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	-0,2	-1,1	-1,4	5,5	-2,8	10,1	4,3	3,3
2.1 Hipermercados e supermercados	-0,1	-1,0	-1,5	5,3	-3,0	10,4	4,3	3,3
3. Tecidos, vestuário e calçados	-0,6	-1,6	-1,0	7,2	-7,3	-5,5	-1,2	1,6
4. Móveis e eletrodomésticos	0,2	1,5	-0,1	10,4	3,8	2,3	5,5	5,6
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	-0,3	0,3	0,0	15,0	9,3	5,4	10,7	10,6
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	-3,8	-0,4	-2,7	-4,8	-8,8	-10,6	-4,9	-1,8
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	7,2	-3,8	-2,6	7,2	-5,0	-3,9	-1,5	5,1
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	0,2	-0,2	0,3	16,9	-3,5	15,9	9,5	9,9
9. Veículos, motos, partes e peças	-8,3	0,3	5,4	4,8	-15,9	-9,8	-5,3	-2,7
10. Materiais de construção	3,9	-4,1	-0,5	16,7	1,3	-5,8	3,7	5,6

Fonte: IBGE/PMC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Notas: ¹ Sazonalmente ajustado pelo IBGE (método X-12).² O indicador do comércio varejista restrito é composto pelos resultados das atividades numeradas de 1 a 8.³ O indicador do comércio varejista ampliado é composto pelos resultados das atividades numeradas de 1 a 10.

Já na comparação com o mesmo período de 2013, o volume de vendas no varejo restrito registrou alta de 6,7%, parcialmente influenciado por um efeito-base, uma vez que o feriado da Páscoa ocorreu em março do ano passado e em abril deste ano. Entre os segmentos, destaca-se o crescimento dos setores outros artigos de uso pessoal e doméstico (15,9%) e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo (10,1%). Por sua vez, os segmentos livros, jornais, revistas e papelaria (-10,6%) e tecidos, vestuário e calçados (5,5%) contribuíram negativamente para o resultado interanual. No acumulado em doze meses, as vendas registraram crescimento de 4,9%, enquanto o resultado no ano ficou em 5,0%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, o resultado de abril exibiu avanço de 0,6% na série dessazonalizada, praticamente revertendo a queda de 0,7% acumulada no primeiro trimestre do ano. O principal responsável por esse resultado foi o setor de veículos, motos, partes e peças, com alta de 5,4%, enquanto o setor de materiais de construção voltou a recuar, registrando queda de 0,5%. Vale notar que apesar do forte crescimento das vendas de veículos em abril, o segmento acumula no ano uma retração de 5,3%. Já na comparação com o mesmo mês do ano anterior, o varejo ampliado permaneceu estável, com destaque negativo para os segmentos veículos, motos, partes e peças (-9,8%) e materiais de construção (5,8%). Na variação acumulada em doze meses, a desaceleração do comércio é mais dramática, refletindo a piora nas condições de crédito que, associada aos baixos níveis de confiança das famílias, vem adiando as decisões por novos endividamentos, reduzindo, principalmente, a demanda por bens de consumo duráveis. Nessa base de comparação, o varejo ampliado registrou crescimento de apenas 2,5% em abril, resultado bastante inferior ao

ocorrido no mesmo mês de 2013, quando havia crescido 7,7%. No acumulado no ano, o acréscimo é ainda mais baixo (1,6%), com o *carry-over* para o segundo trimestre ficando em -0,8%.

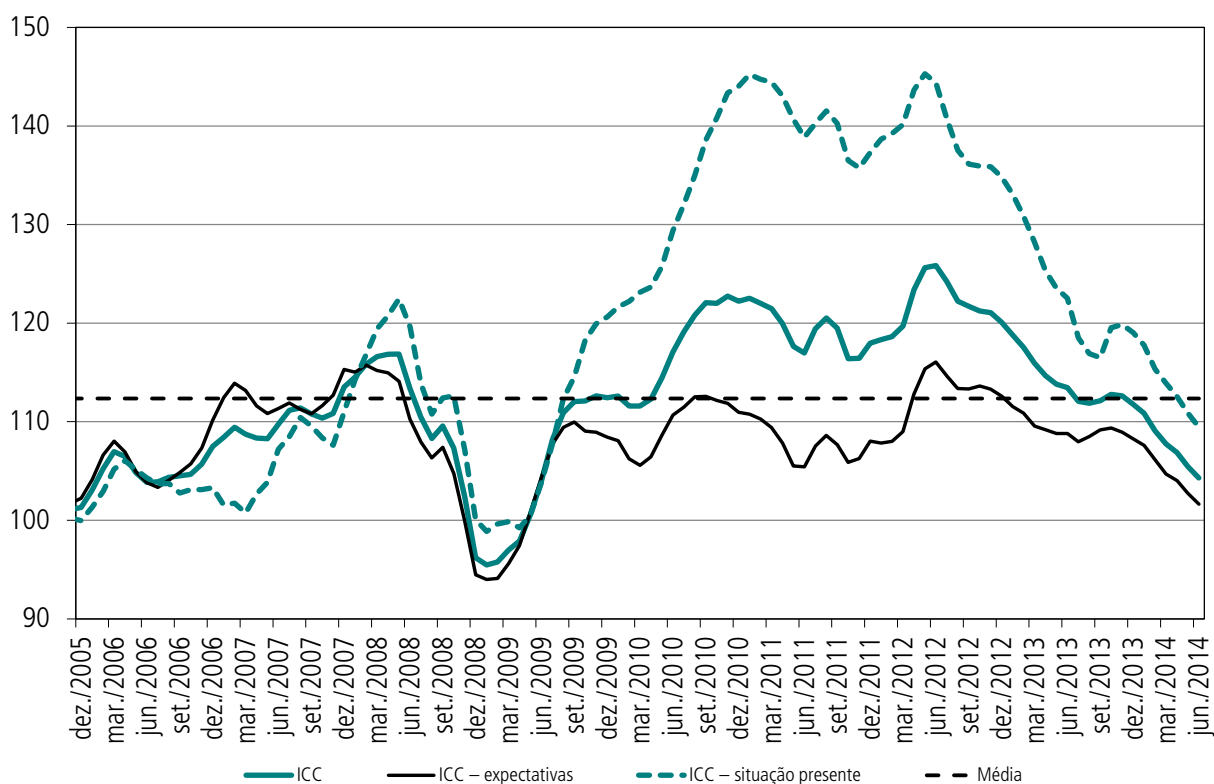
OUTROS INDICADORES E PERSPECTIVAS

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil (IBC-Br) registrou avanço de 0,1% na passagem entre março e abril na série dessazonalizada, deixando um carregamento estatístico de apenas 0,1% para o segundo trimestre de 2014. Refletindo um cenário de baixo crescimento, o indicador tem se mantido virtualmente estagnado desde o terceiro trimestre do ano passado, quando recuou 0,1%. Na comparação com abril de 2013, a queda de 2,3% se configurou no pior resultado desde julho de 2009. Com isso, embora o IBC-Br tenha acumulado alta de 0,8% no primeiro quadrimestre de 2014, sua taxa de crescimento na comparação com doze meses desacelerou pelo segundo mês consecutivo, passando de 3,1% para 2,2%.

As perspectivas para este ano apontam para um quadro de baixo dinamismo da atividade econômica, refletindo um cenário menos favorável que o prevalecente em 2013. Em relação à demanda por bens, os fundamentos baseados no tripé emprego-renda-crédito têm apresentado alguma deterioração. Em primeiro lugar, embora o mercado de trabalho ainda se mostre aquecido, sua dinâmica recente sugere um ímpeto menor na criação de novas vagas. Em alguns setores, inclusive, a expectativa com relação ao anúncio de férias coletivas é elevada, o que torna os agentes mais precavidos. Além disso, o menor aumento conferido ao salário mínimo este ano, associado ao comportamento altista dos níveis de preços, tem contribuído para suavizar os ganhos reais de renda, influenciando negativamente o consumo de bens semi e não duráveis, como atestam os dados do varejo divulgados na PMC. Em segundo lugar, o ciclo de aperto monetário iniciado pelo BCB em abril de 2013 tem piorado as condições de crédito, seja elevando o custo do financiamento, seja interrompendo o processo de redução verificado nos indicadores de inadimplência, tornando os bancos mais seletivos. Como agravante, os níveis de comprometimento da renda das famílias com os serviços de dívidas passadas continuam relativamente elevados, o que pode estar restringindo o espaço para novas compras, especialmente de bens duráveis. A esse respeito, o governo já considera rever a intenção de retirar os estímulos ao consumo baseados em desonerações, como é o caso do setor de autoveículos, para o qual a redução do IPI irá permanecer.

Estes fatores ajudam a explicar a deterioração dos níveis de confiança das famílias. Embora o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), divulgado na pesquisa *Sondagem do consumidor*, da FGV, tenha registrado avanço de 1,0% em junho, na série com ajuste sazonal, este resultado não foi suficiente para reverter a forte queda verificada no período anterior, quando o índice recuou 3,3% na margem. De fato, a perda acumulada desde outubro passado já chega a 8,8%. Na composição do resultado de junho, que pode ter sido positivamente influenciado pelo evento da Copa do Mundo de Futebol, enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente subiu 2,2%, o índice referente às expectativas quanto aos próximos meses permaneceu praticamente estável, com alta de 0,1%. A análise da média móvel trimestral revela uma queda persistente no otimismo das famílias desde junho de 2012, só interrompida durante o terceiro trimestre do ano passado (gráfico 1.8).

GRÁFICO 1.8
ICC (média móvel de três meses) (dez./2005 - jun./2014)
 (Setembro de 2005 = 100)



Fonte: FGV.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Refletindo um nível de otimismo cada vez mais comedido por parte das famílias, os resultados preliminares referentes ao comportamento do comércio varejista em maio e junho sugerem a manutenção de um ritmo moderado de crescimento. Enquanto o indicador Serasa Experian de atividade do comércio registrou leve alta de 0,8% na passagem de abril para maio, na série livre de influências sazonais, os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve) revelaram um desempenho bastante frágil das vendas de autoveículos durante os meses de maio e junho, com recuos de 2,4% e 8,0%, respectivamente. As vendas no setor de alimentos e bebidas também recuaram em maio, com queda de 1,4% sobre o mês de abril, segundo informe da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). Por sua vez, a Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção (ABRAMAT) relatou um recuo de 0,2% nas vendas do setor. Por fim, ainda na comparação dessazonalizada, o Índice de Confiança do Comércio (Icom)/FGV, após registrar recuo de 3,0% em maio, voltou a cair em junho (-0,7%). Esta foi a terceira contração seguida do indicador, que acumula queda de 8,9% em 2014.

No que diz respeito ao setor de serviços, os indicadores antecedentes revelam um cenário um pouco mais favorável, embora ainda ambíguo. Após registrar recuo de 5,7% em maio, o pior resultado desde dezembro de 2008, o Índice de Confiança de Serviços (ICS), medido pela FGV, voltou a cair em junho, recuando 0,7% na comparação com o período anterior, na série livre de efeitos sazonais. Este foi o quarto recuo consecutivo do indicador, que atingiu o menor nível desde abril de 2009. O resultado foi bastante disseminado. Entre os doze segmentos pesquisados, oito apresentaram variação negativa. A piora da confiança resultou das quedas de 1,5% no Índice de Situação Atual (ISA) e de 0,2% no

Índice de Expectativas (IE). Por sua vez, o Índice de Gerentes de Compras – Purchasing Managers Index (PMI) – relacionado ao setor de serviços acelerou em junho, avançando para 51,4 pontos ante 50,6 pontos verificados no mês anterior, ficando acima do patamar de 50 pontos pelo quinto período consecutivo.⁴ Este resultado, que refletiu uma forte recuperação do componente expectativas de negócios, contribuiu para suavizar o mau desempenho do PMI da indústria, elevando levemente o índice PMI Composto, que subiu de 49,8 para 49,9 pontos, aproximando-se da zona de estabilidade.

Com relação à indústria, as perspectivas são pouco favoráveis, apontando para a manutenção do quadro de estagnação que tem afligido o setor desde o segundo semestre de 2010. Convivendo com uma série de restrições pelo lado da oferta – a saber, infraestrutura ineficiente, elevada carga tributária, burocracia excessiva, entre outros fatores –, os empresários do setor manufatureiro têm sido cada vez mais pressionados por aumentos nos custos de produção, uma vez que os salários pagos continuam a crescer acima da sua produtividade. Além do custo unitário do trabalho, a elevação das tarifas de energia elétrica também tem sido outra fonte de pressão. Nesse contexto, a depreciação ocorrida na taxa de câmbio ao longo dos últimos anos tem sido insuficiente para garantir um aumento significativo na competitividade da indústria brasileira, cujas margens de lucro têm encolhido cada vez mais. Como agravante, além do fraco desempenho do comércio internacional, o mercado doméstico começa a mostrar sinais mais claros de desaceleração.

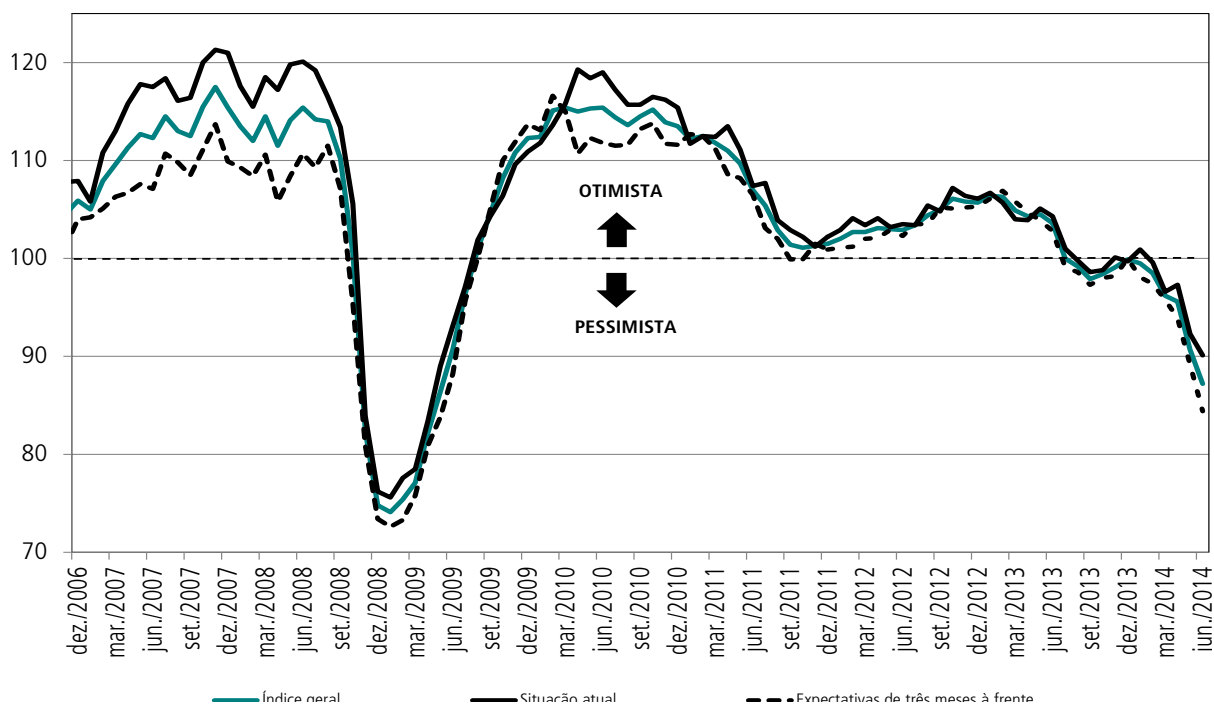
Todas estas questões têm contribuído para um aumento dos níveis de incerteza no ambiente econômico, o que também se reflete na deterioração da confiança dos empresários. De acordo com a pesquisa *Sondagem conjuntural da indústria de transformação*, da FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) voltou a recuar em junho, registrando queda de 3,9% na série com ajuste sazonal. Este foi o sexto resultado negativo seguido do indicador, acumulando uma contração de 12,7% no primeiro semestre de 2014. Com isso, a confiança dos empresários se manteve na zona de pessimismo,⁵ fato que vem ocorrendo desde julho do ano passado. Enquanto o ISA caiu 2,4%, o IE recuou expressivos 5,4% na margem. Outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (IcEI) tem apresentado um quadro similar. Em junho, o pequeno avanço de 0,1% na margem interrompeu uma sequência de sete resultados negativos, não sendo suficiente para retirar o indicador da zona de pessimismo. A melhora foi explicada pelo crescimento de 0,2% do indicador que avalia a percepção seis meses à frente, enquanto o otimismo em relação à situação atual retraiu 0,1% na margem (gráficos 1.9A e 1.9B).

Além da deterioração dos níveis de confiança dos empresários, outros indicadores antecedentes da produção industrial já indicam novo tropeço em junho, sinalizando um resultado negativo no segundo trimestre de 2014. Além do menor número de dias úteis, de acordo com o indicador PMI da indústria, a atividade do setor manufatureiro desacelerou novamente em junho, caindo pelo terceiro mês consecutivo. Na comparação com maio, o indicador passou de 48,8 para 48,7 pontos, mantendo-se abaixo do patamar de 50 pontos, que separa crescimento de contração. Além disso, a produção de automóveis, de acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), despencou em junho, com retração de 21,0% na série ajustada sazonalmente. Esta foi a quarta queda seguida do setor, cuja produção atinge seu patamar mais baixo desde meados de 2009. Por sua vez, apesar do fraco desempenho da produção, o nível de estoques na indústria tem se mantido acima do planejado, atingindo, no mês de junho, o mesmo patamar de outubro de 2011 (gráfico 1.10).

4. Valores acima de 50 pontos indicam crescimento da atividade.

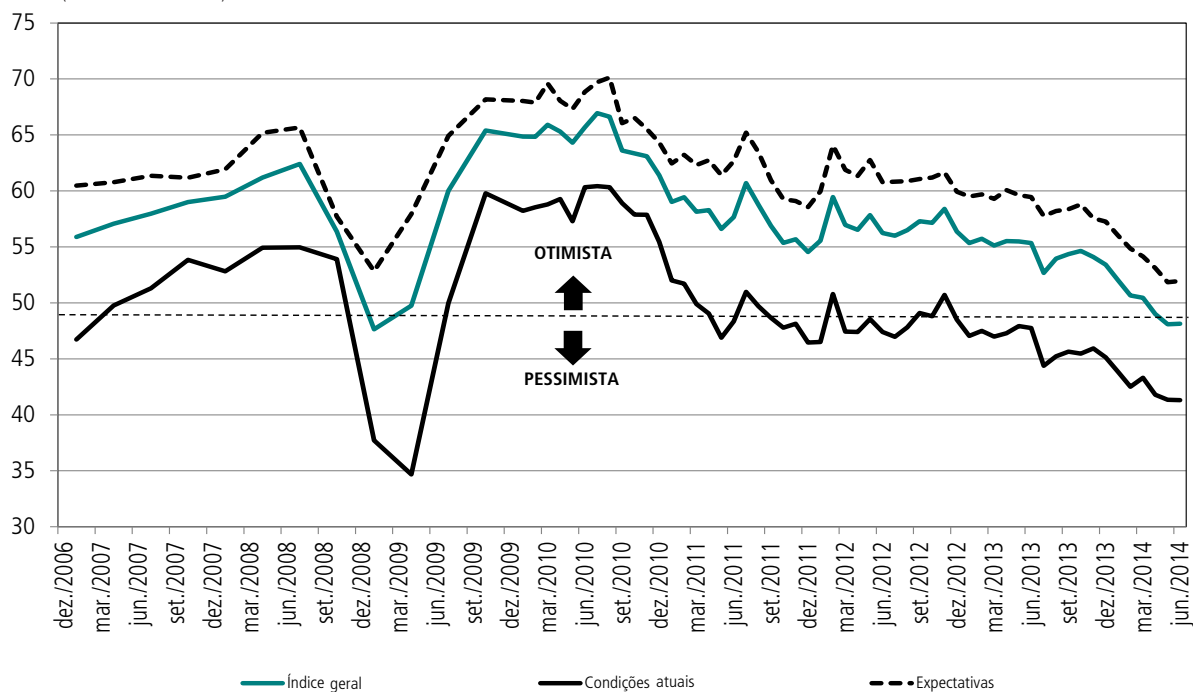
5. O índice varia numa escala que chega até 200 pontos, sendo que valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

GRÁFICO 1.9A
ICI (dez./2006-jun./2014)
 (Índice dessazonalizado)



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

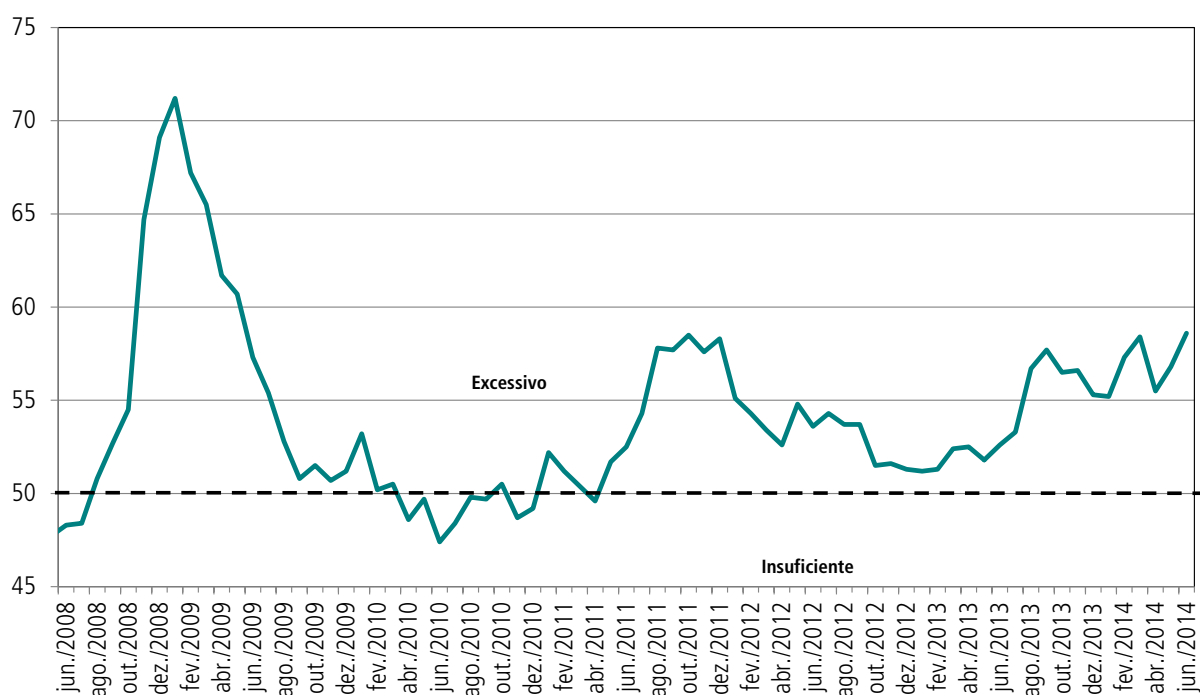
GRÁFICO 1.9B
Icei (dez./2006-jun./2014)
 (Índice dessazonalizado)



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

GRÁFICO 1.10

Evolução do nível de estoques na indústria de transformação: efetivo *versus* planejado (jun./2008-jun./2014)



Fonte: FGV e CNI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Por fim, após a contração de 2,1% registrada no primeiro trimestre do ano, a FBCF continuou mantendo um fraco desempenho nos meses seguintes. Tomando-se por base a comparação entre a média do bimestre abril-maio e a média dos três primeiros meses do ano, o Indicador Ipea de FBCF revela queda de 3,6% na série livre de influências sazonais. Este mau resultado está associado ao comportamento do consumo aparente de máquinas e equipamentos, que apresentou queda de 4,4%, na série dessazonalizada. De acordo com os dados divulgados pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), enquanto as importações de bens de capital em volume recuaram 3,1%, as exportações avançaram fortemente, com alta de 6,3%, nesta mesma base de comparação. Somado a isso, a produção doméstica de bens de capital recuou 1,0% no mesmo período, segundo a PIM-PF. Por seu turno, os dois primeiros meses do segundo trimestre mostraram uma recuperação nas vendas de caminhões e ônibus, o que pode vir a gerar um impacto positivo na produção.

Já a produção de insumos da construção civil (também divulgada na PIM-PF), utilizada como *proxy* para outro importante componente da FBCF, registrou a terceira queda seguida na comparação dessazonalizada, recuando 1,1% na passagem de abril para maio. Com isso, ainda na série ajustada, o bimestre abril-maio ficou 1,7% abaixo do primeiro trimestre do ano. Na comparação interanual, o indicador também apresentou resultado negativo pelo terceiro período consecutivo, ficando 5,5% abaixo do patamar de maio do ano passado. Por sua vez, o ICI da pesquisa *Sondagem da indústria da construção*, da CNI, confirma o cenário menos otimista para o setor. De acordo com os dados referentes a maio, tanto o indicador de evolução do nível de atividade quanto a utilização da capacidade de operação mostraram recuo. Além disso, as expectativas dos empresários para os próximos seis meses pioraram em todos os quesitos, quais sejam, nível de atividade, novos empreendimentos e serviços, compras de insumos e matérias-primas e número de empregados.

2 MERCADO DE TRABALHO

SUMÁRIO

Ao longo dos primeiros meses de 2014, o mercado de trabalho revela um cenário de acomodação, que conjuga estabilidade da taxa de desemprego em baixo patamar e desaceleração da ocupação, decorrentes do crescimento mais moderado da economia brasileira.

Em abril de 2014, a taxa média de desemprego no Brasil ficou em 4,9%, recuando 0,9 ponto percentual (p.p.) em relação à observada em abril de 2013 e mantendo-se estável na margem. Entretanto, deve-se ressaltar que, conforme vem ocorrendo desde o último trimestre do ano passado, o fator preponderante para a queda do desemprego não tem sido a expansão da ocupação, mas sim o comportamento da população economicamente ativa (PEA). Após encerrar o ano de 2013 com alta de 0,7%, atingindo um resultado bem inferior aos observados nos anos anteriores – média de 2,6% de crescimento no triênio 2010-2012 –, a população ocupada, medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), desacelerou ainda mais no primeiro quadrimestre de 2014, apresentando variação nula. Esta trajetória descendente da ocupação, todavia, foi mais que compensada pelo comportamento da PEA, que aponta retração de 0,7% nos quatro primeiros meses de 2014 quando comparada ao mesmo período de 2013.

Em sentido contrário ao nível de ocupação, os rendimentos reais voltaram a apresentar aceleração nas suas taxas de crescimento nos primeiros meses do ano. De janeiro a abril de 2014, os rendimentos reais habitualmente recebidos registraram variação de 3,2%, alcançando um patamar bem superior ao observado durante o ano de 2013, quando apontaram alta de 1,7%. Esta elevação dos rendimentos reais anulou os efeitos da retração da ocupação e proporcionou uma expansão de 3,2% da massa salarial real, contribuindo para o aumento do poder de compra das famílias.

Em linha com o comportamento da população ocupada na PME, as estatísticas mais recentes revelam uma queda no ritmo de geração de vagas no mercado formal da economia, segundo dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Depois de apresentar indícios de recuperação no primeiro bimestre do ano, o saldo de criação de empregos com carteira voltou a desacelerar. Em maio, o CAGED registrou o pior resultado para este mês desde 1992, e no acumulado dos últimos doze meses foram criados 664,7 mil postos de trabalho, configurando a terceira queda consecutiva deste indicador. Ainda de acordo com o CAGED, o principal segmento responsável pela geração de novas vagas continua sendo o setor de serviços, que, em maio, gerou 66% do total de novos empregos.

Em contraposição, a indústria de transformação extinguiu 28,5 mil empregos com carteira assinada no mês. Este mesmo quadro de enfraquecimento do emprego na indústria é verificado por meio da análise da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes). Segundo a Pimes, nos últimos doze meses, até maio, o pessoal ocupado na indústria de transformação e o número de horas pagas apresentaram retração de 1,5%, condizente com a queda de 3,0% da produção industrial. Na contramão do nível de emprego, a folha de pagamento real na indústria registra alta de 2,7% no período de maio de 2013 a abril de 2014, repercutindo em grande parte os reajustes salariais obtidos no primeiro quadrimestre deste ano. No entanto, como o crescimento dos salários reais não está sendo acompanhado por ganhos de produtividade, o custo da mão de obra vem se elevando gradativamente.

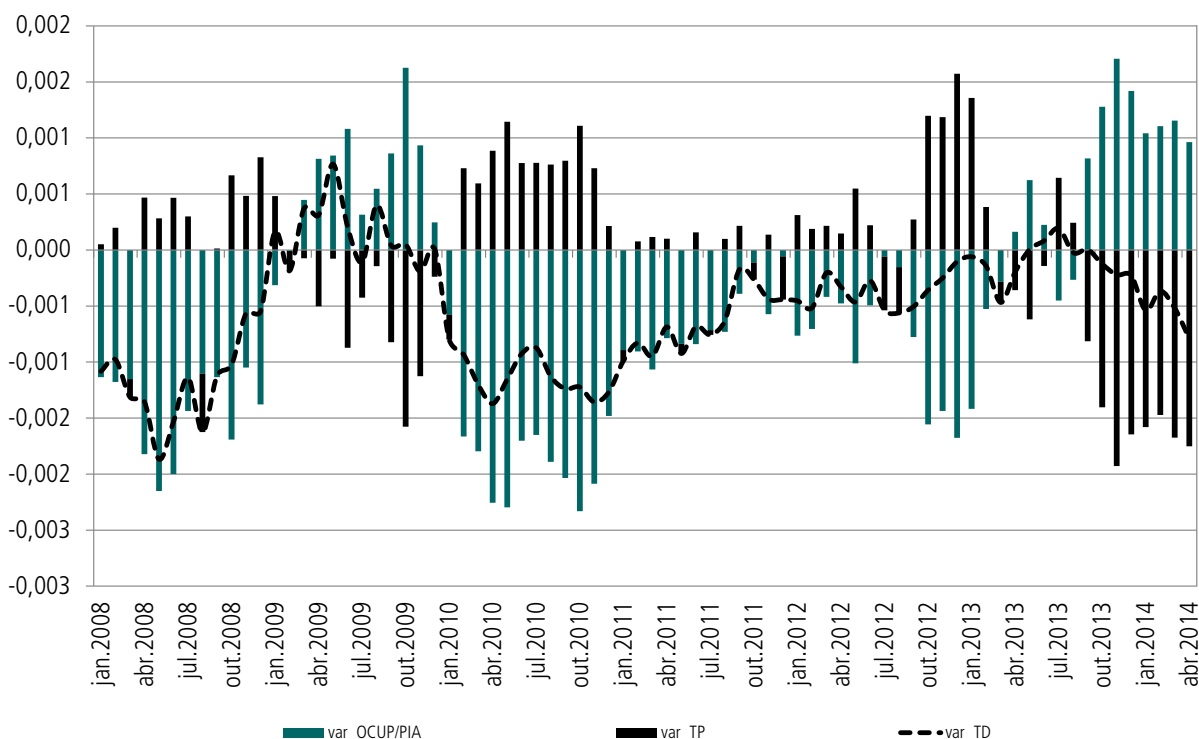
A tendência para os próximos meses é de relativa estabilidade do mercado de trabalho, dada a trajetória de crescimento mais modesto da economia brasileira que vem se configurando. Este cenário de baixa ociosidade, por conseguinte, impedirá um recuo mais expressivo no ritmo de crescimento dos salários, que continuarão a contribuir positivamente para a expansão da massa salarial. No entanto, como contrapartida deste movimento de alta de reajustes, a elevação do custo unitário do trabalho deverá exercer uma pressão adicional sobre a inflação.

TAXA DE DESEMPREGO

De acordo com os dados da PME, a taxa de desocupação registrou variação de 4,9% em abril, mostrando estabilidade em relação a março, compatível com o ritmo de expansão da atividade econômica. Em que pese o fato de se manter em níveis historicamente baixos, o comportamento da desocupação ao longo dos últimos meses reflete a desaceleração da taxa de atividade da economia e não mais o crescimento da ocupação (gráfico 2.1).

GRÁFICO 2.1
Decomposição da variação da taxa de desemprego (2008-2014)

(Em p.p.)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

De fato, após apresentar uma taxa de crescimento de 0,7% em 2013, a população ocupada mantém-se estável em 2014. Em contrapartida, a taxa de atividade recuou 1,0 p.p. nos quatro primeiros meses do ano, quando comparados ao mesmo período de 2013, repercutindo a queda de 0,7% da PEA.

Essa retração da PEA vem estimulando uma série de análises na tentativa de se identificarem as causas deste processo. Utilizando-se os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) Contínua, que coleta informações de todas as regiões do país, verifica-se que, após apresentar

crescimento interanual de 1,6% no primeiro trimestre de 2013, a taxa de expansão da força de trabalho¹ desacelerou para 1,0% no primeiro trimestre de 2014, nesta mesma base de comparação.

Na desagregação da força de trabalho por faixa etária, os grupos de trabalhadores de 14 a 18 anos e de 19 a 25 anos registraram, na comparação interanual, recuo de 9,8% e 2,6%, respectivamente, nos três primeiros meses de 2014, intensificando as quedas de 6,1% e 1,1% apontadas neste mesmo trimestre do ano anterior. No outro extremo da pirâmide etária, deve-se ressaltar que, apesar de apresentar uma expansão de 2,3% no primeiro trimestre de 2014 *vis-à-vis* o mesmo período de 2013, o conjunto de trabalhadores com mais de 60 anos desacelerou o seu ritmo de crescimento quando comparado à taxa de 4,5% observada nos três primeiros meses do ano anterior.

A explicação para essa retração nas taxas de crescimento da força de trabalho dos mais novos e dos mais idosos pode ser, em parte, atribuída à melhora na distribuição de renda no país, decorrente de três principais fatores: política de valorização do salário mínimo, reajustes reais de rendimentos e expansão de benefícios sociais.

No caso dos jovens, o aumento da renda domiciliar gera condições para que este contingente de trabalhadores possa trocar o mercado de trabalho pelos bancos escolares, a fim de se especializar e, conseqüentemente, reingressar na força de trabalho objetivando uma posição com maior remuneração. Por sua vez, no caso dos mais idosos, a opção por não retornar ao mercado está relacionada não só ao fato de terem os seus benefícios diretamente ligados ao salário mínimo, mas também à maior acessibilidade aos programas sociais (tabela 2.1).

TABELA 2.1

Força de trabalho por idade e grau de instrução – variação interanual (2013-2014)

(Em p.p.)

	2013				2014
	Primeiro trimestre	Segundo trimestre	Terceiro trimestre	Quarto trimestre	Primeiro trimestre
14 a 17 anos	-6,1	-9,4	-10,7	-11,9	-9,8
18 a 24 anos	-1,1	-3,1	-2,3	-2,6	-2,6
25 a 39 anos	0,9	1,5	1,7	1,9	2,5
40 a 59 anos	4,0	2,6	2,8	2,7	1,9
60 anos ou mais	4,5	6,4	2,6	2,5	2,3
Sem instrução e menos de um ano	-18,0	-10,7	-2,7	1,6	-3,0
Ensino fundamental incompleto ou equivalente	1,6	-1,0	-3,0	-4,2	-4,4
Ensino fundamental completo ou equivalente	0,8	-0,6	1,3	2,2	1,8
Ensino médio incompleto ou equivalente	-3,8	-2,4	-0,5	0,7	3,8
Ensino médio completo ou equivalente	5,0	4,4	4,1	3,6	3,3
Superior incompleto ou equivalente	3,4	1,6	0,1	2,2	0,7
Superior completo	6,3	5,5	4,8	4,1	6,0
Total	1,6	1,0	1,1	1,0	1,0

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Adicionalmente, a análise da força de trabalho por grau de instrução parece corroborar que pelo menos uma parte dos trabalhadores que saem do mercado pode estar, de fato, buscando maior qualificação. Na desagregação por níveis de estudo, verifica-se que, no primeiro trimestre de 2014, os grupos que apresentaram as menores taxas de crescimento, na comparação interanual, foram os

1. Por definição, na PNAD Contínua, a PEA é denominada força de trabalho.

dos trabalhadores com ensino fundamental incompleto (-4,43%), com um ano de instrução ou menos (-3,0%) e com curso superior incompleto (0,7%). Neste último segmento, há ainda bons indícios de que o aumento do prazo de carência e a queda dos juros do Fundo de Financiamento Estudantil (Fies)² tenham contribuído positivamente para a entrada ou o retorno deste contingente de pessoas às universidades.

Em maio, devido a problemas operacionais, o IBGE não conseguiu apurar os dados da PME para todas as seis regiões metropolitanas cobertas pela pesquisa, o que impossibilitou o fechamento da estatística agregada. No entanto, com base na análise a partir das quatro regiões divulgadas (Recife, Belo Horizonte, Rio de Janeiro e São Paulo), é possível afirmar que a taxa de desocupação, em maio, deve se manter estável, na margem, mas abaixo do observado no mesmo mês de 2013, uma vez que apenas Recife mostrou aumento na comparação interanual (7,2% ante a 6,1%). O destaque positivo ficou por conta da desocupação na Região Metropolitana do Rio de Janeiro, com queda de 1,8 p.p. na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

Em termos nacionais, a análise dos dados da PNAD Contínua também mostra um quadro de queda da taxa de desocupação, ainda que, em nível, ela esteja acima da apontada pela PME. No primeiro trimestre de 2014, o percentual de desocupados no país era de 7,1%, abaixo, portanto, dos 8% registrados neste mesmo período de 2013. Em termos regionais, nota-se que a região Nordeste continua sendo a que apresenta o maior nível de desocupação (9,3%), sendo seguida pela região Norte (7,7%). No outro extremo, a região Sul registrou taxa de desemprego de 4,3% nos três primeiros meses do ano, bem abaixo das apontadas nas regiões Centro-Oeste e Sudeste (5,8% e 7,0%, respectivamente). Na comparação com o primeiro trimestre de 2013, todas as regiões apresentaram queda do contingente de desocupados.

RENDIMENTOS

Independentemente dos motivos que estejam desencadeando a desaceleração da força de trabalho, o resultado prático deste fenômeno é a manutenção de um mercado de trabalho marcado por baixa ociosidade, impactando, diretamente, a evolução dos rendimentos, que voltaram a acelerar nos últimos meses. Depois de registrarem alta de 1,7% em 2013, os rendimentos médios reais habitualmente recebidos avançaram 3,2% nos primeiros quatro meses de 2014, quando comparados ao mesmo período do ano anterior, a despeito de um reajuste real menor do salário mínimo no ano corrente.

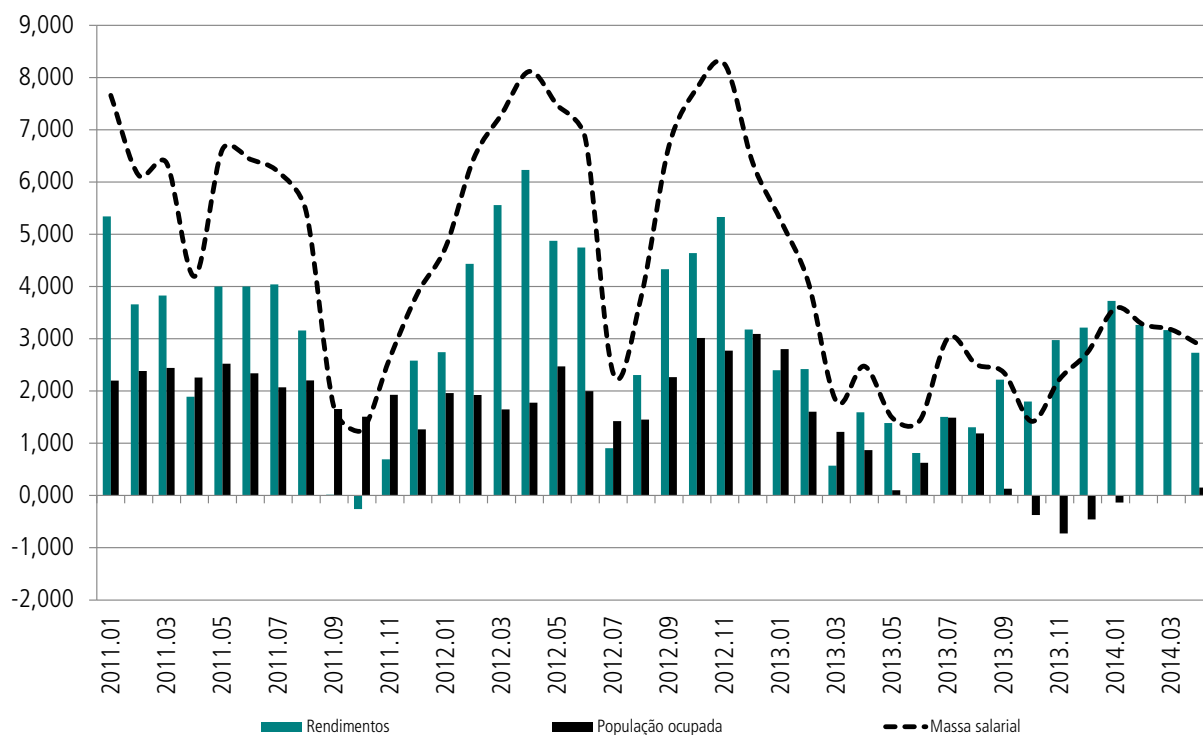
Em que pese a maior pressão sobre os custos da mão de obra na economia, os reajustes reais dos rendimentos são os principais responsáveis pela manutenção da expansão da massa salarial real, que vem impulsionando a demanda interna, ainda que a taxas mais modestas. De acordo com o gráfico 2.2, verifica-se que desde o último trimestre de 2013 a massa salarial habitualmente recebida cresce apenas em função da elevação dos rendimentos, uma vez que a ocupação praticamente se estabilizou.

2. Entre 2010 e 2013, os juros do Fies recuaram de 9,0% para 2,4% ao ano (a.a.).

GRÁFICO 2.2

Massa salarial real habitualmente recebida e componentes (2011-2014)

(Taxa de variação interanual, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

EMPREGO FORMAL

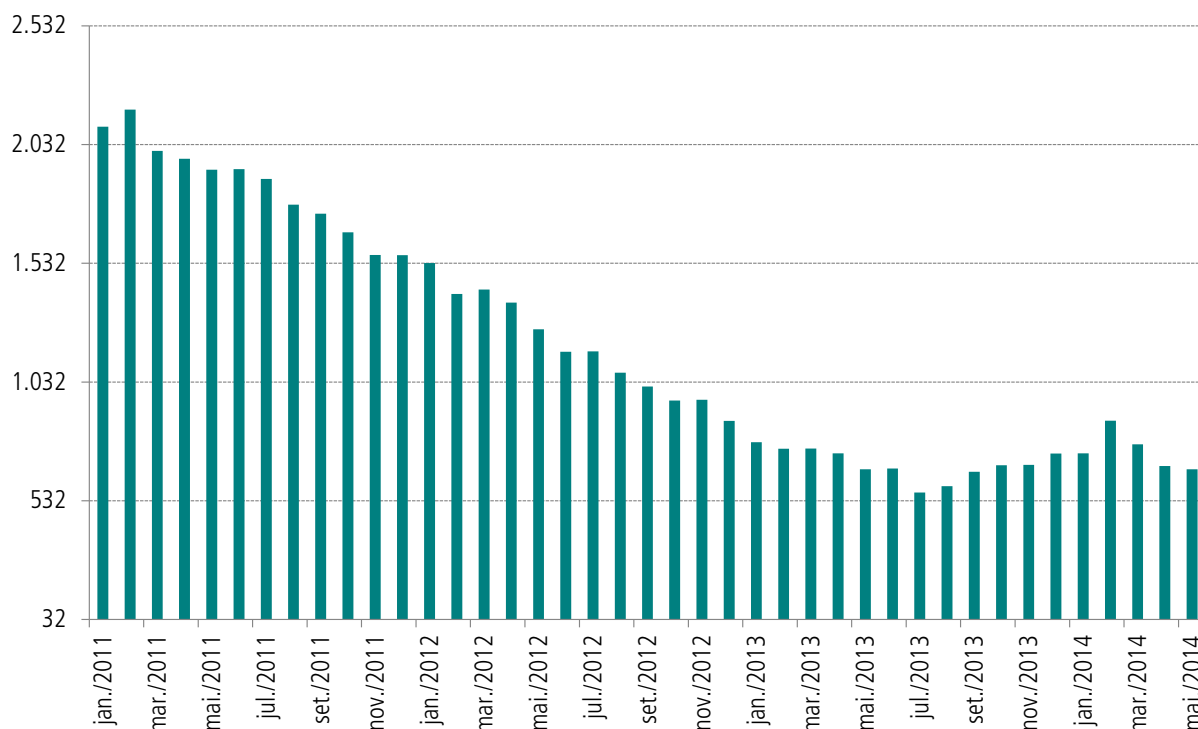
Assim como os dados da PME, que retratam um mercado de trabalho marcado pelo baixo dinamismo da ocupação, os dados do CAGED apontam nesta mesma direção ao registrarem desaceleração no ritmo de crescimento de novas vagas formais. Em maio, houve a criação de 58,8 mil vagas de emprego, o que constitui o pior resultado para este mês desde 1992. No acumulado do ano, até maio, o saldo de empregos gerados pela economia foi de 467,8 mil, o que significa uma queda de 12% em relação ao observado no mesmo período de 2013. Já no acumulado em doze meses, a criação de empregos formais desacelerou pela terceira vez consecutiva e recuou de 677,9 mil em abril para 664,7 mil em maio (gráfico 2.3).

Em termos desagregados, as estatísticas do CAGED revelam um cenário bem semelhante ao retratado pela PME, pontuado pela expansão do emprego no segmento de serviços e pela retração do número de vagas na indústria. Em maio, enquanto o setor de serviços gerou 38,8 mil novas vagas, a indústria perdeu 28,5 mil postos de trabalho. Com este resultado, observa-se que nos últimos doze meses a indústria de transformação extinguiu 11,4 mil vagas de trabalho formais, enquanto o setor de serviços criou 325,7 mil empregos com carteira assinada, o que corresponde a 49% do total de empregos gerados no período.

GRÁFICO 2.3

CAGED – saldos acumulados em doze meses (jan./2011-maio/2014)

(1.000 unidades)



Fonte: MTE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em maio, o CAGED aponta que o número de trabalhadores com carteira assinada no país atingiu a marca de 41,1 milhões, entre os quais 42% estão lotados no setor de serviços, 22% no comércio e 21% na indústria. Para efeito de comparação, entre 2004 e 2014, enquanto a população ocupada no setor de serviços manteve-se estável, em torno de 40% do efetivo total, os trabalhadores na indústria de transformação reduziram a sua participação no mercado formal de 26% para 21%. Em contrapartida, nos últimos dez anos, o número de trabalhadores empregados na construção civil saltou de 4% para 7%, refletindo não só as obras de infraestrutura contidas no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), mas também a expansão da construção residencial no país.

EMPREGO INDUSTRIAL

Os dados da Pimes corroboram o cenário de estagnação do emprego na indústria ao longo dos últimos meses. De acordo com a pesquisa, o número de empregados na indústria de transformação apresentou recuo em maio, em todas as bases de comparação (tabela 2.2). De forma similar, o número de horas pagas na produção também registrou retração, compatível com o comportamento da produção industrial, cuja taxa de variação em maio foi negativa em 3,2% em comparação com o mesmo período de 2013.

Apesar dessa desaceleração do emprego na indústria, a folha de pagamento real continua apresentando expressivos incrementos ao longo dos últimos meses. De janeiro a abril de 2014, os salários totais pagos na indústria avançaram 3,9% diante do observado no primeiro quadrimestre do ano anterior. Esta trajetória ascendente dos salários industriais, mesmo em um contexto de queda

na ocupação, é reflexo de um mercado de trabalho com baixa ociosidade, cujos reajustes salariais observados nos demais setores da economia acabam contagiando os rendimentos pagos na indústria.

TABELA 2.2
Produção industrial mensal de emprego e salário (2013-2014)
 (Variação %)

	Abr. 2014/mar. 2014 ¹	Abr. 2014/abr. 2013	Acumulado no ano	Em 12 meses
Pessoal ocupado assalariado				
Extrativa mineral	0,3	-1,0	-1,8	-0,7
Transformação	-0,4	-2,3	-1,8	-1,5
Número de horas pagas				
Extrativa mineral	-0,3	-2,1	-2,1	-0,3
Transformação	-0,3	-2,4	-2,2	-1,5
Folha de pagamento real				
Extrativa mineral	1,0	5,3	4,0	4,6
Transformação	0,6	3,0	3,9	2,7

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Dados com ajuste sazonal.

PRODUTIVIDADE

Se, por um lado, os reajustes reais dos rendimentos do trabalho vêm proporcionando a expansão da massa salarial e, conseqüentemente, o consumo das famílias, por outro, o impacto sobre os custos de produção constitui um importante ponto de pressão inflacionária, pois não estão sendo acompanhados por ganhos de produtividade.

No caso da indústria de transformação, nota-se que, a despeito do crescimento do nível de produtividade³ nos últimos meses, este ainda se encontra defasado em relação ao aumento do custo da hora trabalhada acumulado nos últimos anos, o que pode estar comprimindo as margens de lucro e inviabilizando novos investimentos. Adicionalmente, mesmo em um cenário de crescimento mais moderado da demanda doméstica, uma parcela deste aumento nos custos de produção tende a ser repassada, em parte, para os consumidores, gerando uma aceleração da inflação dos bens de consumo (gráfico 2.4). Argumentos similares valem para o setor de serviços, cujos ganhos de produtividade⁴ no período recente revelam-se substancialmente inferiores ao crescimento dos salários (gráfico 2.5).

Por fim, deve-se ressaltar que, conforme demonstrado na literatura, os ganhos de produtividade guardam uma relação direta com a expansão da atividade econômica, indicando que não deve haver melhora significativa desta variável no curto prazo. Como consequência deste descolamento entre ganhos de produtividade e reajustes reais de rendimentos, observa-se não só uma pressão inflacionária, mas também uma perda de competitividade dos bens industriais produzidos domesticamente.

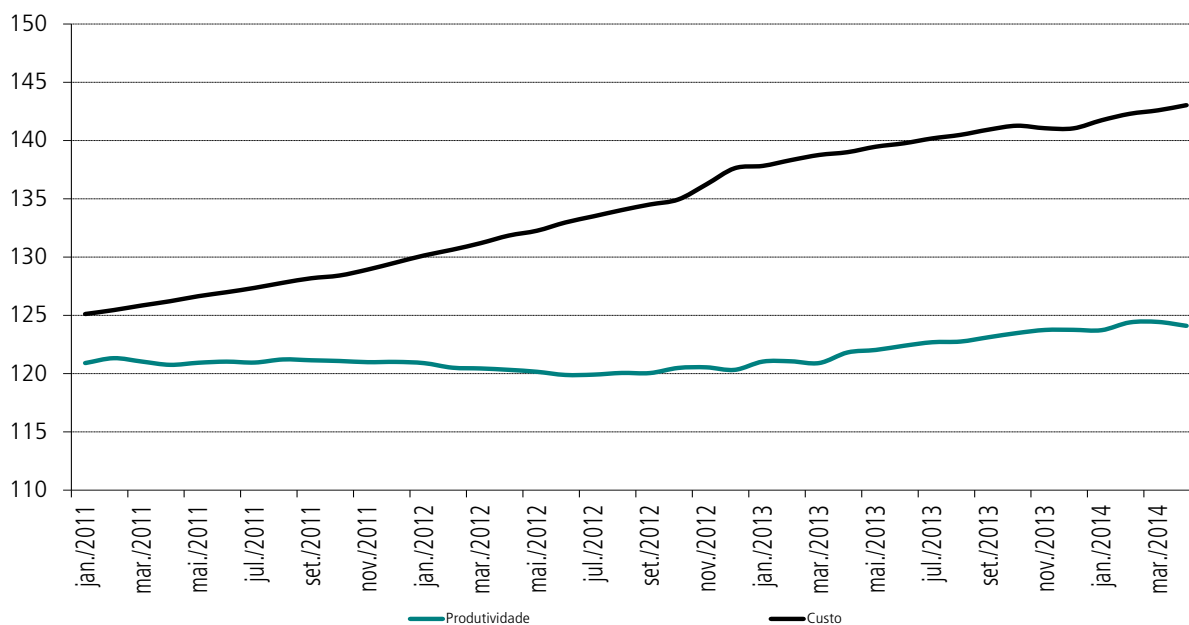
3. Os dados de produtividade para a indústria de transformação foram calculados com base na Pimes (horas trabalhadas e folha de pagamento real) e na Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF).

4. No caso da produtividade dos serviços, utilizaram-se o valor agregado disponível nas contas nacionais e os rendimentos reais divulgados pela PME.

GRÁFICO 2.4

Produtividade e custo da hora trabalhada na indústria de transformação (jan./2011-mar./2014)

(Índice 2003 = 100 – médias móveis de doze meses)



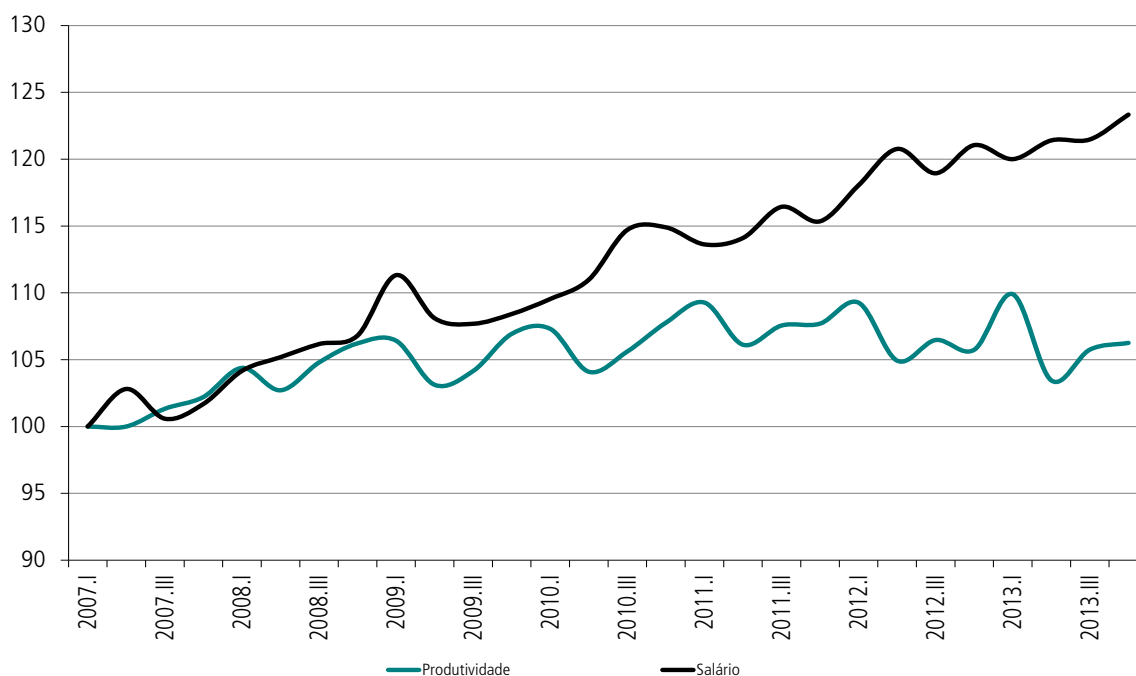
Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 2.5

Serviços totais – produtividade e salário (2007-2013)

(Índice-base 2007.1 = 100)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

3 INFLAÇÃO

SUMÁRIO

Após iniciar o ano de 2014 com uma inflação acumulada em doze meses de 5,6%, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) veio se acelerando, de modo que, em junho, esta taxa atingiu 6,52%, ultrapassando o limite superior da banda inflacionária. Apesar da desaceleração na margem, o resultado do IPCA em junho ratifica um cenário de resiliência à queda de preços. De fato, desde agosto de 2010, a taxa de variação do IPCA em doze meses vem se mantendo sistematicamente acima do centro da meta inflacionária (4,5%). Desde junho de 2012, o IPCA não registra inflação inferior a 5% nesta mesma base de comparação.

Em que pese a aceleração dos preços administrados, cuja inflação em doze meses saltou de 1,9% em dezembro de 2013 para 3,9% em junho deste ano, a maior pressão sobre o IPCA continua vindo dos preços livres, com taxa de variação de 7,3% no período supracitado. Na desagregação deste último segmento, nota-se que os preços comercializáveis registram alta de 7,0%, nos últimos doze meses encerrados em maio, enquanto os preços não comercializáveis apontam incremento de 7,7%, influenciados, sobretudo, pela inflação de 9,2% dos serviços. Não obstante a significativa desaceleração dos preços dos alimentos, cuja taxa de variação acumulada em doze meses recuou de 12,8% em junho de 2013 para 7,5% em junho de 2014, este grupo ainda se constitui em um importante foco inflacionário dentro do conjunto dos preços livres.

Assim como o índice cheio, as medidas de núcleos também apontam uma aceleração nas suas taxas de variação ao longo dos últimos meses, independentemente da métrica utilizada. As três principais medidas de núcleo de inflação com base no IPCA (exclusão, médias aparadas e dupla ponderação) registraram no último trimestre, encerrado em junho, variações acumuladas em doze meses superiores a 6,0%. Nota-se que, ininterruptamente, desde maio de 2008, na média, a variação dos núcleos acumulada em doze meses situa-se acima do centro da meta de inflação. Tal evidência permite afirmar que o processo inflacionário em curso não pode ser atribuído a fatores isolados, mas sim a uma trajetória altista e persistente de boa parte dos preços da economia.

Em relação aos preços ao produtor, nota-se que, em junho, este segmento apresentou uma deflação similar à de maio (-1,21%), possibilitando nova desaceleração na curva de inflação acumulada em doze meses que recuou de 7,4% para 5,2%, entre os dois meses citados. No caso dos preços agrícolas, após a queda de 2,5% em maio, este conjunto de preços retroagiu ainda mais, de modo que, em junho, a variação apontada foi de -3,0%. Com este resultado, a inflação dos preços agrícolas em doze meses reduziu-se à metade entre os meses de maio e junho (4,5% ante 9,3%). Este arrefecimento deve perdurar nos próximos meses, gerando, inclusive, novas desacelerações dos preços dos alimentos no varejo. De forma similar, os preços industriais também apresentaram deflação em junho (-0,52%), ainda que em menor patamar que a observada em maio (-0,52%). No acumulado em doze meses, até junho, os preços industriais apontam taxa de 5,5%, abaixo, portanto, da observada no mês anterior (6,7%). O cenário prospectivo da inflação para o restante do ano indica uma estabilidade da curva do IPCA acumulado em doze meses em níveis bem próximos aos atuais. O balanço de riscos considera como fatores positivos para a trajetória da inflação: a baixa probabilidade de pressões advindas de choques de preços de *commodities*; a desaceleração no ritmo da atividade doméstica; e os efeitos tardios da política monetária que ainda não se materializaram totalmente. Em contrapartida, a recomposição de alguns preços administrados e a continuidade da trajetória de alta dos preços dos serviços agirão no sentido de manter a inflação em níveis pouco confortáveis.

PREÇOS AO CONSUMIDOR

O IPCA registrou alta de 0,40% em junho, surpreendendo para baixo as estimativas do mercado que previam uma menor desaceleração dos alimentos. Entretanto, mesmo com a surpresa no resultado, a taxa de variação em junho mostrou-se superior à observada no mesmo mês do ano anterior (0,26%), o que gerou uma aceleração da curva de inflação em doze meses para 6,52%, ultrapassando o teto da banda.

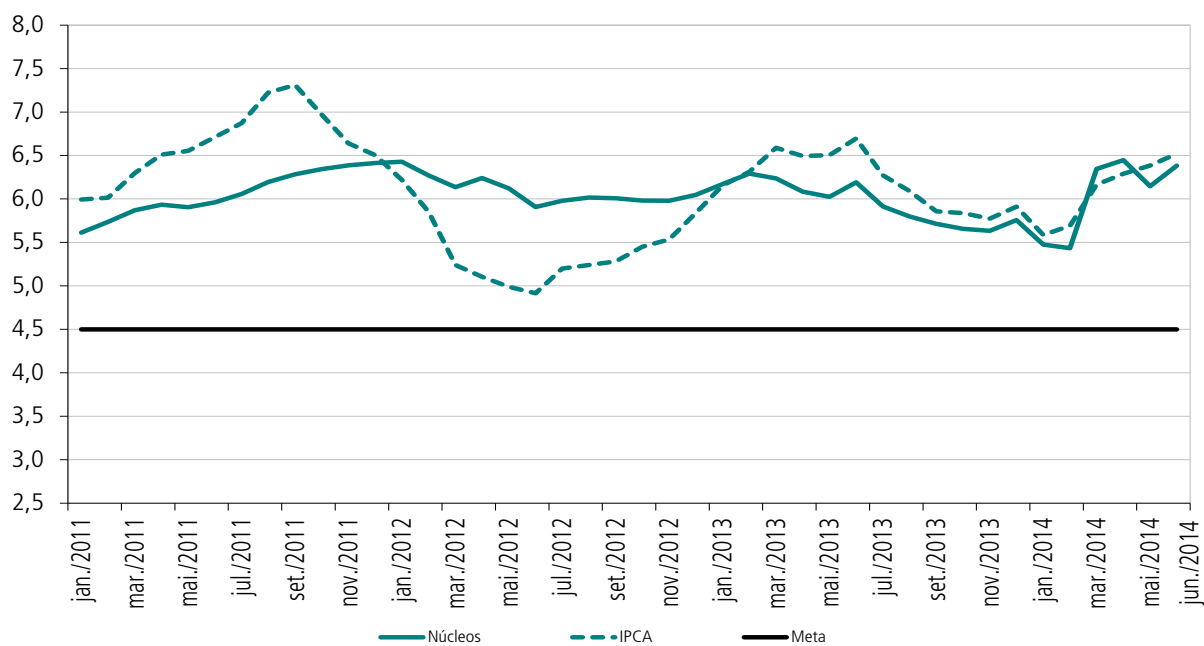
Em junho, após a incorporação dos dados do IPCA, o cenário inflacionário manteve-se praticamente inalterado, uma vez que a desaceleração em curso dos preços dos alimentos, apesar de expressiva, ainda não se mostra forte o suficiente para anular os efeitos altistas dos demais grupos que compõem o índice. Na desagregação do índice, observa-se que a deflação de 0,60% dos alimentos no domicílio foi possibilitada, sobretudo, pelo recuo dos itens tubérculos, raízes e legumes (-9,0%), hortaliças e verduras (-6,7%) e frutas (-3,5%), que vêm se beneficiando da sazonalidade do período. Ainda que em menor escala, deve-se destacar o comportamento do subgrupo farinha, féculas e massas, com queda de 1,3%, refletindo o bom desempenho das safras de trigo, soja e milho, cujas estimativas apontam um viés de baixa para a cotação nos próximos meses.

Em sentido contrário, o destaque negativo ficou por conta do grupo “transportes”, com alta de 0,37% em junho, ante a queda de 0,45% em maio. A elevação de 22% no preço das passagens aéreas em junho mais que devolveu a deflação de 21% apresentada por este item no mês anterior. A realização da Copa do Mundo e a antecipação das férias escolares em algumas capitais do país explicam não só este movimento altista das passagens aéreas mas também a elevação da inflação do grupo “despesas pessoais” cuja taxa em junho (1,6%) foi o dobro da observada em maio (0,8%), repercutindo o forte aumento do item “hotel”, cuja variação avançou de 0,87% em maio para 25,3% em junho.

Apesar de ser possível elencar alguns importantes focos de pressão inflacionária sobre o IPCA ao longo dos últimos meses, não se pode afirmar que a alta de preços está restrita a apenas um determinado conjunto de itens. De fato, a análise das medidas de núcleo de inflação, que por definição suavizam, ou até mesmo expurgam, aumentos pontuais de preços, mostra que a tendência da inflação brasileira voltou a crescer e vem se aproximando do limite superior da meta de inflação (gráfico 3.1).

Este aumento mais generalizado dentro do IPCA fica ainda mais claro quando se analisa a abertura do índice. Ao longo de 2014, todos os segmentos apresentam uma curva de inflação acumulada em doze meses em ascensão (gráfico 3.2). Após permanecer todo o ano de 2013 com uma variação em doze meses orbitando entre 1% e 2%, possibilitada pela forte queda das tarifas de energia elétrica e pela contenção de itens importantes como transporte público, os preços administrados iniciaram um processo de realinhamento. Nos últimos doze meses, até junho, quando foram incorporados os dados do IPCA-15, os preços administrados registraram alta de 4,4% e devem permanecer em patamar próximo a 5% ao longo dos próximos meses, dada a incorporação de uma série de reajustes de tarifas públicas que devem ocorrer durante o segundo semestre.

GRÁFICO 3.1
IPCA, núcleos¹ e meta de inflação (jan./2011-jun./2014)
 (Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)

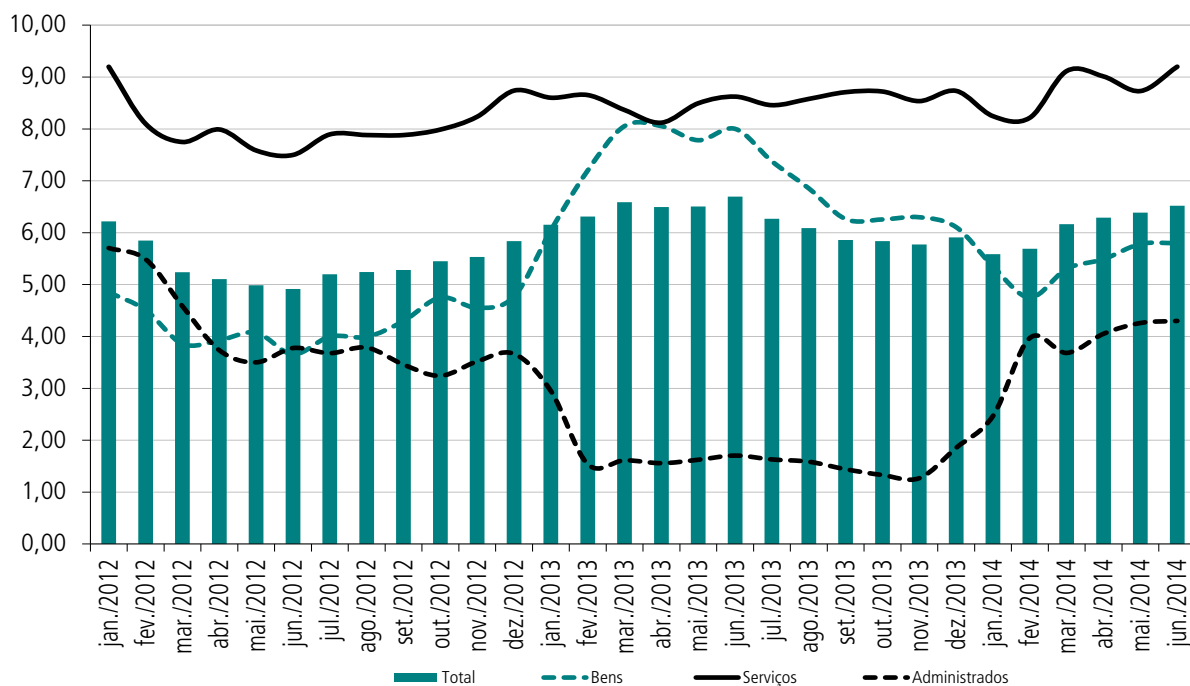


Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Banco Central do Brasil (BCB).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Médias dos núcleos de médias aparadas, exclusão e dupla ponderação.

GRÁFICO 3.2
IPCA: total e categorias (jan./2012-jun./2014)
 (Variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.

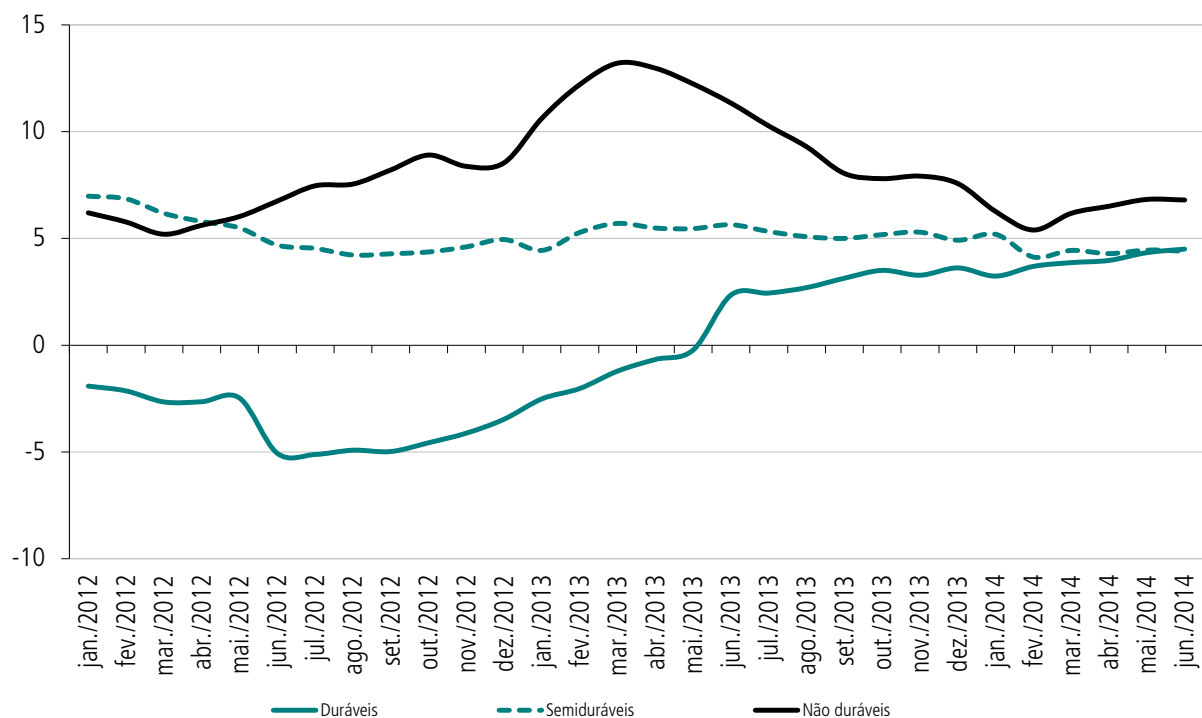
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Assim como os preços administrados, os bens livres da economia também apresentaram uma trajetória de aceleração no primeiro semestre de 2014 (gráfico 3.3). Depois de recuarem durante o ano de 2013, os bens de consumo não duráveis voltaram a registrar incrementos na sua taxa de inflação acumulada em doze meses, refletindo não só o aumento dos preços dos alimentos no início do ano, mas também a alta dos preços dos artigos de higiene pessoal. No caso dos bens de consumo semiduráveis, a inflação de doze meses da ordem de 5% mantém-se praticamente estável, enquanto a dos bens de consumo duráveis mostra uma leve aceleração nos últimos meses decorrente dos aumentos dos preços dos eletroeletrônicos e dos automóveis. Para os próximos meses, a expectativa é de manutenção da inflação dos bens livres em patamar semelhante ao atual. Se a manutenção da taxa reduzida do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para automóveis e a ausência de novos choques dos preços dos alimentos tiram focos de pressão importantes sobre o índice, a incerteza quanto à trajetória do câmbio e o elevado custo unitário da mão de obra podem atuar em sentido contrário, impactando os custos de produção.

GRÁFICO 3.3

IPCA: bens livres (jan./2012-jun./2014)

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



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Por fim, o setor de serviços se cristaliza como o principal elemento de pressão inflacionária, à medida que sustenta taxas de variação em doze meses estáveis em torno de 9,0%. Em junho, de acordo com o IPCA, os serviços voltaram a acelerar (1,10% ante 0,3% em maio), influenciados, sobretudo, pela realização da Copa do Mundo. Entretanto, não obstante a contribuição deste evento, o fato é que a inflação de serviços mantém uma trajetória altista contínua, independentemente do comportamento dos demais preços da economia. A trajetória da inflação deste segmento parece estar associada à baixa ociosidade no mercado de trabalho, que eleva os salários sem a contrapartida

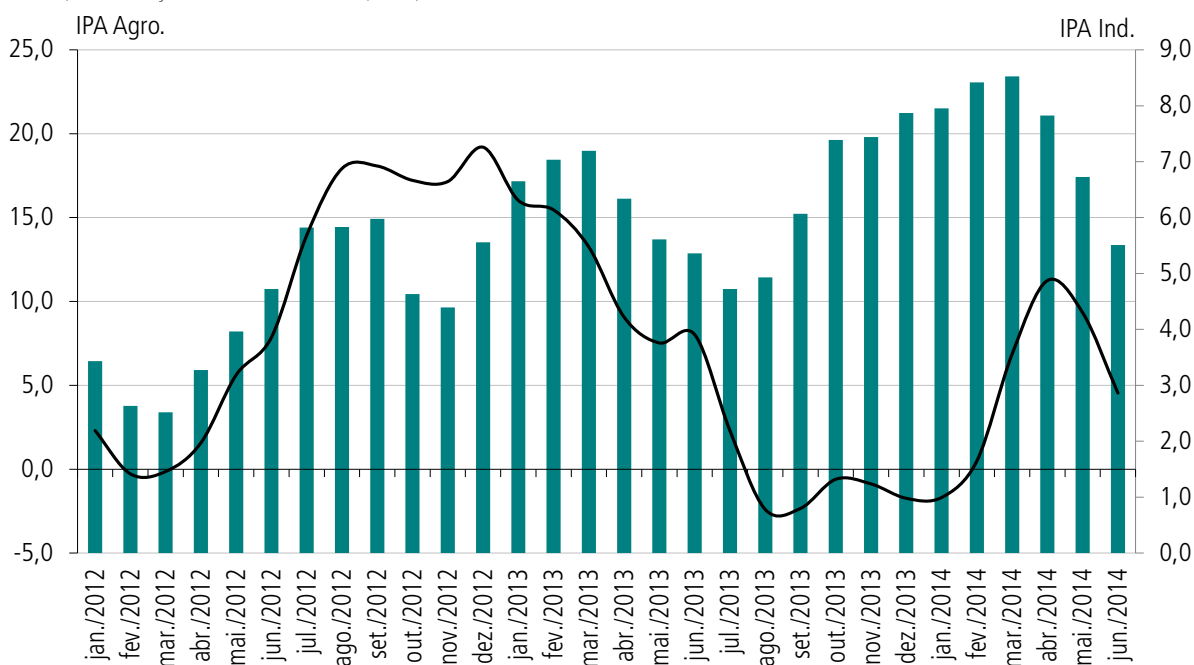
dos ganhos de produtividade, gerando um aumento no custo destes serviços que acabam sendo repassados ao consumidor.

PREÇOS AO PRODUTOR

Assim como retratado nos preços ao consumidor, o choque dos alimentos no início do ano também impactou fortemente os produtos agrícolas dentro do Índice de Preços ao Produtor (IPP). Após passar todo o segundo semestre de 2013 em terreno negativo, a curva de inflação em doze meses do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) agrícola voltou a acelerar, superando o patamar de 11% em abril (gráfico 3.4). Em junho, com a dissipação desta alta, estes preços iniciaram um processo de desaceleração que deve se intensificar nos próximos meses, trazendo um maior alívio sobre a inflação.

No caso dos produtos industriais, verifica-se que, apesar de apresentar um comportamento mais favorável nos últimos meses, a inflação acumulada em doze meses ainda se mantém em patamar elevado, acima de 5,0%. Se, por um lado, as estimativas de um crescimento da economia mundial abaixo do potencial não devem trazer pressões adicionais sobre os preços das *commodities* industriais, por outro, caberá ao comportamento da taxa de câmbio ditar a trajetória destes preços no mercado doméstico.

GRÁFICO 3.4
IPCA (jan./2012-jun./2014)
 (Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: Fundação Getulio Vargas (FGV).

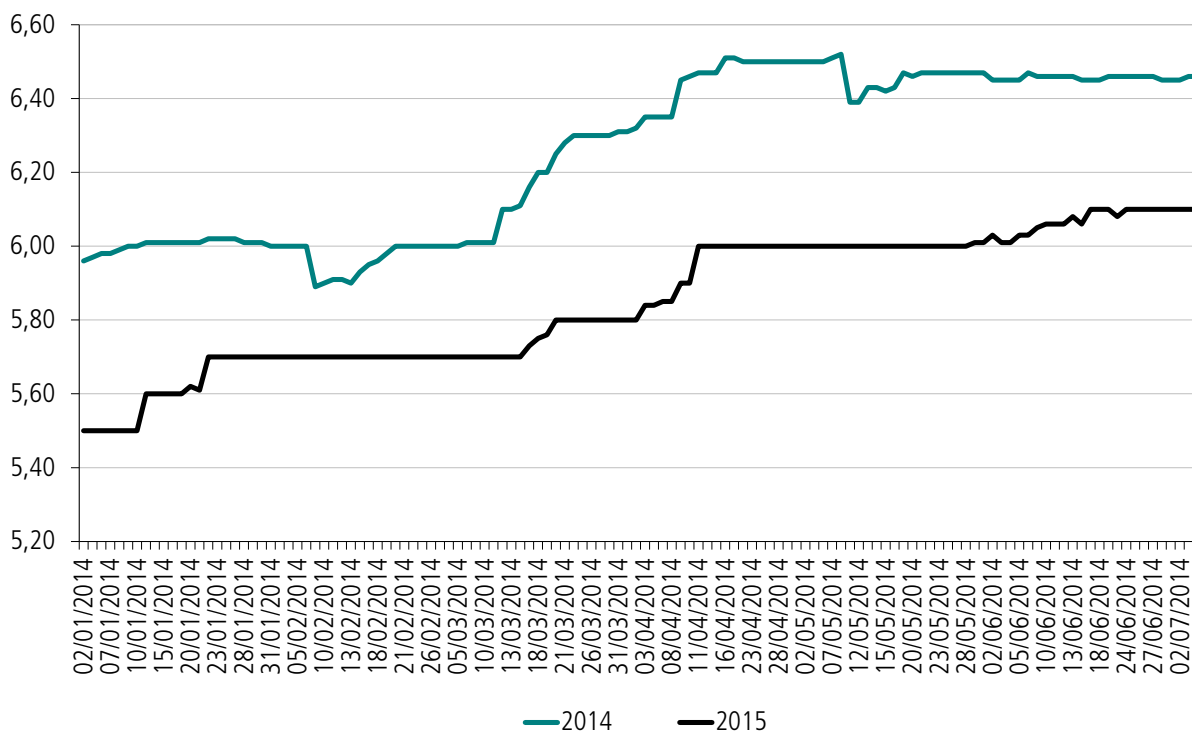
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

PERSPECTIVAS

Nota-se que o cenário inflacionário no Brasil não se alterou substancialmente ao longo dos últimos meses do ano, permanecendo em uma situação pouco confortável. Os dados de inflação mais recentes reforçaram tendência de variações do IPCA em doze meses muito próximas do teto da meta, o que limita o espaço para a acomodação de possíveis choques que possam ocorrer ao longo do próximo

semestre. De fato, o próprio Banco Central do Brasil (BCB) divulgou, no seu *Relatório de inflação* de junho, que há uma probabilidade de 46% que o IPCA ultrapasse o limite da meta em 2014 e de 30% que isto ocorra em 2015. Esta análise do BCB vem ao encontro das expectativas dos agentes econômicos que já previam, desde o final do primeiro trimestre, uma inflação em 2014 situando-se no limiar do teto da banda (gráfico 3.5).

GRÁFICO 3.5
IPCA: expectativas de mercado
 (Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A perspectiva de uma inflação mais elevada é baseada na percepção de que, mesmo existindo alguns elementos de alívio – a baixa probabilidade de pressões advindas de choques de preços de *commodities*, a desaceleração no ritmo da atividade doméstica e os efeitos tardios da política monetária –, o mercado de trabalho continua sendo um importante foco de pressão inflacionária. A baixa ociosidade da mão de obra e, conseqüentemente, a possibilidade de reajustes reais de salário sem a contrapartida do aumento de produtividade, aliada à utilização de alguns mecanismos de aumentos salariais que privilegiem a recomposição das perdas com a inflação passada, impactam diretamente os custos de produção. Adicionalmente, a forte resiliência da inflação de serviços e o realinhamento entre os preços livres e os administrados, e entre preços domésticos e internacionais, não abrem espaço para a queda significativa da inflação nos próximos trimestres.

4 SETOR EXTERNO

SUMÁRIO

As contas externas brasileiras tiveram, de modo geral, um comportamento favorável nos primeiros meses deste ano, o que se refletiu em valorização da moeda brasileira ante o dólar, da ordem de 8% entre o final de janeiro e o mês de junho, e no aumento do estoque de reservas internacionais. Isso ocorreu em virtude do bom desempenho dos ingressos de capital estrangeiro, com a manutenção de níveis elevados de investimentos estrangeiros diretos, o aumento dos investimentos em carteira e a retomada das captações de empréstimos e títulos de médio e longo prazos, e a despeito do grande crescimento da saída de recursos na forma de investimentos brasileiros no exterior.

O país beneficiou-se de uma acomodação das condições de liquidez no mercado mundial, após a forte instabilidade registrada ao longo do ano passado. Iniciado o processo de redução dos estímulos monetários nos Estados Unidos, houve uma sensível redução do nível de incerteza quanto aos movimentos da política monetária norte-americana, refletindo-se em queda dos juros de longo prazo nos Estados Unidos. Houve também uma redução generalizada da percepção de risco, resultando em queda expressiva das taxas de risco de países emergentes, com o Brasil incluído. O cenário externo mais favorável, associado ao aumento dos juros domésticos e à eliminação de restrições aos fluxos de capital, promoveu, principalmente, o retorno das entradas de capital relacionadas a operações de renda fixa.

O *deficit* em transações correntes teve pequeno crescimento no período janeiro-maio em relação ao mesmo período do ano passado e, no acumulado em doze meses, permaneceu um pouco acima de US\$ 80 bilhões – ou 3,6% do produto interno bruto (PIB) –, nível que se observa desde meados do ano passado. A balança comercial teve pequena melhoria no acumulado do ano, embora tenha permanecido deficitária em quase US\$ 5 bilhões, e o *deficit* da conta de serviços cresceu à modesta taxa de 3,4%, ao passo que a conta de rendas manteve seu *deficit* virtualmente estável.

Embora o nível atual do *deficit* em transações correntes não possa ser considerado confortável, os números recentes sinalizam uma tendência de estabilidade, podendo haver, inclusive, alguma melhoria, a depender da trajetória da balança comercial. Não há riscos de curto prazo, ainda que possa haver momentos de instabilidade semelhantes aos observados em 2013, diante de um eventual aumento da percepção de risco no mercado internacional – algo que pode ser absorvido por uma desvalorização cambial, controlada por intervenções do Banco Central do Brasil (BCB), a exemplo do que se fez em 2013.

De qualquer modo, a situação atual motiva preocupações. Primeiro, porque a estabilidade do *deficit* externo só tem sido possível em virtude do baixo crescimento, ou mesmo queda, das importações, o que reflete a fraqueza da atividade econômica doméstica. Diante de uma recuperação da atividade, a tendência é que as importações voltem a crescer, pressionando o *deficit*. Segundo, porque o desempenho das exportações permanece ruim, especialmente nos produtos manufaturados – o nível atual do *quantum* de exportação desses bens ainda é 20% inferior ao alcançado antes da crise internacional de 2008. O que se consegue obter de crescimento do valor exportado se deve ao bom desempenho de poucos produtos básicos – neste ano, soja e petróleo. Esse aspecto associa-se a um terceiro elemento de preocupação, a dependência cada vez maior de poucos produtos para comandar a exportação e a sensibilidade das vendas às flutuações das cotações internacionais das *commodities*.

De fato, a queda dos termos de troca do país já trouxe grandes prejuízos ao saldo comercial desde 2011, da ordem de US\$ 23 bilhões. Isso se insere em um contexto internacional que permanece desafiador para as exportações, com desaceleração do crescimento na China, crise na Argentina e crescimento lento nos países ricos. Esse quadro não permite grande otimismo quanto a uma recuperação das exportações no curto prazo, nem quanto a alguma contribuição relevante do exterior para a retomada do crescimento econômico doméstico.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

O *deficit* em transações correntes do balanço de pagamentos somou US\$ 40 bilhões no período janeiro-maio de 2014, valor equivalente a 4,26% do PIB e que representou aumento de 2,0% em relação ao mesmo período do ano passado. O saldo líquido da conta capital e financeira, de US\$ 45,8 bilhões, foi mais que suficiente para financiar o *deficit*, a despeito de ter sido 3,5% menor que o observado nos primeiros cinco meses de 2013 (tabela 4.1). O resultado líquido do balanço foi positivo em US\$ 8,3 bilhões, permitindo acumulação de reservas do mesmo montante e levando o estoque a US\$ 379,2 bilhões.

TABELA 4.1
Balança de pagamentos – período janeiro-maio
(Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-maio				Variação (%) 2014-2013
	2011	2012	2013	2014	
Resultado global	39.663	21.151	7.599	8.274	8,9
Transações correntes	(22.563)	(20.856)	(39.295)	(40.074)	2,0
Balança comercial	8.524	6.257	(5.381)	(4.854)	(9,8)
Serviços	(14.611)	(16.244)	(18.645)	(19.272)	3,4
Rendas	(17.933)	(12.007)	(16.536)	(16.527)	(0,1)
Transferências unilaterais	1.456	1.137	1.268	579	(54,3)
Conta capital e financeira	62.562	41.334	47.440	45.773	(3,5)
Investimentos estrangeiros diretos	27.027	23.907	22.855	25.340	10,9
Investimentos estrangeiros em carteira	12.955	6.342	15.040	22.531	49,8
Empréstimos e títulos de médio e longo prazo (líquido)	22.289	3.650	5.692	12.167	113,8
Investimentos brasileiros no exterior	(3.827)	(625)	(5.868)	(21.867)	272,6
Outros capitais	4.117	8.059	9.722	7.602	(21,8)
Erros e omissões	(335)	673	(546)	2.576	(572,0)
Variação de reservas	39.663	21.151	7.599	8.274	8,9

Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

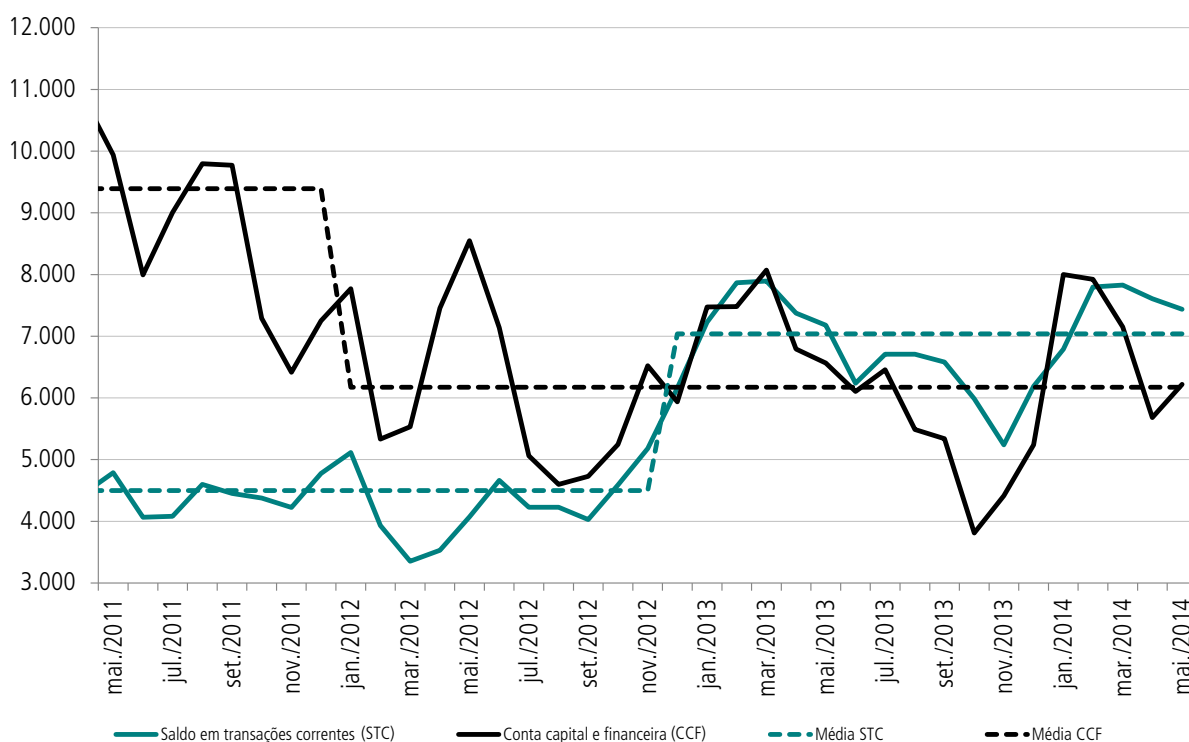
O aumento do *deficit* em transações correntes deveu-se ao crescimento de 3,4% do saldo negativo da conta de serviços, que mais do que compensou, em termos absolutos, a redução de 9,8% do saldo comercial, registrando-se ainda uma virtual estabilidade do *deficit* de rendas. Na conta capital e financeira, houve crescimento significativo dos investimentos estrangeiros diretos (10,9%), que somaram US\$ 25,3 bilhões no período janeiro-maio, e também dos investimentos estrangeiros em carteira, que cresceram quase 50%. Verificou-se, ainda, um forte crescimento dos fluxos líquidos de empréstimos e títulos de longo prazo no período, que haviam sido relativamente pequenos nos anos de 2012 e 2013. O saldo líquido dos fluxos de capital só não foi mais elevado neste início de ano em virtude do crescimento dos investimentos brasileiros no exterior, que foram quase quatro vezes maiores que em janeiro-maio de 2013.

O gráfico 4.1, que apresenta as séries com ajuste sazonal, em médias móveis de três meses, ilustra a recuperação dos fluxos de capital do final do ano passado para cá, após terem caído sensivelmente entre abril e outubro do ano passado, período em que o mercado internacional foi “sacudido” pelo anúncio de que o banco central americano iria começar, em breve, a reduzir os estímulos monetários via aquisição de ativos. Na prática, os fluxos líquidos retornaram, recentemente, ao patamar de US\$ 6 bilhões mensais, equivalente à média mensal que se observa desde o final de 2011 (conforme ilustra a linha pontilhada no gráfico).

GRÁFICO 4.1

Saldos em transações correntes e da conta capital e financeira (maio/2011-maio/2014)

(Valores dessazonalizados, em médias móveis de três meses (US\$ milhões) e média em períodos selecionados)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Embora se trate de um patamar elevado em termos históricos – semelhante, por exemplo, ao registrado em 2007 e 2008, antes da eclosão da crise internacional –, ele é hoje apenas suficiente para manter o equilíbrio do balanço de pagamentos, em contraste com os grandes excedentes de recursos obtidos até algum tempo atrás. Aliás, o fato de o balanço de pagamentos ter registrado saldo positivo nos primeiros meses deste ano deve-se à sazonalidade de o período ser mais favorável para as entradas de capital. O gráfico 4.1 mostra, portanto, que, se for considerado apenas o período do final de 2012 para cá, o *deficit* em transações correntes médio mensal, com ajuste sazonal, situa-se hoje em pouco mais de US\$ 7 bilhões – superando o saldo médio líquido de ingresso de capitais.

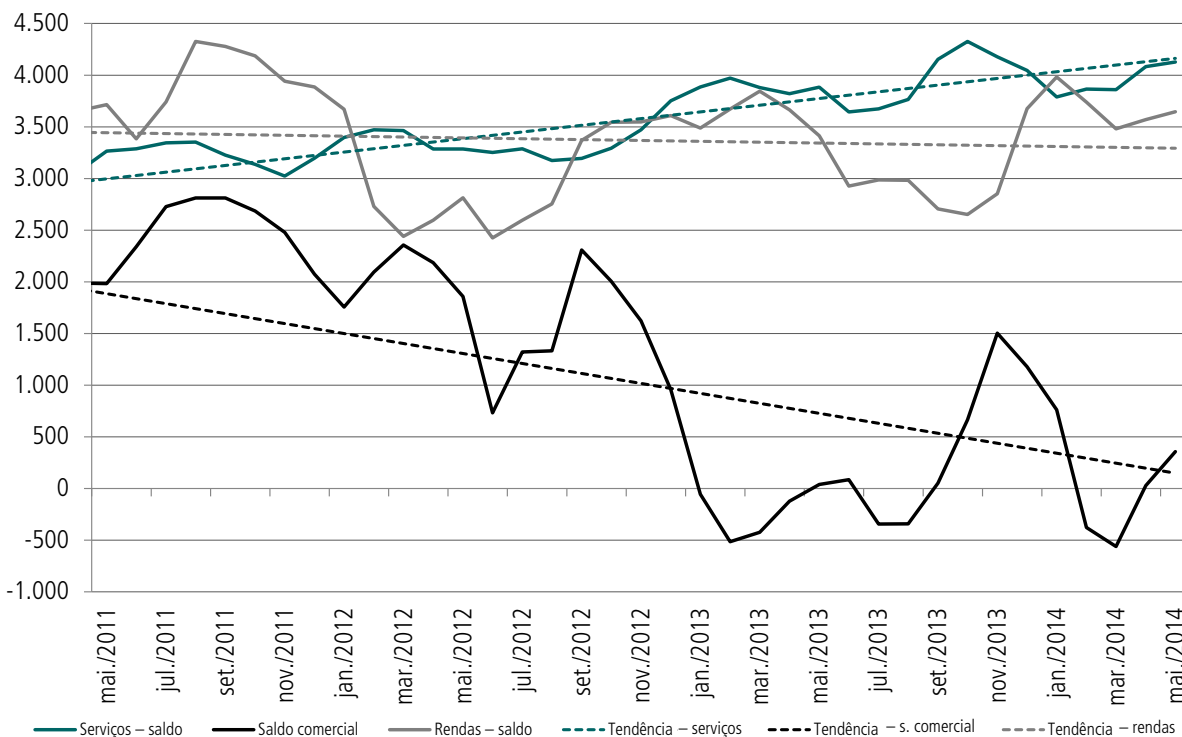
Desses US\$ 7 bilhões, pouco mais da metade (cerca de US\$ 4 bilhões) refere-se ao *deficit* da balança de serviços e o restante diz respeito à conta de rendas, com a balança comercial ficando próxima do equilíbrio (além de pequena contribuição positiva das transferências unilaterais). Na verdade, o gráfico 4.2 mostra que a balança comercial foi a principal responsável pelo aumento do *deficit* em transações correntes nos últimos dois anos, visto que seu saldo, em termos dessazonalizados,

passou do *superavit* da ordem de US\$ 2,5 bilhões em 2011 para valores próximos de zero. O *deficit* da conta de serviços registrou crescimento lento e contínuo nos últimos três anos, ao passo que a conta de rendas tem registrado *deficit* razoavelmente estáveis há bastante tempo.

GRÁFICO 4.2

Saldo em transações correntes e seus componentes (maio/2011-maio/2014)

(Valores dessazonalizados, em médias móveis de três meses (US\$ milhões) e tendências lineares)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

CÂMBIO

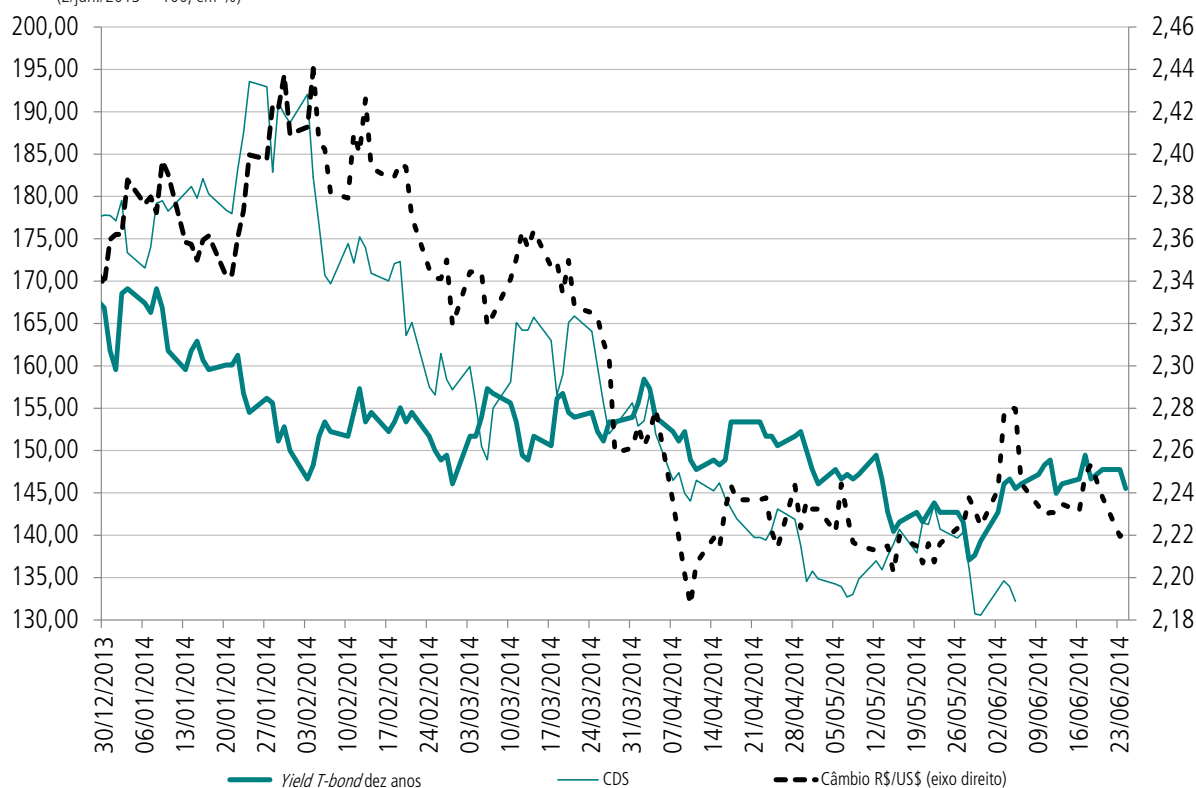
A normalização dos fluxos de capital propiciou uma valorização da taxa de câmbio de cerca de R\$ 2,40/US\$ no início do ano para o intervalo de R\$ 2,20 a R\$ 2,25 no qual ela tem oscilado desde abril. Esse movimento recente tem sido, por vezes, atribuído ao programa de leilões de *swap* e de venda de dólares do BCB, o qual será estendido até o final do ano, conforme já comunicado pela autoridade monetária. A ideia é que, ao intervir no câmbio, o BCB estaria reduzindo artificialmente o risco das aplicações em real. Entretanto, o gráfico 4.3 mostra que a cotação do dólar tem respondido, como de costume, à evolução de duas variáveis externas fundamentais: a taxa de juros americana de longo prazo – representada aqui pela remuneração dos títulos do Tesouro americano de dez anos – e a taxa de risco-país – medida pelo *credit default swap* (CDS) do país.

A valorização do real ao longo dos meses de fevereiro, março e abril, da ordem de 8%, acompanhou a queda de cerca de 30% do CDS no mesmo período e a redução da remuneração do *treasury bond* de dez anos, que estava em quase 3,0% no início do ano e caiu para aproximadamente 2,6% em abril. Naturalmente, há que se registrar também o papel exercido pelo aumento das taxas de juros domésticas e pela eliminação de mecanismos de controle de entrada de capitais, que já agem, desde o ano passado, no sentido de estimular os influxos de investimentos em carteira e a captação de empréstimos externos.

GRÁFICO 4.3

Taxa de câmbio (R\$/US\$, venda), rendimento dos títulos do Tesouro americano de dez anos e *spread* do CDS do Brasil (dez./2013-jun./2014)

(2/jan./2013 = 100, em %)



Fonte: BCB e Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A queda da cotação do dólar representou, em termos reais, uma valorização de cerca de 7,0% entre janeiro e abril, quando se corrige pelos preços no atacado, medidos pelo Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) da Fundação Getulio Vargas (FGV) e pelo Índice de Preços ao Produtor dos Estados Unidos. Entretanto, em comparação com a taxa observada há um ano, o câmbio real ainda acumula depreciação de 5,0%. Na verdade, não há elementos que sugiram que o recuo recente represente uma reversão da tendência de desvalorização que predomina desde meados de 2011. De lá para cá, a cotação do dólar acumulou, aproximadamente, alta de 43%.

Nesse período, o ganho acumulado do câmbio real, quando deflacionado pelo IPA, foi de 21,9%, considerando-se o câmbio real médio dos doze meses encerrados em abril. O gráfico 4.4 mostra que o cálculo de ganho real utilizando preços ao consumidor – Índice de Preços ao Consumidor (IPC)/FGV e IPC norte-americano –, em vez de preços no atacado, não muda muito o resultado, registrando-se depreciação real de 23,2% desde julho de 2011.

O quadro é distinto, contudo, quando se considera a relação câmbio-salário,¹ medida alternativa de câmbio real que é considerada, na teoria, como uma boa aproximação para o comportamento do preço relativo entre bens comercializáveis e não comercializáveis. A relação câmbio-salário acumulou aumento de pouco mais de 8% desde julho de 2011, em virtude de os salários nominais terem crescido

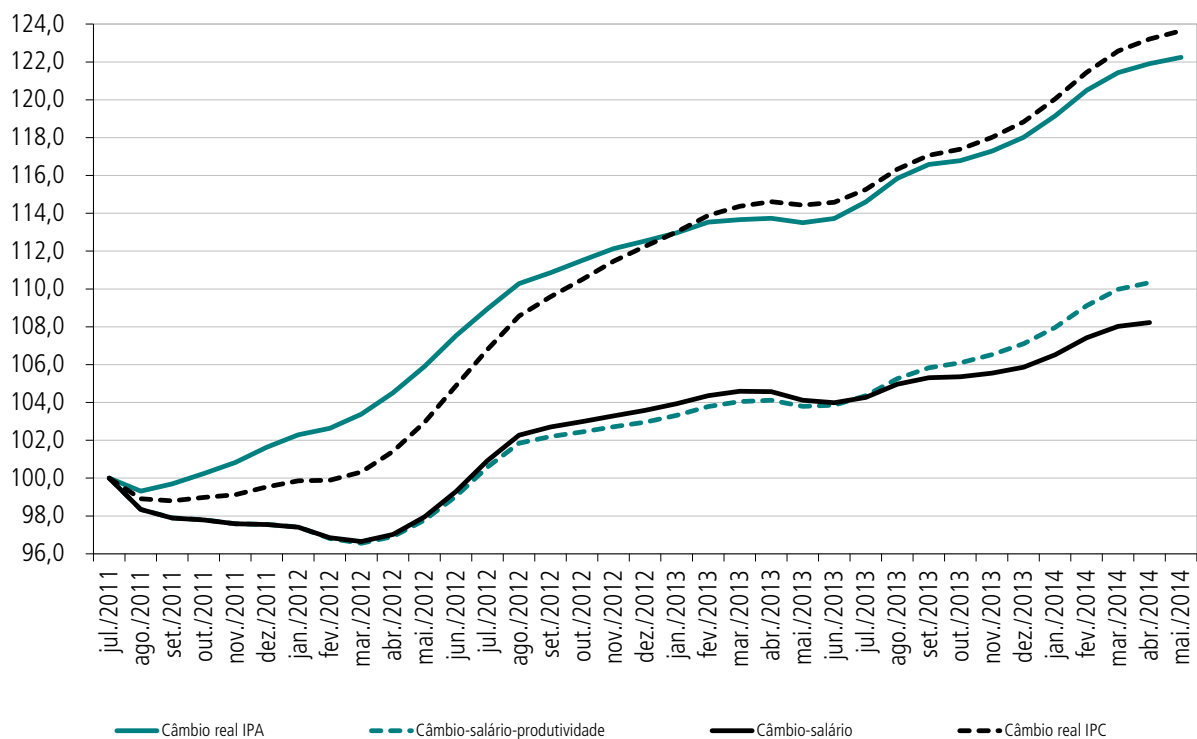
1. O salário nominal é medido pelo rendimento médio habitual fornecido pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

a uma taxa bem superior à dos preços, seja no atacado, seja no varejo. Uma medida mais precisa da relação câmbio-salário leva em conta a evolução da produtividade do trabalho, no sentido em que aumentos de salário que sejam acompanhados de aumentos da produtividade da mesma magnitude não alteram o custo de produção e, portanto, não impactam os preços relativos. O gráfico 4.4 indica que a relação câmbio-salário ajustada pela produtividade² acumulou crescimento de pouco mais de 10% desde julho de 2011.

GRÁFICO 4.4

Taxa de câmbio real (deflacionada pelo IPA) e relação câmbio-salário (jul./2011-abr.2014)

(jul./2011 = 100)



Fonte: BCB, FGV e IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

BALANÇA COMERCIAL

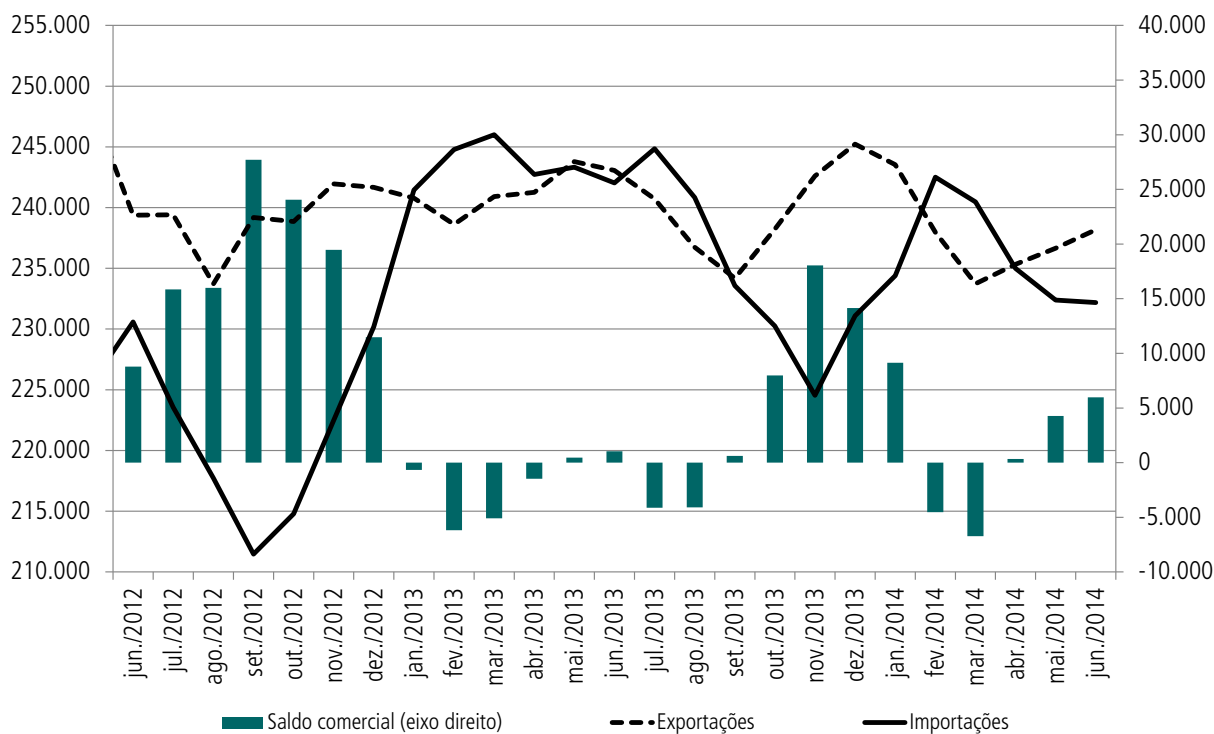
O saldo comercial foi deficitário em US\$ 4,9 bilhões nos cinco primeiros meses deste ano, o que representou uma redução de quase 10% em relação ao resultado do mesmo período de 2013. Tanto as exportações quanto as importações acumularam queda nessa comparação (-3,5% e -3,8%, respectivamente). No acumulado dos últimos doze meses, o saldo comercial é positivo em US\$ 3 bilhões, com as exportações se mantendo virtualmente estáveis, com alta de apenas 0,4%, e as importações crescendo 2,4%.

Com efeito, os últimos números reforçam a ideia de estagnação dos fluxos de comércio e de saldo comercial flutuando próximo do equilíbrio. O gráfico 4.5 mostra que, com o ajuste sazonal,

2. A produtividade é calculada pela divisão da produção física da indústria de transformação – medida pela Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF) do IBGE – e pelo número de horas pagas da produção da indústria de transformação – obtido da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes) do IBGE.

tanto as exportações quanto as importações situam-se em um patamar anualizado da ordem de US\$ 235 bilhões a US\$ 240 bilhões, bem abaixo dos recordes históricos alcançados anteriormente – no caso das exportações, cerca de US\$ 260 bilhões em 2011 e, nas importações, quase US\$ 240 bilhões em 2013.

GRÁFICO 4.5
Exportações, importações e saldo comercial (jun./2012-jun./2014)
 (Valores dessazonalizados – médias móveis de três meses, anualizadas, em US\$ milhões)



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior (Secex).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O desempenho exportador em 2014 vem sendo sustentado pelos produtos básicos, que acumularam alta de 1,9% no período janeiro-maio, em contraste com a redução de 8,9% das vendas de produtos manufaturados e de 10,7% dos semimanufaturados. Em termos de variação absoluta em relação a janeiro-maio de 2013, destaca-se o aumento das exportações de soja (+US\$ 2,1 bilhões) e de petróleo em bruto (+US\$ 828 milhões), contrastando com a expressiva queda das vendas de milho (–US\$ 1,26 bilhão), açúcar em bruto (–US\$ 807 milhões), automóveis (–US\$ 597 milhões), açúcar refinado (–US\$ 480 milhões) e partes e peças para automóveis e tratores (–US\$ 371 milhões).

Nas importações, o pior desempenho no período janeiro-maio verificou-se nos combustíveis (–15,3%), nos bens de capital (–3,3%) e nos bens de consumo não duráveis (–3,1%). Nas matérias-primas e bens intermediários, principal grupo da pauta, a queda foi de 0,9%, e houve crescimento de 4,6% nos bens de consumo duráveis.

A análise do comportamento da balança comercial por setores de atividade (tabela 4.2) evidencia que apenas dois setores registraram crescimento significativo das exportações, em termos absolutos, no período janeiro-maio deste ano em relação ao mesmo período de 2013: agricultura e pecuária (+US\$ 823 milhões, por conta da soja) e extração de petróleo e gás natural (+US\$ 833 milhões). Destacam-se as quedas das exportações de produtos alimentícios (principalmente por conta do

açúcar), veículos automotores, metalurgia e extração de minerais metálicos (prejudicada pela redução dos preços do minério de ferro). Do lado das importações, houve queda na maioria dos setores, com grande destaque para derivados de petróleo e extração de petróleo e gás, que responderam, juntos, por uma redução aproximada de US\$ 2,6 bilhões. Apenas os setores de metalurgia e de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos registram aumento significativo de importações.

TABELA 4.2

Exportações, importações e saldo comercial, segundo os principais setores de atividade (janeiro-maio)
(Em US\$ milhões)

Setores	Exportação	Importação	Saldo	Variação exportação ¹		Variação importação ¹		Variação saldo ¹
				Janeiro-maio de 2014 (US\$ milhões)	% Absoluta (US\$ milhões)	% Absoluta (US\$ milhões)	Absoluta (US\$ milhões)	
Setores superavitários								
Agricultura e pecuária	16.770	1.833	14.937	5,2	823	-14,0	-298	1.121
Produtos alimentícios	15.196	2.641	12.556	-8,5	-1.415	4,1	103	-1.518
Extração de minerais metálicos	12.736	556	12.180	-3,8	-503	-14,6	-95	-408
Metalurgia	7.112	3.890	3.222	-7,8	-604	8,0	288	-892
Celulose e papel	3.018	768	2.250	3,8	111	-2,5	-20	131
Calçados e couros	1.740	497	1.242	13,7	210	5,1	24	186
Demais	1.883	395	1.488	-11,0	-233	-18,9	-92	-141
Setores deficitários								
Equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos	660	11.870	-11.209	-15,2	-118	5,8	652	-770
Produtos químicos	4.048	13.569	-9.522	-8,3	-367	-3,1	-429	62
Derivados do petróleo, biocombustíveis e coque	2.092	8.370	-6.278	-9,0	-206	-15,0	-1.480	1.274
Máquinas e equipamentos	3.610	9.561	-5.951	4,1	141	-8,2	-855	996
Veículos automotores, reboques e carrocerias	5.045	9.617	-4.572	-21,2	-1.354	-6,4	-661	-693
Extração de petróleo e gás natural	5.424	8.593	-3.169	18,1	833	-11,4	-1.109	1.942
Produtos farmoquímicos farmacêuticos	664	3.656	-2.992	6,7	41	-6,1	-238	279
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	1.320	3.858	-2.538	8,4	103	-5,9	-240	343
Demais	6.775	15.227	-8.452	-8,2	-605	4,8	700	-1.306
Total	90.064	94.919	-4.855	-3,5	-3.226	-3,8	-3.754	528,3

Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ A variação é em relação ao período janeiro-maio de 2013.

Três setores foram responsáveis pelas maiores contribuições positivas para o saldo comercial no período janeiro-maio: extração de petróleo e gás (+US\$ 1,94 bilhão), derivados de petróleo (+US\$ 1,27 bilhão) e agricultura e pecuária (+US\$ 1,1 bilhão). Isso significa que os demais 27 setores registraram, juntos, uma queda de US\$ 3,8 bilhões no saldo comercial, a qual também se mostrou bastante concentrada: apenas três setores – produtos alimentícios, metalurgia e equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos – responderam por um *deficit* adicional de US\$ 3,2 bilhões.

A composição do comércio segundo os principais países e blocos econômicos (tabela 4.3) também revela contrastes importantes nos primeiros cinco meses deste ano. Os únicos mercados importantes para os quais houve aumento das exportações foram Estados Unidos (+US\$ 1,2 bilhão), com destaque para o crescimento das vendas de aviões e de partes e peças para veículos, e China (+US\$ 1 bilhão), com as maiores vendas de soja e a despeito da queda do minério de ferro. Nas importações, registrou-se

crescimento apenas das importações provenientes da China (+US\$ 1,24 bilhão), em que se destaca o aumento das compras de embarcações, locomotivas e vagões ferroviários, componentes eletrônicos e laminados de aço. Quanto ao saldo comercial, quase toda a melhoria observada em relação a 2013 deveu-se ao comércio com os Estados Unidos (+US\$ 1,44 bilhão), com a pequena contribuição também dos países asiáticos que não China e Japão. É importante mencionar ainda a grande redução dos fluxos de comércio com a Argentina, da ordem de 19% a 20% tanto nas exportações quanto nas importações.

TABELA 4.3
Exportações, importações e saldo comercial, segundo os principais países e blocos econômicos
(janeiro-maio)
 (Em US\$ milhões)

Setores	Exportação	Importação	Saldo	Variação exportação ¹		Variação importação ¹		Variação saldo ¹
				Janeiro-maio de 2014 (US\$ milhões)		%	Absoluta (US\$ milhões)	%
Mercosul	10.131	7.602	2.529	-11,0	-1.258	-13,8	-1.215	-43
Argentina	6.193	5.814	379	-19,3	-1.484	-19,9	-1.442	-43
Ásia	31.433	30.445	988	3,1	932	1,9	576	356
China	19.089	15.762	3.326	5,7	1.028	8,6	1.242	-214
Japão	2.685	2.559	125	-19,6	-653	-8,9	-251	-402
União Europeia	16.649	19.658	-3.009	-8,1	-1.459	-5,9	-1.242	-217
Estados Unidos	10.468	14.580	-4.113	12,7	1.178	-1,8	-265	1.443
Aladi ² (exc. Mercosul)	6.130	6.895	-764	-3,2	-200	-1,9	-134	-66
África	3.714	6.417	-2.702	-14,3	-622	-4,5	-305	-317
Oriente Médio	3.853	3.032	821	-12,4	-543	-12,2	-420	-123
Demais países	7.685	6.290	1.395	-14,0	-1.255	-10,7	-750	-504
Total	90.064	94.919	-4.855,0	-3,5	-3.226	-3,8	-3.754	528,3

Fonte: Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Notas: ¹ A variação é em relação ao período janeiro-maio de 2013.

² Associação Latino-Americana de Integração.

ÍNDICES DE PREÇOS E DE *QUANTUM* DO COMÉRCIO EXTERIOR

A redução das exportações no período janeiro-maio deste ano deveu-se exclusivamente à queda dos preços, de 5,1% em comparação ao mesmo período do ano passado, a qual atingiu todas as classes de produtos: básicos (-7,2%), semimanufaturados (-7,1%) e manufaturados (-1,5%). O *quantum* total teve crescimento de 2,0% no período, devido à expansão de 10,4% das quantidades exportadas de produtos básicos, que, por sua vez, esteve associada ao crescimento de 16,1% dos produtos agrícolas, de 22,3% do petróleo e de 5,6% dos minerais metálicos. Em contraste, houve queda de 7,4% do *quantum* de bens manufaturados e de 3,8% dos semimanufaturados.

O gráfico 4.6 ilustra a discreta recuperação do *quantum* exportado do ano passado para cá (aumento da ordem de 3,0% na série dessazonalizada desde outubro), provocada pela expansão dos produtos básicos (+6,9% no mesmo período), e parcialmente compensada pela queda das vendas de semimanufaturados e manufaturados – estas últimas impactadas pelo elevado volume de exportações de plataformas nos últimos meses de 2013, elevando a base de comparação.

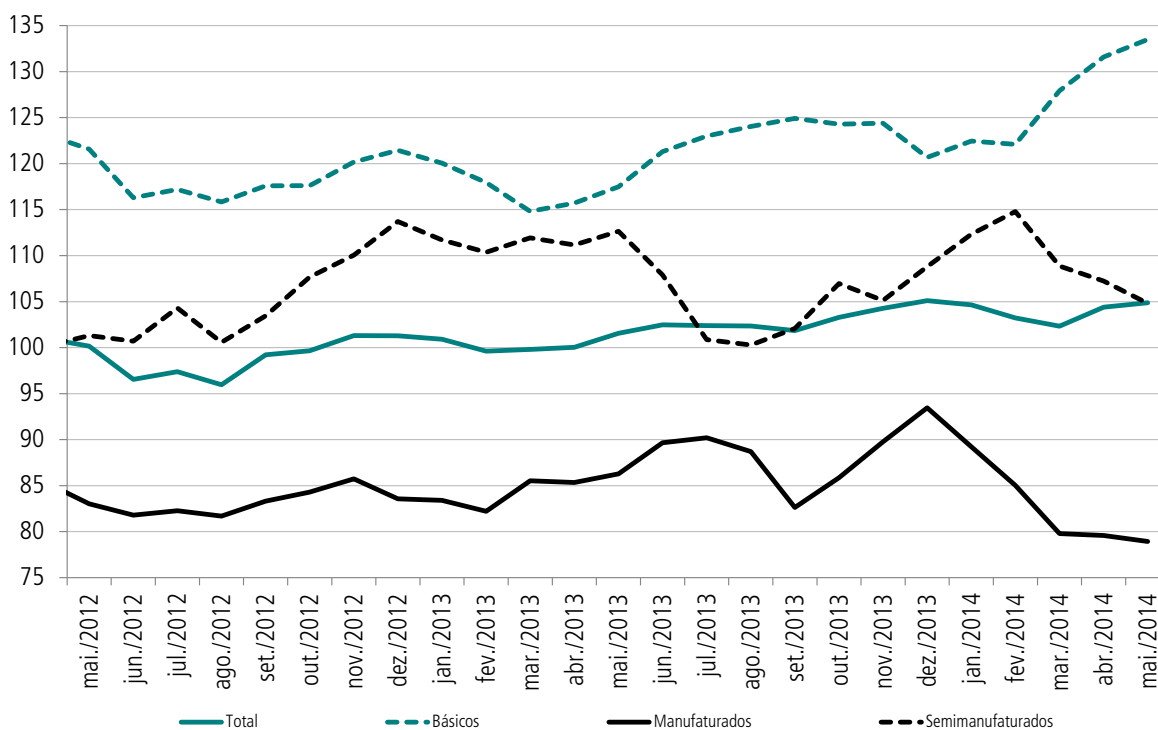
O gráfico revela, ainda, que os básicos voltaram a crescer nos últimos meses, após quase dois anos de estagnação (por problemas nas vendas de petróleo), e seu nível atual é cerca de 30% superior ao

pré-crise. Nos manufaturados e semimanufaturados, porém, a tendência é de estabilidade das vendas nos últimos dois anos, sendo que os primeiros permanecem com volume cerca de 20% inferior ao nível alcançado em 2008, antes da crise internacional. O *quantum* total, por sua vez, encontra-se hoje cerca de 5% acima dos níveis de 2008.

GRÁFICO 4.6

Índices de *quantum* de exportações dessazonalizados, segundo classes de produto (maio/2012-maio/2014)

(Médias móveis de três meses – set./2008 = 100)



Fonte: Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

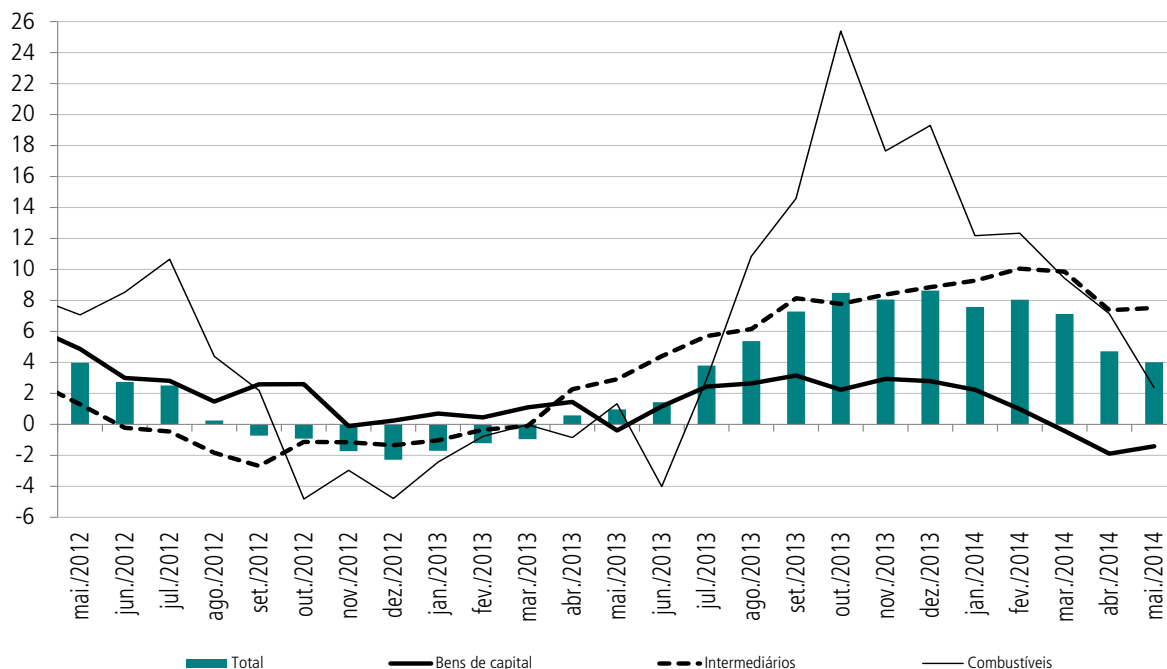
As importações no período janeiro-maio deste ano foram prejudicadas tanto pela redução dos preços (-2,3%) quanto pela retração do *quantum* (-1,4%). A queda dos preços deveu-se principalmente aos bens intermediários (-4,6%), ao passo que o *quantum* teve retração em todas as categorias de uso, exceto os intermediários, que cresceram 5,8% no período. O gráfico 4.7 evidencia o papel dos intermediários na sustentação do crescimento do *quantum* importado, especialmente em vista da forte desaceleração das compras de combustíveis (após o crescimento extraordinário observado em 2013) e do fato de as aquisições de bens de capital terem entrado em terreno negativo, refletindo a queda do investimento doméstico.

Normalmente, as importações de intermediários respondem *pari passu* à evolução da produção da indústria de transformação doméstica. Nos primeiros meses de 2014, porém, o gráfico 4.8 mostra que houve um descolamento entre as séries: a produção industrial acumulou queda da ordem de 2,5% desde outubro, ao passo que o *quantum* importado de intermediários cresceu 2,2%. Em que pese a eventual ocorrência de substituição de insumos nacionais por importados, o movimento recente permite antever uma desaceleração das importações de bens intermediários nos meses vindouros.

GRÁFICO 4.7

Índices de *quantum* de importações, segundo categorias de uso selecionadas (maio/2012-maio/2014)

(Taxas de crescimento acumuladas em doze meses, em %)



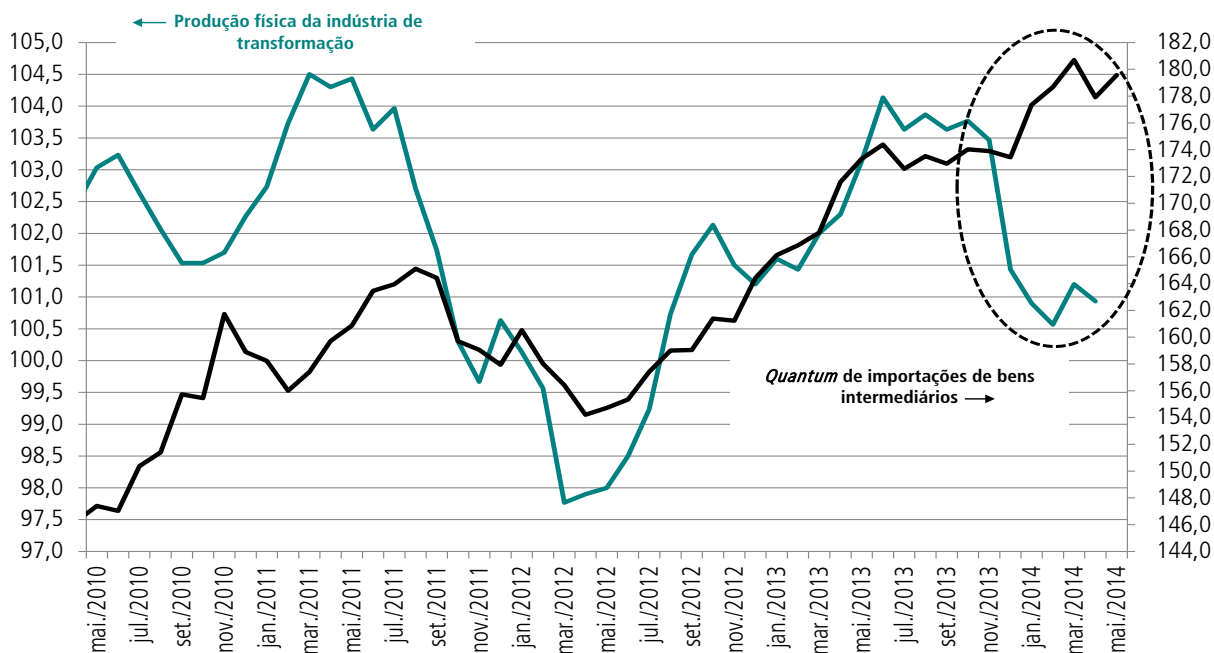
Fonte: Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4.8

***Quantum* de importações de bens intermediários (2006 = 100) e produção física da indústria de transformação (2012 = 100) (maio/2010-maio/2014)**

(Séries dessazonalizadas – taxas de crescimento da média móvel de três meses, em %)



Fonte: Funcex e IBGE.

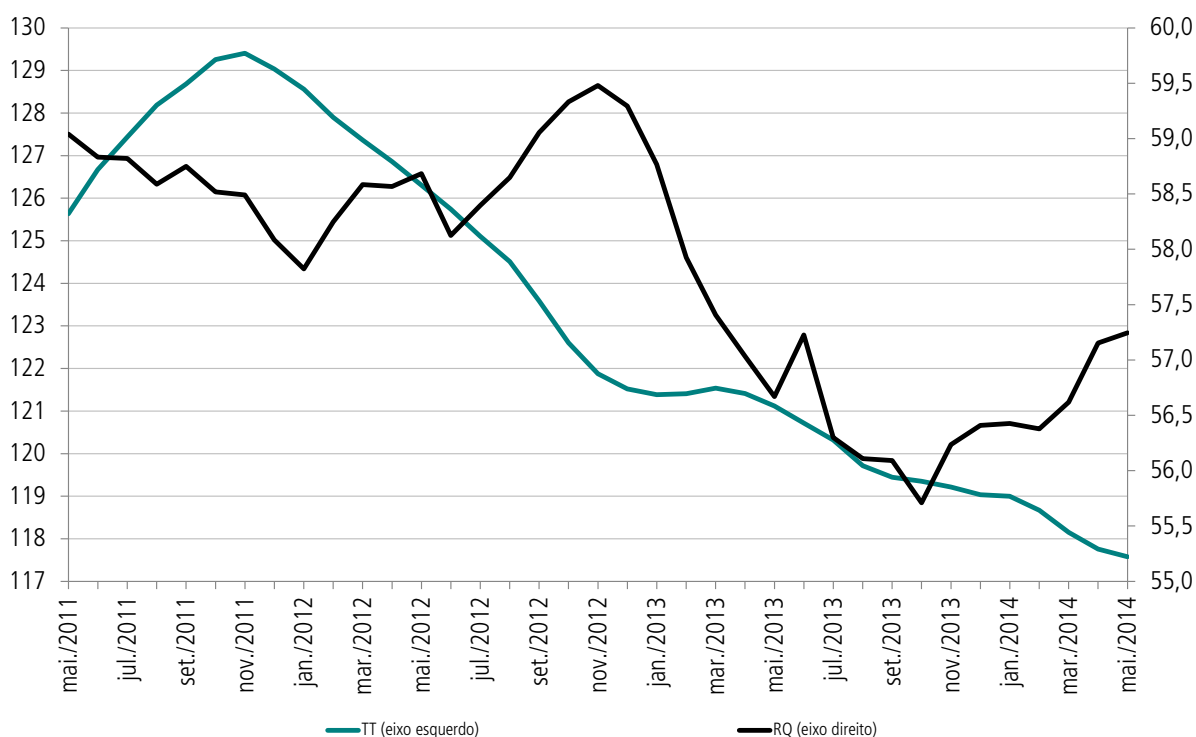
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Os termos de troca do país permaneceram em queda nos cinco primeiros meses do ano, com variação negativa de 2,9% em relação ao mesmo período de 2013. Na mesma base de comparação, a razão de *quantum* cresceu 3,9%. O gráfico 4.9 ilustra a recuperação da razão de *quantum* ocorrida a partir do final de 2013, após ter atingido o nível mais baixo em quinze anos. Já os termos de troca permanecem em uma trajetória de queda que se iniciou no final de 2011, quando alcançaram seu pico histórico. Desde então, a perda acumulada é de 9,1%, tendo sido a principal responsável pela redução do saldo comercial. Caso os preços de exportação e de importação não tivessem se alterado no período, o saldo comercial acumulado em doze meses até maio último teria sido de US\$ 26,5 bilhões, o que significa que a queda dos preços respondeu, sozinha, por uma redução da balança comercial de US\$ 23,4 bilhões.

GRÁFICO 4.9

Evolução dos termos de troca (TT) e da razão de *quantum* (RQ) (maio/2011-maio/2014)

(Média móvel de doze meses – 2006 = 100)



Fonte: Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

BALANÇA DE SERVIÇOS E DE RENDAS

O *deficit* de US\$ 35,8 bilhões nas contas de serviços e de rendas do balanço de pagamentos representou um modesto aumento de 1,8% em relação ao mesmo período de 2013 (tabela 4.4). O aumento dos saldos negativos de viagens internacionais (5,0%), aluguel de equipamentos (12,0%) e juros (10,1%) foi compensado pela redução dos *deficit* de transportes (-5,1%) e de remessas de lucros e dividendos (-4,7%) e, ainda, por um aumento do *superavit* da conta de serviços empresariais, profissionais e técnicos.

TABELA 4.4
Balço de serviços e rendas (janeiro-maio)
 (Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-maio			Variação (%) 2014-2013
	2012	2013	2014	
Serviços e rendas	(28.251)	(35.182)	(35.799)	1,8
Serviços	(16.244)	(18.645)	(19.272)	3,4
Viagens internacionais	(6.010)	(7.274)	(7.635)	5,0
Aluguel de equipamentos	(7.723)	(7.575)	(8.481)	12,0
Transportes	(3.494)	(3.995)	(3.791)	(5,1)
Empresariais, profissionais e técnicos	4.953	4.399	4.603	4,7
Demais serviços	(3.970)	(4.200)	(3.969)	(5,5)
Rendas	(12.007)	(16.536)	(16.527)	(0,1)
Lucros e dividendos	(8.444)	(11.879)	(11.324)	(4,7)
Juros	(3.790)	(4.856)	(5.348)	10,1
Salários	228	199	146	(26,6)

Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

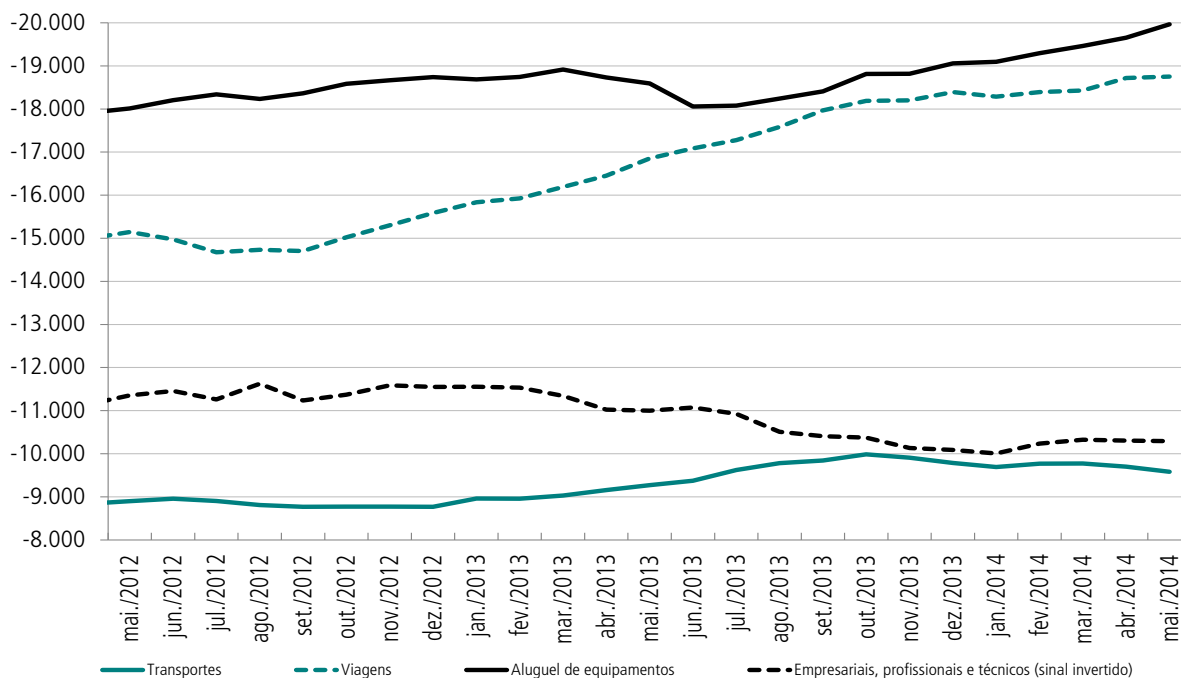
Dentro da balança de serviços, o gráfico 4.10 mostra que a conta de aluguel de equipamentos voltou a aumentar seu *deficit* de meados de 2013 para cá, conforme esperado, em virtude do número crescente de plataformas de exportação em operação (que são alugadas) e de outros equipamentos utilizados nas atividades de exploração e produção de petróleo e gás. O *deficit* da conta de viagens internacionais também permanece em crescimento, embora a um ritmo mais lento que o observado até o ano passado, acompanhando a desaceleração do consumo doméstico total. As despesas líquidas com transportes se reduziram do final do ano para cá, em linha com a desaceleração dos fluxos totais de comércio, e o saldo de serviços empresariais, profissionais e técnicos ainda é menor que o registrado em 2012, embora com nítida recuperação nos últimos meses.

Na conta de rendas (gráfico 4.11), destaca-se a virtual estabilidade das despesas com lucros e dividendos (da ordem de US\$ 30 bilhões anuais) e também das receitas (cerca de US\$ 5 bilhões). No caso dos juros, observam-se um lento e contínuo crescimento das despesas, que alcançam aproximadamente US\$ 19 bilhões anuais, e uma redução significativa das receitas, que hoje são da ordem de US\$ 4,5 bilhões anuais, em contraste com mais de US\$ 10 bilhões obtidos em 2008 – o que permite associar a queda ao movimento de redução das taxas de juros das principais moedas globais.

GRÁFICO 4.10

Balança de serviços: saldos das principais rubricas (maio/2012-maio/2014)

(Médias móveis de doze meses, em US\$ milhões)



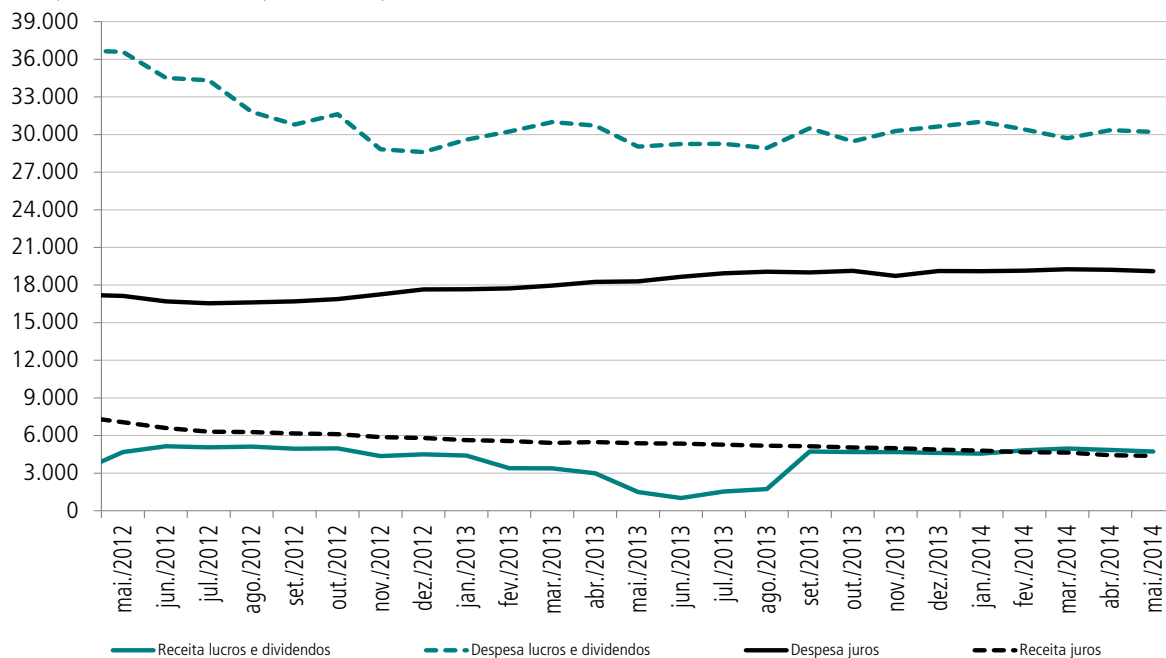
Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4.11

Rendas: receita e despesa (maio/2012-maio/2014)

(Médias móveis de doze meses, em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

FLUXOS DE CAPITAL

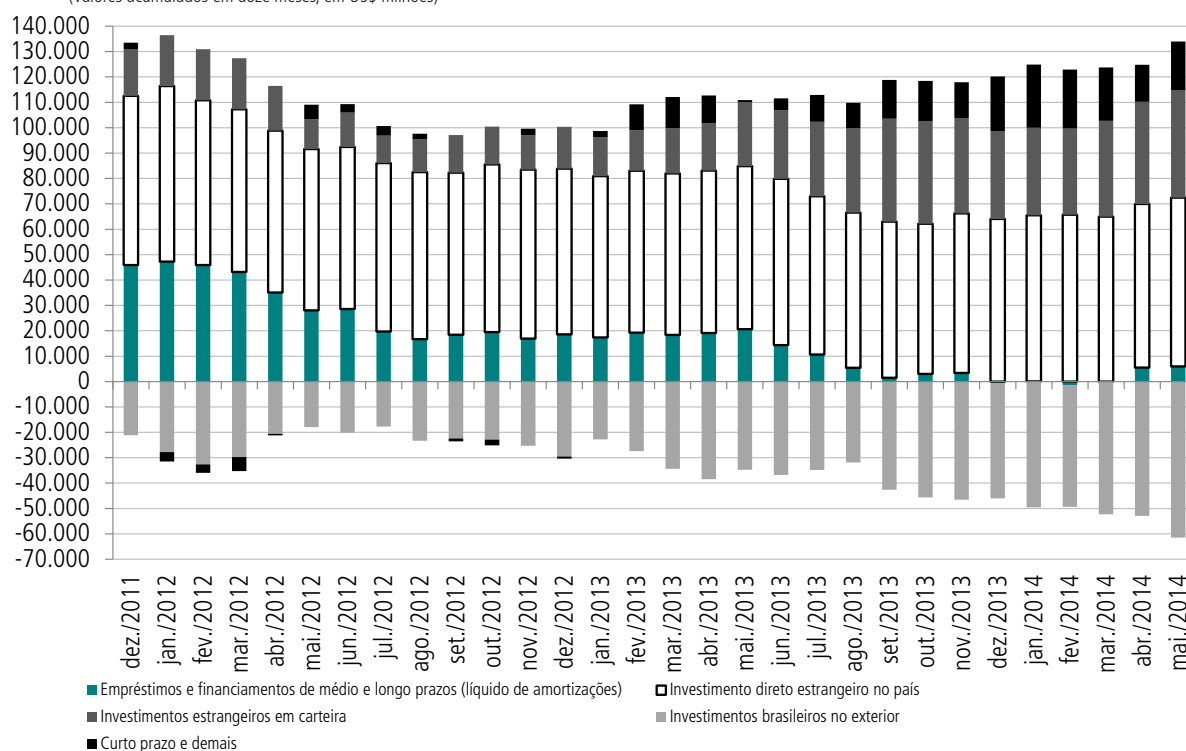
O saldo geral da conta capital e financeira do balanço de pagamentos vem se mantendo razoavelmente estável há quase dois anos, no intervalo de US\$ 70 bilhões a US\$ 80 bilhões anuais. A estabilidade vem sendo garantida pelos investimentos estrangeiros diretos, que sustentam montantes da ordem de US\$ 65 bilhões. Nos últimos meses, registra-se também uma recuperação das entradas de investimentos em carteira – que somaram US\$ 42 bilhões nos doze meses até maio último, após terem recuado para cerca de US\$ 15 bilhões no início de 2013 – e das captações de empréstimos e títulos de longo prazo, líquidas das amortizações – cujos fluxos chegaram a ficar negativos durante alguns meses no ano passado, mas que retornaram para valores historicamente normais nos primeiros meses deste ano.

Somando as três modalidades mencionadas no parágrafo anterior com os capitais de curto prazo, o gráfico 4.12 mostra que houve um aumento significativo das entradas de capital do final de 2012 para cá, de cerca de US\$ 100 bilhões para mais de US\$ 130 bilhões. Esses maiores influxos foram contrarrestados pelo aumento, na mesma magnitude, dos investimentos brasileiros no exterior, tanto na forma de investimentos diretos quanto na aquisição de outros ativos. Nos doze meses até maio, esses investimentos somaram US\$ 61,5 bilhões, quase 80% mais que o montante registrado nos doze meses até maio do ano passado.

GRÁFICO 4.12

Conta capital e financeira: principais rubricas (dez./2011-maio/2014)

(Valores acumulados em doze meses, em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

5 MOEDA E CRÉDITO

SUMÁRIO

Em maio, o Comitê de Política Monetária (Copom) interrompeu o ciclo de alta da meta Selic e manteve-a em 11%, embora tanto a inflação acumulada quanto a esperada encontrem-se significativamente acima da meta. Os dados de nível de atividade, porém, mostram desaquecimento, e o Copom preferiu dar tempo para que os efeitos defasados da majoração de 375 pontos-base (pb) já realizada na Selic operem plenamente. As expectativas coletadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) apontam para a estabilidade da taxa Selic até o fim de 2014 e a retomada das elevações a partir de janeiro de 2015, fazendo a taxa básica da economia chegar a 12% em abril.

A taxa média de juros das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) subiu de 21,1% em abril para 21,4% em maio de 2014. Os dados recentes de crédito reproduzem, na maior parte, as tendências anteriores: redução nas taxas de crescimento dos saldos, com maior crescimento no segmento direcionado, nos bancos públicos e para pessoa física, em relação ao livre, aos bancos privados e à pessoa jurídica, respectivamente. As novas concessões tiveram forte queda em termos reais em maio, e a inadimplência, que vinha mostrando pouca alteração, apresentou aumento em maio, especialmente no crédito livre.

JUROS

Na reunião de 28 de maio último, o Copom interrompeu a sequência de altas da meta da taxa Selic e manteve-a em 11% ao ano (a.a.). O ciclo de alta começou em 17 de abril de 2013, quando a taxa foi elevada de 7,25% para 7,5%, e continuou ao longo de nove degraus, ao fim dos quais a taxa de juros básica subiu 375 pb. A interrupção das elevações da meta da taxa Selic se dá num momento em que tanto a inflação acumulada nos últimos doze meses quanto a esperada para os próximos doze ou 24 meses encontram-se significativamente acima da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), 4,5%, conforme mostra a tabela 5.1. Nesse contexto, a decisão do BCB de interromper o ciclo de alta dos juros básicos tem sido motivo de crítica por parte de alguns analistas. Ao mesmo tempo em que a inflação apresenta resistência, porém, os dados de nível de atividade mostram desaquecimento, e os indicadores de confiança não permitem esperar retomada no curto prazo. Diante desse quadro, o Copom preferiu interromper as elevações da Selic, dando tempo para que os efeitos defasados operem plenamente, e emitiu uma ata em que foi particularmente cauteloso, evitando sinalizações quanto a movimentos futuros.

A resultante desses vetores – inflação alta, crescimento baixo e ausência de sinalizações do BCB – tem sido a expectativa de uma pausa no aperto da política monetária até o fim de 2014, com retomada das elevações da Selic a partir de janeiro de 2015, chegando a 12% em abril, quando haveria nova interrupção até o fim do ano (gráfico 5.1). No relatório trimestral de inflação divulgado em 26 de junho de 2014, o chamado cenário de referência – no qual o BCB pressupõe manutenção da taxa de câmbio constante em R\$ 2,25/US\$ e a meta para a taxa Selic em 11% a.a. – projeta inflação de 6,4% em 2014, 5,7% em 2015 e 5,1% no segundo trimestre de 2016. No cenário de mercado, que usa para o câmbio e a Selic informações da pesquisa *Focus*, as projeções apontam inflação de 6,4% em 2014, 6% em 2015 e 5% no segundo trimestre de 2016. Assim, como até o fim desse horizonte

de projeção a inflação não chegaria ao centro da meta, esses cenários são mais um fator a indicar que a meta para a Selic seria mantida no nível atual ou teria de ser aumentada, com poucas chances de ser reduzida.

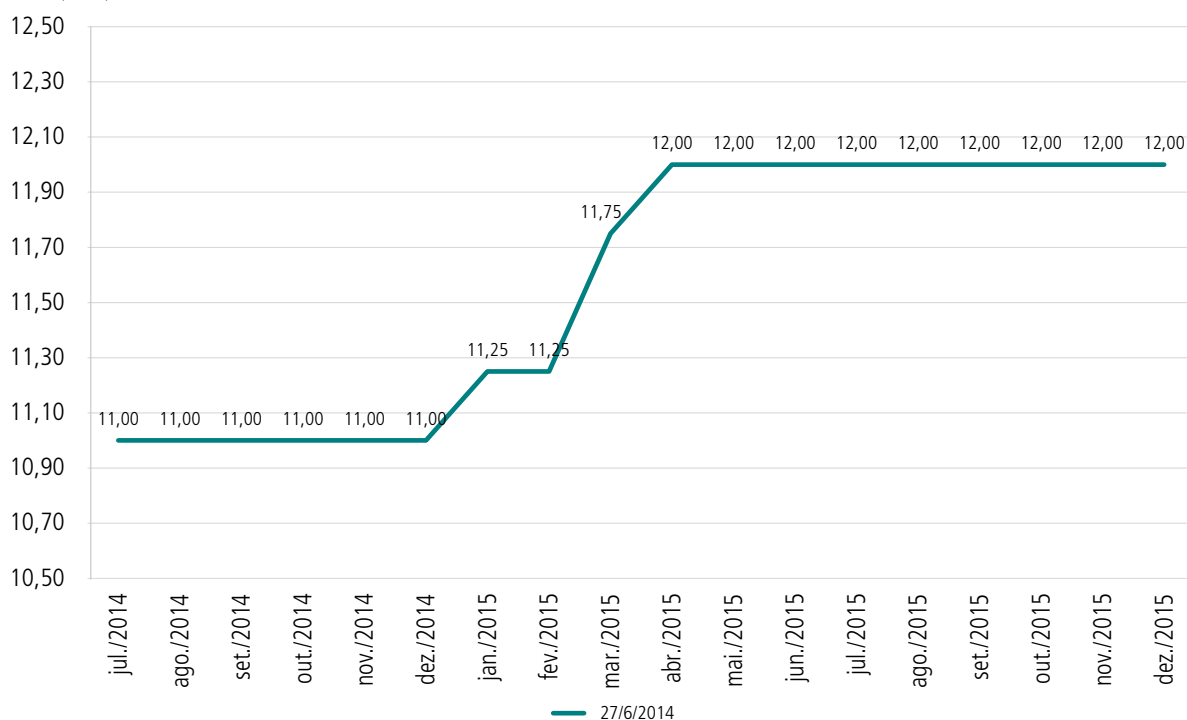
TABELA 5.1
Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)
(Em %)

	Março/2013	Junho/2014
Acumulado em doze meses	6,59	6,37 ¹
Expectativa <i>Focus</i> para os próximos doze meses	5,43	5,96
Expectativa <i>Focus</i> para 2015	5,25	6,10
Inflação implícita em remunerações de títulos do Tesouro para os próximos doze meses	5,41	6,25
Inflação anual implícita em remunerações de títulos do Tesouro para os próximos 24 meses	-	6,12

Fontes: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), BCB e Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹Acumulado até maio. Dados de expectativas do relatório *Focus* e de inflação implícita da Anbima de 27 de junho de 2014.

GRÁFICO 5.1
Expectativa BCB-Focus para meta Selic (jul./2014-dez./2015)
(Em %)



Fonte: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), BCB e Banco BTG Pactual.

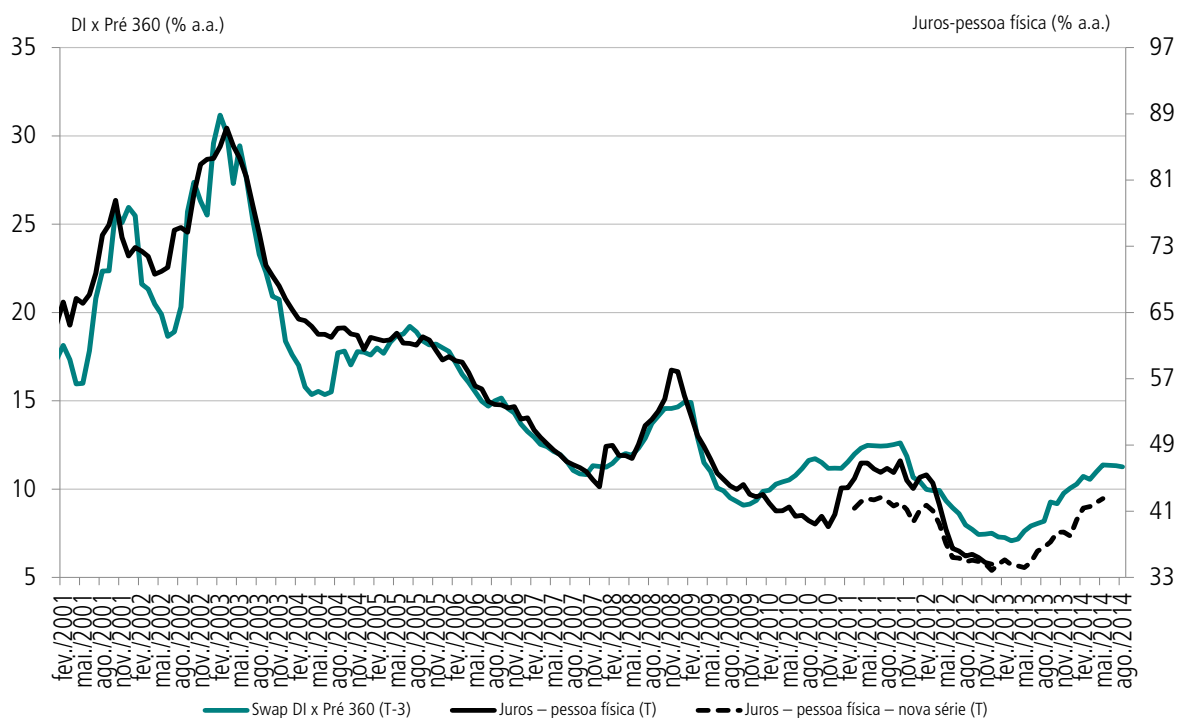
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A taxa média de juros das operações de crédito de todo o SFN subiu de 21,10% em abril para 21,36% em maio de 2014, ficando 3,3 pontos percentuais (p.p.) acima da taxa observada em maio de 2013. A taxa média para pessoas jurídicas subiu de 15,98% em abril para 16,27% em maio de 2014, uma elevação de 2,8 p.p. em relação a doze meses antes. A taxa média para pessoas físicas subiu de 27,68% em abril para 27,87% em maio de 2014, 3,8 p.p. acima de maio de 2013. O gráfico 5.2, que

mostra que a taxa para pessoas físicas com recursos livres acompanha o *swap* DI x pré com defasagem de três meses, sugere que a elevação deve estar chegando ao fim, refletindo também a interrupção da elevação da meta para a Selic e a expectativa de manutenção nos próximos meses.

GRÁFICO 5.2
Taxa média de juros para pessoa física: recursos livres versus *swap* DI x pré com prazo de 360 dias
(fev./2001-ago./2014)

(Em % a.a.)



Fonte: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), BCB e Banco BTG Pactual.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

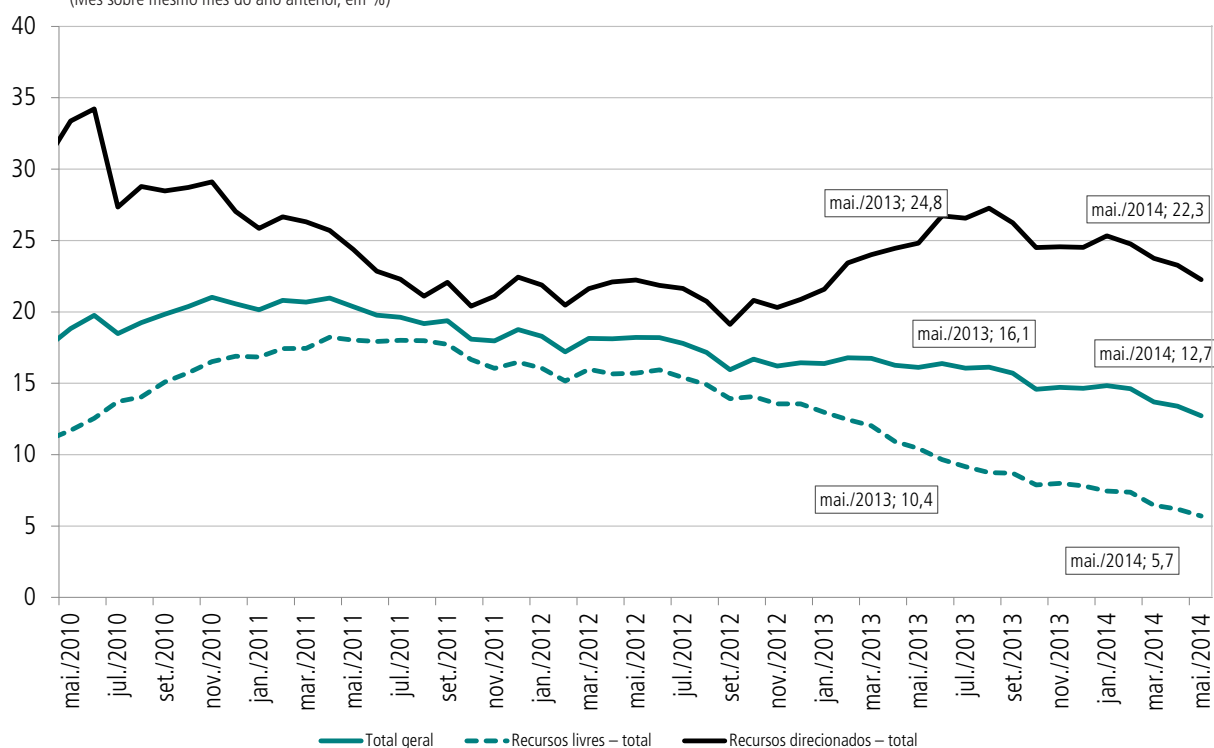
CRÉDITO

Os dados recentes reproduzem, na maior parte, as tendências anteriores: redução nas taxas de crescimento dos saldos; maior crescimento no segmento direcionado (em oposição ao livre), nos bancos públicos e para pessoa física. As novas concessões, no entanto, tiveram forte queda em maio, e a inadimplência, que vinha mostrando pouca alteração, apresentou aumento em maio.

O total de crédito no SFN cresceu 12,7% na comparação de maio de 2014 com maio de 2013, tendo crescido 13,4% em abril, na mesma comparação. Em maio de 2013, o crescimento sobre maio de 2012 tinha sido de 16,1% e, em 2012, na mesma comparação, de 18,2%, apenas para ilustrar a trajetória de desaceleração. O gráfico 5.3 permite ver que a taxa de variação do total do crédito embute crescimentos bem discrepantes entre os segmentos direcionado e livre. Enquanto o primeiro cresceu 22,3% em maio, o livre cresceu 5,7%, o que já se configura como uma queda real, uma vez que a inflação medida pelo IPCA foi de 6,4%, no mesmo período. Outro aspecto de destaque no gráfico é a queda na taxa de crescimento do crédito direcionado: de outubro de 2013 até fevereiro de 2014, o crescimento em doze meses oscilou bem próximo a 25%, mas, em março, caiu para 23,7%; em abril, para 22,5%; e, em maio, para 22,3%.

GRÁFICO 5.3

Taxa de crescimento do saldo de crédito: total, recursos livres e direcionados (mai./2010-mai./2014)
(Mês sobre mesmo mês do ano anterior, em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O saldo de crédito para pessoas físicas cresceu 14,7% em maio de 2014, na comparação com o mesmo mês de 2013. Em maio do ano passado, o crescimento havia sido de 16,5% sobre maio de 2012. Para pessoas jurídicas, os números são, respectivamente, 11,1% e 15,8%, também mostrando redução na taxa de crescimento. A tabela 5.2 mostra essas taxas de variação para o crédito de acordo com a seguinte divisão: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), bancos públicos (exceto BNDES), bancos privados nacionais e bancos privados estrangeiros. A taxa de crescimento dos empréstimos do BNDES tem caído: a variação em doze meses em maio de 2013 tinha sido de 17% e, em maio de 2014, foi de 13,1%. A desaceleração foi notável nas demais instituições públicas: de 37,5% em maio de 2013 para 23,8% em maio de 2014. As instituições privadas nacionais já tinham desacelerado antes, de modo que a queda na taxa de crescimento nesse período não foi grande (de 6,1% para 4,9%). De maneira interessante, o crédito concedido por instituições privadas estrangeiras teve sua taxa de crescimento significativamente aumentada, de 6,6% em maio de 2013 para 9,1% em maio de 2014.

TABELA 5.2
Saldo de crédito segundo o controle do capital
(Variação %)

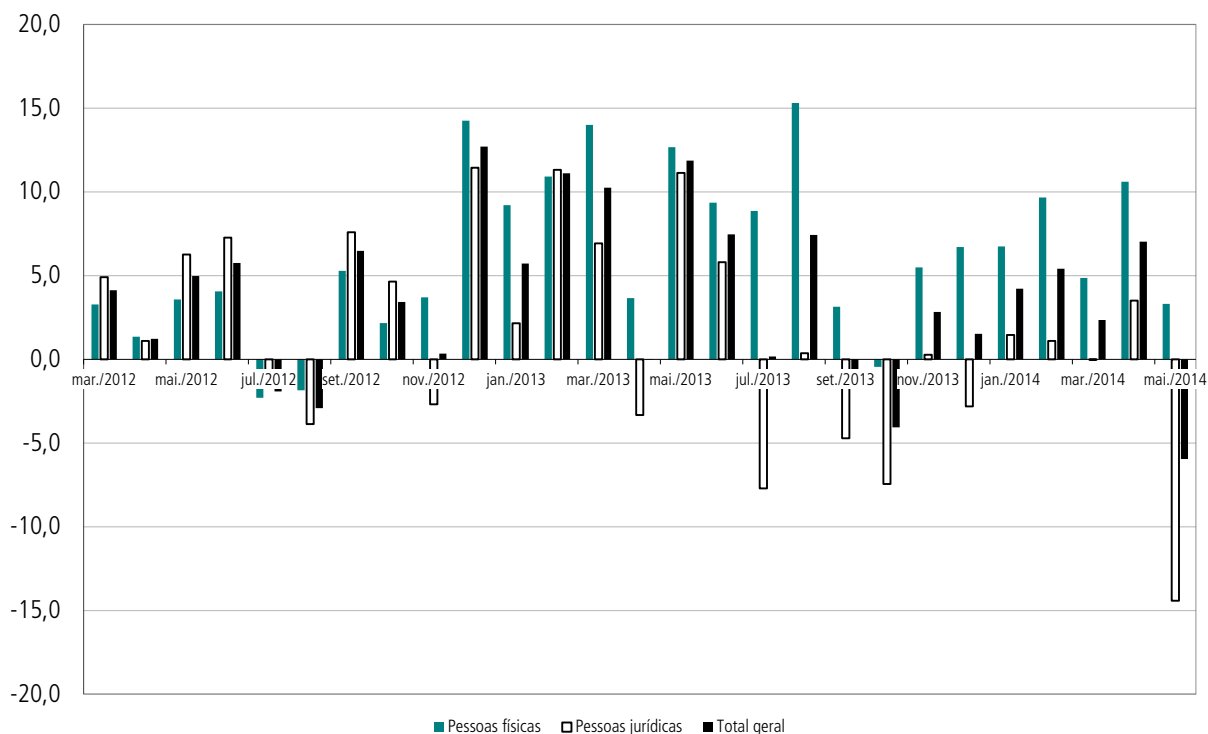
	BNDDES	Instituições públicas – exceto BNDDES	Instituições privadas nacionais	Instituições estrangeiras	Total
Maio/2014-maio/2013	13,1	23,8	4,9	9,1	12,7
Abr./2014-abr./2013	14,9	24,4	5,3	9,3	13,4
Maio/2013-maio/2012	17,0	37,5	6,1	6,6	16,1

Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

As novas concessões de crédito, ajustadas pelo número de dias úteis do mês e deflacionadas pelo IPCA, vinham mostrando crescimento em relação ao mesmo mês do ano anterior, mas em maio apresentaram forte queda (gráfico 5.4). As concessões para pessoas jurídicas caíram 14,4%, com destaque para os créditos direcionados para pessoa jurídica, que tiveram queda de 28,4%. A taxa de crescimento das novas concessões para pessoas físicas não chegou a ficar negativa, mas passou por forte redução, de uma média de 7,3% nos seis meses anteriores para 3,3% em maio último.

GRÁFICO 5.4
Média diária das concessões de crédito (mai./2012-mai./2014)
(Valores deflacionados pelo IPCA, mês/mesmo mês do ano anterior, em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

INADIMPLÊNCIA

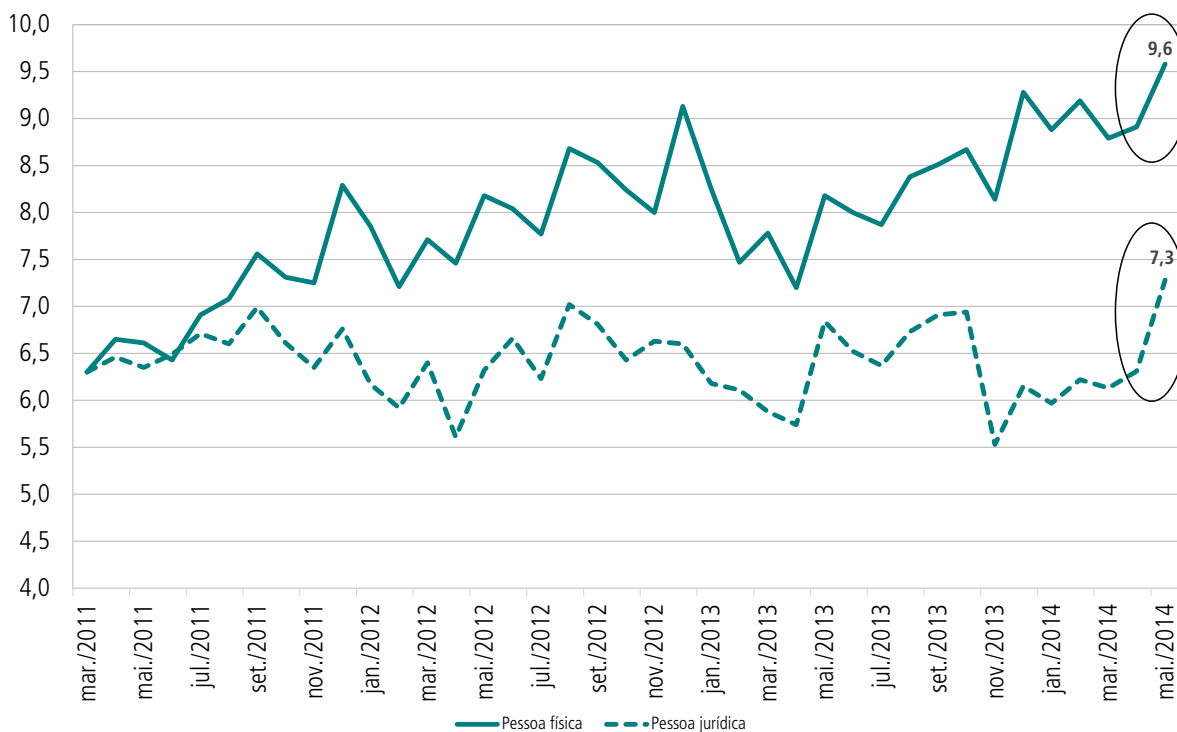
A inadimplência total, após ficar estável em 3,0% entre dezembro de 2013 e abril de 2014, subiu para 3,1% em maio. Esse aumento adveio dos recursos livres: para pessoas físicas, subiu de 6,5% em abril para 6,7% em maio, e para jurídicas, de 3,3% para 3,5%. Entre as pessoas físicas, destaca-se o cheque

especial, cuja inadimplência subiu de 8,9% para 9,6%, valor mais alto desde março de 2011, quando se inicia a série divulgada pelo BCB. Essa mesma modalidade também teve sua inadimplência elevada de modo significativo entre as pessoas jurídicas, passando de 6,3% em abril para 7,3% em maio (gráfico 5.5). Nos créditos às empresas, o capital de giro também teve aumento na inadimplência: de 3,7% para 3,9%. Ainda que esses números não sejam, por certo, alarmantes, é necessário observar que os dados de maio trouxeram os primeiros sinais claros de aumento na inadimplência.

GRÁFICO 5.5

Taxa de inadimplência para pessoa física e pessoa jurídica: cheque especial, recursos livres (mar./2011-mai./2014)

(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

6 FINANÇAS PÚBLICAS

SUMÁRIO

O resultado primário da União no período janeiro-maio foi de R\$ 18,7 bilhões, o que corresponde a 47,9% dos R\$ 39 bilhões previstos pelo Decreto nº 8.261/2014 para os primeiros oito meses do ano e a 23,1% dos R\$ 80,77 bilhões previstos para 2014 como um todo. Esse resultado foi especialmente negativo no mês de maio, quando houve *deficit* de R\$ 11 bilhões. Com isso, o *superavit* primário do governo consolidado, medido pelo Banco Central do Brasil (BCB), reduziu-se para o equivalente a 1,52% do produto interno bruto (PIB) nos doze meses até maio. Nesse mesmo período, as receitas com concessões e dividendos somaram o equivalente a 0,88% do PIB.

A exemplo do que se verificou ao longo de todo o ano passado, a queda do *superavit* primário resulta de um crescimento das receitas do governo federal inferior ao das despesas, embora a diferença entre as duas tenha diminuído sensivelmente neste ano. Nos doze meses encerrados em maio, as receitas (líquidas de concessões e dividendos) tiveram variação real de 4,2%, ao passo que as despesas cresceram 6,4%. Se as despesas referentes ao auxílio oficial à Câmara de Desenvolvimento Energético (que já somam R\$ 3,3 bilhões no ano) forem excluídas, o crescimento das despesas reduz-se para 5,2%.

Em linhas gerais, parece correto afirmar que o quadro fiscal do governo federal tem permanecido essencialmente estável. Ainda assim, o cumprimento da meta divulgada em fevereiro deste ano (1,55% do PIB), sem maiores elevações nas receitas não recorrentes projetadas, irá requerer – mesmo na ausência de choques negativos na conta de energia elétrica – uma pequena aceleração da arrecadação tributária no segundo semestre do ano. Esta aceleração parece plausível, entretanto, tendo em vista a nova reabertura do Programa de Recuperação Fiscal (Refis) – agora estendido para cobrir as dívidas tributárias incorridas até 2013 – anunciada em junho passado.

PROGRAMAÇÃO ORÇAMENTÁRIA

O Decreto nº 8.261, publicado no *Diário oficial da União* (DOU) em 30 de maio de 2014, manteve a projeção para o *superavit* primário da União para o ano de 2014 que constava no Decreto nº 8.197, de 20 de fevereiro deste ano. De acordo com ambos os decretos, o *superavit* primário efetivo do governo federal em 2014 será de R\$ 80,77 bilhões, ou 1,55% do PIB nominal (R\$ 5,211 trilhões) previsto para o ano pelo Ministério da Fazenda e do Planejamento.

Na apresentação do Decreto nº 8.197/2014, os ministros esperavam, ainda, que os estados e municípios tivessem, em conjunto, um *superavit* primário da ordem de R\$ 18,2 bilhões (ou 0,35% do PIB esperado) em 2014, de modo a garantir para o setor público consolidado um *superavit* primário em torno de R\$ 99 bilhões, ou 1,9% do PIB.

De acordo com os dados recém-lançados pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), o *superavit* primário da União acumulado até 31 de maio do corrente ano foi de R\$ 18,7 bilhões. Este valor corresponde a 47,9% dos R\$ 39 bilhões previstos pelo Decreto nº 8.261/2014 para os primeiros oito meses do ano e a 23,1% dos R\$ 80,77 bilhões previstos para 2014 como um todo. Por sua vez, os dados do BCB dão conta de que o *superavit* primário acumulado por estados e municípios

(incluindo as respectivas empresas estatais) até maio de 2014 havia sido de R\$ 14,66 bilhões, ou 80,5% da meta anual prevista em fevereiro passado.

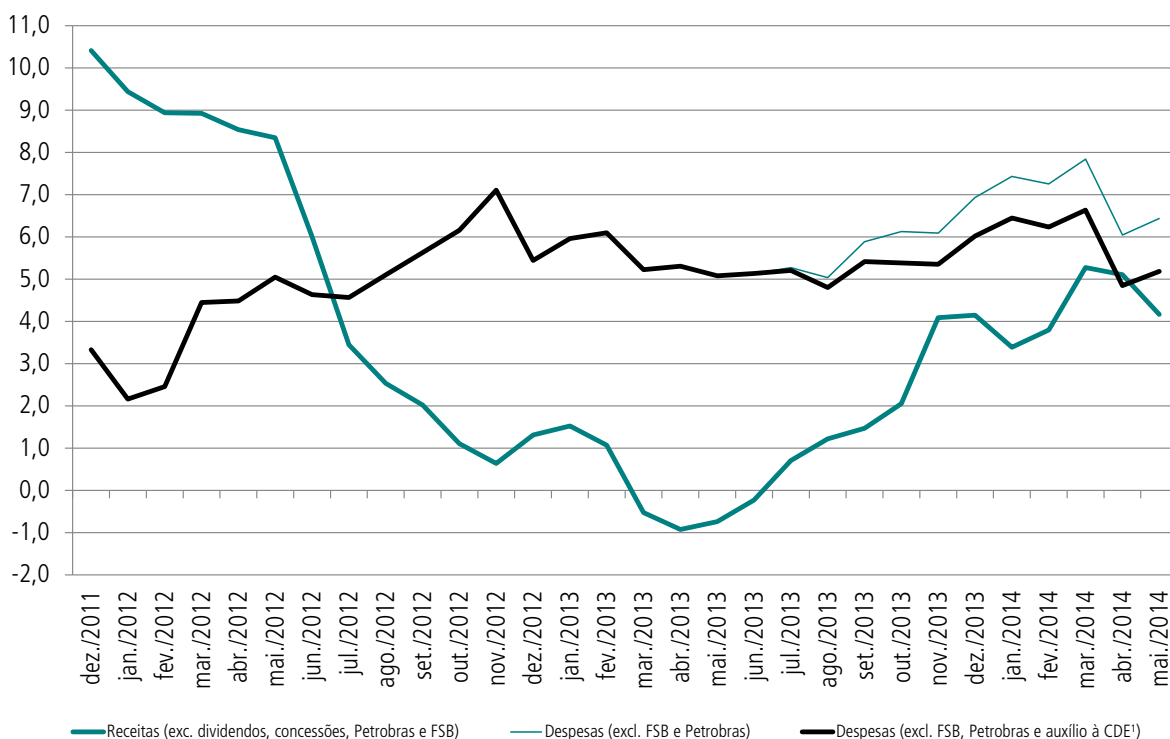
Registre-se que decretos de programação orçamentária não substituem – nem alteram formalmente – a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2014, aprovada em 24 de dezembro de 2013. De acordo com esta última lei, a meta cheia do *superavit* primário do governo central é de R\$ 116,1 bilhões (ou 2,15% do PIB esperado de R\$ 5,4 trilhões), podendo o governo abater deste valor até R\$ 58 bilhões em investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e mais R\$ 9 bilhões em desonerações fiscais, totalizando 1,24% do PIB esperado em abatimentos. Os últimos decretos de programação orçamentária têm cumprido, assim, o papel de explicitar para os agentes econômicos a disposição do governo de perseguir uma meta de superavit primário superior ao mínimo permitido pela LDO 2014 – abatendo da meta “cheia” do governo federal apenas R\$ 35,3 bilhões dos R\$ 67 bilhões legalmente permitidos.

GOVERNO FEDERAL

A despeito da tendência de recuperação da arrecadação tributária verificada no último ano – após as desonerações ocorridas no biênio 2012-2013 e com a ajuda do relançamento de um programa de refinanciamento de dívidas tributárias em 2013 – e do esforço de contenção das despesas primárias verificado em 2014, os gastos primários, exclusive Fundo Soberano do Brasil (FSB) e Petrobras, continuam crescendo em ritmo superior ao das receitas primárias, exclusive concessões, dividendos, Petrobras e FSB (gráfico 6.1). Ressalte-se que os gastos com o auxílio às distribuidoras de energia elétrica – de R\$ 3,3 bilhões entre janeiro e maio deste ano – têm contribuído para esse resultado.

GRÁFICO 6.1

Taxas de crescimento reais, acumuladas em doze meses, das receitas (exclusive dividendos, concessões, Petrobras e FSB) e despesas primárias federais (exclusive FSB e Petrobras) (dez./2011-abr./2014)



Fonte: STN.

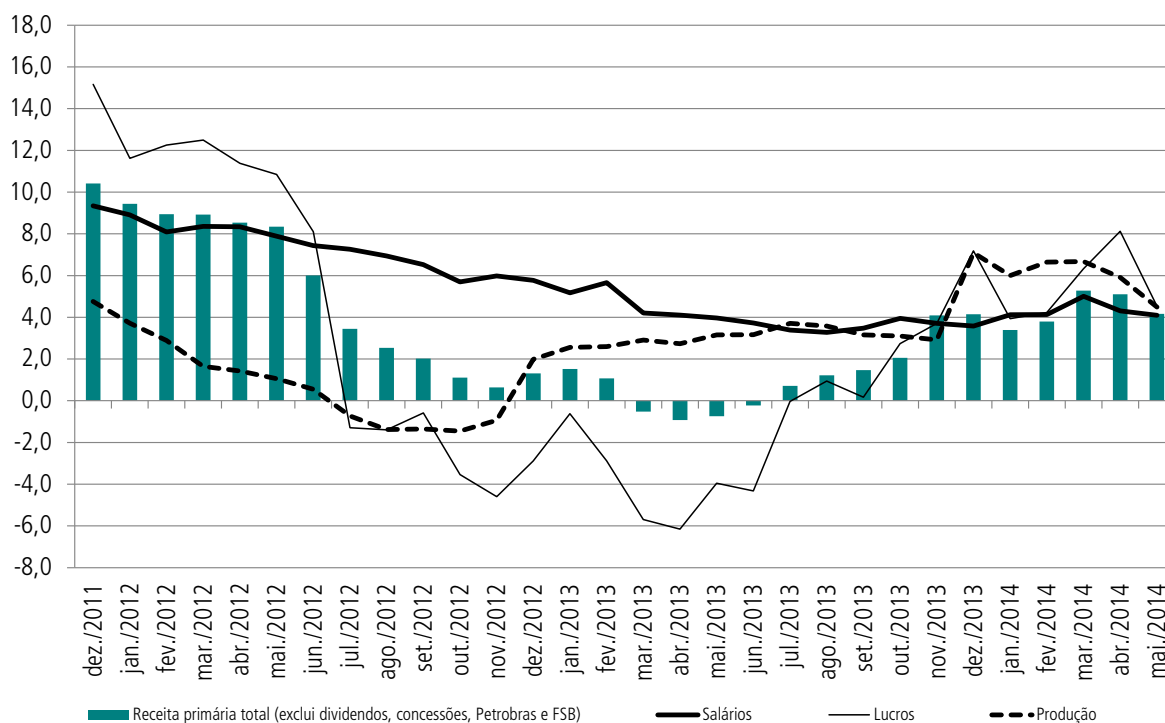
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Conta de Desenvolvimento Energético.

Do lado das receitas, a queda verificada na arrecadação nos últimos meses reflete os efeitos do fraco desempenho da atividade econômica sobre a arrecadação dos tributos incidentes sobre os lucros – isto é, do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) das pessoas jurídicas – e também dos principais tributos incidentes sobre a produção (gráfico 6.2). Do lado dos gastos, a desaceleração reflete principalmente a diminuição do ritmo de crescimento das transferências às famílias – por conta do pequeno aumento real dado ao salário mínimo (SM) em 2014 em virtude do mau desempenho do PIB em 2012 –, em parte contrabalançada pelo crescimento vigoroso das despesas com o PAC e demais investimentos e das outras despesas de custeio e capital exclusive Programa Bolsa Família (PBF) e PAC e demais investimentos.

GRÁFICO 6.2

Crescimento real das receitas primárias federais, acumuladas em doze meses, segundo os principais componentes (dez./2011-mai/2014)



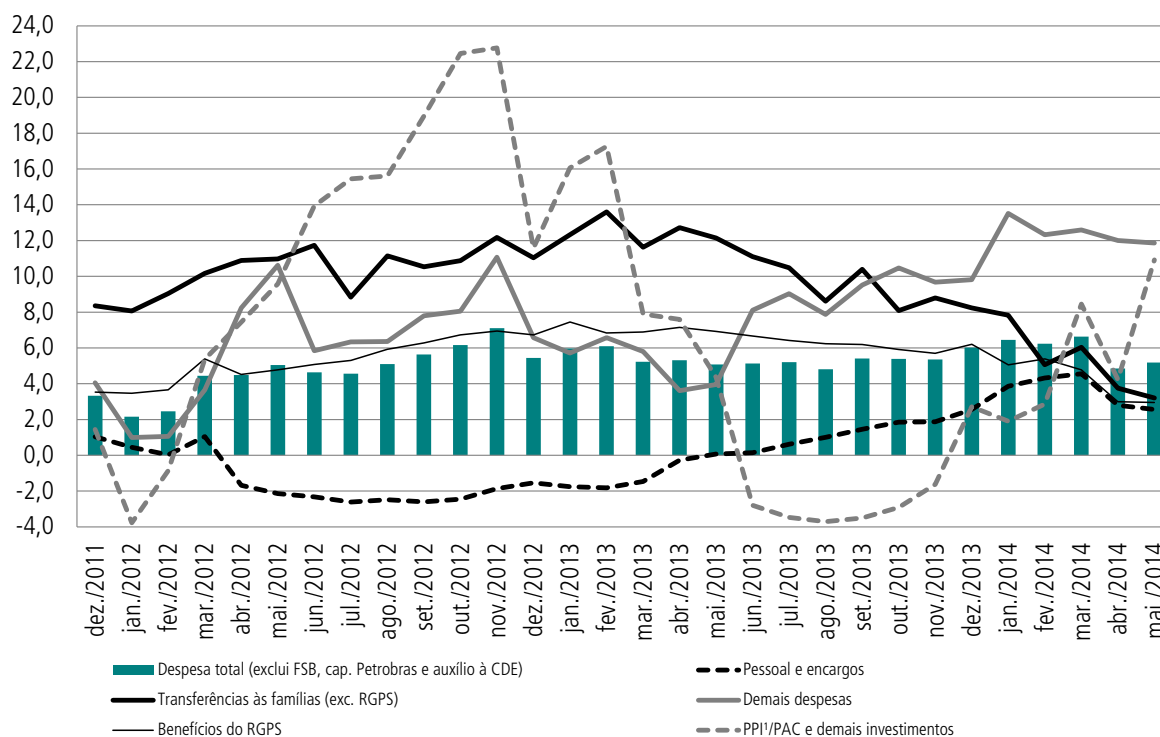
Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Ressalte-se que o item outras despesas de custeio e capital exclusive PAC e demais investimentos e PBF inclui, desde 2012, as despesas da União com a compensação do Regime Geral da Previdência Social (RGPS) por conta das Leis nº 12.546/2011 e nº 12.715/2012. Estas leis eximem vários setores econômicos de recolherem contribuições previdenciárias (desonerando, assim, as respectivas folhas de pagamentos), substituindo-as por tributos incidentes sobre o faturamento desses setores. As compensações previstas nas citadas leis são essencialmente contábeis – isto é, dinheiro que o governo federal paga a si mesmo –, mas têm crescido consideravelmente, passando de menos de R\$ 2 bilhões em 2012 para R\$ 9 bilhões em 2013 e cerca de R\$ 17 bilhões (já empenhados) em 2014. Note-se, ainda, que o item outras despesas de custeio e capital exclusive PAC e demais investimentos e PBF inclui também as transferências do Fundo Nacional de Saúde para os estados e municípios, cujas despesas têm crescido rapidamente, passando de R\$ 32,12 bilhões em 2012 para R\$ 52,87 bilhões em 2013 em termos nominais (gráfico 6.3).

GRÁFICO 6.3

Crescimento real das despesas primárias federais, acumuladas em doze meses, segundo os principais componentes (dez./2011-maio/2014)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Projeto Piloto de Investimento.

Uma análise das revisões nas projeções de receitas feitas pelo governo federal nos três decretos de programação orçamentária divulgados neste ano mostra uma pequena frustração de receitas nos dois primeiros bimestres do ano, compensada pelo aumento nas projeções da arrecadação no segundo semestre. Com o fraco desempenho da atividade econômica nos dois primeiros trimestres e a prorrogação do desconto do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para automóveis e móveis até o final do ano, não é possível projetar um quadro confortável para a arrecadação federal recorrente ao longo de 2014. Daí, em grande medida, a decisão de reabrir até 25 de agosto (Lei nº 12.996/2014) o Refis, estendendo-o para dívidas incorridas até 2013. Crucial para o fechamento das contas da União no ano passado, este programa deve se encarregar do aumento necessário da receita também em 2014 (tabelas 6.1, 6.2 e 6.3).

Do lado dos gastos, cumpre destacar o esforço da União em comprimir as despesas não diretamente associadas às ações prioritárias do governo nas áreas de saúde, educação, transferências de renda às famílias e PAC. Registre-se, ainda, que o baixo reajuste do SM em 2014 contribuiu para reduzir o crescimento das transferências públicas às famílias nos últimos trimestres (tabela 6.2). O lado negativo fica por conta das incertezas associadas ao efetivo tamanho do auxílio às distribuidoras de energia elétrica.

TABELA 6.1

Crescimento real das receitas primárias federais por componentes, em relação ao mesmo período do ano anterior: dados trimestrais e anuais (últimos três anos) e pesos dos componentes em relação à receita total e ao PIB

(Em %)

Período	Receita primária federal total (RPFT)	Salários (IRRF ¹ trabalho + salário educação + previdência)	Lucros (CSLL + IRPJ)	Produção (Cofins ² + PIS ³ /PASEP ⁴ + IPI)	Importação	Operações financeiras (CPMF ⁵ + IOF ⁶)	Dividendos, concessões, FSB e Petrobras	Outras
1 ^a trimestre/2012	7,55	7,32	13,49	0,96	11,24	15,04	46,04	8,69
2 ^a trimestre/2012	-0,99	7,18	-6,84	4,07	16,84	-7,80	-61,61	-15,11
3 ^a trimestre/2012	-1,90	4,71	-19,48	1,17	10,66	-18,25	61,20	-22,10
4 ^a trimestre/2012	6,89	4,40	-0,11	3,62	4,50	-16,00	330,52	-2,24
1 ^a trimestre/2013	-2,24	0,85	-1,00	2,11	11,23	-17,61	-81,09	-10,86
2 ^a trimestre/2013	4,39	4,97	9,30	2,55	8,87	-10,55	156,12	-7,12
3 ^a trimestre/2013	2,58	4,29	0,50	0,33	15,98	-8,27	-13,39	11,81
4 ^a trimestre/2013	8,64	4,40	28,53	18,53	13,74	-4,22	-23,08	-5,72
1 ^a trimestre/2014	5,68	6,93	-3,24	2,01	9,61	-7,85	487,41	17,81
Em % da RPFT	-	35,02	23,74	22,83	4,35	2,24	2,17	9,65
Em % do PIB	25,07	8,78	5,95	5,72	1,09	0,56	0,54	2,42
Crescimento real acumulado em relação ao mesmo período de anos anteriores								
Jan.-maio/ 2011	7,86	15,26	6,54	3,52	22,23	-18,88	-7,46	2,01
Jan.-maio/ 2012	2,08	7,29	0,51	2,16	3,57	-22,75	6,02	-6,22
Jan.-maio/ 2013	1,94	4,21	-2,47	-1,96	4,28	-9,50	82,40	6,67

Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Notas: ¹ Imposto de Renda Retido na Fonte.² Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social.³ Programa de Integração Social.⁴ Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público.⁵ Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira.⁶ Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros.

TABELA 6.2

Crescimento real das despesas primárias federais em relação ao mesmo período do ano anterior, desagregadas por componentes: dados trimestrais e anuais (últimos três anos) e pesos dos componentes em relação à despesa total e ao PIB

(Em %)

Período	Despesa Primária Federal Total (DPFT) ¹	Pessoal e encargos sociais	Transferências às famílias (exc. RGPS)	Benefícios previdenciários (RGPS)	Subsídios e subvenções econômicas	PAC e demais investimentos	Outras despesas de custeio e capital (exclusive PBF e PAC e demais investimentos)	Outras	Transferências obrigatórias a estados e municípios
1º trimestre/2012	5,81	-2,35	12,69	6,90	57,41	23,94	1,76	-1,86	3,99
2º trimestre/2012	7,63	-2,47	13,92	7,43	23,04	40,84	5,54	-5,32	2,50
3º trimestre/2012	5,11	-1,15	8,98	7,26	-71,38	9,83	10,19	-0,71	-3,99
4º trimestre/2012	3,49	-0,28	9,84	5,45	-12,63	-13,63	12,35	-4,13	-3,68
1º trimestre/2013	4,88	-2,06	15,05	7,52	-36,26	5,48	8,20	4,37	0,27
2º trimestre/2013	7,09	4,13	11,43	7,63	-12,67	-5,50	18,57	11,65	-4,48
3º trimestre/2013	8,01	4,11	6,95	5,48	121,76	5,26	8,47	4,13	7,69
4º trimestre/2013	7,49	3,91	1,23	5,55	-19,34	7,48	14,52	-26,57	-6,47
1º trimestre/2014	8,75	6,20	4,80	1,46	-35,94	31,01	19,09	-9,64	10,87
Em % da DPFT	-	22,10	10,58	36,78	0,84	8,27	19,64	1,78	-
Em % do PIB	19,27	4,26	2,04	7,09	0,16	1,59	3,79	0,34	4,72
Crescimento real acumulado em relação ao mesmo período de anos anteriores									
Jan.-maio/2011	18,84	-2,04	29,23	14,23	-6,53	67,40	36,11	-12,27	10,90
Jan.-maio/2012	11,09	1,26	15,58	6,76	-46,24	32,25	26,01	-10,13	5,19
Jan.-maio/2013	4,82	0,63	0,83	-0,63	-18,80	25,63	13,95	97,17	8,75

Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Exclui FSB, capitalização da Petrobras e auxílio à CDE.

TABELA 6.3

Crescimento real das transferências federais às famílias em relação ao mesmo período do ano anterior, desagregadas por componentes: dados trimestrais e anuais (últimos três anos) e pesos dos componentes em relação à despesa total e ao PIB

(Em %)

Período	Transf. às famílias (1) + (2) + (3) + (4)	Benefícios do RGPS (1)	Abono e seguro-desemprego (2)	Benefícios da Loas ¹ e RMV ² (3)	PBF (4)
1º trimestre/2012	8,05	6,90	5,98	11,95	25,16
2º trimestre/2012	8,70	7,43	19,37	12,84	7,88
3º trimestre/2012	7,68	7,26	4,96	12,54	16,57
4º trimestre/2012	6,34	5,45	6,38	7,85	19,13
1º trimestre/2013	9,08	7,52	21,69	6,85	18,36
2º trimestre/2013	7,51	6,50	8,56	10,67	17,03
3º trimestre/2013	5,84	5,48	7,00	7,31	6,31
4º trimestre/2013	4,65	5,55	-3,60	7,44	1,52
1º trimestre/2014	2,19	1,46	13,60	1,62	-3,52
Em % das TFs	-	77,66	9,14	7,85	5,34
Em % do PIB	9,13	7,09	0,83	0,72	0,49
Crescimento real acumulado em relação ao mesmo período de anos anteriores					
Jan.-maio/ 2011	17,17	14,23	30,45	23,42	36,72
Jan.-mai/ 2012	8,55	6,76	20,41	9,86	17,50
Jan.-maio/ 2013	-0,32	-0,63	2,64	0,57	-1,38

Fonte: STN.

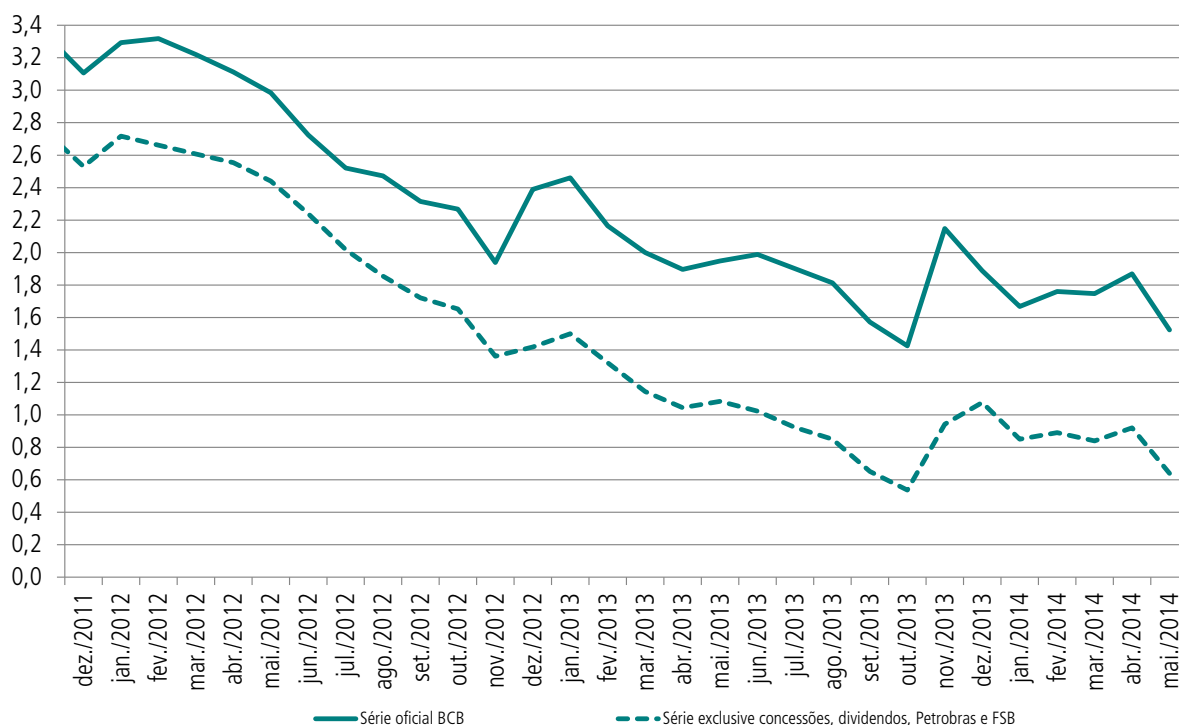
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Notas: ¹ Lei Orgânica da Assistência Social.² Renda mensal vitalícia.

GRÁFICO 6.4

Evolução recente do *superavit* primário do governo federal (dez./2011-maio/2014)

(Em % do PIB)



Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GOVERNOS SUBNACIONAIS

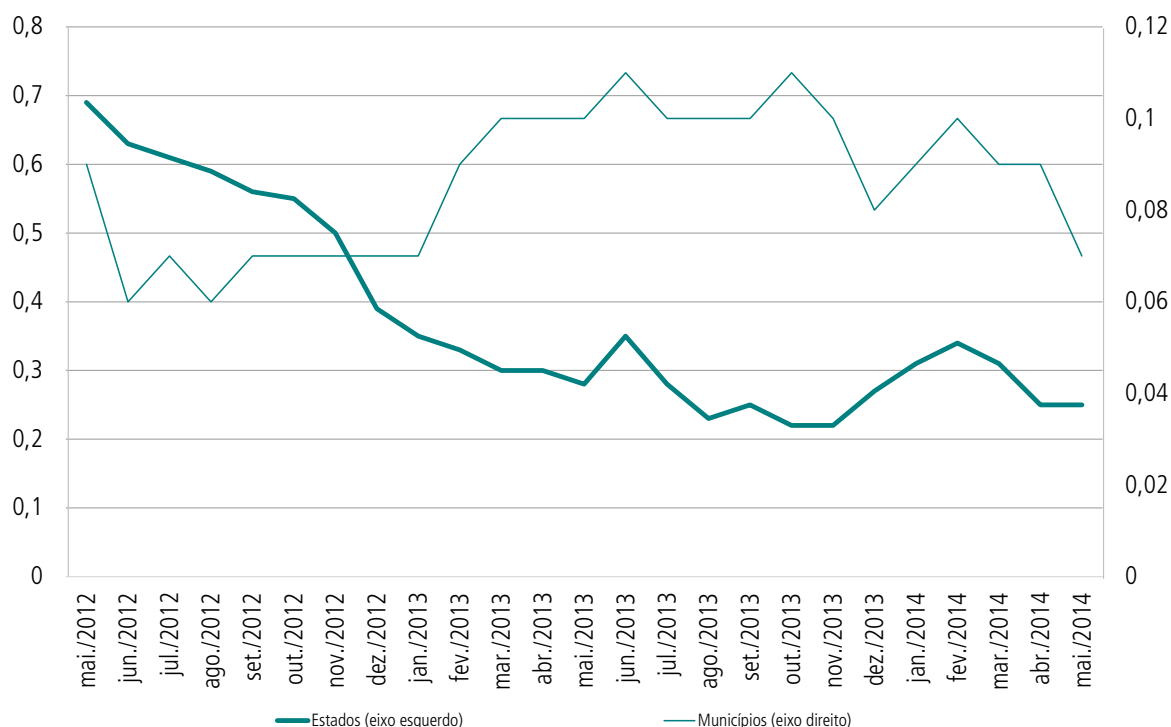
Tal como o *superavit* primário do governo federal, o *superavit* primário dos governos subnacionais tem flutuado relativamente pouco nos últimos trimestres, em torno de um patamar de 0,35% do PIB, de acordo com o BCB – compatível, portanto, com a projeção feita pelos ministérios da área econômica em fevereiro deste ano (gráfico 6.5).

Infelizmente, a STN ainda não disponibiliza o detalhamento “acima da linha” dos resultados primários dos governos subnacionais. Uma aproximação – admitidamente imperfeita – desse detalhamento pode, entretanto, ser obtida por meio da consolidação dos dados dos *Relatórios resumidos de execução orçamentária* (RREOs) divulgados bimestralmente pelos estados e municípios brasileiros. A aproximação é imperfeita porque os dados desses relatórios são baseados em conceitos orçamentários – por oposição ao critério “de caixa” utilizado nas LDOs para fixar a meta de superavit primário – e porque subsistem diferenças de interpretação dos conceitos da contabilidade pública entre os vários estados e municípios, diferenças essas que devem necessariamente ser identificadas e corrigidas em estimativas mais refinadas.

GRÁFICO 6.5

Evolução recente do *superavit* primário dos governos estaduais e municipais (2012-2014)

(Em % do PIB)



Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Conquanto parciais, os dados dos RREOs mais recentes, disponíveis para todos os estados até o segundo bimestre de 2014, reforçam o quadro de acomodação sugerido pelos números do BCB. Como apontado em seguidas edições da *Carta de conjuntura*, a dinâmica recente das finanças públicas estaduais tem sido marcada por fortes aumentos nas despesas – particularmente na rubrica pessoal e encargos sociais – em meio a um contexto de crescimento apenas moderado das receitas estaduais. Os últimos dados disponíveis apontam, entretanto, para uma melhora no ritmo de crescimento das receitas estaduais e um arrefecimento no ritmo de aumento nas despesas dos estados com pessoal e encargos sociais – arrefecimento esse parcialmente contrabalançado por forte elevação no ritmo dos investimentos (tabela 6.4).

Sobre os dados da tabela 6.4, é importante compreender que os principais itens de receita dos estados são o ICMS e as transferências correntes recebidas do governo federal, notadamente o FPE. Ambos cresceram mais rapidamente no último quadrimestre do que haviam crescido em 2013. Os demais tributos estaduais são significativamente menores que o ICMS – somados não chegam a um quarto deste último. Ainda assim, ressalta-se que o alto crescimento da receita do IRRF dos funcionários públicos estaduais, que por determinação constitucional fica com os estados, já era esperado à luz do alto crescimento verificado nas despesas dos estados com pessoal e encargos sociais. Assim como o baixo crescimento do IPVA, que reflete o mau momento da indústria automobilística. A receita do ITCDD é pequena, mas tem crescido significativamente na última década, já atingindo 1,2% da receita total do ICMS (contra 0,6% em 2006).

TABELA 6.4

Taxas de crescimento de itens selecionados de receitas e despesas dos estados

(Em %)

	2012-2011	2013-2012	Jan.-abr./2013/ jan.-abr./2012	Jan.-abr./2014/ jan.-abr./2013
1 Receita primária total	3,36	3,19	0,88	4,24
1.1 Receita tributária total	3,23	2,35	1,07	3,88
1.1.1 Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS)	2,52	0,37	0,35	2,31
1.1.2 Imposto sobre Veículos Automotores (IPVA)	3,94	-0,98	0,80	1,85
1.1.3 IRRF	8,97	9,81	8,22	8,88
1.1.4 Imposto sobre Transmissão Causa Mortis e Doação de Quaisquer Bens ou Direitos (ITCD)	16,90	9,03	-1,32	6,60
1.1.5 Demais tributos	6,56	-2,88	0,06	1,46
1.2 Transferências correntes	-1,00	-0,59	-1,58	7,86
1.2.1 Cota parte do Fundo de Participação dos Estados (FPE)	-3,82	-1,71	-6,66	9,21
1.2.2 Demais transferências correntes	0,67	0,06	0,86	7,83
2 Despesas primárias totais	5,38	6,87	4,77	9,38
2.1 Pessoal e encargos sociais	12,40	13,07	13,74	7,64
2.2 Transferências constitucionais/legais	-0,22	3,11	3,78	3,55
2.3 Investimentos	-0,24	34,35	-14,61	96,08

Fonte: RREOs dos estados.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Registre-se, por fim, que os itens de receita apresentados na tabela 6.1 não esgotam a totalidade das receitas estaduais, que englobam, ainda, receitas de capital, previdenciárias etc. Sobre os itens (igualmente selecionados) das despesas estaduais, cumpre destacar o arrefecimento, na margem, do crescimento dos gastos com pessoal e encargos sociais que, não obstante, se mantém bem acima do crescimento das receitas totais dos estados. E o elevado crescimento das despesas de investimento, já esperado em se tratando de um ano eleitoral – mas, ainda assim, muito mais pronunciado que o aumento verificado nos investimentos da União.

DÍVIDA PÚBLICA

O quadro de estabilidade sugerido nas seções anteriores mantém-se nos números da dívida bruta do governo geral. Esta fechou o mês de maio em 58% do PIB – essencialmente o mesmo valor verificado em julho de 2012 e a mesma média constatada nos últimos doze meses. O endividamento líquido cresceu 1,3 ponto percentual (p.p.) do PIB entre janeiro e maio deste ano, mas isso ocorreu apenas por conta da valorização de 9,23% do real ante o dólar no período em questão. Note-se que o número de janeiro foi o menor da série histórica disponibilizada pelo BCB (que se inicia em dezembro de 2001), precisamente devido à forte desvalorização do real ocorrida na segunda metade de 2013. O movimento recente, que traz a dívida líquida do setor público (DLSP) para o mesmo patamar verificado em outubro do ano passado, apenas impediu a DLSP de continuar testando seus mínimos históricos no período que se seguiu à crise asiática no final do século passado.

7 ECONOMIA MUNDIAL

SUMÁRIO

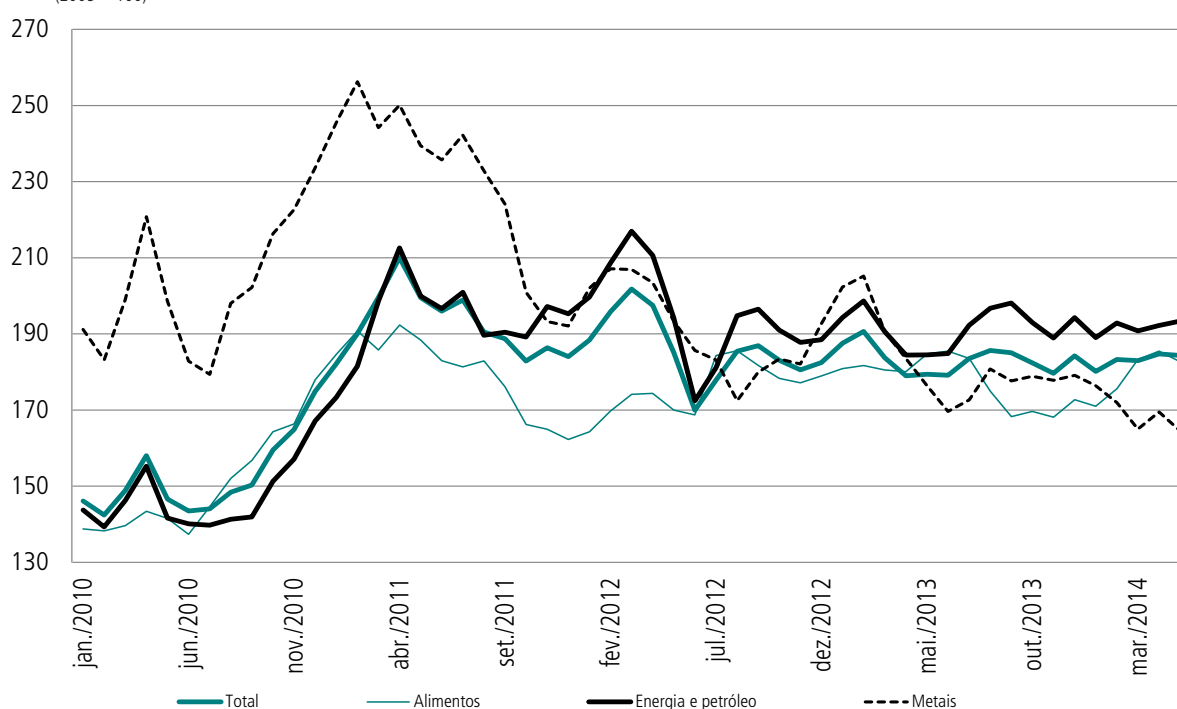
O panorama da economia mundial revelou-se mais favorável no segundo trimestre de 2014 relativamente ao anterior. Contrariamente ao observado no primeiro trimestre, parece ter havido alguma aceleração do crescimento econômico na maioria das regiões, enquanto os indicadores de inflação mantiveram-se relativamente estáveis. A instabilidade financeira do primeiro bimestre, sentida em particular pelos países emergentes, deu lugar a uma retomada dos fluxos de capital para estes países. No entanto, este parece ser um equilíbrio transitório enquanto não se materializa a esperada normalização das condições monetárias nos países desenvolvidos, especialmente nos Estados Unidos. Por sua vez, o Banco Central Europeu (BCE), além de ter reduzido a taxa de juros de referência para a política monetária da zona do euro, sinalizou com a disposição de partir para uma flexibilização maior caso os sinais de deflação se acentuem nos próximos meses. O Japão, por seu turno, avança na política de combate à deflação por meio de mecanismos de afrouxamento quantitativo, mas os efeitos sobre a atividade econômica foram parcialmente neutralizados pela recente elevação de impostos visando reduzir o elevado *deficit* fiscal.

No mesmo sentido, indicadores mais recentes sobre o ritmo de atividade na China parecem ter aliviado o risco de uma queda mais acentuada das taxas de crescimento, revertendo assim parte dos fatores negativos que pressionaram os mercados emergentes no início do ano. Este desempenho pode ter influenciado o comportamento dos preços de *commodities* no mercado internacional, especialmente dos alimentos, como se pode observar no gráfico 7.1, construído a partir de dados mensais do Fundo Monetário Internacional (FMI). O último dado, relativo a maio de 2014, mostra uma queda, após três meses consecutivos de aumentos. Esta queda dos preços de alimentos no mercado internacional pode estar refletindo também a expectativa de aumento de oferta diante de condições climáticas favoráveis. Vale lembrar, contudo, que os níveis ainda se situam em patamar historicamente elevado.

O quadro geral mais favorável não se tem refletido, contudo, no aumento dos fluxos de comércio. Dados da Organização Mundial do Comércio (OMC) relativos ao volume de comércio internacional (média de exportações e importações) mostram alguma recuperação a partir do final de 2012. No entanto, a taxa média anualizada de crescimento trimestral ainda é de 2,6%, muito inferior à média de 7,6% do período 2005-2007.

Não obstante a relativa melhora das condições econômico-financeiras da economia mundial a partir de meados do primeiro trimestre, duas crises no plano político adicionaram elementos de instabilidade às relações internacionais. A primeira foi o confronto entre Ucrânia e Rússia em torno da perspectiva de adesão do primeiro país à União Europeia, que acabou resultando em fortes pressões separatistas dentro da Ucrânia por parte de grupos mais próximos à Rússia e na anexação da Crimeia pela Rússia. A segunda, mais recente, decorre do avanço de grupos radicais sunitas no Iraque, ameaçando seriamente a ainda frágil estabilidade política naquele país. No gráfico 7.1, estes focos de tensão aparecem de maneira ainda incipiente, sob a forma de uma elevação de 1,4% do índice de preços de *commodities* de energia em maio relativamente a março. No entanto, na quarta semana de junho o preço do petróleo (do tipo Brent) já se encontrava em torno de US\$ 115 por barril – valor 6,2% superior aos preços do início de maio e o mais elevado desde setembro de 2013.

GRÁFICO 7.1
Índices de preços de *commodities* (jan./2010-maio/2014)
(2005 = 100)



Fonte: FMI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

PROJEÇÕES DO FMI

Apesar das perspectivas mais favoráveis para a atividade econômica global, o FMI reviu para baixo, no *Panorama da economia mundial* de abril de 2014, suas projeções de crescimento para 2014 e 2015. A revisão foi modesta, de 0,1 ponto percentual (p.p.) em cada um dos dois anos, e motivada pelo fraco desempenho das economias emergentes. De fato, as maiores revisões negativas para 2014 foram para o crescimento de Rússia, Brasil e África do Sul. Mesmo assim, as taxas de crescimento da economia mundial previstas para 2014 e 2015 (3,6% e 3,9%, respectivamente) ainda são significativamente maiores que a dos anos anteriores, como se pode observar na tabela 7.1.

Destaca-se nessas projeções a recuperação esperada para o crescimento na Europa, que voltaria a se expandir a taxas positivas após dois anos de contração. Por seu turno, como será comentado a seguir, a projeção para o crescimento da economia norte-americana em 2014 parece elevada à luz do desempenho fortemente negativo registrado no primeiro trimestre do ano – resultado somente conhecido após as projeções terem sido feitas. As economias emergentes devem registrar forte desaceleração em 2014 e 2015 relativamente ao imediato pós-crise, quando políticas contracíclicas, aliadas à forte expansão da liquidez internacional, permitiram taxas de crescimento médias de 5,5% ao ano (a.a.). Esta desaceleração já ocorreu no biênio 2012-2013, e parece indicar uma alteração importante na dinâmica destas economias e da economia mundial como um todo, que passaria a depender mais do crescimento dos países avançados que no período que vai de 2000 a 2010.

TABELA 7.1

Crescimento do produto interno bruto (PIB): observado e projeções do FMI
(Em %)

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

Fonte: FMI. *Panorama da economia mundial* de abril de 2014.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

ESTADOS UNIDOS

Característica de processos ainda não consolidados, a retomada do crescimento norte-americano apresentou elevada volatilidade no primeiro semestre – não apenas pelo desempenho decepcionante captado pelo PIB trimestral, mas também porque indicadores de alta frequência mostram-se frequentemente divergentes e instáveis no tempo. Entre eles, talvez os que mais chamem atenção sejam os relativos ao setor habitacional e ao mercado de trabalho. A política monetária continua sinalizando um retorno gradual à normalidade, condicionado aos sinais destes indicadores.

O comportamento do PIB surpreendeu no primeiro trimestre, com variação negativa de 2,9%. A tabela 7.2 resume o desempenho por meio das contribuições dos componentes da demanda agregada ao crescimento trimestral (ajustado sazonalmente e anualizado).

TABELA 7.2

Estados Unidos: PIB – crescimento e contribuições de componentes da demanda (2011-2014)

(Em %)

	2011				2012				2013				2014
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
PIB	-1,3	3,2	1,4	4,9	3,7	1,2	2,8	0,1	1,1	2,5	4,1	2,6	-2,9
Consumo	1,4	1,0	1,4	1,7	2,0	1,3	1,2	1,1	1,5	1,2	1,4	2,2	0,7
Investimento fixo	-0,1	1,2	2,0	1,4	1,2	0,7	0,4	1,6	-0,2	1,0	0,9	0,4	-0,3
Variação de estoques	-1,1	0,7	-1,6	2,7	0,4	-0,9	0,6	-2,0	0,9	0,4	1,7	0,0	-1,7
Exportações líquidas	0,0	0,5	0,1	-0,6	0,4	0,1	0,0	0,7	-0,3	-0,1	0,1	1,0	-1,5
Gastos do governo	-1,6	-0,3	-0,5	-0,3	-0,3	0,1	0,7	-1,3	-0,8	-0,1	0,1	-1,0	-0,1

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

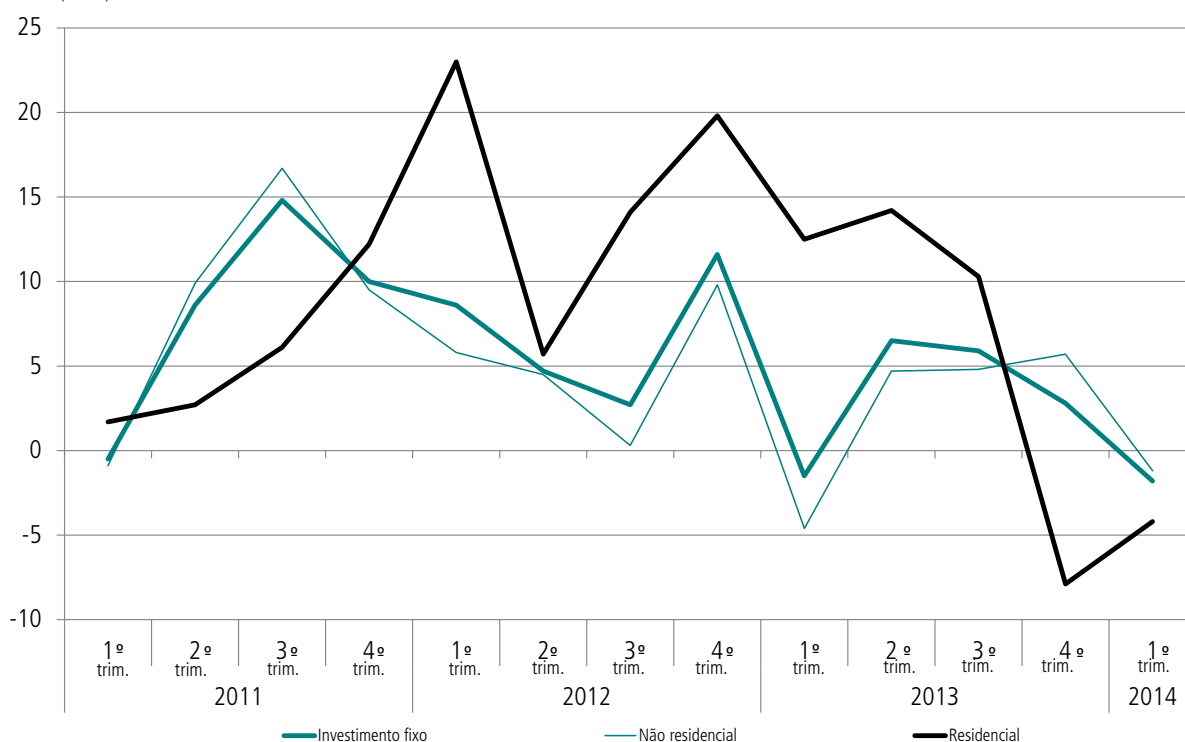
A instabilidade do crescimento é clara quando se observam movimentos de recuperação e desaceleração de crescimento se alternando desde 2011. No primeiro trimestre deste ano, a forte queda foi certamente influenciada pelas condições climáticas adversas derivadas do inverno rigoroso. Os dois componentes com maior contribuição negativa foram as exportações líquidas e a variação de estoques. No caso dos estoques, a contribuição negativa seguiu-se a contribuições positivas relativamente fortes no segundo e no terceiro trimestres de 2012. Nota-se também forte desaceleração do crescimento do consumo das famílias, que de uma taxa trimestral anualizada média de 2,4% a.a. entre 2010 e 2013 caiu para apenas 1% a.a. no primeiro trimestre de 2014.

O investimento fixo caiu 1,8% em termos dessazonalizados e anualizados em relação ao último trimestre de 2013. Tanto o investimento feito pelas empresas quanto o investimento residencial contribuíram com taxas negativas. Contudo, o investimento residencial apresentou taxas menos negativas que no trimestre anterior, enquanto o investimento não residencial saiu de uma taxa de crescimento de 5,7% no último trimestre de 2013 para -1,2% no primeiro trimestre de 2014. O gráfico 7.2 mostra as taxas de crescimento trimestrais, dessazonalizadas e anualizadas, dos componentes do investimento fixo.

GRÁFICO 7.2

Estados Unidos: investimento fixo – taxas trimestrais de crescimento dessazonalizadas e anualizadas (2011-2014)

(Em %)



Fonte: BEA.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O setor de construção residencial, que vinha crescendo a taxas elevadas – em média, 13% anualizados por trimestre entre os terceiros trimestres de 2011 e 2013 –, apresentou forte queda nos dois últimos trimestres, com taxas anualizadas de -7,9% e -4,2%, respectivamente. Não há consenso sobre os fatores que determinaram esta forte desaceleração, mas se pode associar este movimento à

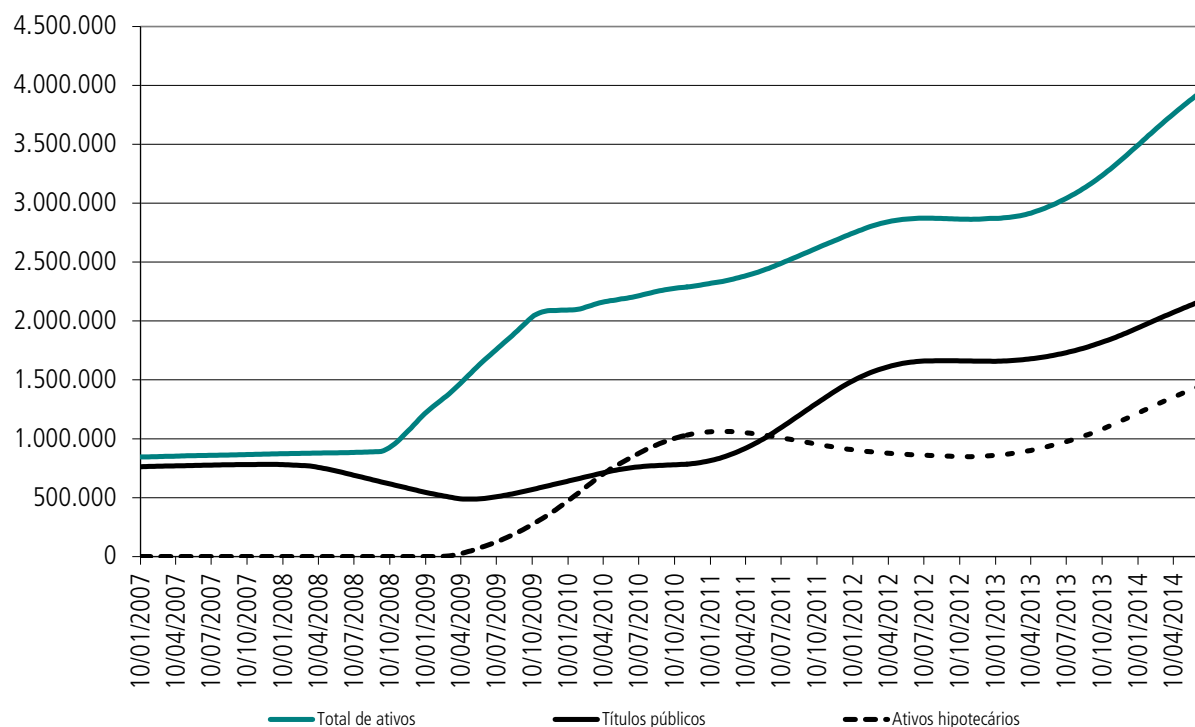
alta das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos ao longo do ano passado e a um mercado de crédito ainda cauteloso. De qualquer modo, os dados mais recentes mostram alguma recuperação do mercado imobiliário, com as vendas de residências existentes e as de imóveis novos tendo crescido 4,9% e 18,6% em maio, respectivamente. Este desempenho parece consistente com a ainda forte elevação do preço de imóveis (10,8% em abril, ante igual mês de 2013), ainda que as taxas tenham desacelerado em relação ao pico atingido no segundo semestre do ano passado.

A política monetária ao longo do primeiro semestre foi marcada pela redução gradual das compras de títulos públicos e privados (garantidos por hipotecas), no ritmo de menos US\$ 10 bilhões ao mês. Esta política havia sido iniciada em setembro de 2012, com compras de US\$ 40 bilhões ao mês de títulos hipotecários, ampliada em janeiro de 2013 para incluir compras adicionais de US\$ 45 bilhões em títulos públicos. O objetivo era influenciar a curva de juros, mantendo-se baixos também os juros de longo prazo. O resultado foi uma multiplicação por cinco dos ativos do Federal Reserve (Fed), como mostra o gráfico 7.3. O Fed, depois das turbulências de 2013, decorrentes da comunicação da redução de marcha na aquisição de ativos – que só se materializou no final do ano –, tem enfatizado o compromisso com uma elevação bastante gradual da taxa de juros e condicionada a sinais claros de consolidação do crescimento. As taxas de juros dos títulos de dez anos do Tesouro norte-americano refletem esta postura: depois de terem alcançado mais de 3% a.a. no início de 2014, refluíram até alcançar 2,45% a.a. no início de junho, voltando a subir ligeiramente, para 2,5% a.a., nas últimas semanas.

GRÁFICO 7.3

Estados Unidos: ativos do Fed – média móvel de 54 semanas (2007-2014)

(Em US\$ bilhões)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis/Federal Reserve Economic Data (St. Louis Fed/FRED).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

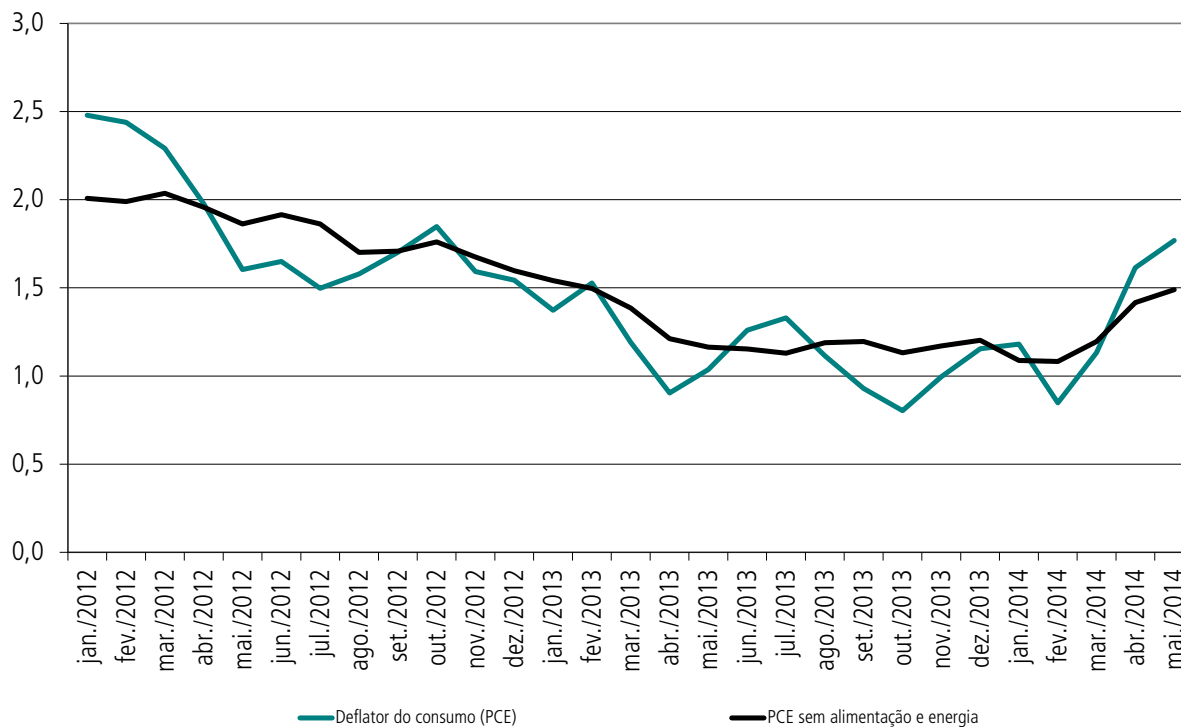
Entre os sinais que devem determinar a ação do Fed, a inflação é certamente crítica. Seu comportamento apresentou aceleração ao longo do primeiro semestre do ano: a variação anual do

núcleo do deflator das despesas de consumo das famílias passou de cerca de 1% no início do ano para 1,5% em maio, conforme o gráfico 7.4. Este valor ainda é inferior à meta de 2% com que o Fed trabalha, mas há quem sustente que a consolidação da atividade econômica possivelmente exigirá uma inflação até mesmo superior a 2% antes que o Fed volte a elevar a taxa básica de juros.

GRÁFICO 7.4

Estados Unidos: inflação ao consumidor – deflator do consumo (PCE) e seu núcleo sem alimentos e energia (2012-2014)

(Taxas anuais de variação em %)



Fonte: St. Louis Fed/FRED.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹Personal Consumption Expenditure.

UNIÃO EUROPEIA

O desempenho da economia europeia foi positivo no primeiro trimestre do ano, com o PIB apresentando crescimento de 0,3% ante o trimestre anterior. Esta variação mantém, assim, a média observada desde o segundo trimestre do ano passado, quando a região iniciou a retomada do crescimento, ainda que a taxas relativamente baixas, como se pode ver no gráfico 7.5.

Após a forte desaceleração do crescimento no segundo trimestre de 2011, foram seis trimestres consecutivos de taxas negativas ou nulas. A reversão deste desempenho desfavorável pode ser associada à mudança na postura do BCE em meados de 2012, quando se propôs a dar suporte à dívida pública de países periféricos da zona do euro, proporcionando assim uma rede de segurança ao sistema financeiro do continente. Paralelamente, as políticas de ajuste adotadas naqueles países onde os níveis de endividamento eram mais elevados também começaram a produzir efeitos sob a forma de *deficit* fiscais menores, criando assim perspectivas mais favoráveis para a trajetória de suas dívidas públicas. Apesar do retorno de taxas trimestrais positivas de crescimento, o desemprego ainda se mantém elevado – em média, 10,5% no primeiro trimestre de 2014, apenas 0,4 p.p. menor que o pico observado no primeiro semestre de 2013.

GRÁFICO 7.5

União Europeia e zona do euro: PIB – variações trimestrais dessazonalizadas, com ajuste para dias úteis (2010-2014)



Fonte: Eurostat.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em termos dos componentes da demanda agregada, destaca-se a retomada do investimento, como se pode observar na tabela 7.3, que mostra a evolução das taxas de crescimento interanuais dos componentes da demanda para o agregado dos 28 países da União Europeia. Observa-se uma aceleração contínua destas taxas desde o segundo trimestre de 2012, com contribuições positivas de todos os componentes, destacando-se as trajetórias do consumo das famílias, do consumo do governo e do investimento no primeiro trimestre de 2014, com crescimento de 3,5% ante igual período de 2013. Da mesma forma, as exportações têm contribuído de forma importante para impedir que a atividade econômica se reduzisse ainda mais. No primeiro trimestre de 2014, as exportações cresceram 4,1% na comparação interanual.

TABELA 7.3

União Europeia: variações interanuais dos componentes da demanda (2012-2014)

(Em %)

	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1
PIB	-0,8	-0,6	-0,8	-1,3	0,1	0,5	1,0	1,4
Demanda Interna	-2,1	-2,0	-1,6	-2,0	-0,9	0,6	0,6	1,3
Consumo das famílias ¹	-0,8	-1,0	-0,8	-1,0	-0,2	0,4	0,8	0,7
Consumo do governo	-0,5	-0,3	-0,3	-0,4	0,5	0,8	0,6	1,3
Investimento em capital físico	-3,9	-4,2	-4,7	-6,5	-2,9	-0,8	0,5	3,5
Exportações	2,8	2,5	1,6	-0,8	2,3	1,6	3,2	4,1
Importações	-0,3	-0,7	-0,2	-2,2	0,3	1,8	2,4	4,1

Fonte: Eurostat.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

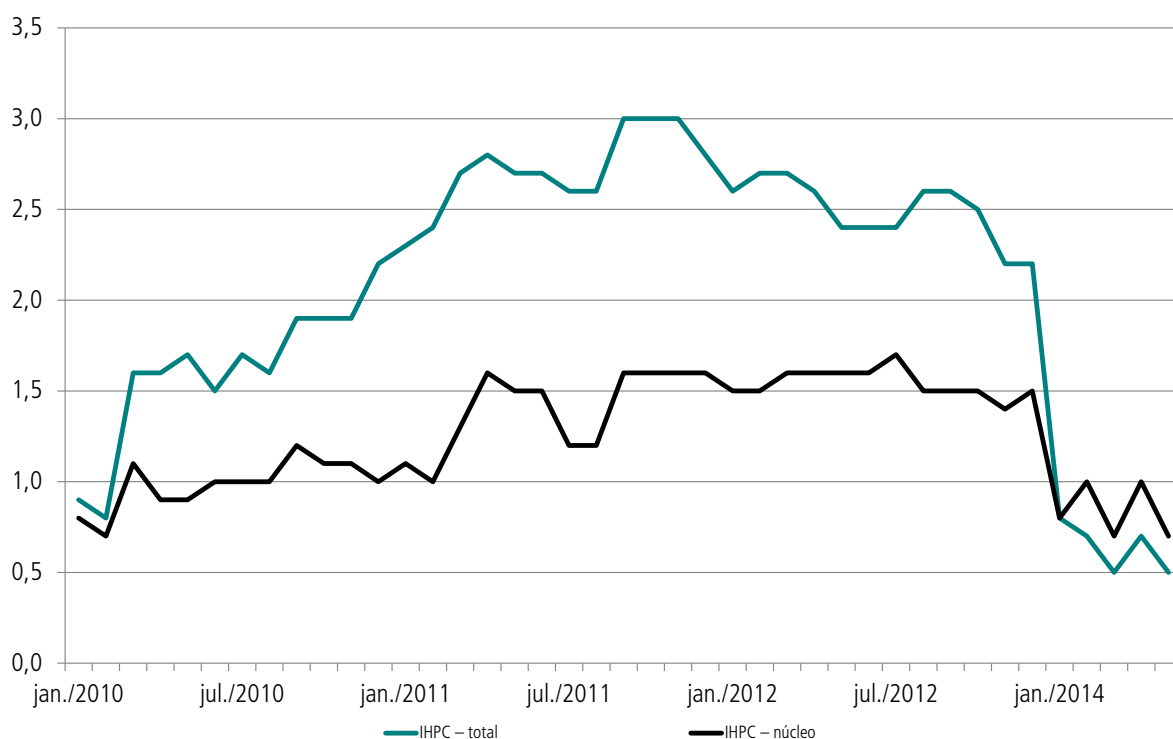
Nota: ¹ Inclui instituições sem fins lucrativos.

A perspectiva de sustentação dessa retomada no futuro ainda embute grandes incertezas. Entre outros fatores, a inflação mostra-se muito baixa, refletindo uma demanda ainda aquém do produto potencial. Diante da meta do BCE de uma inflação próxima a 2% a.a., porém inferior a esta cifra, o ritmo de crescimento dos preços tem-se mantido muito baixo, como se pode ver no gráfico 7.6. Por isso, em sua última reunião, o BCE anunciou uma redução de 10 pontos-base nas taxas de refinanciamento, para 0,15% a.a., e reduziu também, para patamar negativo, de -0,10% a.a., a taxa dos depósitos excedentes às reservas compulsórias mantidos pelos bancos no BCE. Com esta medida, o BCE visa estimular o sistema bancário a aumentar a oferta de crédito. O banco vem ainda sinalizando com a perspectiva de adotar uma política de afrouxamento quantitativo – equivalente à compra regular de títulos públicos e privados no mercado, a exemplo daquela implementada pelos Estados Unidos ao longo dos dois últimos anos – caso a inflação se mantenha nos patamares atuais e a atividade econômica não mostre aceleração em relação ao desempenho recente, em particular em termos de redução das taxas de desemprego.

GRÁFICO 7.6

Taxa de inflação na zona do euro: índice harmonizado de preços ao consumidor (IHPC) – total e núcleo (2010-2014)

(Variação anual em %)



Fonte: Eurostat.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

ARGENTINA

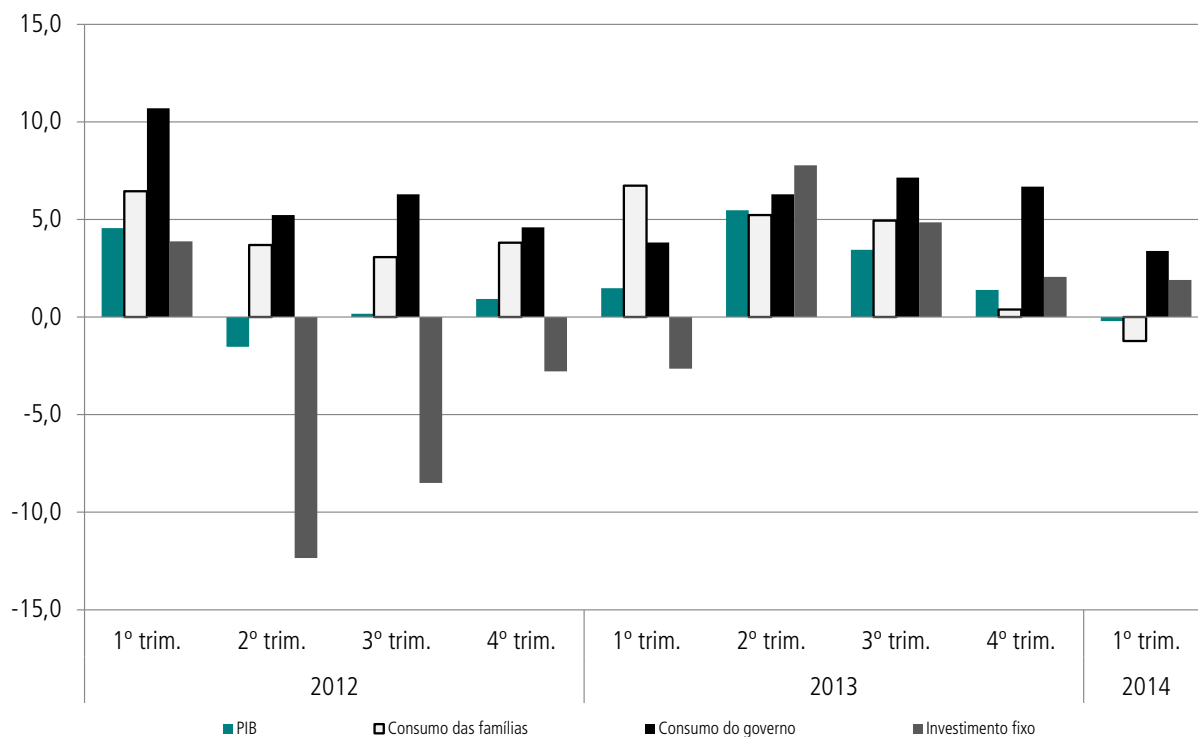
A economia argentina apresentou fortes sinais de desaceleração da atividade econômica ao longo do primeiro semestre, e a perspectiva é de que a contração se mantenha no futuro próximo. Em maio, a produção industrial caiu quase 5% na comparação interanual, e no acumulado do ano a queda é de 3,7%. Os dados do PIB do primeiro trimestre mostraram nova retração, de 0,8% ante o trimestre anterior após ajuste para a sazonalidade. É a segunda queda consecutiva na série com ajuste sazonal,

pois no último trimestre de 2013 a variação já havia sido de $-0,5\%$. O gráfico 7.7 mostra a evolução das taxas de crescimento do PIB e dos componentes da demanda interna em relação a igual período do ano anterior.

GRÁFICO 7.7

Argentina: PIB e componentes da demanda interna (2012-2014)

(Variações ante igual período do ano anterior em %)



Fonte: Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Após a semiestagnação de 2012 (crescimento de 1%), o PIB argentino apresentou alguma recuperação de crescimento ao longo do ano passado, para 3%, principalmente pelo efeito da aceleração do investimento. Na média dos dois anos, a taxa de crescimento do investimento passou de -5% para $+3\%$. Esta taxa, contudo, foi declinante, e no primeiro trimestre de 2014 o aumento foi de apenas 2% em relação ao primeiro trimestre de 2013. Apesar da desaceleração, a taxa de investimento manteve-se em torno de 21% do PIB quando ambos são medidos a preços de 2004.

O principal determinante da forte desaceleração do PIB foi o consumo privado: seu crescimento manteve-se relativamente elevado até o terceiro trimestre do ano passado, em média 5% a.a. na comparação interanual, mas caiu para 0,5% no quarto trimestre de 2013 e $-1,2\%$ no primeiro trimestre de 2014. O consumo do governo, entretanto, mesmo desacelerando, ainda cresce a taxas anuais elevadas: de uma média de 6% reais a.a. em 2013 para 2,6% a.a. no primeiro trimestre de 2014.

A forte desaceleração do consumo no primeiro trimestre pode estar relacionada às turbulências que afetaram o país no início do ano, provocadas pela percepção de uma rápida perda de reservas internacionais do Banco Central, e que levaram a uma desvalorização do peso de cerca de 25%. Houve, ao mesmo tempo, uma acentuada mudança na política monetária, com a taxa de juros Letras do Banco Central (LEBAC) de noventa dias subindo de 16% no início do ano para cerca de 29% a.a., para recuar um pouco nos últimos meses, e as condições de crédito para consumo tornaram-se mais restritivas.

A economia argentina caminha assim para uma recessão em 2014, com a queda do PIB estimada entre 1,5% e 1,8%. Os desequilíbrios nas áreas fiscal e de preços contribuem para agravar a situação na medida em que sua solução exigirá novos ajustes. Em especial, o ritmo de aumento dos gastos públicos, pressionados pelos subsídios em transporte público e energia, tem levado ao aumento do *deficit* fiscal. A correção destes desequilíbrios de preços deve pressionar a inflação, que caminha para a faixa de 35% a.a.

Nessa perspectiva, a decisão de junho de 2014 da Justiça norte-americana de que a Argentina deve honrar a dívida de credores que não aceitaram participar da reestruturação de 2005 representa um complicador adicional para a condução da política econômica, agravando a restrição já bastante severa derivada do setor externo. A disposição de negociar com os fundos detentores dos títulos não reestruturados oferece um canal para a normalização do acesso argentino ao mercado financeiro internacional. Mas, até que haja um acordo, a marca será a instabilidade.

CHINA

A desaceleração do crescimento no primeiro trimestre de 2014, reforçada posteriormente por indicadores de curto prazo, como a produção industrial e o investimento, acendeu o sinal de alerta entre os formuladores de política econômica. A partir de abril de 2014, medidas pontuais foram implementadas no sentido de relaxar as condições de crédito, principalmente por meio da redução seletiva das alíquotas de recolhimentos compulsórios. No entanto, ainda prevalece o objetivo maior de promover um reordenamento financeiro e reduzir o endividamento elevado de empresas e municipalidades. Se a desaceleração do mercado imobiliário é um fator de preocupação, que justifica a adoção de medidas específicas de estímulo, os efeitos destas medidas ainda não se materializaram: a taxa de crescimento do estoque de crédito total, que entre março de 2012 e setembro de 2013 oscilou em torno de 15,8% anuais, foi em média de 13,5% anuais entre fevereiro e maio de 2014.

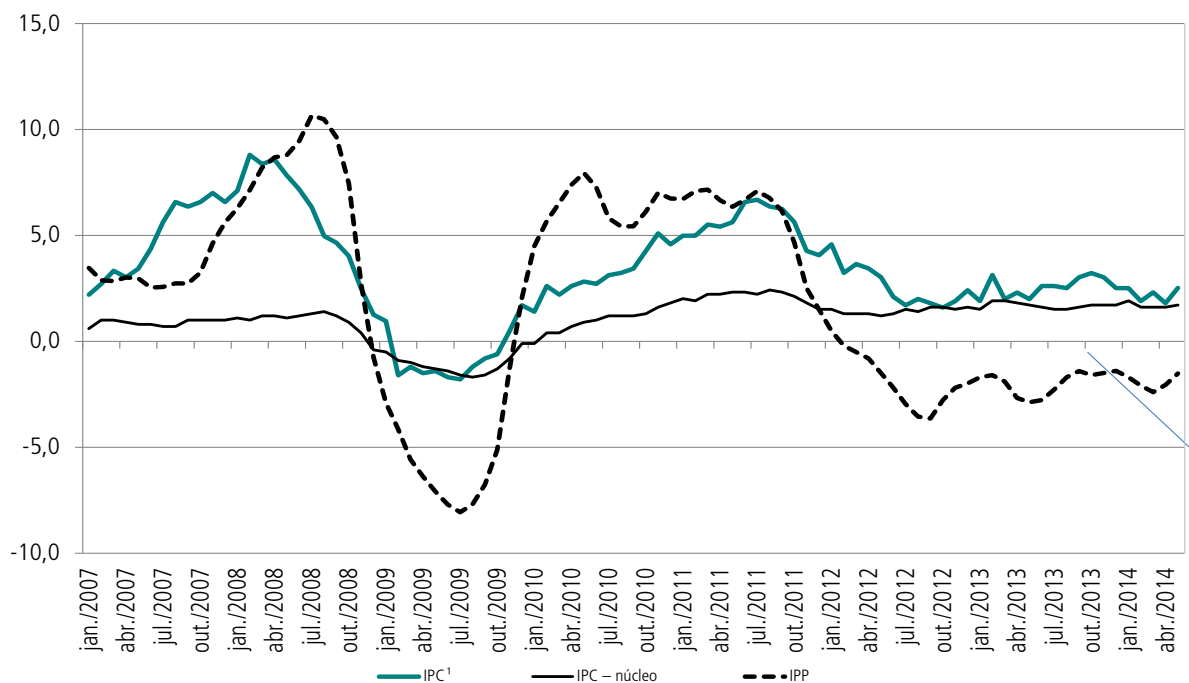
A flexibilização controlada do crédito é facilitada pela inflação controlada: apesar do salto em maio, quando passou de 1,8% acumulado em doze meses até abril para 2,5%, seu nível permanece relativamente baixo. A aceleração foi provocada pelos alimentos, cuja taxa anual de variação passou de 2,3% para 4,1%. O aumento no núcleo da inflação foi bem mais moderado, de 0,1 p.p. para 1,7% anual. O índice de preços ao produtor (IPP) segue em deflação, porém um pouco menos acentuada: a taxa anual passou de -2,1% em abril para -1,5% em maio, conforme o gráfico 7.8.

A desaceleração do crescimento da atividade econômica tem-se mostrado mais evidente no comportamento da produção industrial. Entre janeiro de 2010 e agosto de 2011, a produção industrial na China cresceu em média 13,6% anuais; depois disso, teve início uma desaceleração que levou a taxa anual para uma média de 8,7% nos cinco primeiros meses de 2014, como se pode ver no gráfico 7.9.

GRÁFICO 7.8

China: índices de inflação – variação acumulada em doze meses (2007-2014)

(Em %)



Fonte: China Premium Database (CEIC).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Índice de preços ao consumidor.

GRÁFICO 7.9

China: produção industrial – variação da média móvel de três meses da taxa de crescimento contra igual período do ano anterior (2005-2014)



Fonte: CEIC.

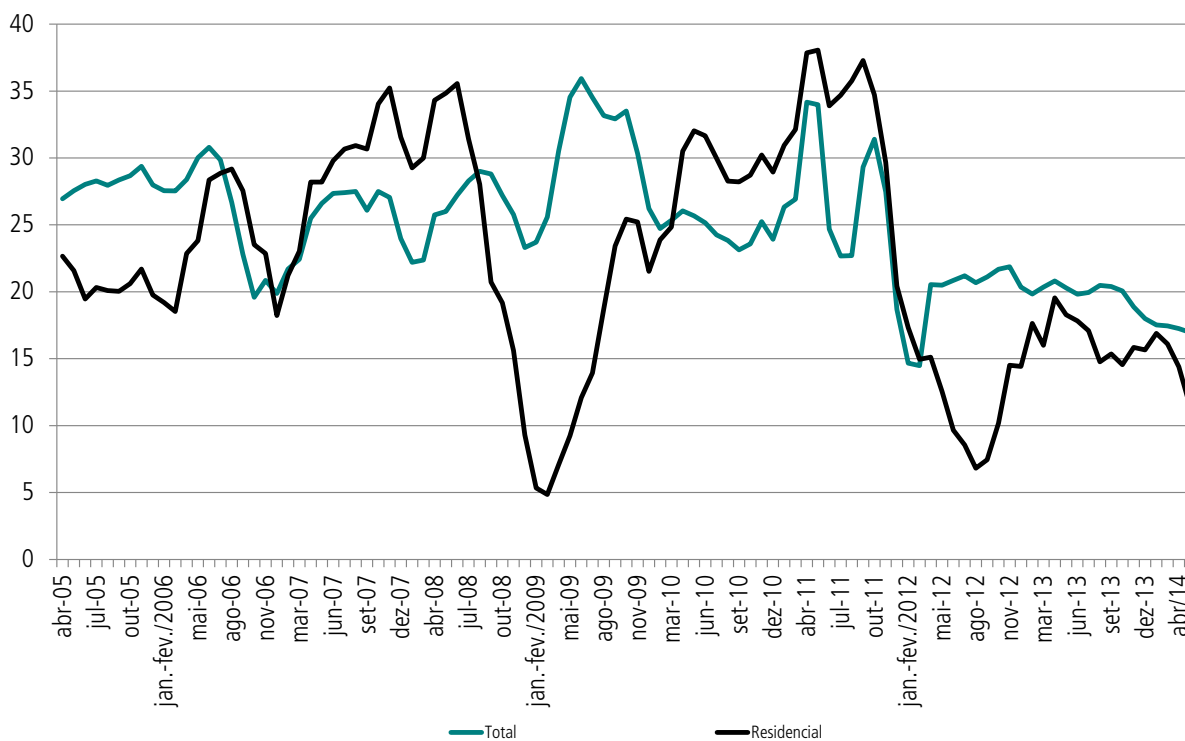
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Essa perda de dinamismo da produção industrial parece estar bastante relacionada à redução do crescimento do investimento. As taxas de crescimento interanuais do investimento fixo caíram de uma média mensal de 20% anuais em 2013 para 17,3% de janeiro de 2014 a maio de 2014. O investimento residencial teve redução ainda maior das taxas de crescimento, de 16,6% em 2013 para 14,7% nos cinco primeiros meses de 2014. Este declínio revela uma possível saturação de demanda associada ao forte aumento dos preços de imóveis no período recente. Em 2014, houve uma queda de 10% nas vendas de imóveis residenciais. O gráfico 7.10 mostra o comportamento das taxas anuais de crescimento dos investimentos fixos total e residencial.

GRÁFICO 7.10

China: investimentos em ativos fixos – variação da média móvel de três meses ante igual período do ano anterior (2005-2014)

(Em %)



Fonte: CEIC.

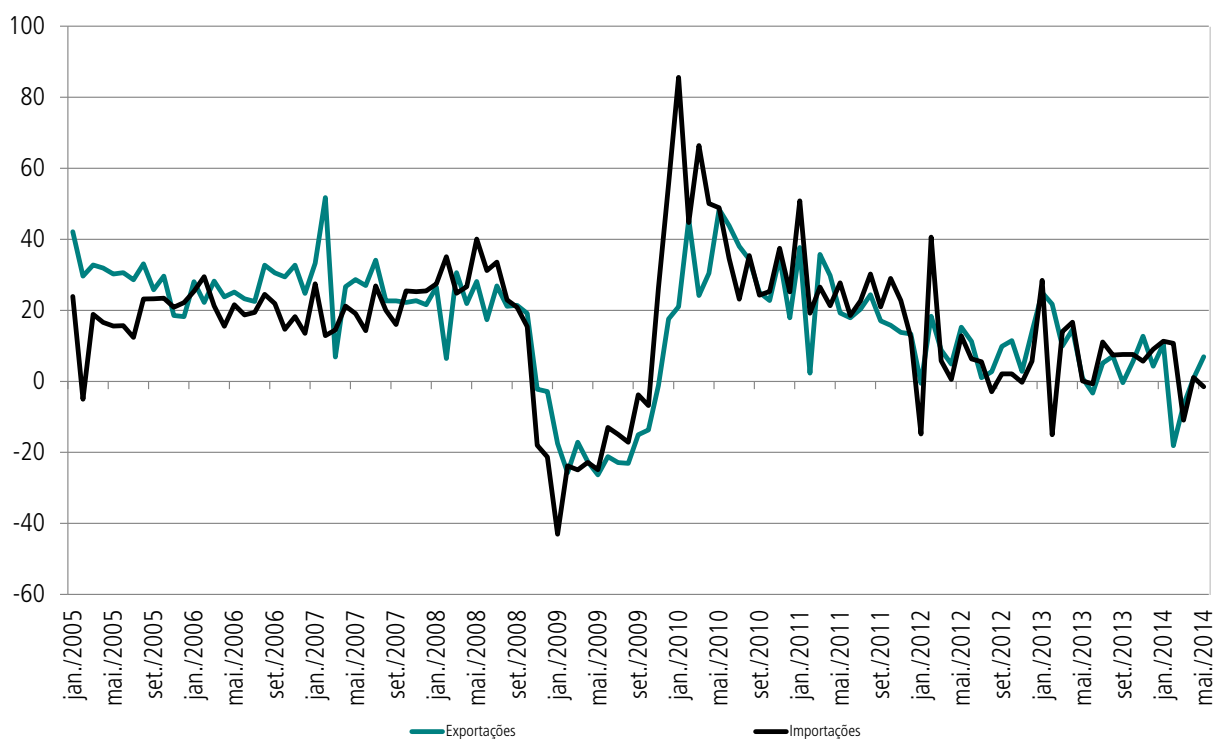
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Vale destacar o impacto que a redução da taxa de crescimento das exportações teve sobre a produção industrial. Seja pelo efeito da desaceleração dos mercados mundiais, seja pelas pressões de custos, as exportações chinesas vêm apresentando em 2014 um crescimento significativamente inferior ao dos anos anteriores. Considerando-se apenas o período janeiro-maio de cada ano, as taxas interanuais de crescimento das exportações caíram de 34%, em média, em 2010, para 9,4%, em 2012; recuperaram-se em 2013 para 14,4%, mas foram negativas em 2014: -1,3%, conforme o gráfico 7.11.

GRÁFICO 7.11

China: exportações e importações – taxas interanuais de crescimento (2005-2014)

(Em %)



Fonte: CEIC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Uma questão de fundo no debate sobre as perspectivas da economia chinesa tem sido a necessidade de mudança do modelo de crescimento, com menos ênfase nos investimentos e nas exportações e mais ênfase no consumo. Do lado da oferta, a transformação envolveria um aumento do peso dos serviços em detrimento da indústria de transformação. Este processo parece estar sendo acompanhado por uma volatilidade maior das taxas de crescimento, mas não parece até o momento indicar uma desaceleração mais forte que a observada a partir de 2011 – o temido cenário de *hard landing*, em que a queda abrupta da atividade econômica pode provocar desequilíbrios financeiros que jogariam a economia numa trajetória de desaceleração ainda maior do crescimento. O Banco Mundial e o FMI projetam crescimento de 7,6% e 7,5% em 2014, respectivamente, o que implicaria ligeira aceleração no restante do ano, refletindo medidas pontuais de estímulo já implementadas. De acordo com o Banco Mundial,¹ o principal risco a uma transição suave está nas finanças dos governos locais: em caso de uma correção abrupta do seu endividamento, isto afetaria os investimentos em geral, e os imobiliários em particular, espalhando-se pelo resto da economia. O arcabouço macroeconômico chinês, contudo, conta com suficiente espaço de manobra para absorver eventuais choques e assim minimizar o impacto destes ajustes.

1. THE WORLD BANK. *China economic update*. Beijing: World Bank Office, June 2014.

NOTAS TÉCNICAS

ESTIMATIVA DA CARGA TRIBUTÁRIA DE 2013

Rodrigo Octávio Orair

REGRA DE TAYLOR, INÉRCIA NA POLÍTICA MONETÁRIA E INFLUÊNCIA DO HIATO DO PRODUTO

José Ronaldo de Castro Souza Júnior
Sidney Martins Caetano

REVISÃO METODOLÓGICA DA PIM-PF E IMPACTOS SOBRE A TRAJETÓRIA DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL

Leonardo Mello de Carvalho

ESTIMATIVA DA CARGA TRIBUTÁRIA DE 2013¹

Rodrigo Octávio Orair²

Esta nota tem por objetivo apresentar um indicador conjuntural da carga tributária no ano de 2013, verificando quais componentes contribuíram mais para sua expansão. A carga tributária corresponde à razão entre o total dos tributos arrecadados pelas três esferas de governo (União, estados e municípios), bem como pelas entidades do Sistema S³ e pelo Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), e o produto interno bruto (PIB). A metodologia de estimação está referenciada em padrões internacionais do novo sistema de estatísticas fiscais (SEF) do Fundo Monetário Internacional (FMI), que está harmonizado ao Sistema de Contas Nacionais (SCN), e apresenta elevada aderência às principais apurações realizadas por outros órgãos públicos. Entre as características mais importantes da metodologia, há que se destacar seu menor grau de defasagem com elevada precisão nos governos subnacionais e a exclusão das multas e juros e das compensações financeiras pela exploração de recursos naturais (como *royalties*) do cálculo final da carga tributária.⁴

A tabela 1 apresenta um quadro resumido da carga tributária bruta, cujo detalhamento é exibido no apêndice ao final desta nota. Os resultados consolidados indicam que a receita tributária nas três esferas de governo totalizou R\$ 1,737 trilhão em 2013 ante R\$ 1,566 trilhão em 2012. Isto corresponde a uma expansão de 11,1% em termos nominais, superior aos 10,2% registrados pelo PIB, segundo as informações das Contas Nacionais Trimestrais (CNTs). Com isso, a carga tributária, medida em proporção do PIB, aumentou de 35,65% para 35,91% do PIB de 2012 para 2013, o que corresponde a um acréscimo de 0,26 ponto percentual (p.p.). Na esfera federal, a carga tributária variou de 23,89% para 24,04% do PIB (acrécimo de 0,15 p.p.) e na esfera estadual de 9,50% para 9,61% (0,11 p.p.), ou seja, o crescimento da carga tributária se concentrou nessas esferas. Na esfera municipal, a expansão foi de 2,26% do PIB para 2,25%.

1. Este trabalho está inserido no âmbito do Acordo de Cooperação Técnica nº 17/2013 celebrado entre a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e o Ipea, que, entre outras finalidades, estabeleceu esforços conjuntos para a definição de metodologia, aperfeiçoamento e construção de base de dados de estatísticas de finanças públicas de estados e municípios, em atendimento às melhores práticas e metodologias internacionais de divulgação de estatísticas fiscais.

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

3. Fazem parte o Serviço Social da Indústria (Sesi), Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial (Senai), Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (Sebrae), Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial (SENAC) etc.

4. A metodologia de estimação e uma discussão sobre a precisão das estimativas podem ser consultadas em: ORAIR, R.O. *et al.* *Carga tributária brasileira: estimação e análise dos determinantes da evolução recente – 2002-2012*. Brasília: Ipea, 2013. (Texto para Discussão, n. 1.875).

TABELA 1

Carga tributária bruta por esfera de governo (2004-2013)

(Valores em R\$ milhões e em participação do PIB)

Ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Receita tributária	633,9	728,8	802,9	915,9	1.044,7	1.076,8	1.262,4	1.460,2	1.565,9	1.737,2
Governo federal	425,8	495,6	542,6	625,8	707,1	723,9	849,4	997,8	1.049,1	1.163,1
Governo estadual	173,6	194,6	216,0	238,8	278,9	289,2	337,8	374,9	417,4	465,1
Governo municipal	34,6	38,6	44,3	51,2	58,7	63,7	75,2	87,6	99,4	109,0
PIB	1.941,5	2.147,2	2.369,5	2.661,3	3.032,2	3.239,4	3.770,1	4.143,0	4.392,1	4.838,0
Carga tributária (%)	32,65	33,94	33,89	34,41	34,45	33,24	33,48	35,25	35,65	35,91
Governo federal	21,93	23,08	22,90	23,51	23,32	22,35	22,53	24,08	23,89	24,04
Governo estadual	8,94	9,06	9,12	8,97	9,20	8,93	8,96	9,05	9,50	9,61
Governo municipal	1,78	1,80	1,87	1,93	1,93	1,97	2,00	2,11	2,26	2,25

Elaboração do autor.

Uma análise mais desagregada das receitas, a partir dos dados da tabela 2, por sua vez, mostra que prevaleceu uma tendência de estabilidade (ou mesmo declínio) em proporção do PIB na maior parte dos componentes da carga tributária. A estabilidade foi observada até mesmo em fontes de arrecadação cuja principal base de incidência é a renda do trabalho (contribuições previdenciárias, impostos sobre a folha de pagamento e impostos sobre a renda das pessoas físicas), que, no agregado, cresceram 9,84% em valores nominais e reduziram sua participação no PIB de 12,76% para 12,72% (-0,04 p.p.). Esta queda distingue o ano de 2013 da trajetória de crescimento contínuo observada em todo o período 2004-2012, quando os tributos que incidiam sobre a renda do trabalho foram os principais responsáveis pela ascensão da carga tributária. A queda relativa na arrecadação dos impostos sobre a renda do trabalho está relacionada tanto à desaceleração no ritmo de crescimento da massa salarial quanto às desonerações instituídas pelo governo federal – diminuições de alíquotas e/ou alterações na base de cálculo das contribuições previdenciárias para pequenos empresários, setores da tecnologia da informação (TI) e segmentos da indústria e construção civil – e estimadas em R\$ 13,2 bilhões no relatório de cumprimento das metas fiscais.

Em contrapartida, a expansão da carga tributária no ano de 2013 ocorreu de maneira bastante concentrada nos impostos sobre bens e serviços e nos impostos sobre os lucros das pessoas jurídicas, os quais, no período anterior, não apresentaram uma tendência tão visível de expansão. O ano de 2013 representa uma inflexão: os impostos sobre bens e serviços cresceram à taxa anual de 11,49% e ampliaram sua participação no PIB em 0,17 p.p. (de 14,16% para 14,33%); enquanto os impostos sobre os lucros cresceram 17,13% no ano e avançaram 0,21 p.p. no PIB (de 3,32% para 3,53%).

O notável crescimento da arrecadação está vinculado diretamente aos programas instituídos pelo governo federal (Lei nº 12.865/2013) e pelo governo do estado de São Paulo (Decreto nº 58.811/2012), que estabeleceram condições favoráveis para a quitação de débitos tributários (descontos nas multas e juros e parcelamentos dos valores devidos). A adesão das empresas a estes programas, principalmente nas modalidades em que o débito é saldado por quota única, ocasionou uma arrecadação extraordinária estimada em cerca de R\$ 25,6 bilhões ou 0,53 p.p. do PIB, que estão concentrados principalmente no Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços e Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS) do estado de São Paulo (R\$ 5,2 bilhões); no Programa de Integração Social (PIS) e na Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), devidos por instituições financeiras ou que estavam submetidos à disputa judicial relativa à exclusão do ICMS da sua base de cálculo (R\$ 12,7 bilhões); e nos débitos do Imposto de Renda Pessoa Jurídica

(IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) de lucros de subsidiárias no exterior das empresas multinacionais (R\$ 7,5 bilhões).

O impacto extraordinário dessas medidas responde integralmente pela elevação da carga tributária no ano de 2013 e, mais precisamente, pelos avanços dos grupamentos de impostos sobre bens e serviços e impostos sobre o lucro que estão apresentados na tabela 2. Ou seja, a carga tributária teria inclusive se reduzido no ano de 2013 na ausência das arrecadações atípicas de débitos tributários.

A tendência que prevaleceu entre os principais componentes da carga tributária foi de relativa estabilidade (ou mesmo declínio) em proporção do PIB, incluindo aqui os tributos sobre a renda do trabalho que até então vinham impulsionando a carga tributária. Esta tendência está relacionada não somente à desaceleração econômica do período mais recente, já que as evidências empíricas mostram que a arrecadação no Brasil responde de maneira elástica ao crescimento econômico, mas principalmente ao crescente volume de desonerações que tem caracterizado a política tributária do governo federal. Segundo os números da Receita Federal, o volume de desonerações tributárias no ano de 2013 alcançou R\$ 77,8 bilhões, o que representa um aumento de 80% em relação aos R\$ 43,1 bilhões de 2012. Neste contexto, a perspectiva mais razoável para o ano de 2014 é que a carga tributária apresente uma redução devido ao caráter temporário (*once for all*) da arrecadação extraordinária que impulsionou a carga em 2013.

TABELA 2
Carga tributária bruta por base de incidência (2004-2013)
(Valores em participação do PIB)

Ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Carga tributária (%)	32,65	33,94	33,89	34,41	34,45	33,24	33,48	35,25	35,65	35,91
Impostos sobre renda, lucros e ganhos de capital – pessoas físicas	2,02	2,18	2,16	2,27	2,43	2,28	2,33	2,52	2,65	2,61
Impostos sobre renda, lucros e ganhos de capital – pessoas jurídicas	2,81	3,37	3,32	3,72	4,01	3,78	3,42	3,78	3,32	3,53
Impostos sobre renda, lucros e ganhos de capital – não classificáveis	1,33	1,39	1,38	1,27	1,35	1,23	1,13	1,36	1,28	1,31
Impostos sobre a folha de pagamento e a força de trabalho	2,07	2,15	2,23	2,20	2,26	2,37	2,30	2,45	2,64	2,73
Contribuições à previdência social	6,10	6,35	6,49	6,57	6,54	6,82	6,84	7,14	7,47	7,36
Impostos sobre a propriedade – imposto sobre transações financeiras e de capital	1,63	1,63	1,63	1,66	0,70	0,59	0,70	0,77	0,70	0,60
Impostos sobre a propriedade – demais	1,13	1,15	1,19	1,23	1,23	1,30	1,28	1,32	1,40	1,40
Impostos sobre o comércio e as transações internacionais	1,46	1,45	1,47	1,58	1,89	1,53	1,72	1,89	2,04	2,03
Impostos sobre bens e serviços	14,10	14,26	14,01	13,86	14,09	13,39	13,76	14,01	14,16	14,32
Outros impostos	0,01	0,01	0,01	0,06	-0,03	-0,04	0,01	0,01	-0,01	0,01

Elaboração do autor.

APÊNDICES

APÊNDICE A

Carga tributária bruta por tributos (2004-2013)

(Valores em R\$ milhões)

Carga tributária	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Governo federal	425,8	495,6	542,6	625,8	707,1	723,9	849,4	997,8	1.049,1	1.163,1
Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI)	21,1	24,1	26,9	31,3	36,9	27,9	37,5	41,9	42,2	43,2
Imposto de Importação (II)	9,1	8,9	9,8	12,2	17,1	15,8	21,1	26,7	31,0	36,8
Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF)	5,2	6,0	6,7	7,8	20,2	19,2	26,6	32,0	30,9	29,4
Cofins	77,4	86,9	89,4	101,1	119,2	116,9	140,4	162,9	173,3	198,2
Contribuições de Intervenção no Domínio Econômico (Cide)	7,8	7,7	7,8	7,9	5,9	4,9	7,8	9,0	2,9	0,7
Outras contribuições sociais	1,5	1,6	1,5	1,9	2,0	2,5	3,2	3,4	3,8	4,1
Outras contribuições econômicas	2,9	3,2	3,1	4,3	5,1	5,0	5,8	6,8	7,8	8,6
Seguro de Danos Pessoais Causados por Veículos Automotores de Via Terrestre (Seguro DPVAT)	0,8	1,0	1,5	1,9	2,3	2,6	2,8	3,3	3,5	4,0
Salário educação	4,8	5,8	6,9	7,1	8,8	9,6	11,0	13,1	14,8	16,6
Demais impostos sobre a folha	0,8	0,8	1,0	1,2	1,3	1,3	1,5	1,7	1,9	2,2
Sistema S	4,8	4,5	5,5	6,6	7,8	8,5	9,9	11,7	13,5	15,3
Taxas	2,1	2,7	3,1	3,3	4,1	4,1	4,8	5,7	5,1	5,0
Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF)	5,8	6,9	7,9	12,7	13,9	13,6	16,3	20,5	22,5	24,2
IRPJ	35,2	47,3	52,0	65,7	79,5	79,0	83,2	98,4	90,8	109,1
Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF)	49,5	58,6	62,7	65,9	82,4	82,3	92,1	115,0	120,9	130,9
Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF)	26,4	29,0	31,9	36,3	1,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,3
CSLL	19,3	25,0	26,7	33,3	42,0	43,3	45,7	58,1	55,1	61,8
FGTS	29,8	35,1	39,3	43,6	50,5	57,2	64,3	75,0	85,8	98,0
Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS/PASEP)	19,3	21,4	23,5	25,9	30,5	31,0	40,5	42,3	45,7	50,7
Regime Geral de Previdência Social (Contribuições sociais – RGPS)	93,2	106,6	120,9	137,8	158,9	178,8	210,8	243,8	271,6	295,2
Regime Próprio de Previdência Social (Contribuições sociais – RPPS)	8,4	12,0	13,8	15,9	18,2	21,0	23,6	25,6	26,0	27,8
Demais	0,5	0,6	0,7	2,0	-0,6	-0,8	0,8	1,0	0,3	1,5
Governo estadual	173,6	194,6	216,0	238,8	278,9	289,2	337,8	374,9	417,4	465,1
ICMS	138,0	154,1	170,0	186,7	221,2	227,6	267,6	296,8	327,4	363,4
Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA)	8,8	10,4	12,3	14,6	17,0	20,1	21,4	24,1	27,0	29,1
Imposto de Transmissão Causa <i>Mortis</i> e Doação de Quaisquer Bens ou Direitos (ITCD)	0,7	0,8	1,0	1,2	1,5	1,7	2,5	2,8	3,4	4,1
IRRF	7,4	8,3	9,9	11,3	13,3	12,9	16,5	18,2	21,1	25,1
Imposto Predial Territorial Urbano (IPTU)	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS)	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,4
Imposto sobre a Transmissão de Bens Imóveis (ITBI)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Taxas	4,4	5,4	6,2	7,0	8,2	9,6	10,6	12,0	14,1	17,1
Contribuições sociais	13,4	14,7	15,6	16,7	16,4	16,0	17,5	19,3	22,3	23,9
Contribuições econômicas	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Governo municipal	34,6	38,6	44,3	51,2	58,7	63,7	75,2	87,6	99,4	109,0
IPTU	9,7	10,5	11,6	12,6	13,5	14,9	17,2	19,3	21,2	22,6
ISS	12,5	14,8	17,8	20,8	25,0	27,4	32,8	38,5	44,4	47,7
IRRF	2,5	2,9	3,3	4,0	5,0	4,9	5,6	6,8	8,2	9,5
ITBI + Cont. Melhoria	2,0	2,3	2,7	3,5	4,3	4,5	5,9	7,4	8,4	10,2
Taxas	3,0	3,2	3,3	3,5	3,8	4,1	4,7	5,2	5,7	6,3
Contribuições sociais	3,4	3,2	3,5	4,5	4,6	5,1	6,0	7,1	8,2	9,0
Contribuições econômicas	1,5	1,7	2,1	2,4	2,5	2,7	3,1	3,2	3,3	3,5

Elaboração do autor.

REGRA DE TAYLOR, INÉRCIA NA POLÍTICA MONETÁRIA E INFLUÊNCIA DO HIATO DO PRODUTO¹

José Ronaldo de Castro Souza Júnior²

Sidney Martins Caetano³

A implantação da política de metas de inflação pelo Banco Central do Brasil (BCB) em julho de 1999 fomentou o debate sobre as formas de mensurar os ciclos econômicos e as origens das pressões inflacionárias. Os graus de precisão dos modelos de previsão de inflação passaram a ser ainda mais importantes, pois, com a política de metas, o BCB passou a se comprometer a cumprir uma meta numérica predefinida. Dentro deste contexto, a mensuração do produto potencial tornou-se tema de constante debate entre os economistas brasileiros. Uma dúvida comum é se vale a pena utilizar metodologias mais complexas, como o método da função de produção, ou se os métodos mais simples, como o filtro Hodrick-Prescott (HP), seriam suficientes para aferir o hiato do produto usado como variável explicativa da inflação.

Nesta nota técnica será realizada uma análise comparativa de funções de reação do BCB usando duas diferentes estimativas de hiato do produto feitas de acordo com a metodologia de Souza Júnior e Caetano (2013), cujos resultados estão sintetizados no gráfico 1. O objetivo é avaliar a relevância destas variáveis dentro das decisões de política monetária e se a utilização da função de produção Cobb-Douglas, que é mais complexa que o uso do filtro HP, gera (ou não) ganhos significativos. Entendam-se, aqui, ganhos ou perdas em termos de poder preditivo do comportamento da taxa de juros básica da economia brasileira e de significância estatística. Tal resultado é importante porque essas variáveis econômicas estimadas são comumente usadas como uma das ferramentas em políticas macroeconômicas, especialmente em política monetária.

Uma forma de se comparar a qualidade das estimativas de hiato do produto é avaliar seu efeito e desempenho em funções de reação do BCB. Para tanto, regras seguindo Taylor (1993) e Clarida, Galí e Gertler (2000) tornam-se úteis e simples, pois revelam, com sucesso, a possibilidade de regras empíricas em que o instrumento de política monetária reage a desvios da inflação (ou expectativas de inflação) em relação à meta inflacionária e a alguma medida da atividade econômica, sendo esta última, na maioria dos casos, representada pelo hiato do produto. Acrescentam-se, nestas regras, mecanismos de ajustes parciais para capturar o gradualismo de política monetária, um fato estilizado.

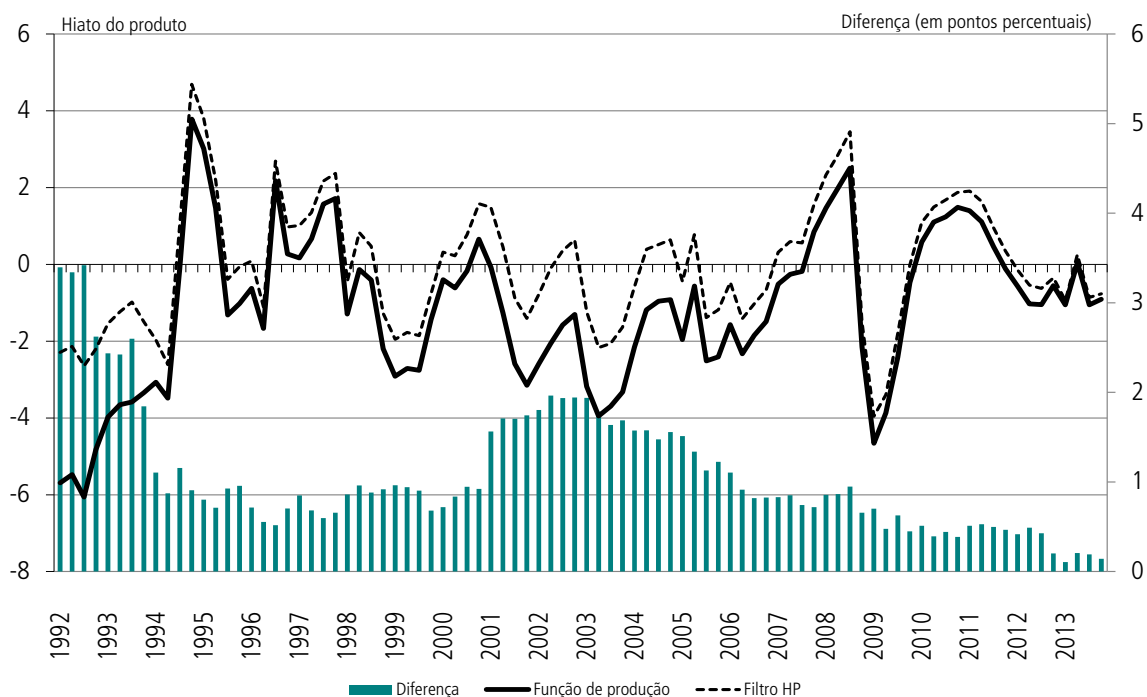
1. Esta nota técnica é uma atualização de parte do artigo publicado originalmente, em outubro de 2013, por Souza Júnior e Caetano no Texto para discussão nº 1.881 do Ipea *Produto potencial como ferramenta de análise da política monetária e da capacidade de crescimento da economia brasileira*.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <ronaldo.souza@ipea.gov.br>.

3. Professor do Programa de Pós-Graduação em Economia Aplicada da Universidade Federal de Juiz de Fora (PPGEA/FE-UFJF). *E-mail*: <sidney.caetano@ufjf.edu.br>.

GRÁFICO 1

Hiato do produto: função de produção *versus* filtro HP – dados trimestrais (1992-2013)



Elaboração dos autores.

Uma especificação de uma regra de política monetária bastante usada na literatura pode ser obtida, primeiro, relacionando a meta da taxa de política monetária, i_t^* , a uma taxa de equilíbrio nominal constante (dada pela soma da taxa de juros real de equilíbrio, \bar{r} , e a meta de inflação do banco central, $\bar{\pi}$); a desvios de expectativas de inflação k períodos à frente, $E_t(\pi_{t,k})$, relativos à meta inflacionária, $\bar{\pi}$; e ao hiato do produto esperado q períodos à frente, $h_{t,q}$, ou seja,

$$i_t^* = \bar{r} + \bar{\pi} + \beta_1 [E_t(\pi_{t,k}) - \bar{\pi}] + \beta_2 E_t h_{t,q} \quad (1)$$

A partir de mecanismos de ajustamento parcial, estas metas de instrumentos de política monetária são substituídas pelos efetivos instrumentos de política monetária, da seguinte maneira:

$$i_t = \rho(L)i_{t-1} + (1-\rho)i_t^*$$

$$\rho(L) = \rho_1 + \rho_2 L + \dots + \rho_p L^p$$

$$\rho = \sum_{i=1}^p \rho_i \quad (2)$$

$$i_{t-i} = L^i i_t$$

A versão mais simplificada considera o ajustamento parcial incluindo apenas uma defasagem do instrumento de política monetária (Woodford, 2003; Clarida, Galí e Gertler, 2000; Consolo e Favero, 2009).

Para o caso brasileiro, Salgado, Garcia e Medeiros (2005) propuseram a seguinte função de reação linear, diferente da supracitada:

$$i_t = \alpha + \beta i_{t-1} + \delta \pi_t + \kappa \tilde{y}_t + \theta \Delta R_t \quad (3)$$

onde i é a taxa de juros, π é a taxa de inflação, \tilde{y} é o hiato do produto e ΔR é a variação nas reservas internacionais. Os autores procuraram estimar a função de reação para o BCB durante o Plano Real (agosto de 1994 a dezembro de 2000), por meio do modelo Limiar Autorregressivo – Threshold Autoregressive (TAR) –, para captar as mudanças de regime na determinação da taxa nominal de juros. Segundo os resultados apurados, o desempenho do modelo não linear foi significativamente melhor do que o de uma regra de Taylor ajustada às taxas de juros brasileiras. Quanto ao hiato do produto, foram utilizados dados mensais da produção industrial e o filtro HP para gerá-lo. No modelo linear, o coeficiente deste hiato do produto apresentou valor negativo e não foi estatisticamente significativo. Já em seu modelo TAR, os coeficientes de curto prazo apresentaram valores de $-0,03$ e $-0,28$, sendo apenas o segundo considerado estatisticamente significativo, ou seja, só em períodos mais estáveis.

Posteriormente, Pagano e Rossi Júnior (2009) propõem que a meta para a taxa de juros adotada pelo BCB seja *forward-looking* quanto à inflação. Neste sentido, os autores, ao inserirem o termo de ajuste parcial, chegaram à seguinte expressão estimada:

$$\Delta i_t = \gamma \bar{i} - \gamma i_{t-1} + \gamma \beta E_t(\pi_{t+k} - \pi^*) + \gamma x_{t-j} + \rho \Delta i_{t-1} + u_t \quad (4)$$

em que i é a taxa de juros nominal, $E\pi$ é a taxa de inflação esperada e x é o hiato do produto. Foi encontrado um coeficiente de longo prazo associado ao hiato do produto de $0,54$, menor que o coeficiente associado à inflação, indicando que o BCB tem respondido à atividade econômica, mas em intensidade inferior à reação ao comportamento inflacionário.

Seguindo a literatura e os objetivos supracitados, propõe-se inicialmente estimar a função de reação linear, equação (3), utilizando-se o método dos mínimos quadrados ordinários (MQOs) e a matriz de covariância e erros-padrão de Newey-West, usando amostra referente ao período pós-Plano Real, conforme Salgado, Garcia e Medeiros (2005). Neste caso, o primeiro exercício considera tanto o período do regime de âncora cambial quanto o regime de metas de inflação, além de uma forma funcional simples que pode ser utilizada em caso de uma análise rápida, prática e fácil.

Os resultados estão apresentados na tabela 1 e mostram, inicialmente, ao utilizar tanto o filtro HP quanto a função de produção para calcular hiato do produto, coeficientes com sinais esperados e estatisticamente significativos para todas as variáveis, exceto para a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que não foi estatisticamente significativo. Tal resultado seria estranho, mas cabe destacar que em Salgado, Garcia e Medeiros (2005) o parâmetro desta variável foi estatisticamente significativo ao usar o Índice Geral de Preços (IGP). Cabe ressaltar, também, que o IPCA foi utilizado como uma medida de inflação oficial quando as autoridades monetárias optaram pela adoção do regime de metas de inflação.

TABELA 1
Estimativas da função de reação do BCB

2º trim./1995-4º trim./2013 (OLS ¹)			3º trim./2001-4º trim./2013 (OLS)		
Coefficientes	Modelo 1	Modelo 2	Coefficientes	Modelo 3	Modelo 4
c	2,7847*** (0,8801)	3,0521*** (0,9825)	c	0,4668 (0,4657)	0,4370 (0,4928)
i_{t-1}	1,0783*** (0,0873)	1,1004*** (0,0879)	i_{t-1}	1,3642*** (0,0881)	1,3895*** (0,0911)
i_{t-2}	-0,2579*** (0,0904)	-0,2813*** (0,0920)	i_{t-2}	-0,4304*** (0,0849)	-0,4421*** (0,0899)
π_t	0,0828 (0,1335)	0,1074 (0,1357)	$E_t(\pi_{t,4} - \bar{\pi}_t)$	0,5420*** (0,0825)	0,5702*** (0,0864)
h_{t-1}^{FP}		0,4097** (0,1889)	h_{t-1}^{FP}		0,1873*** (0,0619)
h_{t-1}^{HP}	0,6033*** (0,2157)		h_{t-1}^{HP}	0,2349*** (0,0590)	
ΔR_t	-0,1801** (0,0695)	-0,1821** (0,0710)			
\bar{R}^2	0,90	0,90	\bar{R}^2	0,97	0,97
RMSE ²	2,3810	2,4440	RMSE	0,7386	0,7594
MAE ³	1,5839	1,6330	MAR	0,5588	0,5848
Mape ⁴	9,8147	10,1537	Mape	4,2903	4,5036
TIC ⁵	0,0622	0,0639	TIC	0,0251	0,0258

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ OLS = *ordinary least squares* (mínimos quadrados ordinários).

² RMSE = *root mean squared error* (raiz do erro quadrado médio).

³ MAE = *mean absolute error* (erro absoluto médio).

⁴ Mape = *mean absolute percent error* (erro percentual absoluto médio).

⁵ TIC = *Theil inequality coefficient* (coeficiente de desigualdade de Theil).

*** Nível de significância de 1%; ** nível de significância de 5%; e * nível de significância de 10%.

Obs.: Erro-padrão entre parênteses.

Seguindo, utiliza-se uma segunda amostra dentro do período do regime de metas de inflação. Neste caso, considera-se um modelo linear *forward-looking*, substituindo, assim, a inflação pelos desvios das expectativas de inflação em relação à meta de inflação. Para isso, utilizam-se as expectativas de inflação doze meses à frente do *Relatório de mercado* do BCB relativa à meta de inflação ponderada. Para este período, nota-se que os desvios inflacionários tornam-se estatisticamente significativos, em ambos os casos, como as demais variáveis explicativas.

Podem-se extrair outras informações dos resultados, por exemplo, um alto grau de inércia no curto prazo apresentado nas taxas de juros, o que indica certo gradualismo na aplicação do instrumento de política monetária, maior dentro do período do regime de metas. Outro resultado interessante é a maior reação frente à inflação relativamente ao hiato do produto dentro do período de regime de metas – fato esperado, uma vez que o BCB precisava demonstrar credibilidade e controle da inflação após a escolha do novo regime.

Diversos trabalhos apresentados na literatura brasileira não encontram evidências de que o coeficiente do hiato do produto seja estatisticamente significativo. Minella *et al.* (2003) encontram coeficientes associados ao hiato do produto com sinal negativo e não significativos, exceto em uma especificação em que o coeficiente é significativo, porém negativo.

Segundo os autores, uma possível explicação para o fato de os coeficientes serem negativos é a ocorrência de alguns choques de oferta significativos na economia no período de sua análise, o que faria com que houvesse um aumento da inflação em conjunto com uma redução da atividade. Salgado, Garcia e Medeiros (2005) também encontram um sinal negativo associado ao hiato do produto. Já Soares e Barbosa (2006) e Pagano e Rossi Júnior (2009) encontram coeficiente de longo prazo associado ao hiato do produto significativamente maior do que zero.

Apesar dos resultados interessantes mostrados na tabela 1, cabe destacar que possíveis problemas relativos às séries de expectativas de inflação utilizadas podem violar os pressupostos do modelo OLS usado nas estimações dos parâmetros. Estes problemas podem ser devidos à endogeneidade, à variável omitida e ao comportamento oportunista dos informantes de expectativas. Neste caso, o termo de erro do modelo não se resume em apenas choques de política monetária (Clarida, Galí e Gertler, 2000). Assim sendo, outra forma de analisar o problema seria combinando (1) e (2) para um exercício empírico mais adequado. Para tanto, define-se a taxa de juros Selic da meta, i_t^* , como função do desvio das expectativas em relação à meta inflacionária e do hiato do produto defasado como

$$i_t^* = \bar{i} + \beta_1[E_t(\pi_{t,4} - \bar{\pi})] + \beta_2 h_{t-1} \quad (5)$$

onde \bar{i} é a taxa de juros nominal de equilíbrio, $\pi_{t,4}$ é a taxa de inflação acumulada em doze meses (4 deve-se ao fato de as variáveis estarem em trimestres), h_{t-1} é o hiato do produto defasado em um período, e $\bar{\pi}$ é a meta de inflação. Observa-se que a inflação futura é a variável relevante, devido à existência de defasagens entre as ações monetárias e seus efeitos sobre a economia, por exemplo. Segue-se a literatura tomando como relevante o horizonte de um ano para a inflação futura (Favero, 2001).

Pressupõe-se que a taxa Selic observada, i_t , seja parcialmente ajustada em direção à meta conforme

$$i_t = (1 - \rho_1 - \rho_2)i_t^* + \rho_1 i_{t-1} + \rho_2 i_{t-2} + \varepsilon_t \quad (6)$$

em que ρ mostra o gradualismo na política monetária e ε é o choque aleatório exógeno. Reescrevendo o modelo obtém-se

$$i_t = (1 - \rho_1 - \rho_2)[\bar{i} + \beta_1 E_t(\pi_{t,4} - \bar{\pi}) + \beta_2 h_{t-1}] + \rho_1 i_{t-1} + \rho_2 i_{t-2} + \varepsilon_t \quad (7)$$

que, ao eliminar as variáveis previstas não observadas, tem-se

$$\begin{cases} i_t = (1 - \rho_1 - \rho_2)(\alpha + \beta_1 \pi_{t,4} + \beta_2 h_{t-1}) + \rho_1 i_{t-1} + \rho_2 i_{t-2} + \eta_t \\ \alpha = \bar{i} + \bar{\pi}(1 - \beta_1) \\ \eta_t = -(1 - \rho_1 - \rho_2)[\beta_1(\pi_{t,4} - E_t \pi_{t,4})] + \varepsilon_t \end{cases} \quad (8)$$

em que o termo de erro η_t é uma combinação linear dos erros previstos para a inflação e o choque de política monetária. Supondo-se a existência de um vetor conhecido z_t de variáveis, quando o instrumento de política é determinado no período t e forma um subconjunto de informações I_t , então, pode-se gerar um conjunto de condições de ortogonalidade, tal como:

$$E(\eta_t | Z_t) = 0 \quad (9)$$

que pode ser usado para estimar os parâmetros de interesse pelo Método Generalizado dos Momentos – Generalized Method of Moments (GMM) – (Hansen, 1982). A equação (9) mostra que:

$$E(i_t - (1 - \rho_1 - \rho_2)(\alpha + \beta_1 \pi_{t,4} + \beta_2 h_{t-1}) - \rho_1 i_{t-1} - \rho_2 i_{t-2} | Z_t) = 0 \quad (10)$$

A aplicação do exercício demonstrado é implementada utilizando-se, como conjunto de informações para o vetor de instrumentos, as variáveis defasadas das taxas de juro, do hiato do produto, da variação cambial, da variação das reservas e das taxas de juro do mercado futuro *Swap* Pré-DI de 360 dias, descontada da taxa de risco Brasil – Emerging Markets Bond Index Plus (Embi) + Brasil/JP Morgan.

Os resultados apresentados na tabela 2 mostram – ao se utilizar o filtro HP para calcular o hiato de produto – coeficientes com os sinais esperados e estatisticamente significativos para quase todas as variáveis. A exceção foi exatamente o hiato do produto. Esse comportamento também foi observado ao se utilizar a função de produção para gerar o hiato do produto.

Nota-se, ainda, bom poder preditivo dentro do modelo, próximos aos modelos 3 e 4. Relativamente a este ponto, os resultados mostram pouca diferença de ganhos de poder preditivo quando apenas se troca a metodologia de cálculo do hiato do produto. Dessa forma, o uso da função de produção parece ser indicado apenas quando se deseja ir além de se obter uma *proxy* para a atividade produtiva de forma rápida e simples.⁴ Novamente, observa-se também alto grau de inércia apresentado no comportamento das taxas de juros, corroborando a existência de gradualismo na aplicação do instrumento de política monetária.

No que se refere à inflação, devido à sua relevância, quando $\beta_1 > 1$, a taxa real de juros é ajustada para estabilizar a inflação,⁵ enquanto $0 < \beta_1 < 1$ move-se para uma política de acomodação da inflação.

A partir das estimativas dos parâmetros, pode-se obter a taxa de juros de equilíbrio por meio da equação (8), que mostra uma relação com a taxa de inflação da meta. Usando a atual meta de inflação, 4,5%, a taxa real de juros neutra seria de 5,83% ao ano (a.a.), usando dados do modelo 5; e 6,3% a.a., utilizando as estimativas do modelo 6.

4. O uso da função de produção é útil também para se obter a contabilidade do crescimento e quando se quer analisar as fontes do crescimento econômico potencial.

5. Ver equação (5).

TABELA 2
Estimativas da função de reação do BCB – GMM (3^a trim./2001-4^a trim./2013)

Coefficientes	Modelo 5	Modelo 6
$\hat{\rho}_{t-1}$	1,3922*** (0,1119)	1,4450*** (0,1300)
$\hat{\rho}_{t-2}$	-0,5317*** (0,1368)	-0,5847*** (0,1585)
$\hat{\alpha}$	5,6183** (2,5942)	5,3742** (2,9465)
$\hat{\beta}_1$	1,0465*** (0,3385)	1,2068** (0,4790)
$\hat{\beta}_2^{HP}$	1,1671 (1,2155)	
$\hat{\beta}_2^{FP}$		0,7884 (1,0704)
\bar{R}^2	0,93	0,93
<i>J</i> -statistic	10,01	9,97
Prob (<i>J</i> -statistic)	(0,35)	(0,38)
RMSE	1,1638	1,2054
MAE	0,8390	0,8864
Mape	5,4881	5,8022
TIC	0,0386	0,0399

Elaboração dos autores.

Nota: *** Nível de significância de 1%; ** nível de significância de 5%; e * nível de significância de 10%.

Obs.: Erro-padrão entre parênteses.

Todavia, o mercado também tem trabalhado com níveis menores de taxa de juros real neutra no Brasil. Em pesquisa sobre política monetária, divulgada em 23 de fevereiro de 2012, a Gerência Executiva de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais (Gerin) apresentou os resultados de um questionário enviado aos participantes do Sistema Expectativas de Mercado, no qual foram solicitadas respostas relacionadas à taxa de juros real de equilíbrio/neutra no Brasil, à taxa natural de desemprego – Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment (Nairu) – e ao impacto da nova ponderação do IPCA nas projeções de inflação. Quando questionadas sobre qual valor sua instituição considerava como sendo a atual taxa de juros real de equilíbrio/neutra no Brasil, as instituições responderam, em novembro de 2010, valores cuja mediana ficou em 6,75% a.a. (em média, 6,55% a.a.). Em comparação com a mais recente pesquisa, de fevereiro de 2012, observam-se respostas menores dadas pelo mercado, em que a mediana passou a ser de 5,43% a.a. (em média, 5,50% a.a.).

O BCB, em seu *Relatório de inflação* de setembro de 2010, destaca o comportamento da taxa de juros real de equilíbrio. Suas estimativas, com base em uma versão à Taylor, na qual também se inclui um comportamento *forward-looking* para o banco central, mostram tendência declinante para a taxa de equilíbrio. Abordagens alternativas realizadas pela instituição corroboram estas evidências de que houve uma redução da taxa de juros de equilíbrio ao longo dos últimos anos. No *Relatório de inflação* de setembro de 2012, no box Evolução da Taxa de Juros Real de Equilíbrio no Brasil, o BCB destaca que, nos três métodos utilizados, os resultados sugerem recuo da taxa de juros de equilíbrio no Brasil ao longo dos últimos dez anos, estando em linha com a tendência de declínio de outras estimativas e pesquisas.

Contudo, existe uma enorme carência e relevância de estudos que relacionem estatisticamente os fundamentos econômicos da economia brasileira a esta tendência de recuo da taxa real de juros de equilíbrio.

Apesar de estes últimos exercícios serem interessantes, tais resultados não são robustos, uma vez que os mesmos foram sensíveis às mudanças nos instrumentos. Os resultados poderão ser mais bem investigados e mais robustos à medida que amostras maiores, com periodicidade trimestral, estiverem disponíveis para estimativas GMM, permitindo, inclusive, analisar o poder preditivo dos modelos fora da amostra. Ainda, modelos alternativos podem ser considerados, tais como modelos não lineares e/ou com parâmetros variando no tempo, tanto por meio da abordagem frequentista quanto bayesiana. Isso permitiria discutir a incerteza que permeia as estimativas e projeções dentro e fora da amostra. Em resumo, cabe destacar que, nos exercícios simples elaborados nesta nota técnica, os resultados mostram que o BCB tem disponibilizado maiores esforços na política gradualista do que em uma reação enérgica às mudanças no “estado da economia”.

Portanto, para analisar essa dinâmica macroeconômica, a metodologia da função de produção, apesar de suas limitações e dificuldades de estimação, como apontado em Souza Júnior e Caetano (2013), mostra-se uma ferramenta interessante para analisar o potencial de crescimento do país. Esse método, porém, pode não ser a melhor escolha nos casos em que os analistas procuram apenas mensurar a variação do hiato do produto. Para esses casos, o filtro HP é o mais indicado, por sua simplicidade metodológica. Isso se deve aos resultados apresentados, em que as variáveis demonstraram desempenhos bastante próximos quando se utilizaram suas influências na função de reação da autoridade monetária.

A possível relação entre o instrumento de política monetária, a taxa de juros e o hiato do produto foi captada empiricamente nos exercícios econométricos apresentados, nos quais regras à Taylor foram implantadas. Nestes exercícios simples, os resultados mostraram que o BCB tem se pautado por uma política mais inercial quanto à dinâmica da taxa de juros da Selic, disponibilizando, assim, maiores esforços em uma política gradualista do que em uma reação bem discreta quanto às mudanças no “estado da economia”. Este conservadorismo pode ser explicado em parte pelo ambiente econômico nacional e internacional, pelos mecanismos de transmissão da política monetária, e pelos custos políticos e econômicos de uma reação mais brusca no instrumento.

REFERÊNCIAS

- CLARIDA, R.; GALL, J.; GERTLER, M. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. **Quarterly journal of economics**, n. 115, p. 147-180, 2000.
- CONSOLO, A.; FAVERO, C. A. Monetary policy inertia: more a fiction than a fact? **Journal of monetary economics**, v. 56, n. 6, p. 900-906, 2009.
- FAVERO, C. A. **Applied macroeconometrics**. New York: Oxford University Press, 2001.
- HANSEN, L. P. Large sample properties of generalized method of moments estimators. **Econometrica**, v. 50, n. 4, p. 1.029-1.054, 1982.
- MINELLA, A. *et al.* **Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility**. Banco Central do Brasil, 2003. (Working Paper Series, n. 77).
- PAGANO, T. A.; ROSSI JÚNIOR, J. L. **Uma análise da não linearidade da função de reação do Banco Central do Brasil: avesso a inflação ou a recessão?** Insper, 2009, (Texto para Discussão/WPE, n. 188).
- SALGADO, M. J. S.; GARCIA, M. G. P.; MEDEIROS, M. C. Monetary policy during Brazil's Real Plan: estimating the Central Bank's reaction function. **Revista brasileira economia**, v. 59, n. 1, 2005.
- SOARES, J. J. S.; BARBOSA, F. H. Regra de Taylor no Brasil: 1999-2005. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 34., 2006, Salvador. **Anais...** Salvador, 2006.

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

TAYLOR, J. Discretion versus policyrules in practice. **Carnegie-Rochester conference series on public policy**, v. 39, p. 195-214, 1993.

WOODFORD, M. **Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy**. Princeton University Press, 2003.

REVISÃO METODOLÓGICA DA PIM-PF E IMPACTOS SOBRE A TRAJETÓRIA DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL

Leonardo Mello de Carvalho¹

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) divulgou em abril último, através da sua Coordenação de Indústria, a reformulação implementada na Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF). No mês seguinte, foram divulgados os dados referentes a março de 2014. Dentre as mudanças metodológicas introduzidas, visando retratar de maneira mais fiel a evolução da produção do setor industrial brasileiro, destacam-se: *i*) reclassificação das atividades de acordo com a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) na sua versão 2.0; *ii*) atualização do sistema de ponderação dos produtos, tendo como base a pesquisa Produção Industrial Anual (PIA) em nível de empresa e produto, cuja referência passa a ser o ano de 2010; e *iii*) atualização da amostra de produtos, setores e informantes.²

1 CONSIDERAÇÕES METODOLÓGICAS

Em relação aos aspectos metodológicos, a migração para o sistema de classificação das atividades industriais com base na CNAE 2.0 provocou algumas alterações importantes na pesquisa. Em primeiro lugar, algumas atividades passaram a ganhar visibilidade na estrutura de classificação no nível de dois dígitos como a fabricação de bebidas, a fabricação de produtos farmacêuticos e a fabricação de equipamentos de informática, produtos eletrônicos e ópticos.

Além disso, dentro dos grupamentos da classificação, mudanças internas de reposicionamento trouxeram impacto na seleção de produtos e na determinação de pesos. Como exemplo, a fabricação de eletrodomésticos (linha branca), que era considerada como pertencente à atividade máquinas e equipamentos, passou a fazer parte da atividade máquinas, aparelhos e materiais elétricos. Já os serviços associados a manutenção, reparação e instalação de máquinas e equipamentos, que estavam espalhados por suas respectivas atividades, passam a constituir uma atividade nova. Com relação aos pesos, a atividade veículos, reboques e carrocerias registrou o maior aumento, passando de 7,0% para 10,1% no valor total da produção da indústria geral. Destaque também para a fabricação de coque, produtos derivados do petróleo e biocombustíveis, cuja participação aumentou de 7,9% para 10,3% na mesma base de comparação.

Mantendo como referência a Lista de Produtos e Serviços Industriais (PRODLIST-Indústria), a seleção de produtos aumentou de 830 para 944, passando a incluir produtos que ganharam participação na indústria ao longo da década, como a fabricação de *tablets* e de biocombustíveis. A quantidade de

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

2. A versão anterior da pesquisa, que vigorava desde 2004, com a série retroativa até 1991, utilizava a CNAE 1.0, com estrutura de ponderação baseada na PIA referente à média do triênio 1998-2000.

informantes também cresceu, aumentando de 3.700 unidades locais para 7.800. Com relação às Unidades da Federação (UFs), a nova PIM-PF passou a incluir o estado de Mato Grosso.

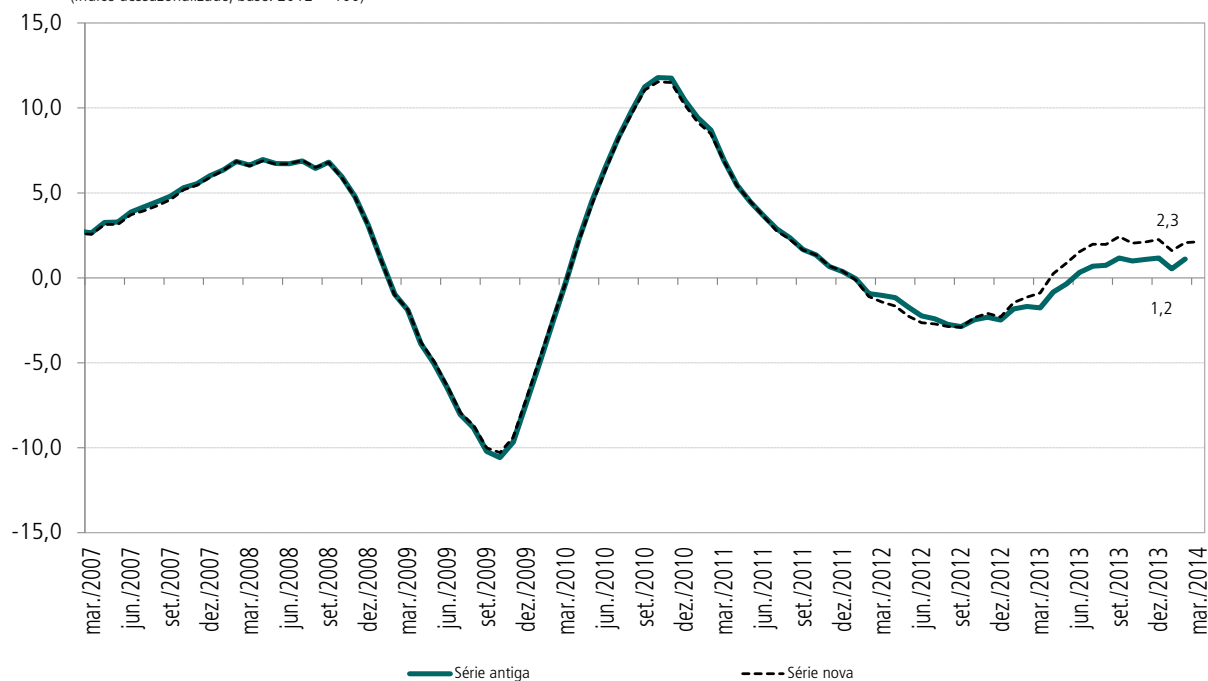
Por fim, os novos indicadores, que passaram a ter como base o ano de 2012, foram encadeados de modo retroativo até janeiro de 2002. Para isto, todos os produtos que geravam os indicadores a partir da classificação CNAE 1.0 foram reclassificados, ou seja, foi feita uma correspondência destes produtos com a CNAE 2.0, sendo gerados novos índices para cada atividade. Tendo como base de comparação os anos de 2012 e 2013, os únicos para os quais existiam informações nas duas séries, foi feita, então, uma análise de aderência para balizar as decisões sobre o encadeamento realizado.

2 IMPACTOS NO DESEMPENHO DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL

Em termos de tendência de crescimento, os dados referentes à nova PIM-PF não apresentam alterações significativas em relação à pesquisa antiga, mantendo o diagnóstico de estagnação que vem caracterizando a produção industrial desde meados de 2010 (gráfico 1). As principais mudanças ocorreram nos movimentos de curto prazo das séries, cujos efeitos se manifestaram de forma mais relevante no ano de 2013. De acordo com a nova metodologia, o desempenho da indústria foi consideravelmente melhor no ano passado, com a taxa de crescimento média anual passando de 1,2% para 2,3% (gráfico 2). Além do resultado acumulado ao final do ano, as mudanças também afetaram a trajetória de crescimento ao longo de 2013, revelando um ritmo mais forte no primeiro semestre, seguido por uma desaceleração mais intensa nos seis meses seguintes, sugerindo um cenário mais deprimido para a indústria na passagem para 2014. A este respeito, a produção industrial referente ao primeiro bimestre de 2014, que antes apresentava um avanço de 1,2% sobre os últimos três meses de 2013, foi revisada para uma queda de 0,2%.

GRÁFICO 1
Produção industrial: indústria geral (2002-2014)

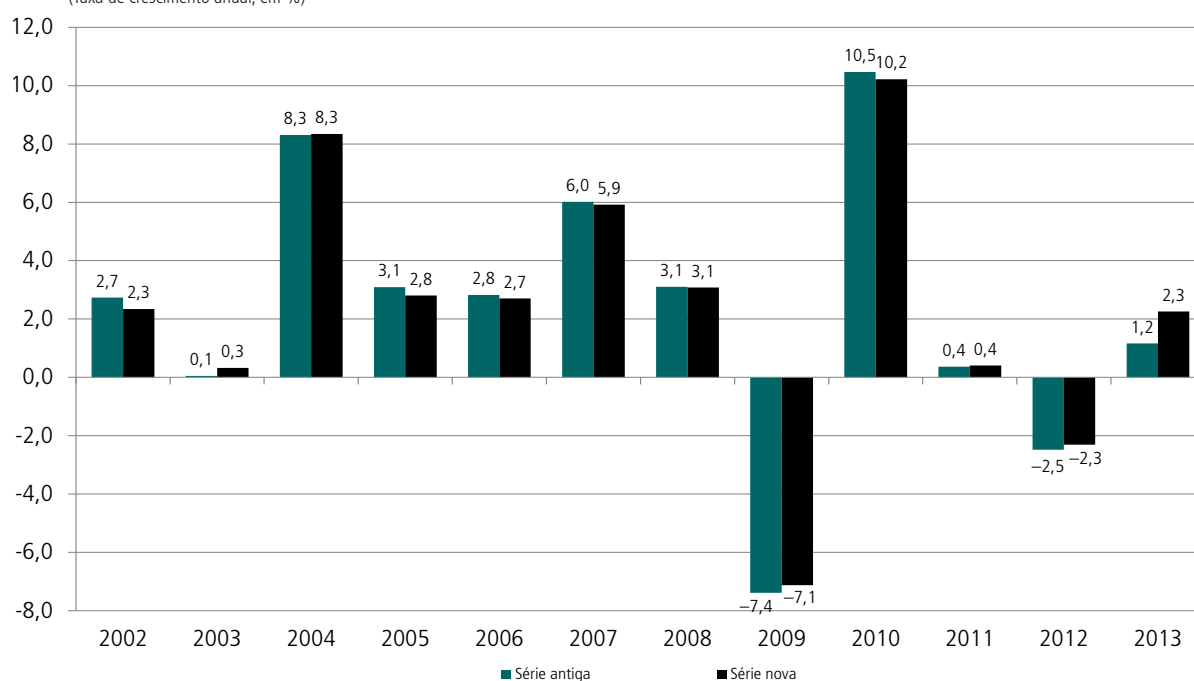
(Índice dessazonalizado, base: 2012 = 100)



Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

GRÁFICO 2
Produção industrial: indústria geral (2002-2013)
(Taxa de crescimento anual, em %)



Fonte: IBGE.
 Elaboração do autor.

Em termos das classes de produção, grande parte do aumento verificado no resultado de 2013 pode ser explicada pelo desempenho do setor de transformação, cuja taxa de expansão dobrou, passando de 1,5% para 3,0%. Por sua vez, a indústria extrativa também apresentou alguma melhora, reduzindo a queda de -4,1% para -3,6%.

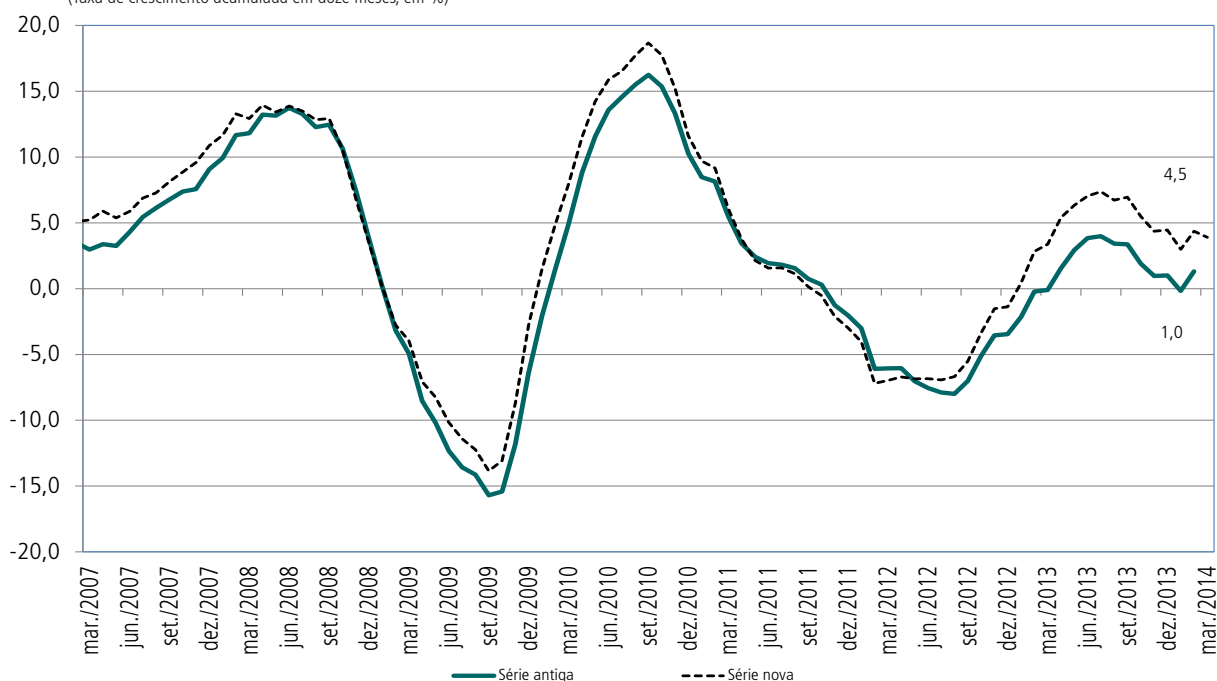
Com relação às categorias de uso, a maior diferença verificada na comparação entre as duas metodologias ficou por conta dos bens de consumo. Em particular, a produção de bens de consumo duráveis aumentou sua taxa de crescimento em 2013 de 1,0% para 4,5% (gráfico 3). Nesta categoria, o destaque positivo foi a atividade veículos, reboques e carrocerias, cuja maior expansão pode ter sido influenciada pela inclusão de novas plantas do setor automotivo na nova pesquisa da PIM-PF. Esta melhora no desempenho se refletiu num aumento da sua participação relativa na indústria geral, sendo este o maior ganho entre todas as atividades. Vale destacar que, ao contrário do que aconteceu em 2013, este ganho no peso relativo poderá puxar para baixo o resultado da indústria, na medida em que potencializaria um fraco desempenho da produção de autoveículos em 2014, fato que se observa até o momento.

Por sua vez, a produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis também apresentou melhora a partir da reformulação metodológica. Refletindo, em parte, a inclusão do estado do Mato Grosso na nova pesquisa, seu resultado passou de uma retração de 0,5% para um crescimento de 2,1% em 2013 (gráfico 4). Além disso, em virtude das mudanças na trajetória de crescimento, a produção de não duráveis foi a única categoria que apresentou alguma alteração de tendência, revertendo uma trajetória declinante verificada ao longo de 2013.

GRÁFICO 3

Produção industrial: bens de consumo duráveis (2007-2014)

(Taxa de crescimento acumulada em doze meses, em %)



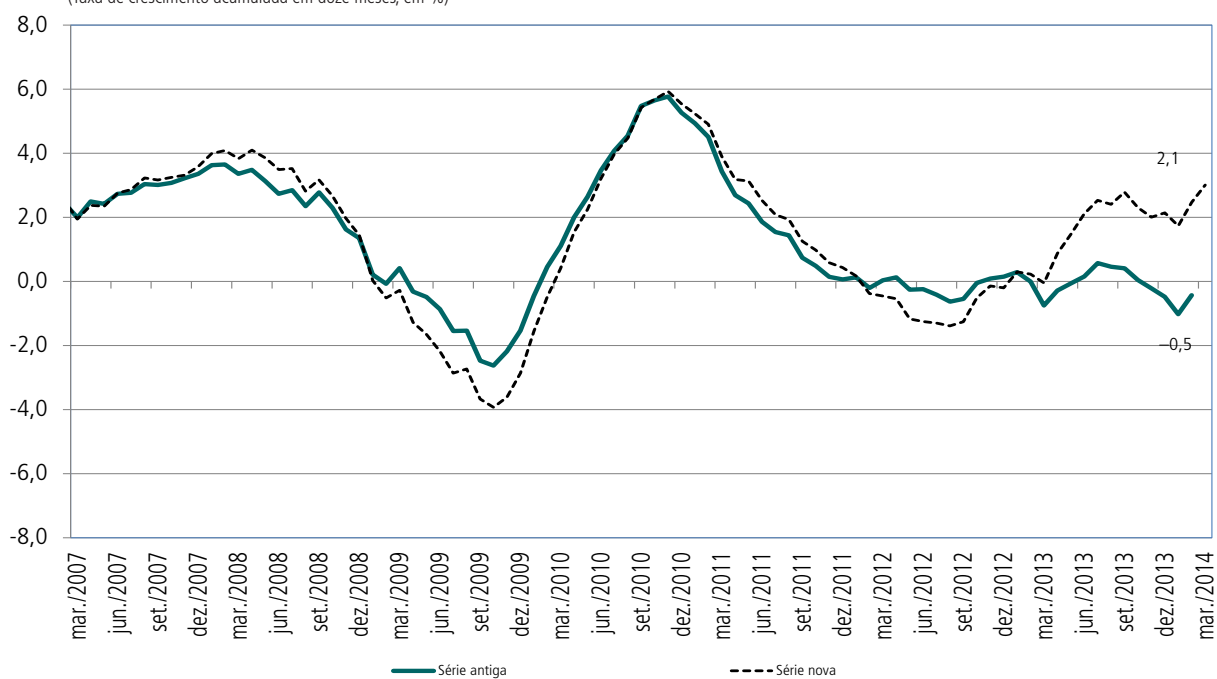
Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

GRÁFICO 4

Produção industrial: bens de consumo semiduráveis e não duráveis (2007-2014)

(Taxa de crescimento acumulada em doze meses, em %)



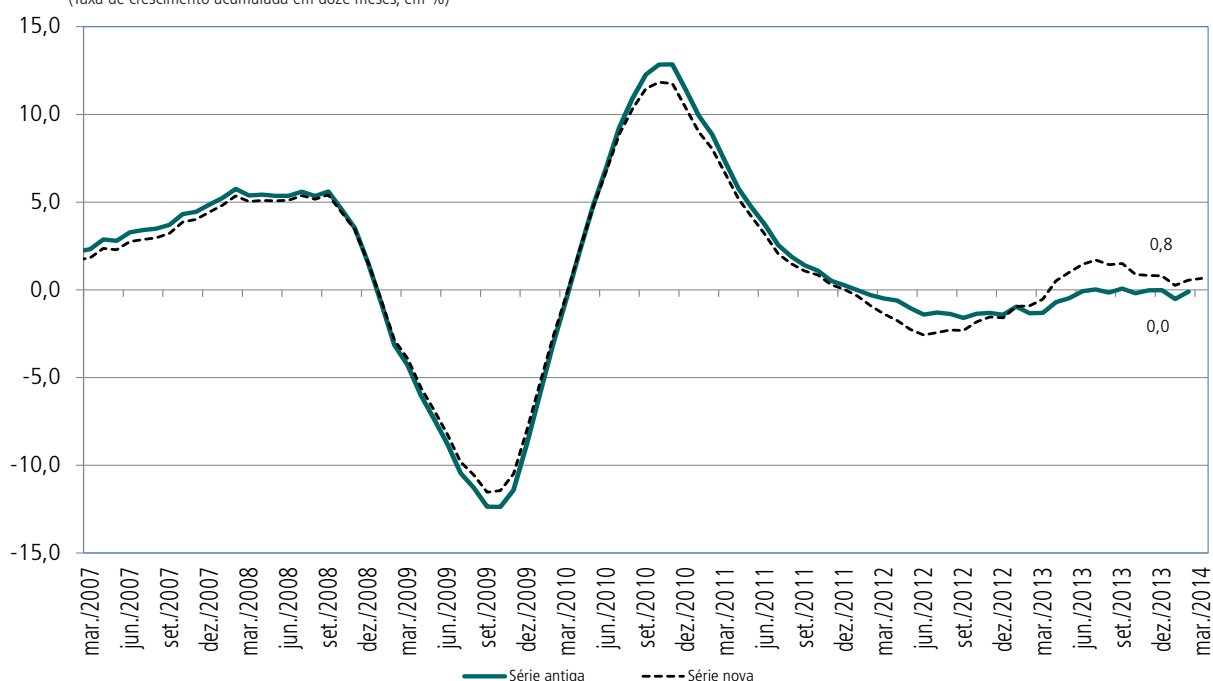
Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

Finalmente, as categorias de uso de bens intermediários e de bens de capital registraram as menores diferenças ao longo de toda a amostra. Em relação ao ano de 2013, especificamente, enquanto o resultado da produção de intermediários foi revisado de 0,0% para 0,8%, a produção de bens de capital foi a única entre as categorias de uso a apresentar redução da taxa de crescimento, passando de 13,3% para 11,3% (gráficos 5 e 6). A este respeito, embora o crescimento do agregado equipamentos de transporte industrial tenha aumentado de 20,4% para 26,4% em 2013, este resultado foi compensado pela redução da expansão do agregado composto pelas demais atividades associadas à categoria de uso bens de capital, que passou de 8,0% para 3,2%. Com base na abertura definida pelos índices especiais de bens de capital, as maiores contribuições para a redução do crescimento em 2013 vieram da produção voltada para fins industriais e para uso misto, cujos resultados caíram de 7,1% para -2,4% e de 4,4% para -3,7%, respectivamente. Vale destacar ainda que, no acumulado do primeiro bimestre de 2014, segundo a antiga metodologia, a produção de bens de capital crescia a uma taxa de 8,0% ante igual período do ano anterior, resultado este que foi revisto para 3,3% com a divulgação da nova versão da pesquisa. Neste caso, grande parte do resultado pode ser explicada pela forte queda no agregado equipamentos de transporte industrial, cuja taxa de expansão caiu de 6,7% para apenas 0,8%.

GRÁFICO 5
Produção industrial: bens intermediários (2007-2014)

(Taxa de crescimento acumulada em doze meses, em %)



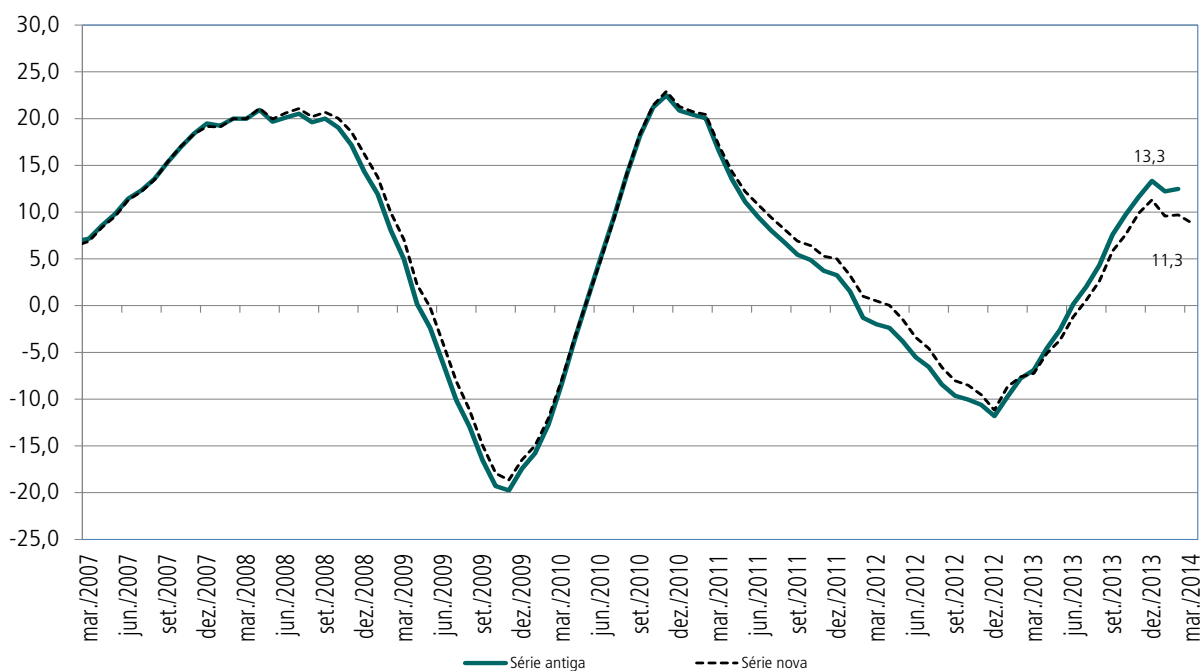
Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

GRÁFICO 6

Produção industrial: bens de capital (2007-2014)

(Taxa de crescimento acumulada em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Carlos Eduardo Gonçalves de Melo

Camilla de Miranda Mariath Gomes

Elaine Oliveira Couto

Elisabete de Carvalho Soares

Lucia Duarte Moreira

Luciana Bastos Dias

Luciana Nogueira Duarte

Miriam Nunes da Fonseca

Vivian Barros Volotão Santos (estagiária)

Editoração

Roberto das Chagas Campos

Aeromilson Mesquita

Aline Cristine Torres da Silva Martins

Carlos Henrique Santos Vianna

Nathália de Andrade Dias Gonçalves (estagiária)

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

Livraria

SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES - Térreo

70076-900 - Brasília - DF

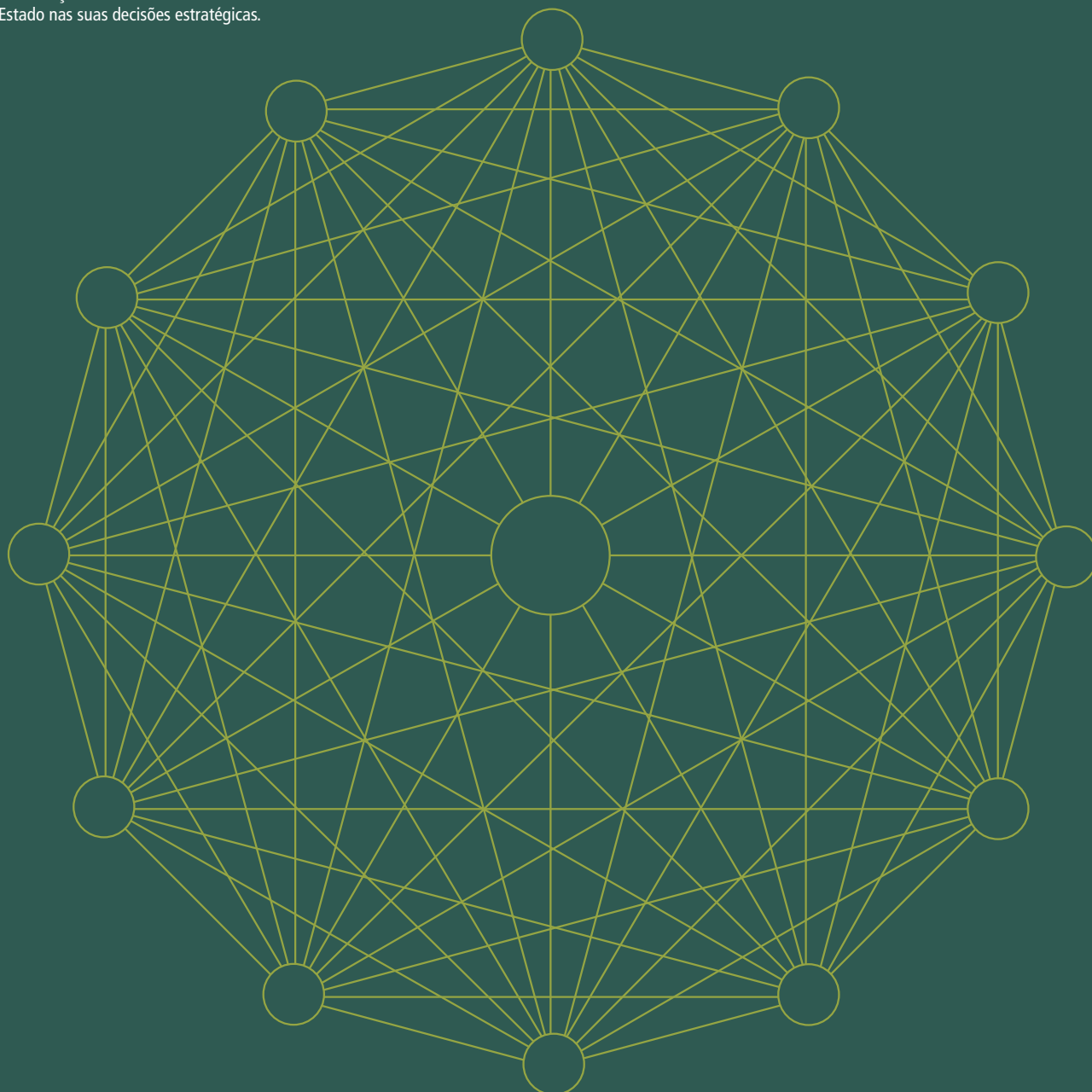
Tel.: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Composto em Adobe Garamond Pro 12/16 (texto)
Frutiger 67 Bold Condensed (títulos, gráficos e tabelas)
Impresso em offset 90g/m²
Cartão supremo 250g/m² (capa)
Rio de Janeiro-RJ

Missão do Ipea

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



ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Secretaria de
Assuntos Estratégicos