

Outubro

2014

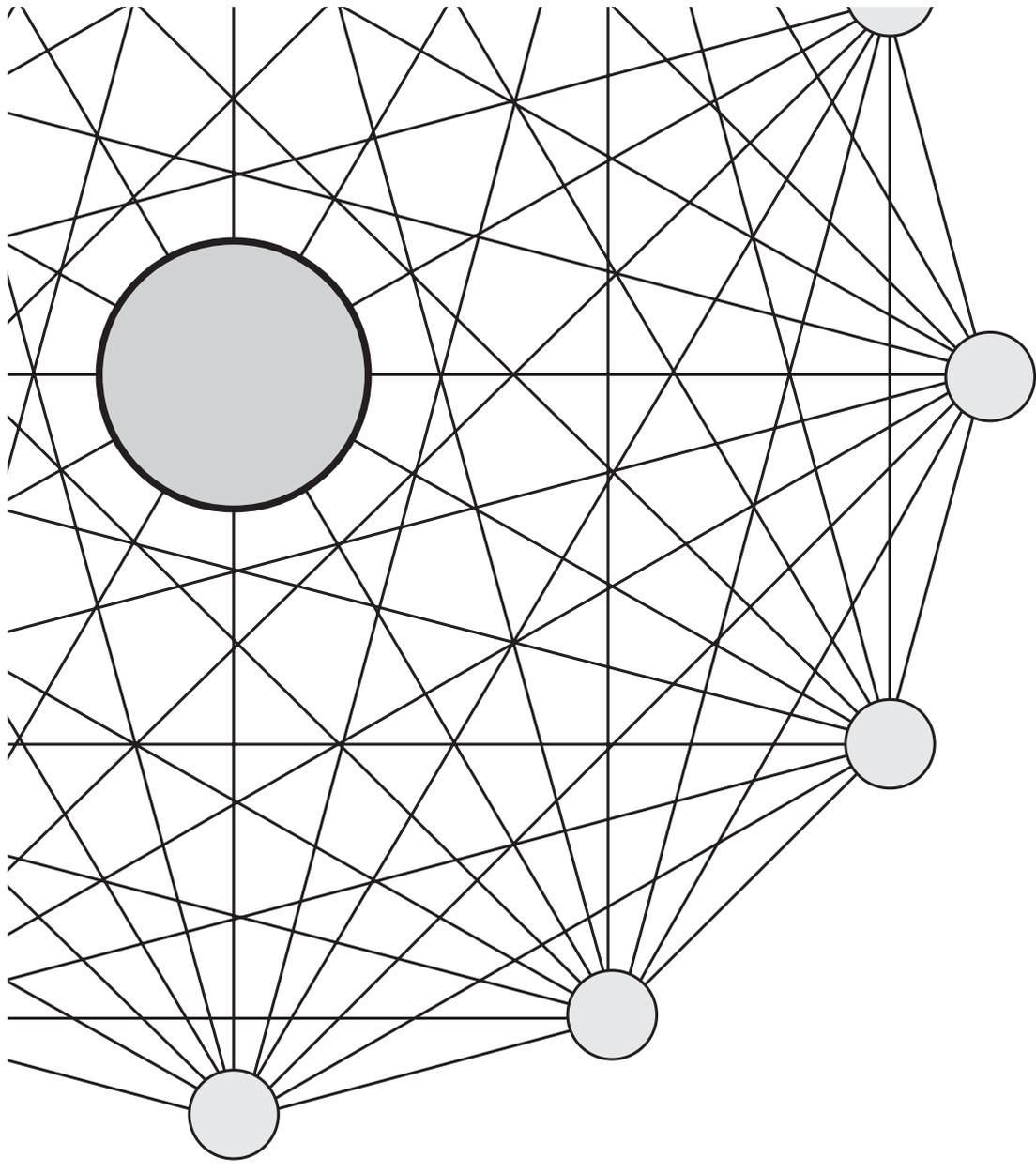
Versão preliminar



24

CONJUNTURA

CARTA DE



CARTA DE **CONJUNTURA**

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República

Ministro – Marcelo Côrtes Neri



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

Herton Ellery Araújo

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

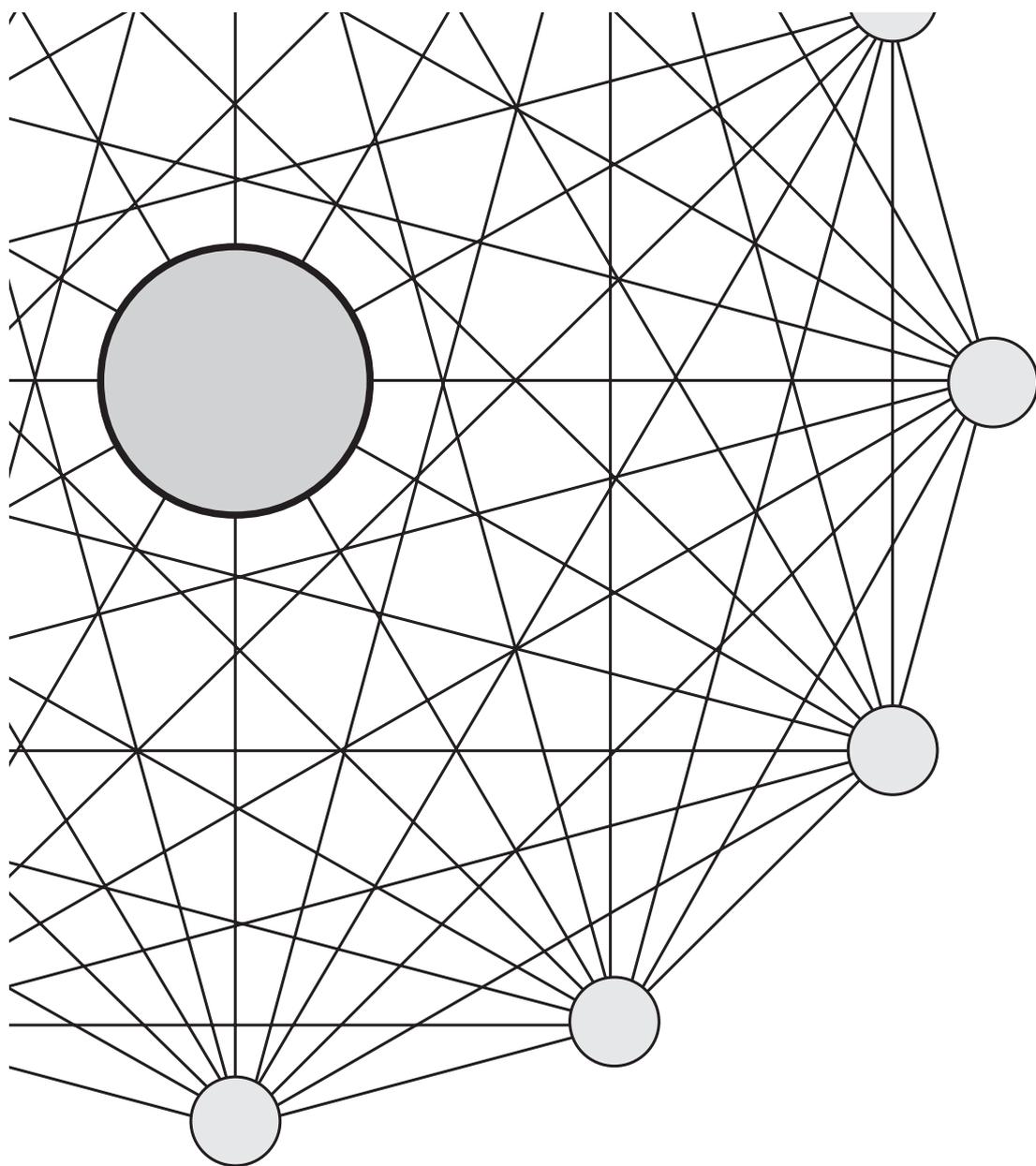
Marco Antonio Freitas de Holanda Cavalcanti

Equipe de Apoio

Felipe dos Santos Martins

Marina Braga Goulart Lopes

As seções desta carta foram produzidas com informações disponíveis em 9 de outubro de 2014.



outubro

2014

Versão preliminar

24

CONJUNTURA

CARTA DE

ipea

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	35
INFLAÇÃO	45
SETOR EXTERNO	53
MOEDA E CRÉDITO	73
FINANÇAS PÚBLICAS	83
ECONOMIA MUNDIAL	99
NOTAS TÉCNICAS	
UMA NOTA SOBRE A NATUREZA DA INFLAÇÃO DE SERVIÇOS NO BRASIL (1999-2014)	119
Cláudio Hamilton Matos dos Santos	
AVALIANDO A CONDIÇÃO DA POLÍTICA FISCAL DO GOVERNO CENTRAL	139
Mário Jorge Mendonça	

SÍNTESE DA CONJUNTURA

A economia brasileira atravessa um momento complexo, em que o fraco desempenho da atividade econômica se combina com pressões importantes na inflação e no setor externo. Na série dessazonalizada, o produto interno bruto (PIB) sofreu queda em três dos últimos quatro trimestres. Já no acumulado do primeiro semestre deste ano, o crescimento foi de apenas 0,5% em relação ao mesmo período de 2013. A inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) continua próxima do teto de 6,5% em doze meses, e o *deficit* em transações correntes permanece na casa dos 3,5% do PIB, a despeito de uma melhora recente dos números da balança comercial. Entretanto, vale ressaltar que, ao contrário de outros períodos em que o PIB caiu por dois trimestres consecutivos (por exemplo, 1998-1999, 2001, 2003 e 2008-2009), o momento atual não se caracteriza por crises externas, flutuações bruscas nos preços macroeconômicos e/ou “apagões” energéticos. A inexistência de culpados óbvios – isto é, de “choques negativos” de grande monta – torna ainda mais significativo o fenômeno da estagnação econômica recente.

Os dados sugerem que os problemas da economia começaram a se intensificar no terceiro trimestre de 2013, com a queda dos investimentos e da produção no setor industrial. Desde então, ambas as variáveis recuaram por quatro trimestres consecutivos, com as perdas acumuladas da formação bruta de capital e da produção industrial atingindo, respectivamente, 11,2% e 4,2%, entre o segundo trimestre de 2013 e o segundo trimestre de 2014, nas séries dessazonalizadas. A partir do primeiro trimestre de 2014, o consumo das famílias e o setor de serviços, que vinham sendo os principais pilares do crescimento nos últimos anos, também começaram a desacelerar rapidamente. O primeiro ficou praticamente estável nos dois últimos trimestres na série dessazonalizada (queda de 0,2% no primeiro, compensada por alta de 0,3% no segundo), enquanto o segundo está em retração (variação zero no primeiro trimestre e queda de 0,5% no segundo).

O fraco desempenho recente do PIB reflete uma desaceleração da demanda, o que é evidenciado pelo fato de a absorção doméstica ter crescido mais lentamente que o PIB em quatro dos últimos cinco trimestres. A contrapartida disso é a variação positiva das exportações líquidas e a acumulação de estoques. De fato, a seção Setor Externo aponta para uma pequena redução do *deficit* em transações correntes em comparação ao ano passado, e o gráfico 1.12 da seção Atividade Econômica ilustra a trajetória de aumento dos estoques no setor industrial justamente nos últimos cinco trimestres, a despeito da redução da produção industrial. Parte importante da

desaceleração da demanda relaciona-se ao consumo, em virtude do menor ritmo de crescimento da renda real e da desaceleração do crédito, com as famílias atingindo um nível já relativamente elevado de comprometimento da renda com o serviço da dívida. Quanto ao investimento, o mau desempenho relaciona-se à queda da confiança dos empresários, cujo índice recuou para níveis semelhantes aos de 2009. Com efeito, parece ter se disseminado um comportamento defensivo dos agentes econômicos, que pode ser reflexo tanto da própria desaceleração da atividade quanto da indefinição sobre o quadro das eleições presidenciais e suas possíveis implicações sobre a economia neste e no próximo ano. Há que se levar em conta também os efeitos defasados do ciclo de alta da taxa Selic sobre a demanda doméstica, bem como os possíveis efeitos do crescimento relativamente baixo do comércio mundial (ver seção Economia Mundial) e da queda dos preços externos sobre o desempenho das exportações. De fato, a recente reversão da trajetória dos termos de troca – de crescente entre 2004 e 2011 para levemente declinante desde então – representa uma perda de renda real para o país.

O resultado desse quadro foi uma recessão técnica, com queda de 0,6% do PIB na passagem do primeiro para o segundo trimestre de 2014, após queda de 0,2% no primeiro, no número revisado. Reitere-se que, nas últimas décadas, recessões técnicas só ocorreram em momentos em que o país foi atingido por choques negativos importantes: na virada de 2008 para 2009, sob pleno efeito da crise financeira internacional; em 2001, por conta do “apagão” energético; no início de 2003, como reação à crise cambial de 2002; e, em 1998-1999, após a crise da Rússia e a flutuação cambial no Brasil. Nestes momentos, o que se viu foi a interrupção mais ou menos súbita da atividade econômica seguida por custosos ajustes – em regra, marcados por aceleração da inflação, desvalorização do câmbio, recessão e aumento do desemprego. A situação atual é, nesse sentido, bastante diferente.

A primeira e fundamental distinção é que a desaceleração da atividade vem se dando de maneira gradual, sem rupturas. Isso reflete, principalmente, a trajetória do consumo, que é uma variável mais estável e com peso predominante na demanda. Diferentemente de períodos de crise no passado, em que esta variável sofria rápida desaceleração – em geral, pela combinação de aumento do desemprego com queda da renda real derivada da aceleração da inflação –, o consumo vem reduzindo seu ritmo gradativamente ao longo dos últimos anos. As taxas de crescimento foram de 4,1% em 2011, 3,2% em 2012, 2,6% em 2013 e 2,1% nos quatro trimestres encerrados em junho de 2014. As últimas Cartas de Conjuntura do Ipea já vinham chamando atenção para essa desaceleração.

Uma segunda distinção importante diz respeito ao comportamento do mercado de trabalho. A taxa de desemprego permanece nos níveis mais baixos desde o início da série histórica, em 2002, em que pese o ritmo mais lento de geração de novos postos de trabalho, e a renda real continua crescendo, ainda que mais lentamente do que em anos anteriores. A seção Mercado de Trabalho lembra que o efeito da desaceleração da população ocupada sobre a taxa de desocupação vem sendo anulado pelo expressivo recuo da população economicamente ativa (PEA), cuja taxa de retração foi de 0,9% nos oito primeiros meses de 2014.

O quadro inflacionário também é distinto. Não há grandes preocupações, pelo menos no curto prazo, com um possível descontrole inflacionário, como nos momentos de crise. A dificuldade reside na persistência desta inflação (especialmente nos serviços) e no fato de ela estar, já há algum tempo, próxima do limite superior da meta, havendo pouco ou nenhum espaço para absorver choques negativos (como em alimentos) ou para permitir a recomposição de preços administrados. Nas contas externas, embora o *deficit* em transações correntes esteja em um nível pouco confortável (da ordem de 3,5% do PIB), não se observam problemas quanto a seu financiamento, majoritariamente feito por investimentos diretos. Igualmente, não há pressões exageradas sobre o câmbio, até mesmo em virtude do elevado “colchão” de reservas e de uma situação internacional ainda caracterizada por ampla oferta de liquidez. Aliás, a própria desaceleração da atividade doméstica colabora para manter o *deficit* externo sob controle, em função de seu impacto contracionista sobre as importações.

As qualificações mencionadas, porém, não significam que os atuais desafios da economia sejam menores ou mais simples. Além de o baixo crescimento do PIB gerar desconforto, ele tende a piorar gradualmente a situação do mercado de trabalho (como já revelam os dados de população ocupada da Pesquisa Mensal de Emprego do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – PME/IBGE) e a comprometer os resultados fiscais, pelo impacto negativo que exerce sobre a arrecadação. A seção Finanças Públicas mostra que o resultado deste ano vem sendo prejudicado por um fraco crescimento das receitas – mesmo aquelas não recorrentes têm tido desempenho inferior ao do ano passado – e pela manutenção de um ritmo significativo de crescimento real das despesas, especialmente os investimentos e as transferências às famílias. Com isso, o superávit primário do setor público consolidado reduziu-se para apenas R\$ 10,2 bilhões (0,3% do PIB) no acumulado janeiro-agosto, ficando bem abaixo da meta estipulada para o ano (1,9%) e elevando a dívida líquida do setor público para 35,9%.

A magnitude do *deficit* em transações correntes também é um desafio, especialmente quando se tem em conta o fraco desempenho das exportações de bens industrializados diante da necessidade de se aumentar substancialmente o saldo da balança comercial. Isso explicita os problemas de competitividade no setor industrial, realçados pelo contínuo aumento do custo unitário do trabalho, os quais, certamente, têm papel importante na recente queda da produção do setor. Por fim, a persistência da inflação, mesmo diante de uma desaceleração sensível da demanda, indica a relevância do aumento dos custos, notadamente os salários, atuando principalmente no setor de serviços – aspecto que é abordado em Nota Técnica anexa a esta carta.

A fraqueza da demanda corrente poderia sugerir a adoção de políticas expansionistas, mas é preciso cautela. A inflação acima da meta não dá espaço para a redução das taxas de juros, segundo o próprio diagnóstico do Banco Central discutido na seção Moeda e Crédito, embora algumas medidas de apoio ao crédito estejam sendo experimentadas. Igualmente, a queda do resultado primário das contas públicas reduz sobremaneira a margem de manobra, seja para novas reduções de impostos, seja para a expansão dos gastos, ainda que se observe um importante aumento dos investimentos públicos neste ano. Além disso, uma rápida reaceleração da atividade tenderia a aumentar o *deficit* externo, na ausência de um impulso externo favorável.

Ainda que o quadro atual de baixo crescimento econômico seja obviamente indesejável, cumpre ressaltar que seus efeitos negativos têm sido mitigados pelo fato de a taxa de desemprego permanecer baixa e dos rendimentos reais continuarem crescendo. Até o momento, o custo social do desaquecimento tem sido, na pior das hipóteses, bastante modesto, ainda que a correção de alguns desequilíbrios acumulados nos últimos anos, notadamente a inflação, possa implicar alguma perda imediata de bem-estar. Ainda assim, há tempo e espaço para tratar de questões estruturais que viabilizem o processo de retomada do crescimento em consonância com a queda gradual dos níveis de inflação e a redução do *deficit* externo, sem comprometer o emprego e a renda. A harmonização desses objetivos comporta apenas uma resposta: ganhos de produtividade. Estes, por sua vez, exigem a dinamização dos investimentos, seja em capital, seja em educação e inovação. Portanto, todo o esforço da política econômica deve estar voltado para a criação de condições propícias ao investimento, com destaque para aqueles voltados à infraestrutura.

1 ATIVIDADE ECONÔMICA

SUMÁRIO

A análise dos indicadores de atividade econômica referentes aos primeiros nove meses de 2014 revela um quadro similar àquele destacado na última edição da *Carta de conjuntura*, publicada em junho deste ano. Identificou-se, no entanto, uma deterioração do cenário, com a desaceleração do consumo e do setor de serviços se juntando ao já fraco desempenho da produção industrial e à queda dos investimentos. Em primeiro lugar, a perda de fôlego na criação de novas vagas, associada à desaceleração dos ganhos de renda, vem contribuindo para reduzir ainda mais o consumo das famílias, já negativamente influenciado por níveis relativamente altos de comprometimento da renda com dívidas passadas. Além disso, a economia vem sofrendo os efeitos provenientes do ciclo de aperto monetário iniciado no ano passado que, junto com o aumento de incerteza associado ao resultado das eleições, tem deixado as decisões por novos investimentos em compasso de espera. Por fim, a confiança dos agentes econômicos continua recuando de forma generalizada, atingindo patamares próximos aos níveis observados em meados de 2009.

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o produto interno bruto (PIB) recuou 0,6% na passagem entre o primeiro e segundo trimestres de 2014, considerando-se a série livre de efeitos sazonais. Este resultado configurou um cenário de recessão técnica, uma vez que o PIB já tinha caído 0,2% no trimestre anterior. Com isso, o PIB acumulou uma perda de 0,8% nos quatro últimos trimestres, período no qual apresentou uma taxa média de expansão de -0,2%, deixando para o restante do ano um carregamento estatístico (*carry-over*) de 0,0%. Finalmente, a queda de 0,9% do PIB na comparação com igual trimestre do ano anterior foi o primeiro resultado negativo registrado desde o terceiro trimestre de 2009.

Pelo lado da demanda, o destaque negativo ficou por conta, uma vez mais, da formação bruta de capital fixo (FBCF), que recuou pela quarta vez consecutiva (-5,3%), acumulando, nesse período, uma perda de 11,2%. Com isso, na comparação trimestral, a taxa de investimentos a preços correntes passou de 18,1% para 16,5%. Por sua vez, a taxa bruta de poupança caiu de 16,1% para 14,1%, o pior valor referente a um segundo trimestre desde 2001. Se por um lado a FBCF continua deprimida, por outro, a demanda por bens e serviços também não tem sido capaz de estimular a expansão da atividade econômica. Enquanto o consumo das famílias permaneceu praticamente estagnado no primeiro semestre de 2014, a redução do ritmo de crescimento da demanda também foi reflexo do desempenho do consumo do governo que, interrompendo uma sequência de

quatro períodos de expansão, apresentou recuo de 0,7% no segundo trimestre. Com isso, a absorção doméstica (consumo total + FBCF) cresceu abaixo do PIB pelo terceiro trimestre consecutivo, provocando uma contribuição positiva do setor externo.

Entre os componentes da oferta, o quadro de enfraquecimento da atividade econômica foi generalizado. A agropecuária foi o único setor a registrar crescimento na margem, embora o avanço de 0,2% tenha representado forte desaceleração ante o período anterior, quando havia crescido 3,1%. Já o setor de serviços, que havia registrado crescimento nulo nos primeiros três meses do ano, recuou 0,5% na margem, a primeira variação negativa desde o primeiro trimestre de 2013. Ainda nesta base de comparação, o destaque negativo entre os setores voltou a ser a indústria, que registrou a quarta queda consecutiva, apresentando variação negativa de 1,5%. Este resultado refletiu o comportamento da transformação e do setor da construção civil, que recuaram 2,4% e 2,9%, respectivamente. Em direção oposta, a extrativa mineral continua mantendo o bom desempenho. O avanço de 3,2% foi o quinto consecutivo.

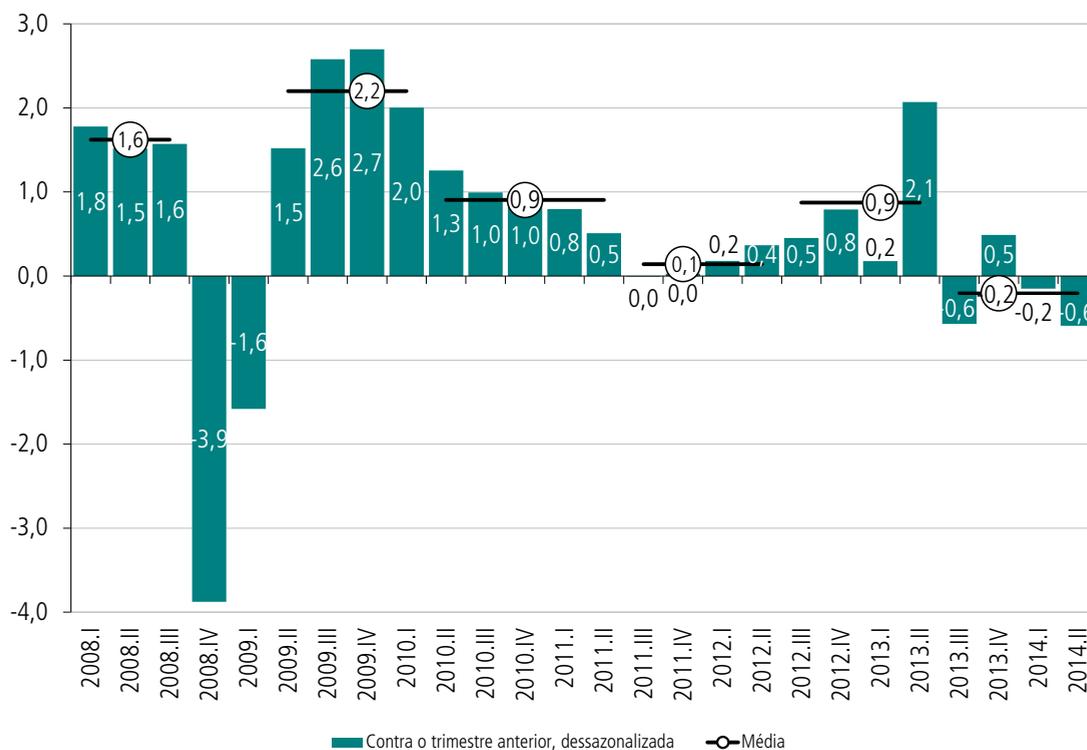
Como vem sendo destacado em edições anteriores da *Carta de conjuntura*, o fraco desempenho da produção industrial é reflexo da influência, tanto de fatores estruturais quanto de fatores conjunturais que, entre outros efeitos, vêm comprimindo as margens de lucro da indústria. Além disso, a combinação 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. Dentro deste contexto, e levando em conta a desaceleração da demanda interna nos últimos trimestres, os recentes avanços registrados nos meses de julho e agosto, quando a produção industrial repetiu a taxa de 0,7%, ainda não permitem identificar o início de uma trajetória mais robusta de recuperação da indústria. Como agravante, embora os indicadores antecedentes sinalizem alguma melhora no desempenho do comércio varejista em setembro, o nível excessivo de estoques não planejados existentes na indústria de transformação deve exercer força contrária à expansão da produção nos próximos meses.

PRODUTO INTERNO BRUTO

O PIB recuou 0,6% no segundo trimestre de 2014 em relação ao período imediatamente anterior, na série livre de efeitos sazonais, o que equivale a uma taxa de crescimento anualizada de -2,4%. O resultado referente ao primeiro trimestre foi revisto de 0,2% para -0,2%, configurando, desta forma, um cenário de recessão técnica (dois trimestres consecutivos de queda). Além disso, os números do terceiro trimestre de 2013 também sofreram revisão, com a queda sendo ampliada de -0,3% para -0,6%. Com isso, o PIB acumulou uma perda de 0,8% nos quatro últimos trimestres, equivalente a uma taxa

média de expansão de $-0,2\%$ (gráfico 1.1). Sendo assim, o *carry-over* para 2014 se reduziu de $0,7\%$ para $0,0\%$, ou seja, o PIB nada crescerá em 2014 caso permaneça estagnado durante os próximos dois trimestres, na série com ajuste sazonal.

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



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

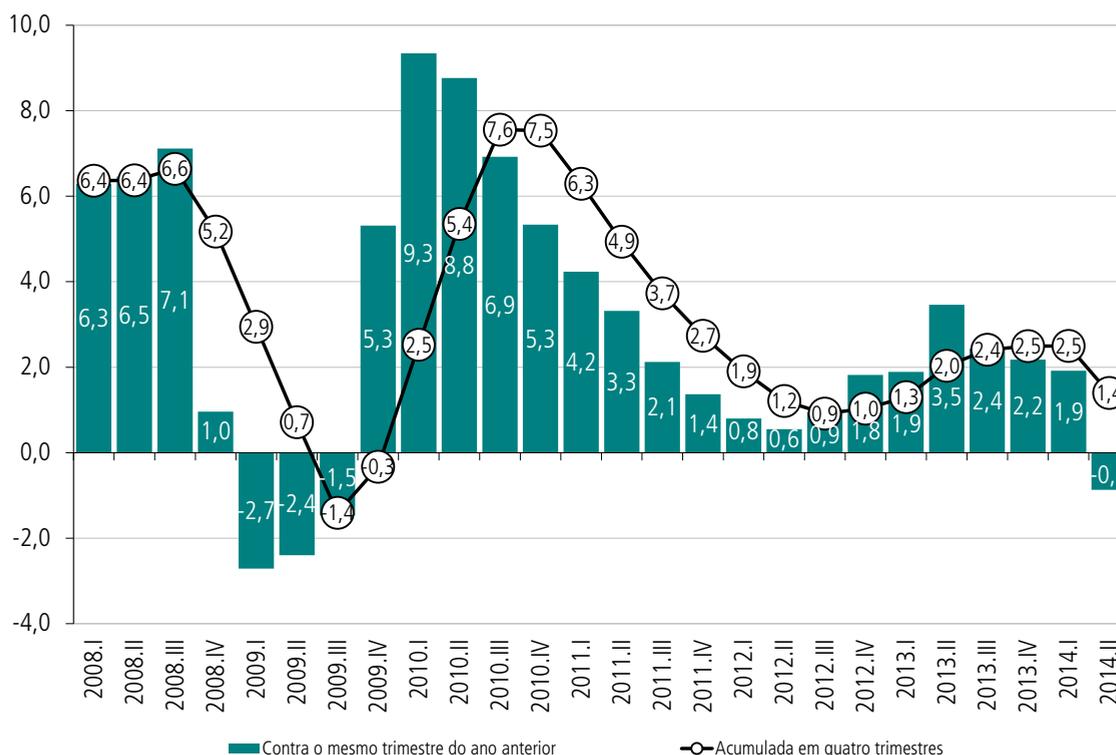
O quadro de estagnação da atividade econômica, sugerida pela evolução das taxas de variação dessazonalizadas, também pode ser notado tomando por base a comparação com o mesmo trimestre do ano anterior. A queda de $0,9\%$ foi o primeiro resultado negativo registrado pelo PIB desde o terceiro trimestre de 2009, confirmando uma trajetória de desaceleração iniciada no terceiro trimestre do ano passado. Esta piora no cenário interno também pode ser vista na taxa de expansão acumulada em quatro trimestres, que, após permanecer estagnada por dois trimestres seguidos, sofreu forte desaceleração, caindo de $2,5\%$ para $1,4\%$ (gráfico 1.2).

Ainda na comparação com o mesmo período de 2013, a queda registrada pelo PIB no segundo trimestre refletiu um quadro de desaceleração generalizada dos seus componentes. Pelo lado da demanda, o destaque negativo ficou por conta da FBCF, que registrou a segunda retração consecutiva, ficando $11,2\%$ abaixo do patamar do segundo trimestre de 2013. Com este resultado, apenas parcialmente compensado pela

contribuição positiva do consumo, a demanda interna apresentou queda superior ao PIB, implicando contribuição positiva do setor externo. Pela ótica da oferta, enquanto os setores agropecuário e de serviços permaneceram estagnados, o setor industrial caiu 3,4% no comparativo interanual.

GRÁFICO 1.2

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



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Tomando por base a comparação dessazonalizada, o quadro é similar. Pelo lado da demanda, enquanto o consumo segue perdendo fôlego, os investimentos foram o destaque negativo, registrando o quarto recuo seguido na margem. Ou seja, também aqui a demanda interna apresentou resultado inferior ao PIB, e a contribuição do setor externo foi positiva. Já pelo lado da oferta, enquanto o setor agropecuário praticamente estagnou na passagem entre o primeiro e segundo trimestres, os setores industrial e de serviços se retraíram, sendo que o primeiro, assim como a FBCF, caiu pelo quarto trimestre consecutivo.

COMPONENTES DA OFERTA

Na comparação frente ao mesmo trimestre do ano anterior, o setor de serviços apresentou forte desaceleração, passando de um crescimento de 2,0% no primeiro trimestre do ano para apenas 0,2% no segundo (tabela 1.1). Com isso, sua contribuição foi marginalmente positiva para o resultado do PIB no período. Vale a pena chamar atenção para o fato de o setor ter mantido uma contribuição média de 1,3 ponto percentual (p.p.) seis trimestres anteriores. No acumulado do ano, o crescimento do primeiro semestre de 2014 ficou em 1,1% ante o mesmo período do ano passado. Já a taxa em quatro trimestres desacelerou de 2,2% para 1,6%. Com isso, o *carry-over* para 2014 ficou em 0,4%. Entre as atividades, o resultado foi heterogêneo, com destaque positivo para serviços de informação e intermediação financeira e seguros, com taxas de expansão interanuais de 3,0% e 2,5%, respectivamente, no segundo trimestre. Entretanto, ajudam a explicar o fraco desempenho no período as atividades comércio (-2,4%) e outros serviços (-1,6%).

TABELA 1.1

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

	2013				2014		Variação acumulada no ano		
	I	II	III	IV	I	II	2012	2013	2014
PIB a preço de mercado (pm)	1,9	3,5	2,4	2,2	1,9	-0,9	1,0	2,5	0,5
Imposto sobre produtos	2,6	4,2	3,8	3,4	2,4	-1,9	1,6	3,5	0,2
PIB preço básico (pb)	1,8	3,3	2,2	1,9	1,8	-0,7	0,9	2,3	0,5
Agropecuária	13,0	12,0	0,4	1,6	2,8	0,0	-2,1	7,3	1,2
Indústria	-0,9	3,1	2,3	2,1	0,8	-3,4	-0,8	1,7	-1,4
Serviços	1,8	2,6	2,3	1,9	2,0	0,2	1,9	2,2	1,1
Demanda interna com variação de estoques	3,5	3,7	3,8	2,2	1,7	-1,4	1,0	3,3	0,1
Demanda interna sem variação de estoques	2,4	3,3	3,2	2,7	1,7	-1,2	1,9	2,9	0,2
Consumo – total	2,5	2,3	2,4	2,4	2,5	1,1	3,2	2,4	1,8
Famílias	2,5	2,8	2,4	2,5	2,2	1,2	3,2	2,6	1,7
Governos	2,4	0,9	2,5	2,2	3,4	0,9	3,3	2,0	2,1
FBCF	2,2	7,7	6,7	4,0	-2,1	-11,2	-4,0	5,2	-6,8
Exportação	-5,7	6,3	3,2	5,6	2,8	1,9	0,5	2,5	2,3
Importação	7,4	7,7	13,7	4,8	1,4	-2,4	0,2	8,3	-0,6
PIB pm variação dessazonalizada	0,2	2,1	-0,6	0,5	-0,2	-0,6			

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A agropecuária também perdeu fôlego no comparativo interanual, tendo permanecido estável no período. Embora tenha ocorrido sobre uma base ainda elevada, este resultado representou forte desaceleração em relação ao primeiro trimestre, quando o crescimento havia sido de 2,8%. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA/IBGE) divulgado em agosto de 2014, esse resultado é explicado pela redução na produtividade e pelo fraco desempenho de alguns produtos da

lavoura, que concentraram suas safras no segundo trimestre, como milho (-4,4%) e café (-6,5%). Com isso, enquanto a taxa acumulada no ano ficou em 1,2%, o crescimento acumulado em quatro trimestres se reduziu de 4,8% para apenas 1,1%. O *carry-over* para 2014 ficou em 1,9%.

Por sua vez, a indústria voltou a apresentar o pior resultado na comparação interanual. Após avançar 0,8% no período anterior, o setor teve queda de 3,4% ante o segundo trimestre de 2013, pior resultado desde o terceiro trimestre de 2009. Dessa forma, a contribuição para o crescimento interanual do PIB foi negativa em 0,7 p.p., explicando grande parte da queda do PIB no período. Com estes resultados, a indústria teve queda de 1,4% no acumulado dos primeiros dois trimestres do ano, enquanto a taxa em quatro trimestres sofreu forte desaceleração, passando de 2,1% para 0,5%. Por sua vez, o *carry-over* para o restante do ano ficou negativo em 2,1%. Entre as atividades, os destaques negativos ficaram por conta da construção civil e da indústria de transformação, que recuaram 8,7% e 5,5%, respectivamente, no segundo trimestre em relação ao mesmo período de 2013. Ainda nesta base de comparação, a indústria extrativa mineral continua apresentando o melhor desempenho do setor, tendo registrado alta de 8,0%, enquanto a atividade eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana desacelerou de 5,2% para 1,0%.

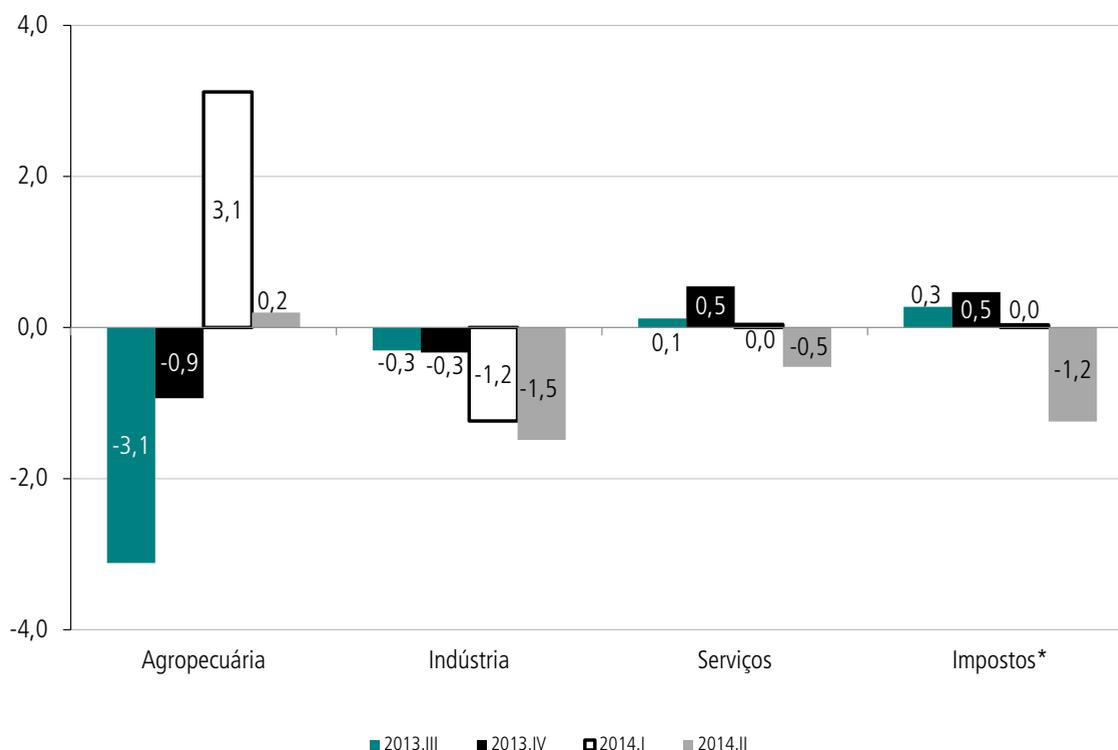
Na comparação entre o primeiro e segundo trimestres de 2014, na série dessazonalizada, a agropecuária foi o único setor a registrar variação positiva, avançando 0,2%. Apesar disso, o resultado representou forte redução no ritmo de crescimento da atividade, que havia sido de 3,1% no período anterior (gráfico 1.3). Já o setor de serviços, que havia registrado crescimento nulo nos primeiros três meses do ano, recuou 0,5% na margem, a primeira variação negativa desde o primeiro trimestre de 2013. Este resultado foi bastante influenciado pelo fraco desempenho verificado nas atividades comércio (-2,2%) e outros serviços (-0,8%). Por sua vez, os destaques positivos foram serviços de informação (1,1%) e serviços imobiliários e aluguel (0,6%).

Ainda no comparativo sem efeitos sazonais, a indústria foi o grande destaque negativo entre os setores produtivos. A queda de 1,5% frente ao primeiro trimestre do ano foi a quarta consecutiva nesta base de comparação, período no qual acumulou uma perda de 3,3%. A explicação para este resultado, uma vez mais, é o fraco desempenho dos setores de construção civil (-2,9%) e de transformação (-2,4%), que também acumularam retrações nos últimos quatro trimestres. Entre as demais atividades, a extrativa mineral avançou pelo quinto trimestre seguido, acelerando sua taxa de crescimento de 1,1% para 3,2%, tendo o setor de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana registrado a primeira queda (-1,0%) desde o terceiro trimestre de 2012.

GRÁFICO 1.3

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

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: * Dessazonalização própria.

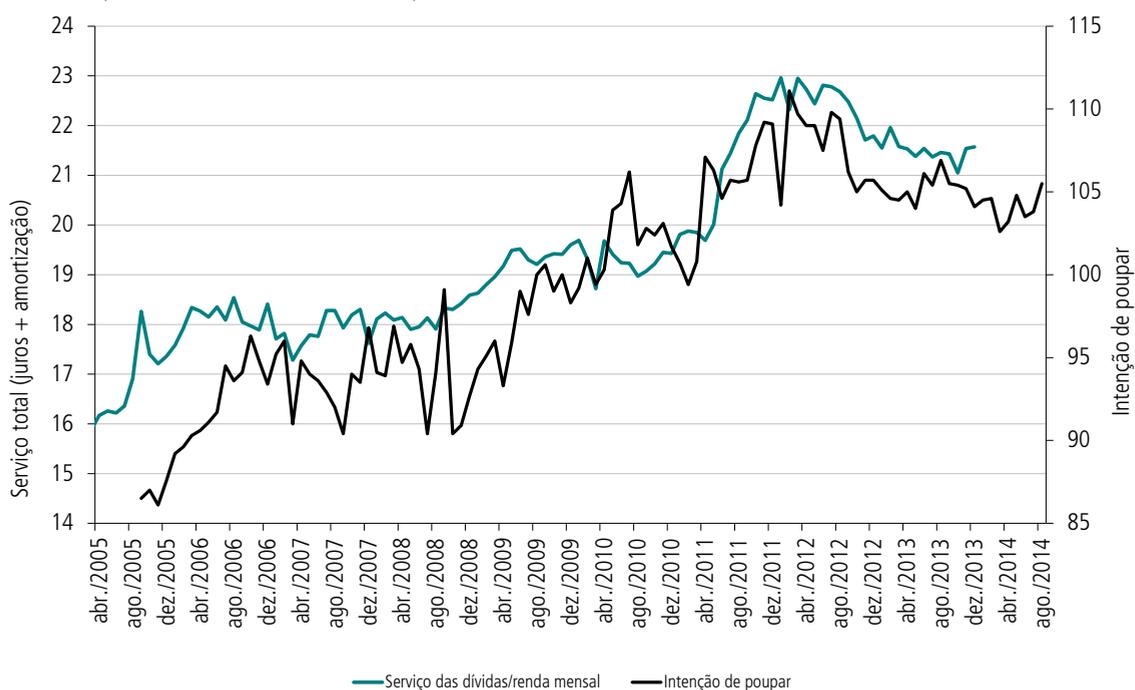
COMPONENTES DA DEMANDA

O consumo das famílias cresceu pelo 43º trimestre consecutivo, registrando expansão de 1,2% na comparação entre o segundo trimestre de 2014 e o mesmo período do ano anterior. Este resultado, no entanto, representou forte desaceleração em relação à taxa média verificada nos últimos cinco trimestres, que ficou em 2,5%. Além disso, esta foi a taxa de crescimento mais baixa desde o primeiro trimestre de 2004. Ainda assim, adicionou 0,7 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, após desacelerar por três trimestres seguidos, o deflator implícito do consumo das famílias voltou a crescer, passando de 5,8% para 6,2%. Considerando que o deflator total desacelerou de 5,6% para 5,3%, os bens de consumo encareceram relativamente aos demais componentes do PIB no período. Este é, provavelmente, um dos fatores que ajudam a explicar o fraco desempenho do consumo. Além disso, a piora no mercado de trabalho, notadamente em relação à criação de novas vagas, aliada ao patamar ainda elevado de comprometimento da renda corrente com dívidas passadas, parece estar

aumentando a intenção de poupar¹ por parte das famílias (gráfico 1.4). No acumulado do ano, o primeiro semestre de 2014 fechou com alta de 1,7% sobre o mesmo período do ano passado, enquanto a taxa de expansão em quatro trimestres também perdeu força, caindo de 2,5% para 2,1%, pior resultado anual desde o segundo trimestre de 2004. Por fim, o *carry-over* para 2014 ficou em 1,1%.

Já o consumo do governo cresceu 0,9% no segundo trimestre, no comparativo interanual. Este foi o pior resultado desde o terceiro trimestre de 2009 e se refletiu em uma contribuição de apenas 0,2 p.p. ao crescimento do PIB. Ainda nesta base de comparação, seu deflator implícito se reduziu pelo terceiro trimestre consecutivo, passando de 7,3% para 4,0%. Na comparação acumulada no ano, o consumo do governo registrou crescimento de 2,1%, enquanto o resultado em quatro trimestres repetiu o período anterior, mantendo-se estável em 2,2%. Com isso, seu *carry-over* ficou em 1,1%.

GRÁFICO 1.4
Intenção de poupar *versus* comprometimento da renda
(abr./2005-ago./2014)
 (Séries dessazonalizadas)



Fonte: BCB e Fundação Getulio Vargas (FGV).
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

1. O indicador que mede a intenção de poupar é construído pela diferença entre aqueles que declararam que estão poupando e aqueles que estão se endividando, acrescido de 100. As perguntas fazem referência ao mês corrente, assim como às perspectivas para os próximos seis meses.

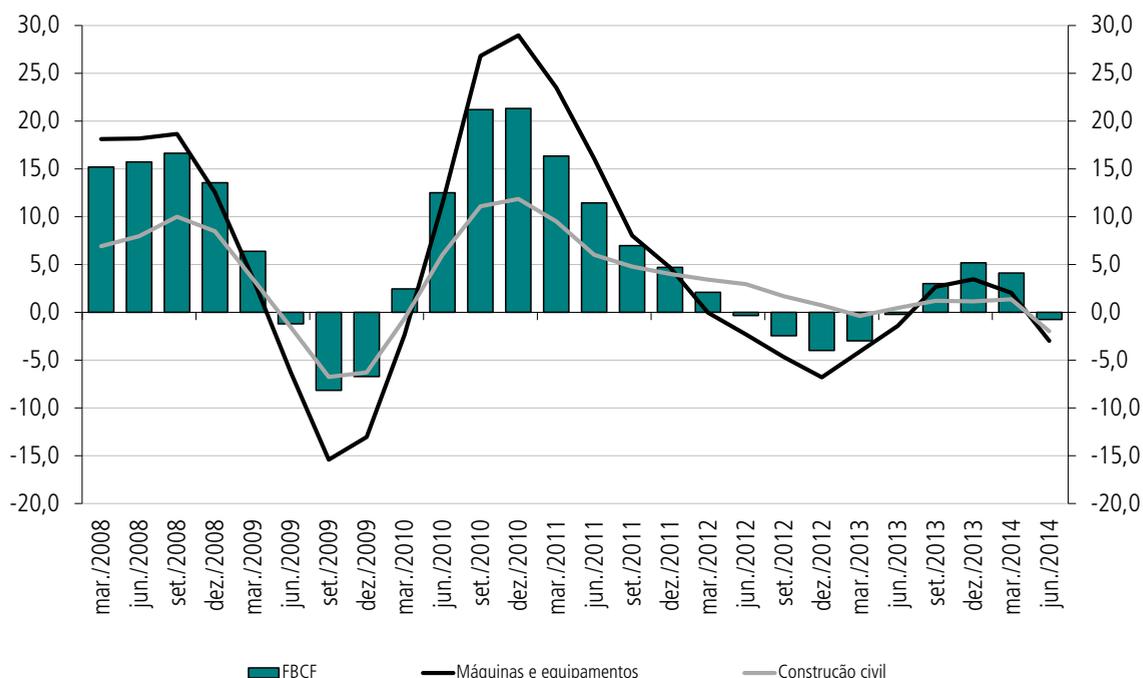
A FBCF voltou a ser o grande destaque negativo entre os componentes do PIB pelo lado da demanda no segundo trimestre, registrando queda de 11,2% na comparação interanual. Este foi o pior resultado desde o segundo trimestre de 2009, e retirou 2,1 p.p. do crescimento do PIB. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes se reduziu para 18,1%, contra 16,5% em igual período do ano passado. O mesmo aconteceu com a taxa de investimento bruta, que inclui a variação de estoques, que passou de 19,6% para 17,9%. Repetindo o período anterior, voltou a ocorrer um encarecimento dos investimentos em relação ao PIB, refletido nas taxas de variação interanuais dos seus respectivos deflatores, que registraram 7,1% (FBCF) e 5,3% (PIB). Por sua vez, a taxa de poupança bruta também recuou no mesmo comparativo, passando de 16,1% para 14,1%.

Em virtude do fraco resultado no segundo trimestre, a FBCF registrou queda de 6,8% no acumulado do primeiro semestre do ano, enquanto a taxa acumulada em quatro trimestres passou de 4,1% para -0,7%. Esta forte deterioração foi reflexo tanto do mau desempenho do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came) quanto da construção civil (gráfico 1.5). Enquanto a taxa de crescimento anual do Came passou de 2,0% para -3,0%, o setor da construção civil teve queda de 2,0%, na mesma base de comparação.

GRÁFICO 1.5

FBCF e componentes (mar./2008-jun./2014)

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



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Ainda na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a absorção doméstica voltou a apresentar um ritmo de crescimento inferior ao do PIB, com retração de 1,2%. Isto implicou uma contribuição positiva das exportações líquidas, que adicionou 0,6 p.p. ao crescimento interanual do PIB, a maior desde o terceiro trimestre de 2005. Este resultado foi reflexo da alta de 1,9% das exportações de bens e serviços, enquanto as importações caíram 2,4%.

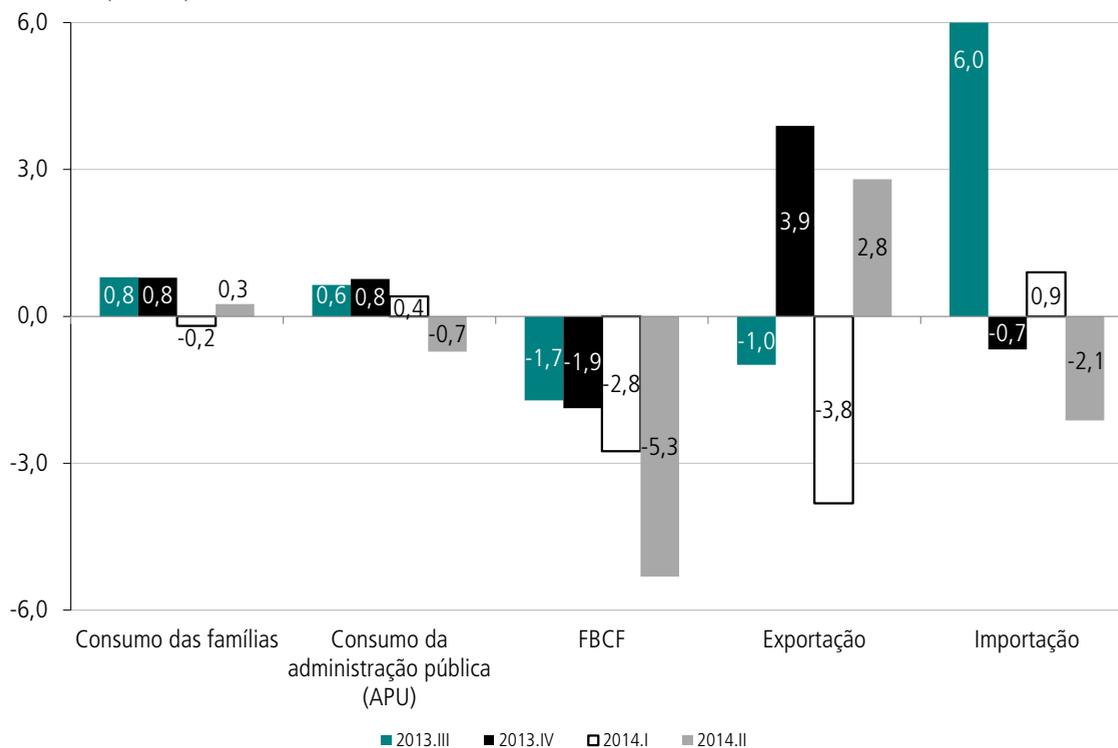
Na série livre de influências sazonais, a análise dos componentes do PIB pela ótica da demanda tem como principal destaque a forte queda registrada pela FBCF, cujo desempenho vem se deteriorando desde o terceiro trimestre de 2013. O recuo de 5,3% na margem foi o quarto consecutivo, período no qual os investimentos acumularam uma expressiva perda de 11,2% (gráfico 1.6). Por sua vez, o consumo das famílias permaneceu estagnado no primeiro semestre de 2014. O pequeno avanço de 0,3% ocorrido no segundo trimestre apenas devolveu a queda de 0,2% ocorrida no período anterior. A redução do ritmo de crescimento da demanda também se refletiu no desempenho do consumo do governo que, interrompendo uma sequência de quatro períodos de expansão, apresentou recuo de 0,7% na margem no segundo trimestre.

Por fim, assim como aconteceu no comparativo interanual, a absorção interna² também apresentou resultado inferior ao do PIB, recuando 1,2% na série dessazonalizada. Esta foi a quarta ocasião em cinco trimestres que a demanda interna cresceu a um nível abaixo do PIB (gráfico 1.7). Como a diferença foi apenas parcialmente compensada pelo comportamento da variação de estoques,³ a contribuição do setor externo foi positiva no segundo trimestre de 2014, refletida no crescimento das exportações (2,8%) e combinada à queda das importações (-2,1%).

2. Dessazonalização própria.

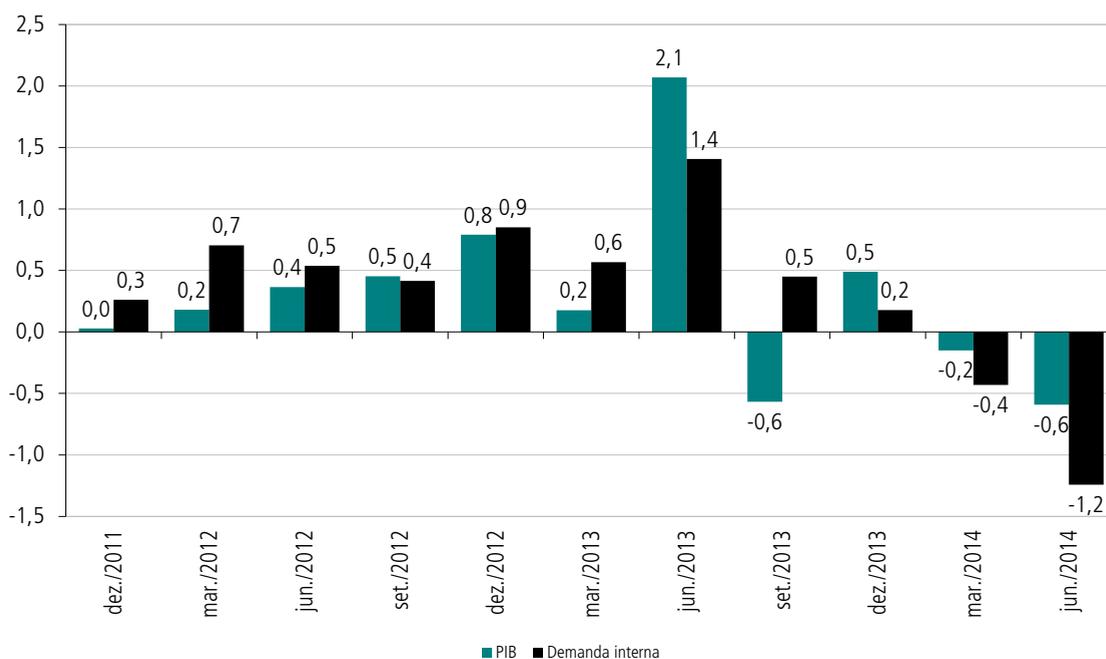
3. Excluindo-se o efeito da variação de estoques, o resultado do PIB na margem teria sido uma queda de 0,3%.

GRÁFICO 1.6
Componentes do PIB pelo lado da demanda: evolução das taxas de crescimento
dessazonalizado
 (Em %)



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

GRÁFICO 1.7
PIB versus demanda interna: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado
 (Em %)



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

PRODUÇÃO INDUSTRIAL

De acordo com os dados da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF), do IBGE, a indústria voltou a registrar alta na passagem entre os meses de julho e agosto, na série dessazonalizada. O avanço de 0,7% repetiu o resultado do período anterior e, embora tenha sido o segundo consecutivo, foi insuficiente para reverter a queda ocorrida em junho, quando a produção recuou 1,6% (tabela 1.2). Ainda na comparação com ajuste sazonal, o índice da média móvel trimestral voltou a cair (-0,1%). Esta foi a oitava queda em nove meses e deixa um arrasto estatístico de -0,2% para o terceiro trimestre. Já em relação ao resultado anual, caso permaneça estagnada nos próximos quatro meses, a indústria já tem contratada uma queda de 2,6% em 2014.

O fraco desempenho do setor manufatureiro fica mais evidente quando comparado com o mesmo período do ano passado. Após registrar queda de 3,7% em julho, a produção da indústria ficou 5,4% abaixo do patamar atingido em agosto de 2013. Nesta base de comparação, esta foi a oitava retração em nove meses. Com isso, enquanto a taxa de crescimento acumulada no ano se reduziu de -2,7% para -3,1%, o resultado em doze meses voltou a desacelerar, passando de -1,2% para -1,7%.

TABELA 1.2
PIM-PF
(Variação em %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado ¹			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Jun./2014	Jul./2014	Ago./2014	Jun./2014	Jul./2014	Ago./2014	No ano	Em doze meses
Geral	-1,6	0,7	0,7	-7,0	-3,7	-5,4	-3,1	-1,7
Classes								
Extrativa mineral	0,7	1,2	2,4	2,9	5,8	7,6	4,8	2,7
Transformação	-2,0	0,8	0,2	-8,2	-4,9	-6,8	-4,0	-2,3
Categorias de uso								
Capital	-12,5	15,0	0,0	-21,3	-8,2	-13,4	-8,8	-2,4
Intermediários	-0,2	-0,3	1,1	-3,0	-3,6	-3,3	-2,6	-2,0
Consumo	-2,4	1,1	-0,8	-10,7	-2,8	-6,8	-2,5	-1,4
Duráveis	-23,5	26,3	-3,0	-33,7	-13,7	-17,9	-10,3	-6,6
Semi e Não duráveis	-1,5	0,6	-0,8	-3,1	0,7	-3,0	0,0	0,3
Insumos da construção civil	-5,9	4,6	2,0	-12,1	-7,7	-7,1	-5,9	-3,7

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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

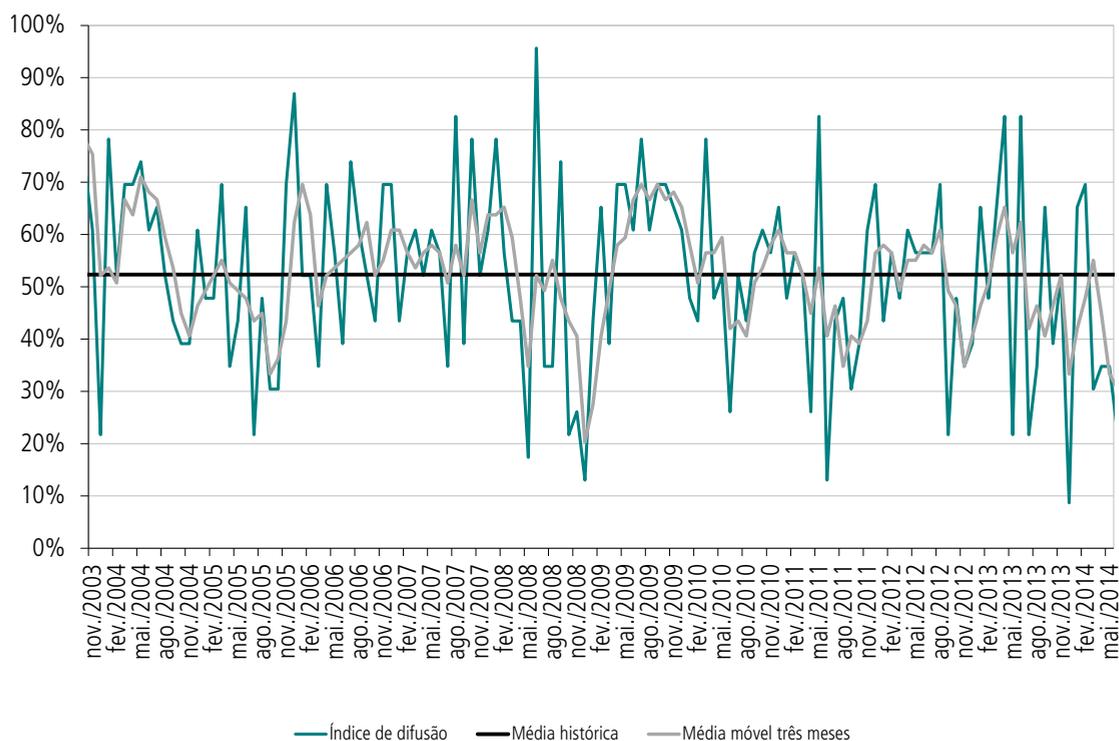
Entre as classes de produção, o avanço modesto da indústria geral ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, refletiu o desempenho da transformação, que cresceu 0,2% em agosto. Entre os segmentos, foi verificada

expansão em treze atividades, o que reduziu o índice de difusão⁴ de 83% em julho para 57% em agosto (gráfico 1.8). Entre aquelas com maior peso, destacaram-se positivamente as seguintes atividades: máquinas e equipamentos (3,9%), mas ainda acumulando queda de 5,7% no ano; coque, produtos derivados do petróleo e biocombustíveis (1,5%), com alta de 2,2% acumulada no ano; e produtos de borracha e material plástico (4,1%), com queda de 4,3% nos primeiros nove meses de 2014. Já os destaques negativos ficaram por conta das atividades veículos automotores, reboques e carrocerias (-1,5%), que já acumulam expressiva retração de 18,8% no ano; e outros produtos químicos (-1,6%), com variação negativa de 3,8% no ano. Enquanto a transformação segue apresentando um ritmo de crescimento frustrante, a indústria extrativa voltou a acelerar, registrando alta de 2,4% na margem em agosto, com destaque para o setor de extração de petróleo e gás natural.

GRÁFICO 1.8

PIM-PF: índice de difusão (fev./2004-ago./2014)

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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

Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, a indústria de transformação também apresentou resultado negativo em agosto, com queda de 6,8%. A queda foi bastante disseminada entre os 23 segmentos que registraram retração interanual; vale destacar veículos automotores, reboques e carrocerias, metalurgia e produtos alimentícios, com recuos de 25,6%, 11,2% e 4,0%, respectivamente. A produção de veículos foi a principal responsável pelo mau resultado da indústria geral nesta base de comparação, tendo contribuído com 2,8 p.p. na queda de 5,4%. No acumulado do ano, o setor de transformação encontra-se em patamar 4,0% menor do que o atingido no mesmo período do ano passado, enquanto a taxa em doze meses reduziu-se de -1,6% para -2,3%. Novamente em direção contrária, o setor extrativo registrou crescimento na comparação interanual, com alta de 7,6%, a oitava consecutiva. Com isso, acumula uma alta de 4,8% no ano, enquanto o crescimento em doze meses acelerou de 1,9% para 2,7%.

Tomando por base a série com ajuste sazonal, o pequeno avanço ocorrido em agosto foi muito pouco disseminado entre as categorias de uso, ficando restrito à produção de bens intermediários, que registrou alta de 1,1% na comparação com o período imediatamente anterior. Este foi o primeiro resultado positivo após quatro meses de queda, período no qual o setor acumulou retração de 1,4%. Entre as atividades, destacaram-se a produção de peças para bens de capital (18,9%), mais do que compensando a queda de 14,7% em julho; a produção de alimentos e bebidas básicos, destinados à indústria de alimentos (8,8%); e a produção de insumos industriais básicos (4,2%). Já o setor de bens de capital, após um período recente de alta volatilidade, permaneceu estagnado na passagem entre os meses de julho e agosto, na comparação livre de efeitos sazonais. Entre os destaques positivos, o setor voltado para a produção de equipamentos de transporte industrial avançou pelo segundo mês consecutivo, com alta de 0,8%. Ainda assim, continua sendo a principal influência negativa em 2014, com retração acumulada no ano de 17,0%. O agregado que exclui este segmento recuou 1,0% na margem em agosto, e acumula uma queda de 2,9% no ano, com destaque negativo para a produção de peças agrícolas (-16,4%). Contudo, ainda nesta base de comparação, a produção de bens de capital para o setor de energia elétrica registra o melhor desempenho, com alta de 5,9%.

O setor de bens de consumo duráveis registrou o pior resultado na margem entre as categorias de uso no mês de agosto. Após o forte crescimento registrado em julho (26,5%) que reverteu parte da queda acumulada nos quatro meses anteriores (-32,4%), o recuo de 3,0% na série com ajuste sazonal foi influenciado pelo mau desempenho da produção de equipamentos de transporte não industrial, que recuou 13,2%. Por sua vez,

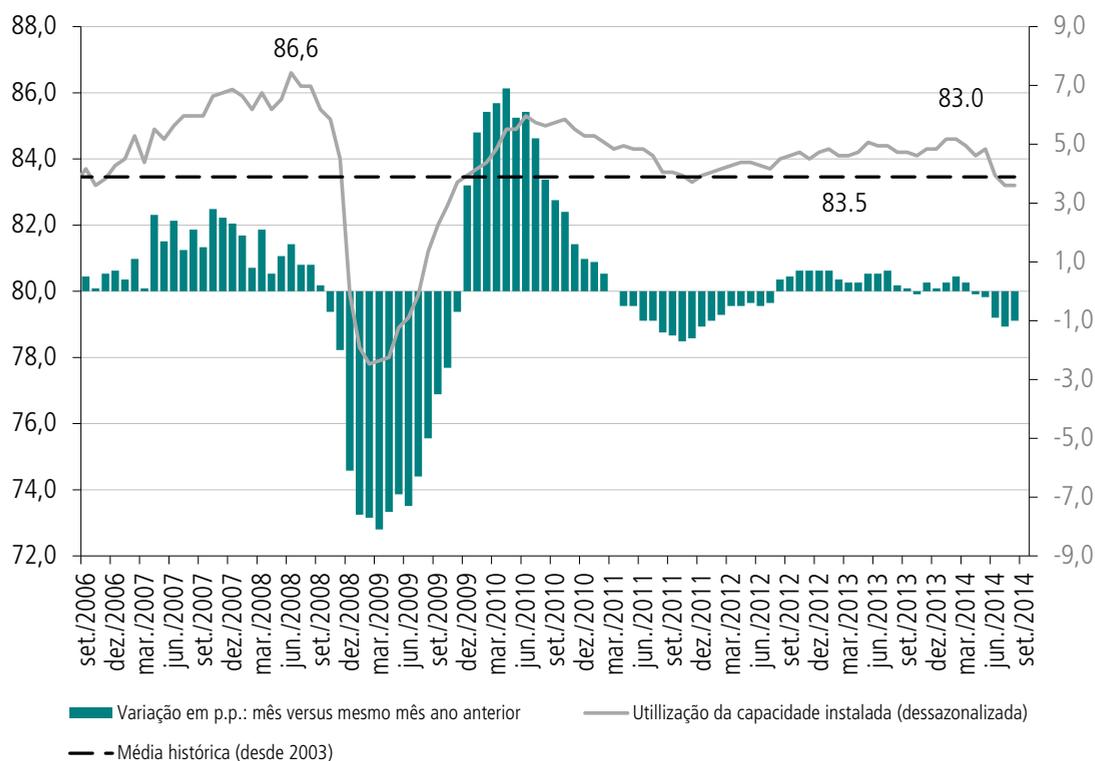
a produção de bens semi e não duráveis caiu 0,8% frente ao mês anterior, refletindo a retração de 3,6% do setor de não duráveis.

Na comparação com o mesmo período do ano anterior, a queda foi generalizada entre as categorias de uso. O destaque negativo ficou, uma vez mais, por conta do setor de bens de consumo duráveis, cuja produção caiu pelo sexto mês consecutivo, ficando 17,9% abaixo do patamar verificado em agosto de 2013. Esta queda está associada ao mau desempenho da fabricação de automóveis, que retraiu 23,1% no comparativo interanual. Com isso, o resultado acumulado no ano caiu de -9,0% para -10,3%, o pior entre as categorias de uso, provocando, por sua vez, uma piora na taxa em doze meses, que passou de -5,1% para -6,6%. Já o setor de bens de consumo semi e não duráveis registrou queda de 3,0% em agosto ante o mesmo mês do ano passado. Com isso, sua taxa de crescimento acumulada no ano ficou em 0,0%, enquanto o resultado em doze meses voltou a desacelerar, passando de 0,6% para 0,3%. Do mesmo modo, a produção de bens de capital segue decepcionando na comparação interanual. O recuo de 13,4% em agosto foi o sexto seguido, e explica a queda de 8,8% no ano. Por sua vez, a taxa acumulada em doze meses permanece desacelerando e, após encerrar 2013 em 11,9%, já se encontra negativa em 2,4%. Por fim, a categoria de intermediários também assinalou queda sobre agosto de 2013, com retração de 3,3%. Este foi o oitavo resultado negativo em nove meses. Entre as atividades, os destaques negativos ficaram por conta das atividades peças e acessórios para equipamentos de transporte industrial e insumos industriais elaborados, que retraíram 22,0% e 7,1%, respectivamente. No acumulado dos oito primeiros meses do ano, a queda foi de 2,6%, enquanto o resultado em doze meses reduziu-se de -1,8% para -2,0%.

Em relação ao uso dos fatores de produção, de acordo com a pesquisa *Sondagem industrial*, da 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 agosto, o indicador voltou a ficar abaixo de sua média histórica, recuando 0,2 p.p. ante o período anterior, na série livre de efeitos sazonais (gráfico 1.9). Já na comparação interanual, a queda de 1,2 p.p. foi a sexta consecutiva. 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, em que o patamar de 80,5% atingido em agosto já se encontra 1,5 p.p. abaixo da sua média histórica.

GRÁFICO 1.9

FGV: nível de utilização da capacidade instalada (set./2006-set./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 1,0% na passagem entre os meses de junho e julho, na série livre de efeitos sazonais. Após permanecer estagnado em maio, esta foi a segunda queda consecutiva do volume de vendas nesta base de comparação (tabela 1.3). O índice da média móvel trimestral recuou pelo quinto mês consecutivo (-0,6%), corroborando a perda de fôlego do varejo em 2014. O resultado de julho deixa um *carry-over* de -1,5% para o terceiro trimestre. Entre os oito segmentos que compõem o varejo restrito, apenas três apresentaram variação positiva, e apenas um com peso relevante na pesquisa, qual seja: combustíveis e lubrificantes, com avanço de 0,8% na margem. Por sua vez, entre os setores que recuaram em julho, destaca-se a queda de 1,5% do segmento hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo. Com o maior peso entre os componentes da pesquisa, o grupo registrou o quarto resultado negativo nos últimos cinco meses. Além dele, vale mencionar o forte recuo do segmento móveis, que registrou queda de 4,1%.

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

	Mês/mês anterior dessazonalizado			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Mai./2013	Jun./2014	Jul./2014	Mai./2013	Jun./2014	Jul./2014	No ano	Em doze meses
Comércio varejista restrito ¹	0,0	-0,7	-1,0	4,6	0,9	-0,9	3,5	4,3
Comércio varejista ampliado ²	-0,7	-3,4	0,8	0,7	-6,0	-4,9	-0,6	1,1
1. Combustíveis e lubrificantes	0,3	-2,0	0,8	2,1	-2,7	-0,4	3,4	4,6
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	-0,3	0,5	-1,3	2,7	0,8	-0,2	2,9	3,2
2.1 Hipermercados e supermercados	-0,2	0,3	-1,5	2,8	0,5	-0,2	2,9	3,1
3. Tecidos, vestuário e calçados	0,9	-1,1	-0,1	2,0	-2,5	-4,4	-1,3	0,9
4. Móveis e eletrodomésticos	1,7	-4,0	-4,1	8,2	0,1	-9,2	2,9	3,9
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	1,2	-0,8	0,0	10,2	7,8	6,1	9,5	10,3
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	0,5	-4,5	2,1	-3,2	-12,5	-12,4	-6,5	-3,6
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	1,2	-4,8	0,9	-3,5	-7,5	-8,6	-3,8	2,2
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	1,8	-0,9	-0,4	12,0	7,9	5,8	9,0	9,8
9. Veículos, motos, partes e peças	-2,6	-7,0	4,3	-6,6	-18,7	-12,4	-8,6	-5,2
10. Materiais de construção	-1,2	-4,8	3,8	1,8	-4,6	-3,3	1,2	3,4

Fonte: IBGE/PMC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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

²O 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 retração de 0,9%, primeira variação negativa desde março, quando havia recuado 1,1%. O resultado foi bastante disseminado e, entre os segmentos com pesos relevantes, destaca-se a queda dos setores móveis e eletrodomésticos (-9,2%), tecidos, vestuário e calçados (-4,4%) e hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo (-0,2%). Por sua vez, os segmentos outros artigos de uso pessoal e doméstico (5,8%) e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos (6,1%) contribuíram positivamente para o resultado interanual. No acumulado em doze meses, as vendas registraram crescimento de 4,3%, enquanto o resultado no ano passou de 4,3% para 3,5%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, o resultado de julho exibiu avanço de 0,8% na série dessazonalizada, ritmo insuficiente para reverter a forte queda verificada no mês anterior, quando recuou 3,4%. A melhora no mês de julho refletiu o bom desempenho do setor de veículos, motos, partes e peças (4,3%), assim como do setor de materiais de construção (3,8%). Vale notar que, apesar deste resultado, as vendas de veículos acumulam uma queda de 8,6% nos primeiros sete meses do ano. Já na comparação com o mesmo mês do ano anterior, o varejo ampliado

registrou queda de 4,9%, a quarta variação negativa em cinco meses. Com isso, a taxa acumulada no ano caiu de 0,1% para -0,6%, sendo este o primeiro recuo em toda a série histórica nesta base de comparação. Na variação acumulada em doze meses, a desaceleração do comércio também pode ser percebida de forma clara. Nessa base de comparação, o varejo ampliado registrou crescimento de apenas 1,1% em julho, resultado bastante inferior ao ocorrido no mesmo mês de 2013, quando havia crescido 5,8%. Por fim, o *carry-over* para o terceiro trimestre ficou em -1,7%.

OUTROS INDICADORES E PERSPECTIVAS

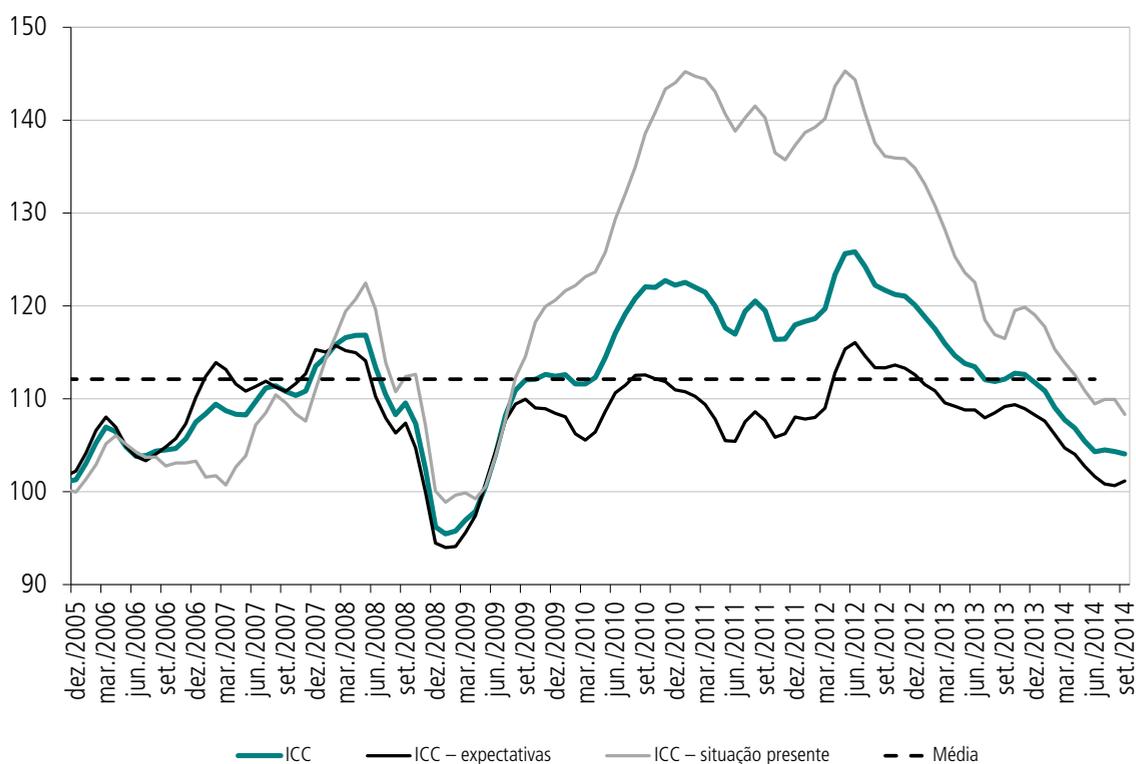
O Índice de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil (IBC-Br) registrou avanço de 1,5% na passagem entre junho e julho na série dessazonalizada, deixando um carregamento estatístico de 0,3% para o terceiro trimestre de 2014. Apesar do crescimento considerável, o resultado apenas devolve a queda de mesma magnitude ocorrida no período anterior, ainda refletindo os efeitos da Copa do Mundo de Futebol. Além disso, o indicador tem se mantido virtualmente estagnado desde o segundo trimestre do ano passado, quando recuou 0,1%. Na comparação com julho de 2013, a queda de 0,2% se configurou na quarta variação negativa consecutiva. Com isso, o IBC-Br manteve-se estagnado no acumulado do ano (0,1%), enquanto sua taxa de crescimento na comparação em doze meses desacelerou pelo quinto mês consecutivo, passando de 1,5% para 1,2%.

As perspectivas para este ano tornaram-se menos otimistas em relação ao conteúdo da última *Carta de conjuntura*, e apontam para um desempenho ainda mais fraco da atividade econômica, refletindo um cenário menos favorável do que o prevalente até então. Em relação à demanda por bens, seus principais fundamentos de sustentação, baseados no tripé emprego-renda-crédito, continuam apresentando deterioração. Em primeiro lugar, o mercado de trabalho tem se mostrado menos aquecido, sugerindo um ímpeto menor na criação de novas vagas. Em alguns setores da indústria, inclusive, a implementação de férias coletivas tem se tornado frequente, aumentando a expectativa de reduções no quadro de funcionários. Além disso, um reajuste mais modesto ao salário mínimo (SM) neste ano, associado ao comportamento altista dos níveis de preços, tem contribuído para suavizar os ganhos reais de renda, que vem desacelerando desde o final de 2013. 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 corrente das famílias com os serviços de dívidas passadas continuam relativamente elevados, o que pode estar

restringindo o espaço para novas compras, na medida em que torna os agentes mais precavidos e propensos a poupar e não contrair novas dívidas.

Estes fatores ajudam a explicar a contínua 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 0,7% em setembro, na série com ajuste sazonal, este resultado não foi suficiente para reverter a forte queda verificada no período anterior, quando o índice recuou 4,3% na margem. De fato, a perda acumulada desde outubro passado já chega a 9,5%. Na composição do resultado de setembro, enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente caiu 2,2%, o índice referente às expectativas quanto aos próximos meses avançou 2,1%, recuperando-se da queda de 1,1% verificada no período anterior. 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, aproximando o nível do indicador dos patamares atingidos durante o período que se seguiu à crise financeira internacional em meados de 2009 (gráfico 1.10).

GRÁFICO 1.10
ICC (média móvel de três meses) (dez./2005-set./2014)
 (Setembro de 2005 = 100)



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

Apesar do nível de otimismo comedido por parte das famílias, os resultados preliminares referentes ao comportamento do comércio varejista para os meses de agosto e setembro sugerem alguma melhora no seu desempenho, embora ainda num ritmo moderado. Após recuar 0,4% em agosto, o indicador Serasa Experian de atividade do comércio registrou alta de 0,9% na passagem para setembro, na série livre de influências sazonais. Indo na mesma direção, os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave) revelaram uma recuperação das vendas de autoveículos durante os meses de agosto e setembro, com avanços de 1,2% e 3,6%, respectivamente. As vendas no setor de alimentos e bebidas também cresceram em agosto, com alta de 1,3% sobre o mês anterior, segundo informe da Associação Brasileira de Supermercados (Abras). Por sua vez, a Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção (ABRAMAT) relatou um avanço de 3,7% nas vendas do setor no mês de agosto. Apesar desta pequena recuperação prevista para o resultado do varejo, o Índice de Confiança do Comércio (Icom)/FGV, após registrar recuo de 5,4% em agosto, voltou a cair em setembro (-2,2%), acumulando queda de 6,5% em 2014.

No que diz respeito ao setor de serviços, os indicadores antecedentes revelam um cenário de baixa confiança, embora a atividade no setor tenha mostrado alguma reação ao final do terceiro trimestre. Após registrar recuo de 3,1% em agosto, o Índice de Confiança de Serviços (ICS), medido pela FGV, voltou a cair em setembro, recuando 3,2% na comparação com o período anterior, na série livre de efeitos sazonais. Este foi o nono recuo consecutivo do indicador, que atingiu o menor nível desde março de 2009. Com isso, a confiança no setor recuou 5,3% entre o segundo e o terceiro trimestres de 2014, e já acumula no ano uma queda de 7,6%. O resultado de setembro foi consequência do forte recuo de 6,2% no Índice de Situação Atual (ISA), que atingiu o menor nível da série histórica, e da queda de 1,0% no Índice de Expectativas (IE), que já havia recuado 5,7% no período anterior. Entretanto, o Índice de Gerentes de Compras – Purchasing Managers Index (PMI) relacionado ao setor de serviços cresceu em setembro, avançando para 51,2 p.p. ante os 49,2 pontos verificados no mês anterior, ficando acima do patamar de 50 pontos.⁵ Este resultado, que refletiu uma forte recuperação do componente expectativas de negócios, contribuiu para suavizar o fraco desempenho do PMI da indústria, elevando o índice PMI Composto, que subiu de 49,6 para 50,6 pontos em setembro, após cinco meses consecutivos de declínio.

Com relação à indústria, apesar da pequena recuperação registrada pelo indicador de produção física do IBGE (PIM-PF) nos meses de julho e agosto, as

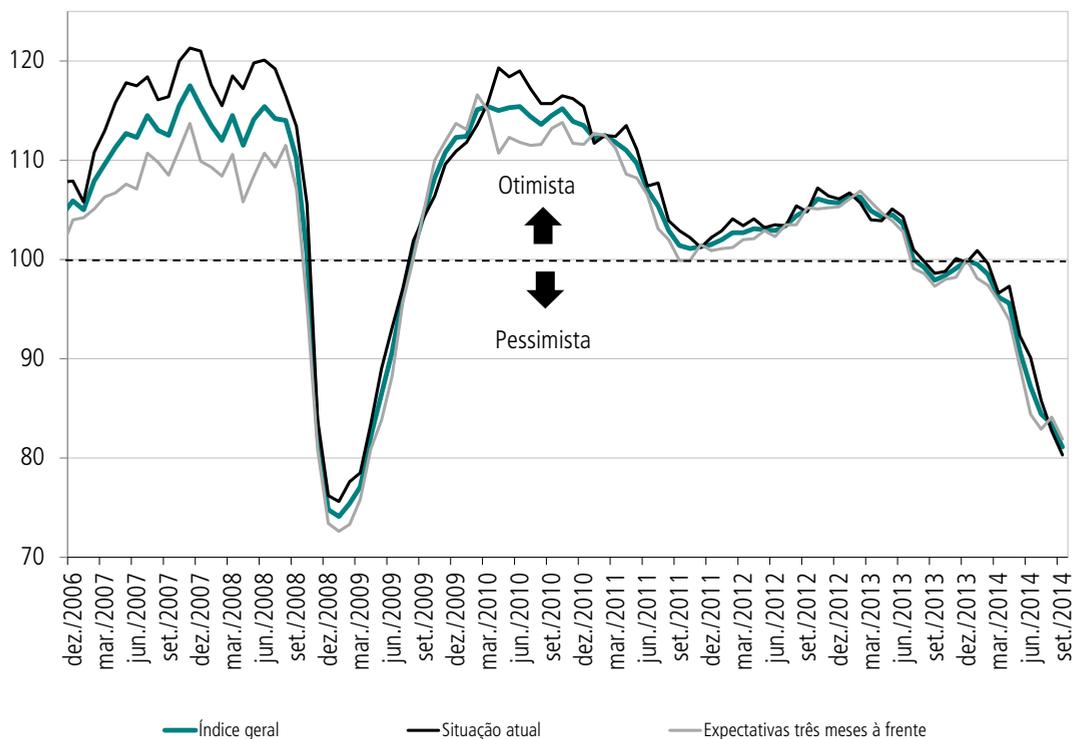
5. Valores acima de 50 pontos indicam crescimento da atividade em relação ao período anterior.

perspectivas continuam 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, os empresários do setor manufatureiro continuam pressionados por aumentos nos custos de produção, sejam eles associados ao custo unitário do trabalho, ou a outros fatores, como é o caso da elevação das tarifas de energia elétrica. Além disso, um ambiente econômico marcado pela incerteza, somado aos efeitos restritivos do ciclo de aumento das taxas de juros, tem mantido as decisões de novos investimentos em compasso de espera. Como agravante, o mercado doméstico começa a mostrar sinais mais claros de desaceleração, além do fraco desempenho do comércio internacional.

Todas estas questões se refletem 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 setembro, registrando queda de 2,8% na série com ajuste sazonal. Este foi o nono resultado negativo seguido do indicador, acumulando uma perda de 18,8% nos primeiros nove meses de 2014. Com isso, a confiança dos empresários se manteve na zona de pessimismo,⁶ e já se encontra próxima ao menor valor da série histórica, atingido em janeiro de 2009. Enquanto o ISA caiu 2,9%, o IE recuou 2,6% na margem. Outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (IcEI), tem apresentado um quadro similar. Em setembro, a queda de 1,4% na margem foi o 11º recuo em doze meses, mantendo o indicador na zona de pessimismo pelo sexto mês consecutivo. A piora foi explicada pela retração de 3,3% do indicador que avalia a situação atual, enquanto a percepção em relação ao cenário econômico seis meses à frente retraiu 1,1%, ambos na comparação com ajuste sazonal (gráficos 1.11A e 1.11B).

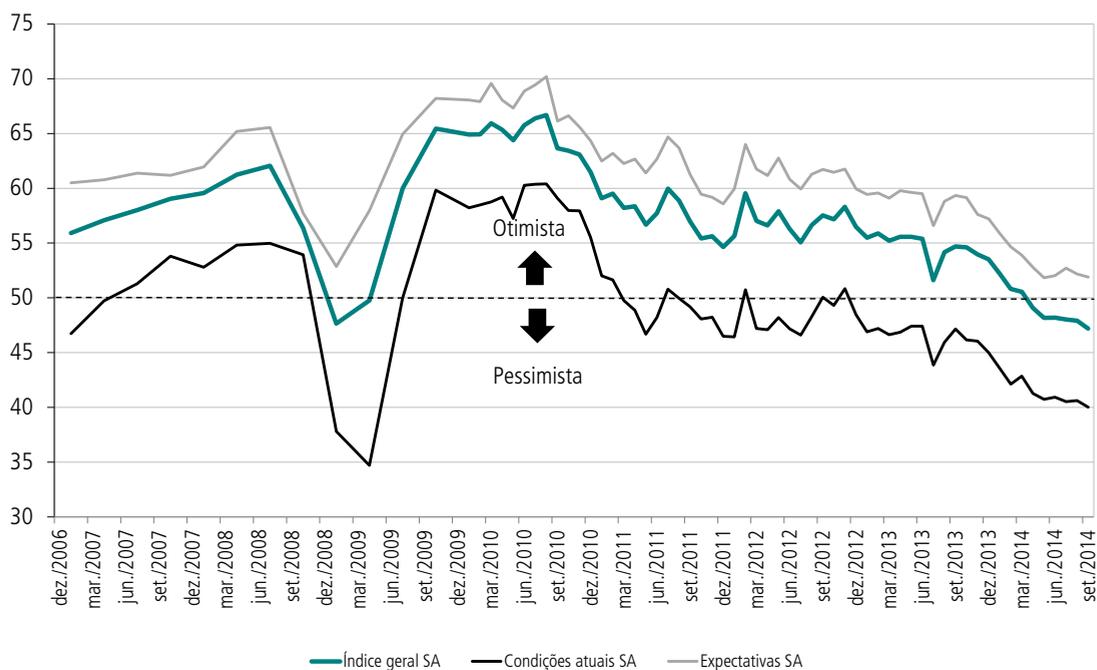
6. O índice varia numa escala que chega até 200 pontos, e os valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

GRÁFICO 1.11A
ICI (dez./2006-set./2014)
 (Índice dessazonalizado)



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

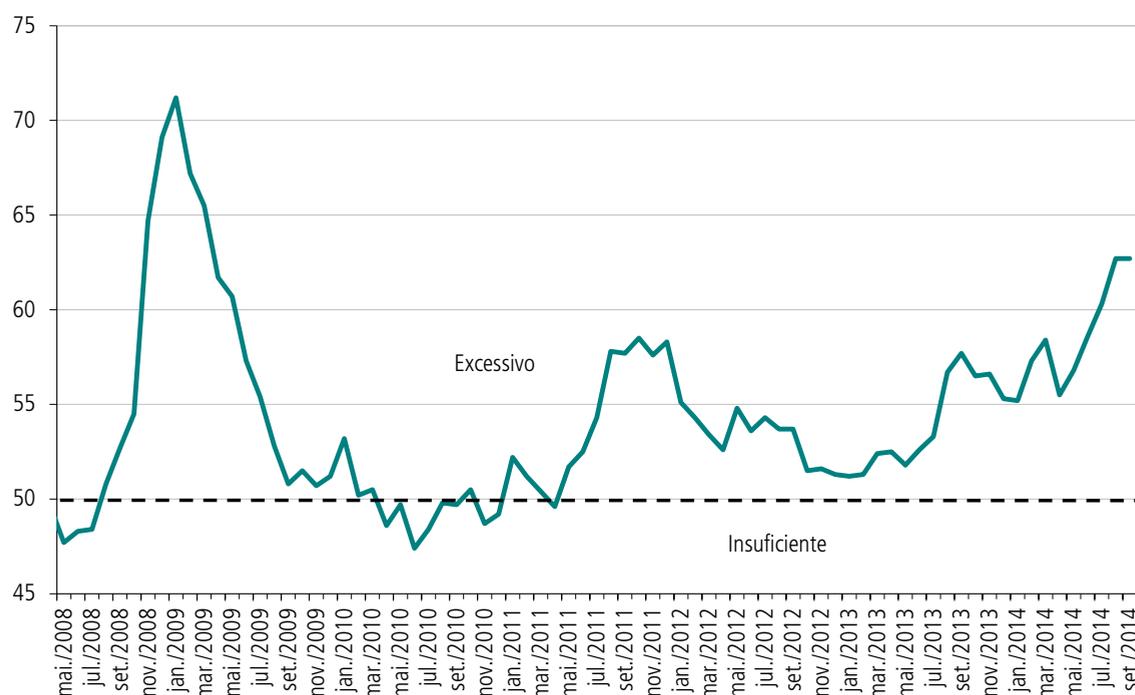
GRÁFICO 1.11B
Icei (dez./2006-set./2014)
 (Índice dessazonalizado)



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

Além da deterioração dos níveis de confiança dos empresários, outros indicadores antecedentes da produção industrial indicam um possível recuo em setembro, sinalizando para um resultado modesto no terceiro trimestre de 2014. Com base no indicador PMI da indústria, que serve de *proxy* para a atividade do setor manufatureiro, a produção desacelerou em setembro, revertendo o avanço verificado no mês anterior. Na comparação com agosto, o indicador passou de 50,2 para 49,3 pontos, ficando abaixo do patamar de 50 pontos, que separa crescimento de contração. Por sua vez, apesar do fraco desempenho da produção, o nível de estoques na indústria continua acima do planejado. Após registrar expansão nos quatro meses anteriores, o indicador permaneceu estável em setembro, mas já acumula uma alta de 7,4% desde o mês de abril (gráfico 1.12). Indo em direção oposta aos demais indicadores, a produção de automóveis, de acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), registrou forte crescimento em setembro, com alta de 18,3% na série ajustada sazonalmente. Apesar disso, na comparação com setembro de 2013, a produção foi 6,7% menor, acumulando uma queda de 16,8% no ano.

GRÁFICO 1.12
Evolução do nível de estoques na indústria de transformação – efetivo versus planejado (mai./2008-set./2014)



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

Por fim, após a contração de 7,9% registrada no primeiro semestre do ano, a FBCF deu sinais de melhora nos meses seguintes, embora ainda modesta e pouco disseminada. Tomando-se por base a comparação entre a média do bimestre julho-

agosto e a média do segundo trimestre do ano, o Indicador Ipea de FBCF revela queda de 1,4% na série livre de influências sazonais. Este resultado foi influenciado negativamente pelo comportamento do consumo aparente de máquinas e equipamentos, que apresentou queda de 4,4%. Ainda nesta base de comparação, 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 5,8%, as exportações avançaram fortemente, com alta de 42,1%, influenciadas pela contabilização de uma plataforma de petróleo no mês de julho. Em contrapartida, a produção doméstica de bens de capital avançou 3,9% no bimestre julho-agosto, segundo a PIM-PF. A este respeito, os dados da Fenabreve referentes a setembro continuam sinalizando fraqueza nas vendas de caminhões e ônibus, o que pode vir a gerar um impacto negativo na produção doméstica.

Já a produção de insumos da construção civil (também divulgada na PIM-PF), utilizada como *proxy* para outro importante componente da FBCF, registrou a segunda alta seguida na comparação dessazonalizada, avançando 2,0% em agosto. Com isso, ainda na série ajustada, o bimestre julho-agosto ficou 1,1% acima do segundo trimestre do ano. Na comparação interanual, no entanto, o indicador também apresentou resultado negativo pelo sexto período consecutivo, ficando 7,1% abaixo do patamar de agosto do ano passado. Já o Índice de Confiança da Construção (ICST/FGV) registrou o 11º recuo em doze meses, caindo 5,2% na passagem entre os meses de agosto e setembro. Por sua vez, os resultados da pesquisa *Sondagem da indústria da construção*, da CNI, também sinalizam um cenário menos otimista para o setor. De acordo com os dados referentes a setembro, o ritmo de evolução do nível de atividade é o menor desde 2009.

2 MERCADO DE TRABALHO

SUMÁRIO

Em que pese o crescimento moderado da economia brasileira ao longo dos últimos trimestres, o mercado de trabalho manteve um bom dinamismo, possibilitando a queda contínua da taxa de desocupação. Na margem, entretanto, este quadro de estabilidade do desemprego, em níveis historicamente baixos, parece dar sinais de reversão. De acordo com os dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), após registrar taxa de 4,6% em abril de 2014, atingindo o menor patamar da série livre de influências sazonais, a desocupação veio aumentando gradativamente, de modo que, em agosto último, atingiu 5,0%. Este quadro de aceleração, ainda modesta, das taxas de desocupação já era esperado, uma vez que a ocupação vem diminuindo seu ritmo de expansão. No acumulado do ano até agosto, a ocupação registrou queda de 0,1% quando comparada ao mesmo período do ano passado.

Entretanto, o efeito da desaceleração da população ocupada (PO) sobre a taxa de desocupação vem sendo anulado pelo expressivo recuo da população economicamente ativa (PEA), cuja taxa de retração de 0,9% nos oito primeiros meses de 2014 contrasta com os resultados observados nos anos anteriores – elevação de 1,2%, 1,7% e 0,6% em 2011, 2012 e 2013, respectivamente. Mais recentemente, no entanto, os dados dessazonalizados da PEA já mostram leve aceleração, indicando que este processo de retração da força de trabalho está perto do fim.

Em contraposição a este quadro que conjuga baixo dinamismo econômico e retração da ocupação, os rendimentos reais recebidos pelos trabalhadores voltaram a acelerar em 2014. Depois de encerrar o ano de 2013 com alta de 1,8%, os rendimentos habitualmente recebidos se expandiram 2,8% nos oito primeiros meses de 2014. Este incremento salarial vem compensando a retração da PO e garantindo a elevação da massa salarial.

Assim como apontado pela PME, os dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (CAGED) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) também revelam um ambiente de arrefecimento. Em agosto, o mercado formal brasileiro gerou 101,4 mil novos empregos, o que representa um recuo superior a 20% na comparação com o mesmo mês do ano anterior. No acumulado do ano, o saldo líquido de criação de novas vagas com carteira assinada é 27% inferior ao observado nos oito primeiros meses de 2013. A indústria de transformação é uma das maiores responsáveis por esta

desaceleração, tendo em vista que, nos últimos doze meses, encerrados em agosto, este segmento destruiu 86.433 postos de trabalho.

Esta fragilidade do emprego na indústria é corroborada pelos dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes). Em julho, na comparação interanual, o pessoal ocupado na indústria de transformação recuou 3,7%, consolidando um período de 34 meses de quedas contínuas do emprego industrial neste tipo de comparação. Nos últimos doze meses, até agosto, o contingente empregado na indústria caiu 2,2%.

O arrefecimento do mercado de trabalho também é constatado na análise do indicador antecedente de emprego (IAEmp)¹ e do indicador coincidente de desemprego (ICD)², ambos calculados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). O IAEmp apontou queda de 2,7% em setembro na comparação com junho, atingindo o ponto mais baixo da série e retroagindo pelo sétimo mês consecutivo. Mais uma vez, a queda do indicador está ligada à redução nas projeções de contratações futuras, ainda contaminadas pela incerteza acerca da trajetória da atividade econômica. De forma similar, o ICD apontou alta de 1,4% entre agosto e setembro, após o ajuste sazonal, sinalizando que os consumidores vêm percebendo uma piora nas condições do mercado de trabalho.

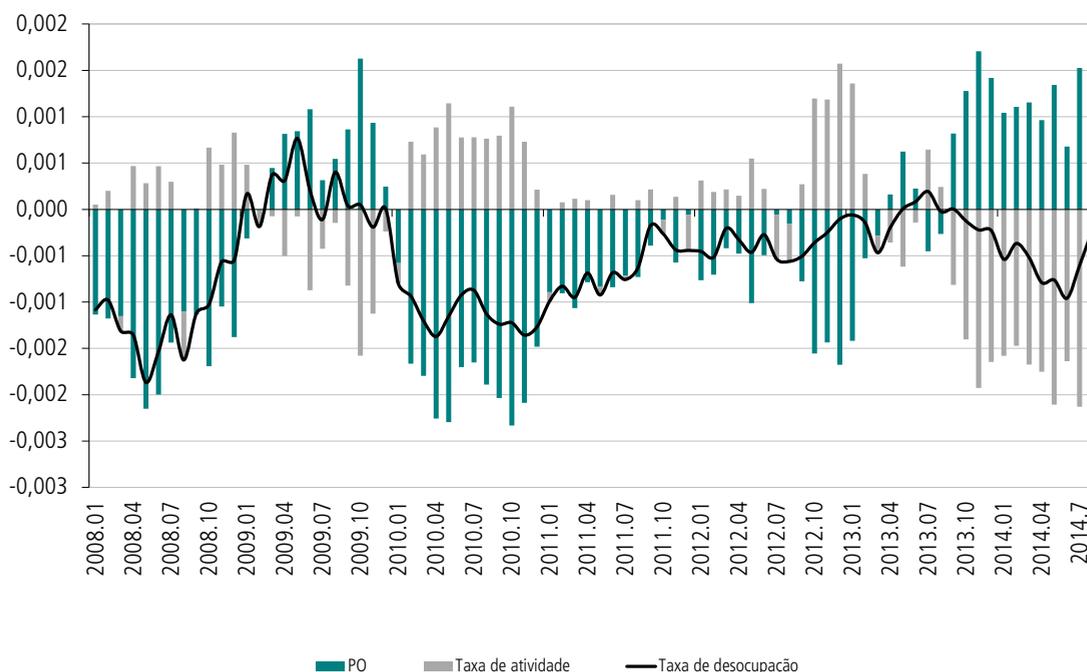
TAXA DE DESEMPREGO

Em agosto, de acordo com os dados da PME, a taxa de desocupação ficou em 5,0%, mantendo-se 0,3 ponto percentual (p.p.) abaixo da observada no mesmo mês de 2013. Na comparação com os meses anteriores, no entanto, a série dessazonalizada mostra que a desocupação aumentou pelo quarto mês consecutivo. Esta leve aceleração da taxa de desocupação que vem ocorrendo desde maio reflete, basicamente, o fim do processo de retração da PEA, que foi o grande responsável por manter o desemprego em patamares historicamente baixos mesmo em um cenário de queda da ocupação. A análise dos determinantes da taxa de desocupação (gráfico 2.1) mostra claramente que, ao contrário do que ocorreu entre 2010 e 2012, a expansão da ocupação, como principal fator explicativo da queda do desemprego, cedeu lugar ao comportamento declinante da taxa de atividade, especialmente influenciada pelo enfraquecimento da PEA. Dessa forma, mesmo diante de uma diminuição no ritmo de crescimento da oferta de trabalho, a queda mais acentuada da demanda por empregos manteve a taxa de desocupação em trajetória declinante durante todo o ano de 2013 e em parte de 2014.

1. O IAEmp é construído por meio de uma combinação de séries extraídas da pesquisa *Sondagens da indústria, de serviços e do consumidor*.

2. O ICD baseia-se na pesquisa *Sondagem do consumidor*, desagregada em quatro classes de renda familiar, na qual é captada a percepção dos indivíduos a respeito da situação presente do mercado de trabalho.

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

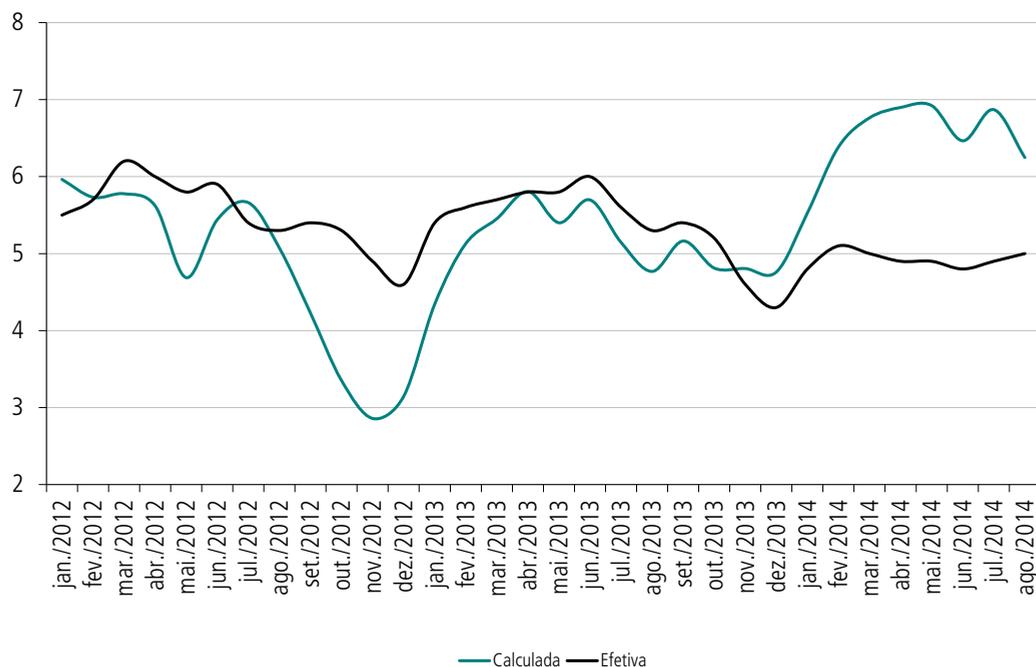


Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

De fato, recalculando a desocupação, sob a hipótese de taxa de atividade constante,³ verifica-se que o aumento do desemprego começou a ocorrer no fim de 2013, refletindo a perda da capacidade de manutenção dos postos de trabalho diante do baixo crescimento do nível de atividade (gráfico 2.2). De janeiro de 2013 a agosto de 2014, a PME mostra que foram destruídos quase 130 mil empregos na economia, a grande maioria nos setores da indústria e da construção civil. Depois de registrarem, respectivamente, retração de 0,9% e 1,6%, em 2013, estes dois setores continuam dispensando trabalhadores, de modo que, no acumulado de 2014, até agosto, o pessoal ocupado nestes segmentos apresentou recuo de 2,6% e 1,3%. Ainda que em menor ritmo, o comércio também vem diminuindo o seu contingente de empregados em 2014, com variação negativa de 0,6% quando comparado ao observado no período janeiro-agosto de 2013. Desse modo, a análise dos dados de ocupação setorial divulgados pela PME mostra uma perda de dinamismo do mercado de trabalho que vem se disseminando por vários segmentos da economia (tabela 2.1).

3. A taxa de atividade foi fixada no valor médio apresentado pela variável de 2002 a 2012.

GRÁFICO 2.2
Taxa de desocupação – calculada e efetiva (2012-2014)
 (Em %)



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

TABELA 2.1
População ocupada por setores – variação anual (2010-2014)
 (Em p.p.)

	2010	2011	2012	2013	2014 ¹
Total	3,5	2,1	2,2	0,7	-0,1
Indústria extrativa e de transformação e distribuição de gás, água e luz	3,5	1,2	-0,2	-0,9	-2,6
Construção	5,8	3,9	4,6	-1,6	-1,3
Comércio, reparação de veículos automotores e de objetos pessoais e domésticos	1,3	1,4	2,3	1,1	-0,6
Intermediação financeira e atividades imobiliárias, aluguéis e serviços prestados à empresa	4,5	6,4	2,8	0,9	1,2
Administração pública	3,8	0,8	4,1	4,6	0,8
Serviços domésticos	12,9	-3,7	-2,0	-7,8	-3,7
Outros serviços	6,4	2,6	2,5	2,1	2,0
Outras atividades	6,3	-0,6	-1,3	-0,4	10,2

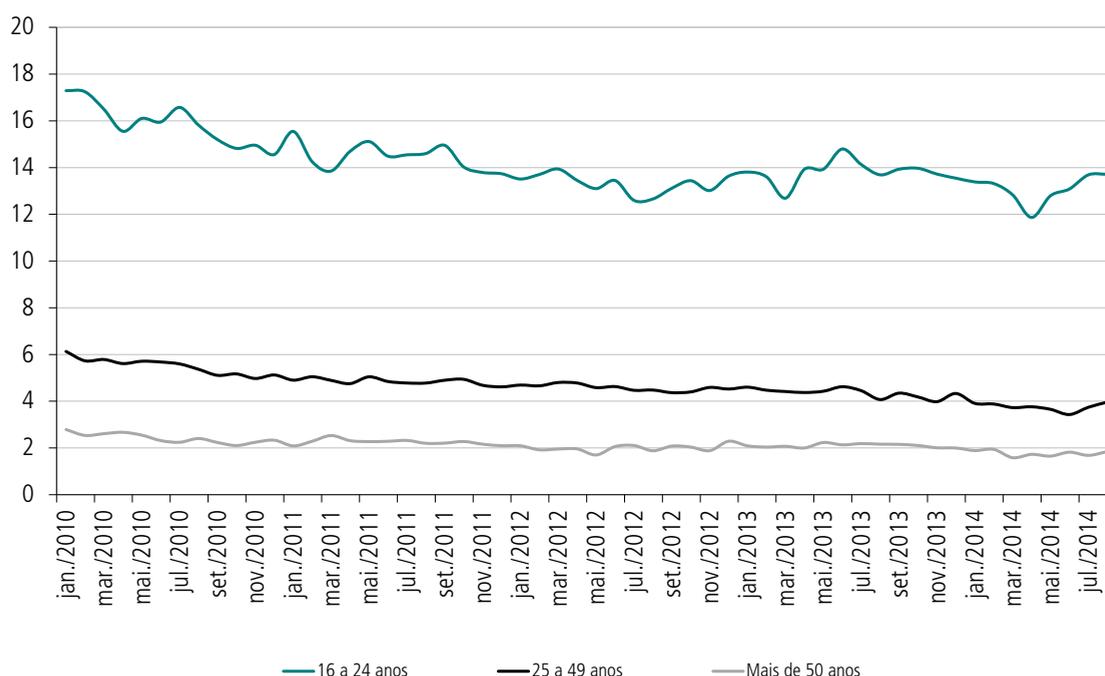
Nota: ¹ Dados de janeiro a agosto.
 Fonte: IBGE.
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na desagregação da taxa de desocupação por faixa etária (gráfico 2.3), nota-se que não só o maior contingente de desempregados se concentra na faixa de 16 a 24

anos⁴ como também é neste segmento que se verifica a maior pressão sobre a desocupação total. Este quadro de alta taxa de desemprego entre os mais jovens reflete o fato de que, apesar do aumento da escolaridade, a falta de experiência continua sendo um fator limitador à entrada no mercado de trabalho. Dentro dessa perspectiva, com a retomada do crescimento da economia e a adoção de programas de estímulo de contratação de jovens, este cenário pode ser amenizado.

GRÁFICO 2.3

Taxa de desocupação dessazonalizada por faixa etária (2010-2014) (Em %)



Fonte: PME/IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

RENDIMENTOS

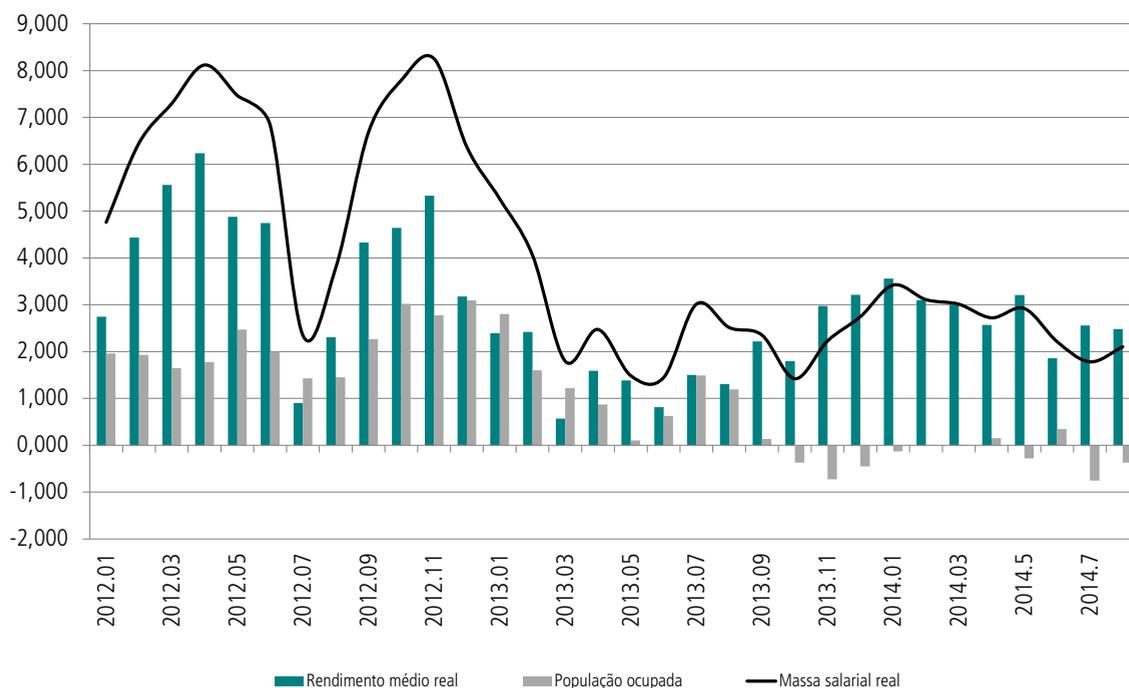
É possível que o aumento da desocupação já esteja impactando, na margem os rendimentos reais recebidos pelos trabalhadores. Apesar de apresentar aceleração no acumulado do ano no último trimestre, encerrado em agosto, a taxa média de crescimento interanual dos rendimentos reais habitualmente recebidos foi de 2,3%, permanecendo abaixo das observadas nos dois trimestres imediatamente anteriores (2,9% e 3,3%). Esta desaceleração dos rendimentos, aliada ao recuo da PO, vem limitando uma expansão mais significativa da massa salarial real (gráfico 2.4).

4. Na média de 2014, o jovens de 15 a 24 anos respondiam por 42% de toda a população desocupada.

GRÁFICO 2.4

Massa salarial real habitualmente recebida e componentes (2012-2014)

(Taxa de variação interanual, em %)



Fonte: IBGE.

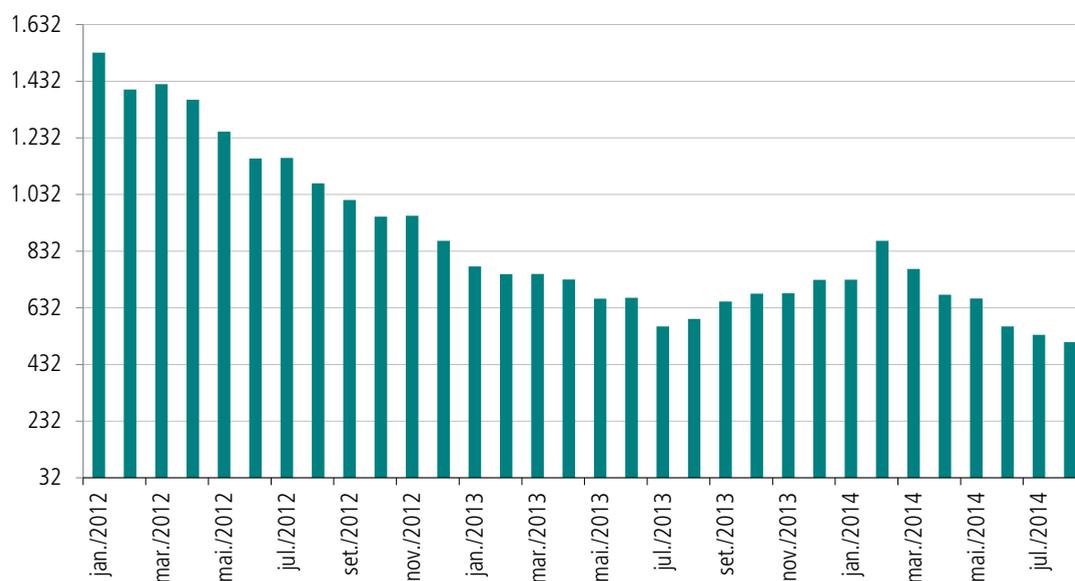
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

EMPREGO FORMAL

Após registrar no mês de julho, segundo o CAGED, o pior saldo na criação de empregos formais desde 2009 (11.796), o mercado de trabalho formal apresentou uma melhora em agosto, ao apontar geração de 101.425 vagas. No entanto, este saldo é 20% menor do que o registrado em agosto de 2013. Com a incorporação deste dado, o saldo total de novas vagas criadas em doze meses recuou pelo sexto mês consecutivo, passando de 536,6 mil até julho para 510,3 mil até agosto (gráfico 2.5).

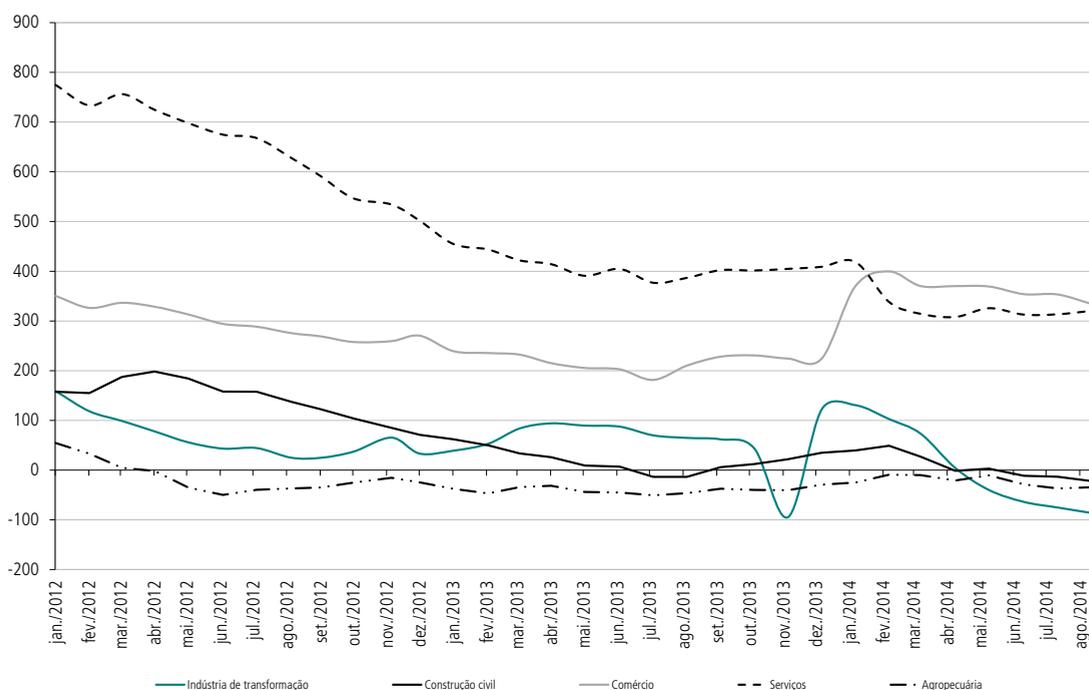
Em termos desagregados, as estatísticas do CAGED revelam um cenário bem semelhante ao retratado pela PME, pontuado pela expansão do emprego no segmento de serviços e pela retração do número de vagas na indústria e na construção civil. Em agosto, no acumulado em doze meses, apenas os serviços gerais e os de utilidade pública apresentaram saldos crescentes quando comparados a julho. Em contrapartida, a indústria de transformação, a construção civil e a agropecuária intensificaram suas trajetórias descendentes, de modo que, entre setembro de 2013 e agosto de 2014, estes três setores juntos destruíram 142,9 mil postos de empregos formais na economia (gráfico 2.6).

GRÁFICO 2.5
CAGED – saldos acumulados em doze meses (2012-2014)
 (1.000 unidades)



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

GRÁFICO 2.6
CAGED – saldos acumulados em doze meses por setores (2012-2014)
 (1.000 unidades)



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

EMPREGO INDUSTRIAL

Em linha com a PME e o CAGED, os dados da Pimes corroboram este cenário de estagnação do emprego na indústria há vários meses. De acordo com a pesquisa, o número de empregados na indústria de transformação desacelerou ainda mais em julho em todas as bases de comparação (tabela 2.2). Sendo assim, nos doze meses, até julho, o emprego industrial acumula queda de 2,2%, o que constitui o pior desempenho desde maio de 2010. Não obstante o comportamento da ocupação, o número de horas pagas na produção, no acumulado em doze meses, também desacelera continuamente desde fevereiro de 2012, repercutindo o fraco desempenho da atividade industrial.

Como consequência desta retração do setor industrial, a folha de pagamento real por trabalhador vem diminuindo seu ritmo de expansão, já apresentando variações negativas na margem. Após recuar 0,2% em junho, a folha de pagamento real por trabalhador voltou a desacelerar em julho, com queda de 1,3% na comparação mensal. No ano, entretanto, esta variável ainda apresenta variação positiva de 3,2%.

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

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

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

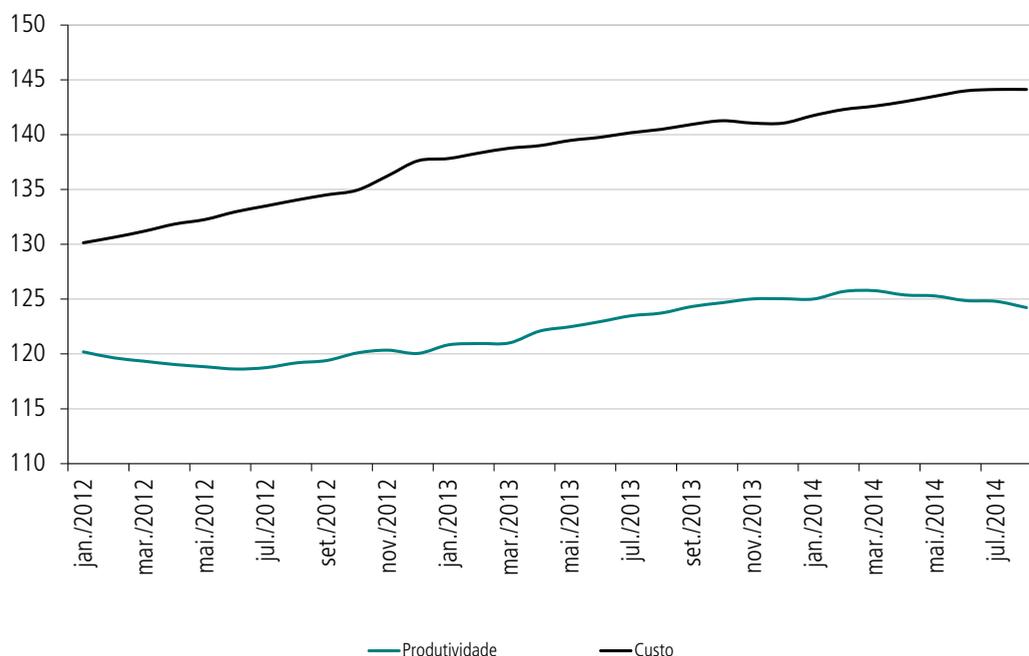
Nota: ¹ Dados com ajuste sazonal.

Em que pese a recente desaceleração dos salários, esta ainda não tem se mostrado forte o suficiente para descomprimir os custos unitários da mão de obra na indústria. Adicionalmente, a leve reversão na trajetória de recuperação da produtividade vem mantendo as margens de lucro apertadas, o que pode inviabilizar novos investimentos, principalmente quando se leva em conta que já há um desaquecimento da demanda doméstica, restringindo cada vez mais o espaço para o repasse de preços ao consumidor (gráfico 2.7).

GRÁFICO 2.7

Produtividade e custo da hora trabalhada na indústria de transformação (2012-2014)

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



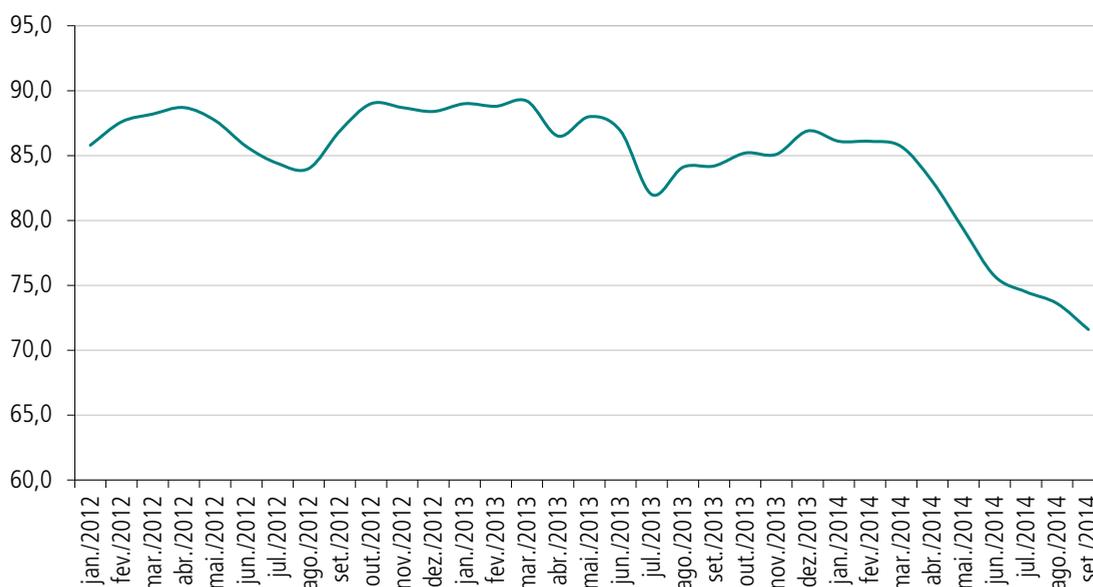
Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

PERSPECTIVAS

As perspectivas do mercado de trabalho para este último trimestre de 2014 e para 2015 baseiam-se em uma continuidade desse processo de arrefecimento da ocupação e dos salários. Com o fim do processo de retração da PEA, a tendência é de aumentos moderados na taxa de desocupação, mas ainda mantendo-se em um patamar historicamente baixo. Em verdade, o IAEmp mostra, desde o fim do primeiro trimestre do ano, um aumento do pessimismo no que diz respeito a novas contratações, dada a baixa capacidade de reação da atividade econômica (gráfico 2.8). A percepção de piora nas condições do mercado de trabalho também já chegou ao consumidor e é corroborada pela análise do ICD, cuja variação de 1,4%, em setembro, se traduz na sexta alta consecutiva, reforçando a possibilidade de que ocorra alguma alta da desocupação nos próximos meses (gráfico 2.9).

GRÁFICO 2.8
IAEmp (2012-2014)
 (Índice base jun.2008 = 100)



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

GRÁFICO 2.9
ICD e taxa de desocupação – dados dessazonalizados (2008-2014)



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

3 INFLAÇÃO

SUMÁRIO

Ao longo dos últimos meses, o cenário de inflação no país se mantinha estável, ainda que em patamar pouco confortável. No entanto, em setembro, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) surpreendeu negativamente e a inflação acumulada em doze meses atingiu 6,75%, superando em 0,25 ponto percentual (p.p.) o limite superior da banda inflacionária. Esta alta do IPCA em 12 meses reflete um incremento dos preços livres (7,2%) em ritmo superior ao dos preços administrados (5,3%), cuja variação, apesar de mais amena, também se apresenta acima do centro da meta de inflação (4,5%).

Em que pese esta aceleração em setembro, a tendência da inflação para o último trimestre do ano é de leve recuo, de modo que o IPCA deve encerrar o ano de 2014 bem próximo ao limite de tolerância da meta inflacionária. O balanço de riscos para a inflação nos próximos meses traz, como principais pontos de alívio, o comportamento dos preços dos alimentos no atacado, a desaceleração dos bens de consumo duráveis e o baixo ritmo da atividade econômica. No caso dos alimentos, a expectativa é de que as variações previstas fiquem abaixo das observadas no passado recente, beneficiadas pela boa safra mundial de grãos, sobretudo nos Estados Unidos, o que tem contribuído para diminuir os preços internacionais. No que diz respeito aos bens de consumo duráveis, é provável que se acentue a desaceleração das taxas de variação acumuladas em doze meses, iniciada em agosto, refletindo a piora da confiança dos consumidores, decorrente da própria aceleração da inflação, da percepção de um desaquecimento do mercado de trabalho e da desaceleração do crédito, também penalizado pelo aumento das taxas de juros. Por fim, o crescimento em torno de 0,5% da economia em 2014 também servirá como atenuante para a alta da inflação neste ano.

Em contrapartida, ainda existem alguns focos de pressão sobre a inflação neste último trimestre, em especial sobre os preços administrados e os serviços livres. Após encerrar o ano de 2013 com uma inflação acumulada de 1,9%, os preços administrados estão acelerando, repercutindo, principalmente, os reajustes de energia elétrica. Para os próximos meses, a expectativa é de que a tendência de alta deve se acentuar ainda mais, tendo em vista que ainda irão ocorrer aumentos das tarifas de energia em algumas capitais, como Rio de Janeiro, além do possível aumento nos preços da gasolina.

Ao contrário dos preços administrados – que só começaram a pressionar o IPCA em 2014 –, a inflação dos serviços livres se mantém acima dos 7,0% ao ano (a.a.) desde o quarto trimestre de 2010, fenômeno este que tem se intensificado nos últimos dois anos. Com a melhora da distribuição de renda no país, uma significativa parcela da população passou a usufruir de uma série de serviços até então inacessíveis, gerando uma pressão de demanda considerável sobre o setor. Adicionalmente, a baixa ociosidade no mercado de trabalho, que eleva os salários sem a contrapartida dos ganhos de produtividade, impacta positivamente os custos de vários serviços livres relevantes, os quais acabam sendo repassados ao consumidor.¹

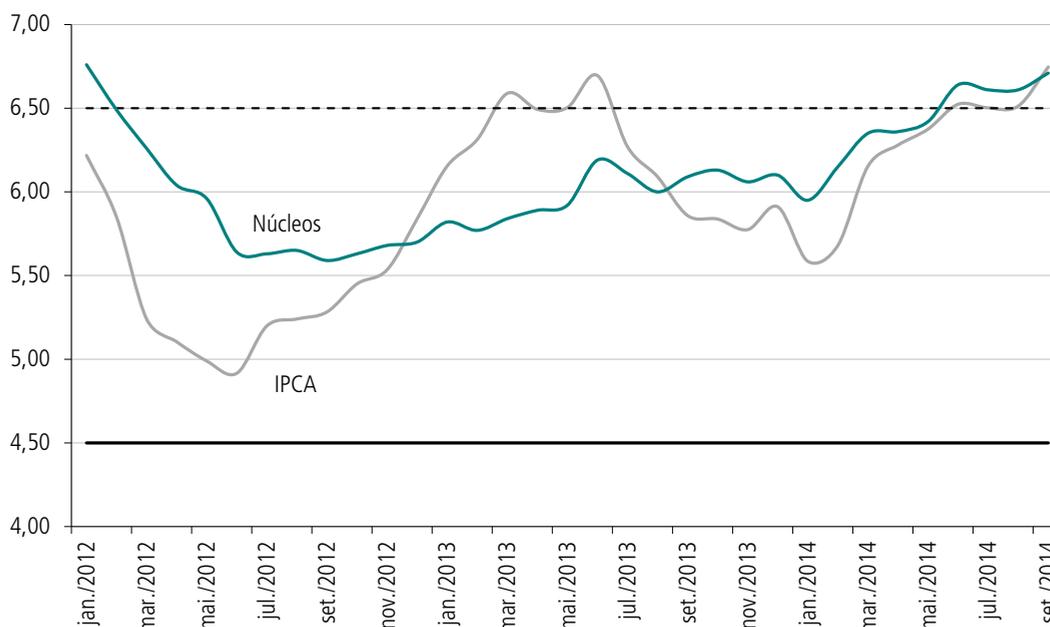
PREÇOS AO CONSUMIDOR

Os últimos dados divulgados mostram que, em setembro, a inflação ao consumidor medida pelo IPCA registrou taxa de 0,57%, ficando bem acima da observada no mês anterior (0,25%). Na desagregação do índice, nota-se que a maior pressão veio do grupo alimentação (0,78%), que voltou a acelerar após registrar três deflações consecutivas. Esta alta dos alimentos, acima das expectativas, foi decorrente, sobretudo, do comportamento dos itens carnes e alimentação fora do domicílio, com taxa de 3,2% e 0,8%, respectivamente. Ainda que em menor escala, os grupos transporte e habitação também impactaram positivamente o índice, repercutindo o forte aumento das passagens aéreas (17,9%) e da energia elétrica (1,4%). Com a incorporação deste dado, a variação do IPCA em doze meses passou de 6,51% em agosto para 6,75% em setembro, ultrapassando o teto da meta inflacionária (gráfico 3.1). De forma similar, as medidas de núcleo de inflação também mostram, na média,² trajetória ascendente e, desde julho já se encontram em patamar acima do limite superior da banda inflacionária.

1. Para mais detalhes, ver a Nota Técnica *Uma nota sobre a natureza da inflação de serviços no Brasil: 1999-2014*, que consta desta *Carta de conjuntura*.

2. Médias dos núcleos por médias aparadas, exclusão e dupla ponderação.

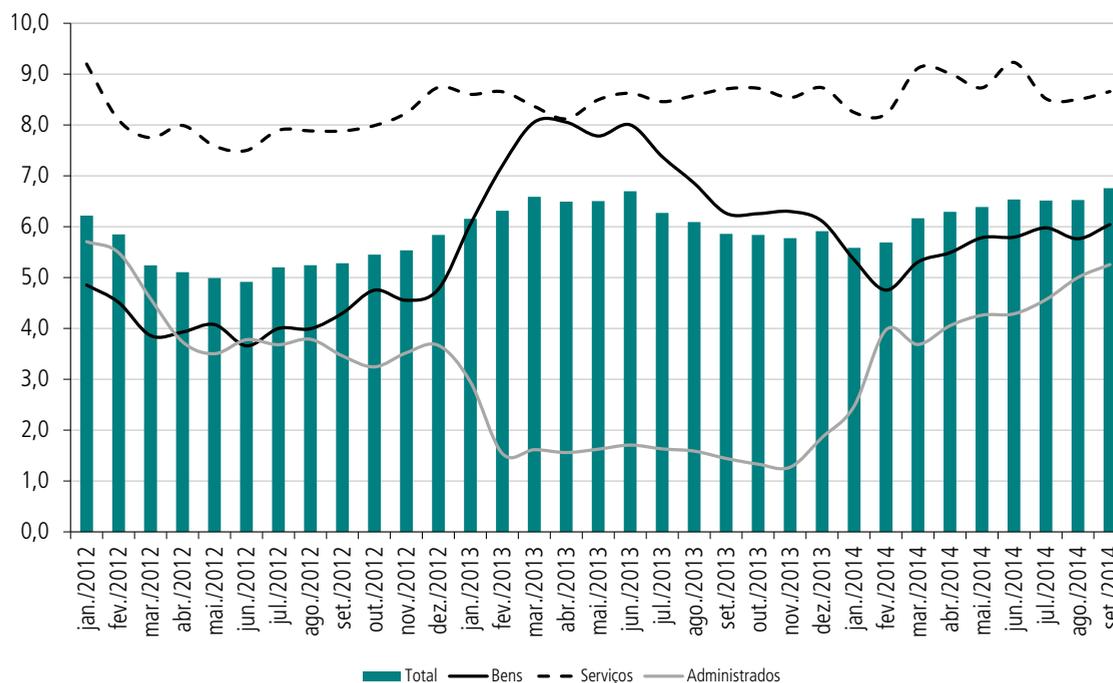
GRÁFICO 3.1
IPCA: índice e núcleos
 (Variação acumulada em doze meses, em %)



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

Nota-se, na análise do índice por categorias, que, ao contrário do ano passado, a aceleração do IPCA também vem sendo influenciada pelo comportamento altista dos preços administrados. Em setembro, de acordo com o IPCA, este conjunto de preços apresentou taxa de 0,40%, ficando 0,24 p.p. acima do observado no mesmo mês de 2013. De fato, após manter-se, durante todo o ano passado, com variações acumuladas em doze meses inferiores a 2,0%, beneficiados pela queda nas tarifas de energia elétrica e pela revogação dos reajustes de transporte público, os preços administrados vêm acelerando ao longo de 2014, de modo que, desde junho, esta taxa já se encontra acima do centro da meta de inflação (gráfico 3.2). Para os próximos meses, a expectativa é de nova aceleração, pois ainda serão incorporados novos reajustes de energia, além do aumento dos combustíveis, anunciado pelo governo.

GRÁFICO 3.2
IPCA: total e categorias
 (Taxa de variação em doze meses, em %)



Fonte: IBGE.
 Elaboração Ipea/Dimac/Gecon.

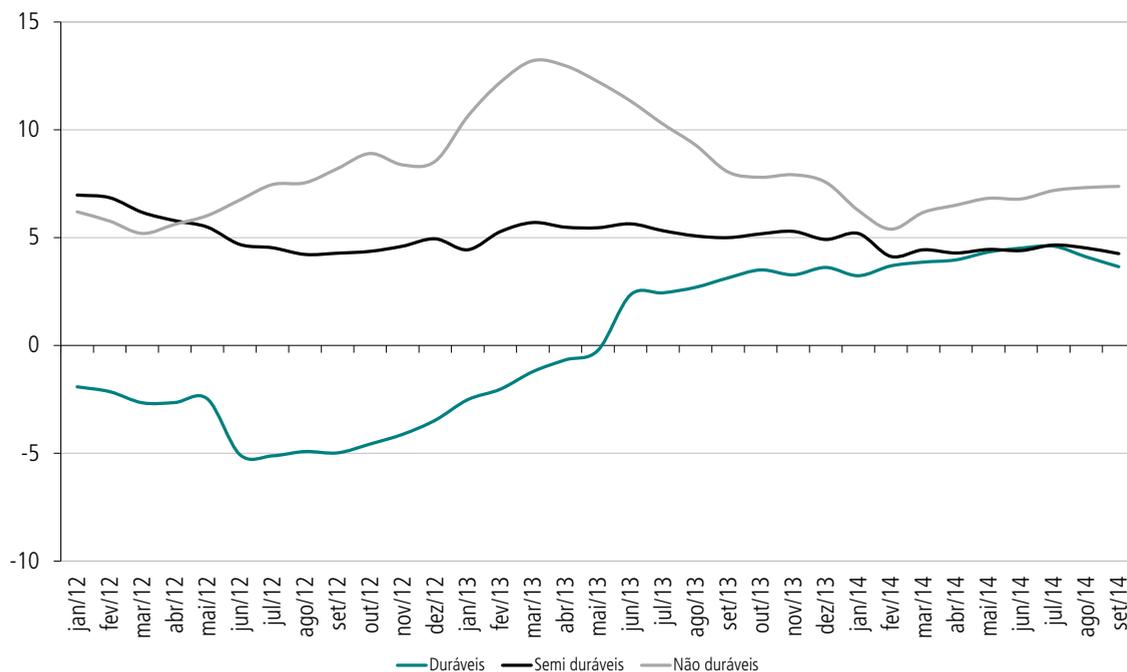
No caso dos serviços livres, ressalta-se que, após registrar uma taxa de inflação acumulada em doze meses de 9,2% em junho – impactada pela realização da Copa do Mundo, que elevou fortemente as passagens aéreas e as diárias de hotéis –, esse conjunto de preços desacelerou levemente ao longo do último trimestre, sem, no entanto, conseguir quebrar a resiliência que os mantém em patamar pouco confortável, próximo a 9,0%.

Por fim, nota-se que, após um leve recuo em agosto, os preços dos bens livres apresentam alta de 6,0% em setembro, no acumulado em doze meses, impactado pelo comportamento desfavorável dos bens de consumo não duráveis. Além dos alimentos, com variação acumulada no período de 7,0%, itens como artigos de limpeza (10,9%), cigarros (11,3%) e artigos de higiene pessoal (6,8%) também estão impulsionando este conjunto de preços. Em contrapartida, verifica-se uma melhora no comportamento dos bens de consumo duráveis e semiduráveis, que vem respondendo ao arrefecimento da demanda doméstica (gráfico 3.3). Os efeitos tardios da política monetária restritiva, o menor dinamismo no mercado de trabalho e a queda no ritmo das concessões de crédito podem ser apontados como os principais fatores desta desaceleração do consumo das famílias.

GRÁFICO 3.3

IPCA: bens livres

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



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

PREÇOS AO PRODUTOR

Ao contrário do que vem ocorrendo com o varejo, a taxa de variação dos preços ao produtor está mantendo, ao longo dos últimos meses, uma tendência de queda, tanto no que diz respeito aos produtos agrícolas quanto aos industriais (gráfico 3.4). Em setembro, de acordo com os dados do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA-DI), os preços agrícolas, ao intensificaram sua trajetória descendente, chegaram a apresentar, no acumulado em doze meses, deflação de 0,52%, refletindo o desempenho de itens como cereais e grãos. De modo similar, os preços industriais também apontam variações decrescentes em doze meses, beneficiados pelo desempenho do minério de ferro, cujas cotações entre julho e setembro ficaram, na média, 32% abaixo das observadas no mesmo período de 2013.

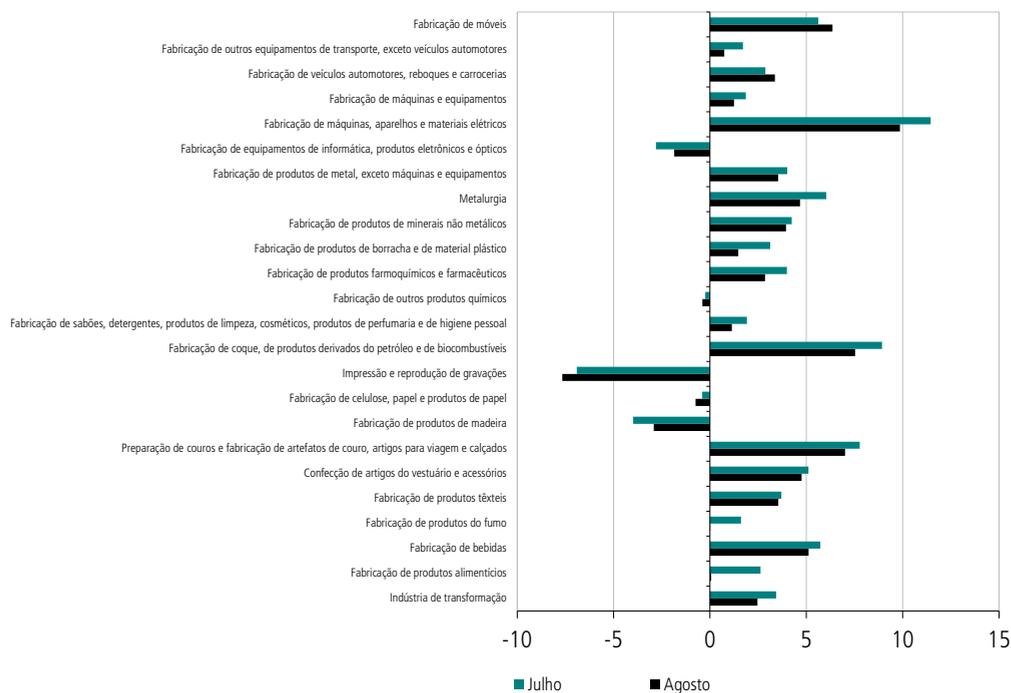
GRÁFICO 3.4
IPA-FGV
(Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



Fonte: Fundação Getúlio Vargas (FGV).
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Este mesmo cenário de arrefecimento inflacionário é mostrado pelo Índice de Preços ao Produtor (IPP), divulgado pelo IBGE. Em agosto, dos 23 setores da indústria de transformação pesquisados, apenas quatro deles (móveis, produtos de madeira, equipamentos de informática e fabricação de veículos automotores) apresentaram variações acumuladas em doze meses acima das apontadas em julho, e, nos dois primeiros, o que houve foi uma diminuição no ritmo da deflação por eles apresentada (gráfico 3.5).

GRÁFICO 3.5
IPP-IBGE
(Taxa de variação acumulada em doze meses, em %)



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

PERSPECTIVAS

Encerrado o terceiro trimestre de 2014, verifica-se que o cenário inflacionário no Brasil vem se mantendo pressionado, em patamar elevado. Para os próximos meses, a expectativa é de leve desaceleração, de modo que a inflação em doze meses deve fechar o ano não apenas acima da observada em 2013, como também muito próxima do teto da meta inflacionária.

Em que pese o bom resultado esperado para as *commodities* ao longo do último trimestre do ano, a aceleração dos preços administrados, via reajustes de energia e combustíveis, deve limitar um recuo mais forte do IPCA. Adicionalmente, a recente depreciação da taxa de câmbio também pode contribuir para deixar os índices de inflação pressionados. Em contrapartida, o arrefecimento da demanda doméstica tende a impedir o estouro do teto da meta inflacionária.

Para 2015, a expectativa é de pressão dos preços administrados, dado que já estão contratados os reajustes no preço da energia, para compensar os aportes do tesouro à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), em 2013 e 2014, e os empréstimos recebidos pela Câmara de Comercialização da Energia Elétrica (CCEE), utilizados para o financiamento do aumento dos custos de geração. Ademais, ainda há o represamento

das tarifas de transporte público em algumas capitais, além da possibilidade de um novo aumento nos preços da gasolina, caso o reajuste de 2014 não seja suficiente para corrigir as distorções entre os preços doméstico e internacional dos combustíveis. Dessa forma, com os administrados pressionados, o comportamento dos preços livres em 2015 será de extrema importância para uma possível reversão da trajetória inflacionária. Se, por um lado, novas depreciações da taxa de câmbio podem agir como instrumento de alta sobre os preços comercializáveis, por outro, as boas previsões de safra para o ano seguinte, aliadas à acomodação do mercado de trabalho e à manutenção de um ritmo moderado da atividade econômica, devem trazer algum alívio sobre os preços dos alimentos e dos demais bens e serviços livres.

4 SETOR EXTERNO

SUMÁRIO

Os últimos resultados das contas externas brasileiras mostraram aumento das entradas líquidas de capital e ligeira redução do *deficit* em transações correntes, resultando em saldo positivo de US\$ 19,6 bilhões no balanço de pagamentos no período janeiro-agosto. Os fluxos de capital vêm tendo, em 2014, um desempenho mais favorável em todas as principais rubricas, ao se comparar com o mesmo período do ano passado – quando o Brasil foi afetado pela onda de aversão ao risco que se seguiu ao anúncio, pelo banco central norte-americano, de que iria começar a reduzir as operações de compras de título visando à expansão da oferta monetária. A maior diferença foi sentida nos empréstimos e títulos de médio e longo prazo, que somaram US\$ 15,7 bilhões nos doze meses até agosto deste ano, contra US\$ 5,5 bilhões um ano atrás. Os investimentos estrangeiros em carteira continuam crescendo de maneira sólida, inclusive as aquisições de ações de empresas brasileiras, e o investimento direto estrangeiro (IDE) mantém-se em patamar elevado.

Esses números mais favoráveis não impediram que a moeda brasileira sofresse nova desvalorização em setembro, fechando o mês em R\$ 2,45/US\$, a taxa mais elevada desde dezembro de 2008. Em que pese as incertezas do processo eleitoral no país, a perda de valor do real reflete um movimento mundial de valorização do dólar, respondendo diretamente ao aumento da remuneração dos títulos do Tesouro norte-americano. Observou-se também uma elevação generalizada da aversão ao risco relacionado a títulos de países emergentes, a qual se refletiu em aumento aproximado de 39% do *spread* dos *credit default swaps* (CDS) da dívida soberana brasileira. Vale notar que a desvalorização ocorreu a despeito da manutenção das intervenções do Banco Central do Brasil (BCB) no mercado cambial via contratos de *swap* – na verdade, no final de setembro a autoridade monetária decidiu aumentar substancialmente o volume de contratos oferecidos, visando reduzir a volatilidade.

A situação recente das transações correntes trouxe boas notícias. A primeira é que o *deficit* está se reduzindo: no acumulado do período janeiro-agosto, ele ficou em US\$ 54,8 bilhões, com queda de 4,9% em relação ao mesmo período de 2013, e nos últimos doze meses ele diminuiu para US\$ 78,4 bilhões –3,47% do produto interno bruto (PIB), ante US\$ 81,2 bilhões (3,62% do PIB) no final de 2013. A segunda boa notícia é que a balança comercial acumulou saldo levemente positivo no período janeiro-agosto deste ano, ante o *deficit* de US\$ 3,75 bilhões no mesmo período de 2013. E a terceira boa notícia é que o *deficit* das contas de serviços e rendas permaneceu

estável em relação ao ano passado; na verdade, com ligeiro aumento em serviços e pequena queda em rendas.

A má notícia é que a melhora da balança comercial não resulta de um bom desempenho das exportações, mas sim da queda das importações (-2,7% em *quantum*), a qual reflete o baixo ritmo de crescimento da economia. A retração do investimento levou à redução de 11,8% do *quantum* importado de bens de capital; a desaceleração do consumo induziu a queda de 11,5% nas importações de bens de consumo duráveis e de 3,1% nas de não duráveis; e a retração da produção industrial tem provocado uma rápida desaceleração do *quantum* de bens intermediários, embora sua variação no ano ainda seja positiva (1,9%). É verdade que o *quantum* exportado acumulou crescimento de 2,3% no período janeiro-agosto, mas exclusivamente por conta dos produtos básicos e, entre estes, com fortíssima concentração em soja e petróleo. O *quantum* das exportações de bens industrializados permanece virtualmente estagnado desde o final de 2011. A isso soma-se uma importante redução dos preços de exportação no mesmo período (-10%), resultando em um processo contínuo de queda dos termos de troca, que já dura quase três anos.

A segunda má notícia é que a redução das remessas de lucros e dividendos dificilmente será sustentável no futuro. Em doze meses, o saldo desta conta foi negativo em US\$ 25,1 bilhões, mas já chegou a ser de US\$ 38 bilhões em 2011. Ainda que aquele valor pudesse estar exagerado, o firme crescimento dos investimentos estrangeiros no país aponta uma inevitável expansão das remessas no futuro. Em vista disso, e diante da rigidez do *deficit* de serviços, o aumento do *deficit* em transações correntes só será evitado mediante uma melhora sensível das exportações de mercadorias.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

O saldo em transações correntes do balanço de pagamentos foi negativo em US\$ 54,8 bilhões no período janeiro-agosto de 2014, valor equivalente a 3,66% do PIB e que apresentou redução de 4,9% em relação ao mesmo período do ano passado. O saldo líquido da conta capital e financeira, de US\$ 70,8 bilhões, foi mais que suficiente para financiar o *deficit* e teve crescimento de 15,3% ante o observado nos primeiros oito meses de 2013 (tabela 4.1). O resultado líquido do balanço foi positivo em US\$ 19,6 bilhões, elevando o estoque de reservas internacionais a US\$ 379,4 bilhões.

TABELA 4.1
Balço de pagamentos (janeiro-agosto)
 (Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-agosto				Varição (%)
	2011	2012	2013	2014	2014-2013
Resultado global	55.781	22.880	3.537	19.649	455,5
Transações correntes	(34.441)	(31.552)	(57.627)	(54.818)	(4,9)
Balança comercial	19.986	13.142	(3.751)	249	(106,6)
Serviços	(24.954)	(25.999)	(30.126)	(30.926)	2,7
Rendas	(31.523)	(20.683)	(25.809)	(25.104)	(2,7)
Transferências unilaterais	2.048	1.989	2.059	963	(53,2)
Conta capital e financeira	91.527	53.505	61.424	70.794	15,3
IDE	44.080	43.204	38.976	42.001	7,8
Investimentos estrangeiros em carteira	16.862	11.318	28.002	32.547	16,2
Empréstimos e títulos de médio e longo prazo (líquido)	38.675	8.530	(4.579)	11.608	(353,5)
Investimentos brasileiros no exterior	(11.919)	(14.094)	(16.465)	(30.378)	84,5
Outros capitais	3.829	4.546	15.489	15.016	(3,1)
Erros e omissões	(1.305)	927	(261)	3.673	-
Varição de reservas	55.781	22.880	3.537	19.649	455,5

Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A queda do *deficit* em transações correntes resultou da melhoria da balança comercial – cujo saldo até agosto foi positivo em US\$ 249 milhões, contra *deficit* de US\$ 3,75 bilhões no mesmo período de 2013 – e de um pequeno aumento do *deficit* de serviços, que foi compensado pela redução do *deficit* de rendas. Nos fluxos de capital, o desempenho em 2014 tem sido mais favorável em todas as principais rubricas, quando comparado ao mesmo período do ano passado. Destaca-se o saldo positivo de empréstimos e títulos de médio e longo prazos, de US\$ 11,6 bilhões no ano, contrastando com o saldo negativo de US\$ 4,6 bilhões registrado em janeiro-agosto de 2013. Os IDEs tiveram crescimento de 7,8% na mesma comparação e os investimentos em carteira, de 16,2%. Em compensação, os investimentos brasileiros no exterior (que incluem não apenas os diretos, mas também aplicações em diversos outros tipos de ativos) cresceram 84,5%, atingindo os maiores valores da série histórica.

O gráfico 4.1, que apresenta as séries com ajuste sazonal, em médias móveis de três meses, ilustra a trajetória de recuperação dos fluxos financeiros, cujos saldos mensais alcançaram, nos últimos meses, patamar de cerca de US\$ 9 bilhões, após terem se reduzido para US\$ 4 bilhões a US\$ 5 bilhões no final do ano passado. Isso gerou novos e elevados *superavit* no balanço de pagamentos, visto que o *deficit* em transações correntes tem se mantido razoavelmente estável, em um patamar de US\$ 6 bilhões a

US\$ 7 bilhões mensais desde o final de 2012, aproximando-se do limite inferior nos últimos meses.

GRÁFICO 4.1

Balço de pagamentos: transações correntes e conta capital e financeira (ago./2012-ago./2014)

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



Fonte: BCB.

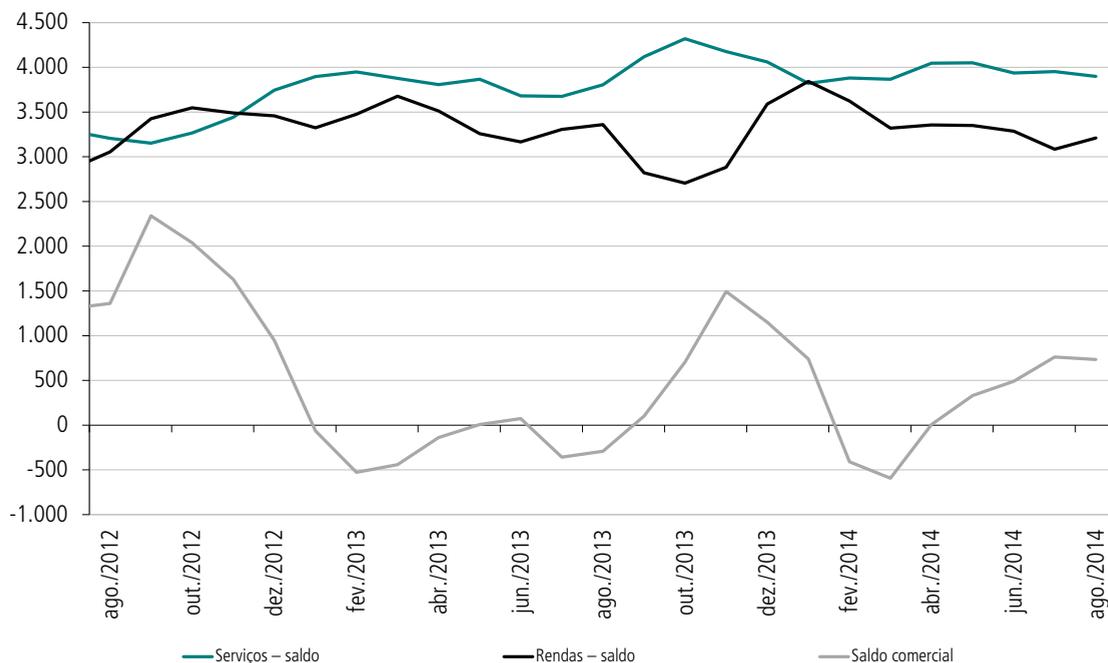
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A estabilidade do *deficit* resulta do comportamento, também bastante estável, de seus dois principais componentes (gráfico 4.2): o *deficit* de serviços, que vem oscilando em torno de US\$ 4 bilhões mensais, e o *deficit* de rendas, que varia de US\$ 3 bilhões a US\$ 3,5 bilhões. O movimento de queda do saldo em transações correntes observado nos últimos meses (de pouco mais de US\$ 7 bilhões no início deste ano para próximo de US\$ 6 bilhões em agosto) reflete integralmente a melhora do saldo comercial, que saiu de *deficit* de cerca de US\$ 500 milhões para *superavit* de US\$ 700 milhões.

GRÁFICO 4.2

Saldo comercial, de serviços e de rendas (ago./2012-ago./2014)

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



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

CÂMBIO

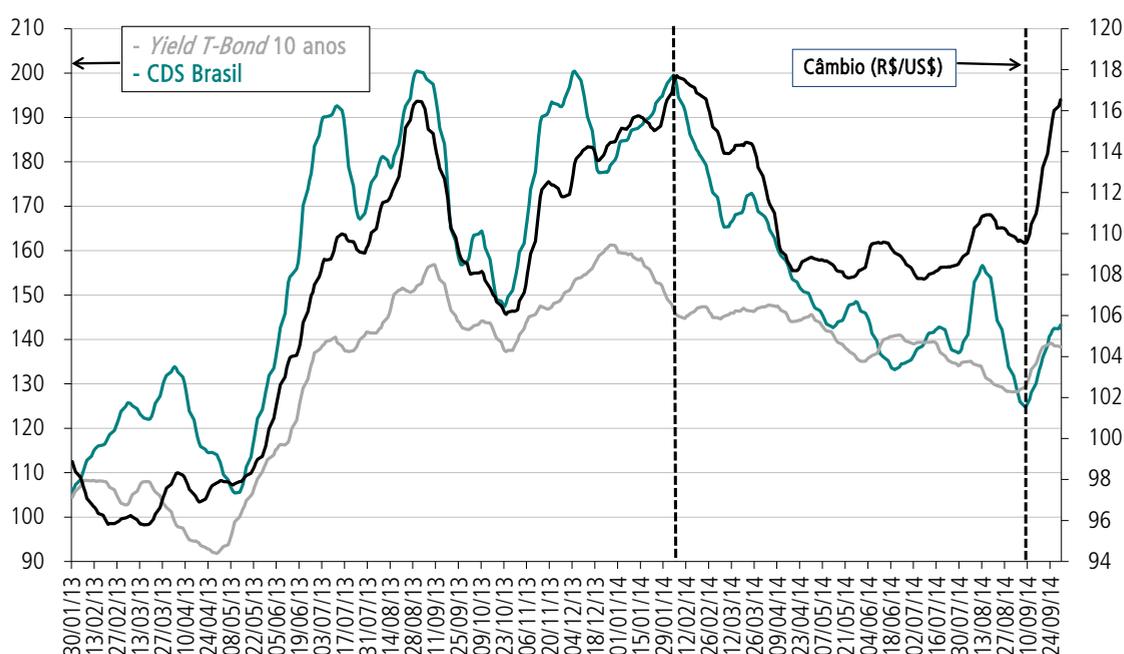
A recuperação dos fluxos de capital vinha propiciando uma valorização da taxa de câmbio ao longo de 2014. Ela iniciou o ano em torno de R\$ 2,40/US\$, recuou para o intervalo de R\$ 2,20 a R\$ 2,25 em abril – não por coincidência, no preciso momento que a conta capital e financeira iniciava sua trajetória de alta – e permaneceu neste patamar até recentemente. Entretanto, ao longo do mês de setembro o movimento se reverteu, e o dólar fechou o mês cotado a R\$ 2,45. É possível que este movimento esteja, em alguma medida, associado às incertezas geradas pelo processo eleitoral, que também tem trazido grande volatilidade às bolsas de valores, não deixa de ser surpreendente quando se tem em conta o quadro de relativa tranquilidade no balanço de pagamentos.

De todo modo, a evolução recente só reafirma o fato de que o câmbio é bastante sensível, no curto prazo, à evolução da taxa de juros americana de longo prazo (representada aqui pela remuneração dos títulos do Tesouro americano de dez anos) e da taxa de risco-país, medida pelo CDS do país. O gráfico 4.3 mostra que, entre o final de janeiro e os primeiros dias de setembro (período demarcado pelas duas linhas pontilhadas), o câmbio acumulou valorização de 8,4%, em paralelo à redução de 37 pontos-base do rendimento do título do Tesouro norte-americano e à queda de 40% do

CDS. Ao longo de setembro, o câmbio desvalorizou-se 9,4%, acompanhando o aumento do rendimento do título americano (17 pb) e do *spread* do CDS (aproximadamente 39%). Nem mesmo o aumento do volume de intervenções do BCB por meio do programa de leilões de *swap* e de venda de dólares foi capaz de evitar a desvalorização do real.

GRÁFICO 4.3

Taxa de câmbio nominal, rendimento dos títulos do Tesouro americano de dez anos e *spread* do CDS brasileiro (jan./2013-set./2014)
(1º jan./2013 = 100)



Fonte: BCB e Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Com relação à variação real da taxa de câmbio efetiva,¹ os dados até agosto mostravam uma valorização de 3,6% desde o início do ano, quando se usam os preços no atacado – Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) da Fundação Getulio Vargas (FGV) – como deflatores, e de 6,2% quando se consideram os preços ao consumidor – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Na média do período janeiro-agosto deste ano em relação ao mesmo período do ano passado, o câmbio real deflacionado pelo IPA ainda acumulava desvalorização de 1,6%, e o câmbio deflacionado pelo IPCA teve desvalorização de 3,9%. Em termos históricos, o nível do câmbio real em agosto era

1. Média ponderada das cotações do real em relação às moedas dos quinze principais parceiros comerciais do país (fonte: BCB).

semelhante ao observado no final de 2007 e acima do verificado no período que vai de meados de 2009 a meados de 2013.

BALANÇA COMERCIAL

O saldo comercial do período janeiro-agosto ficou próximo do equilíbrio, com pequeno *superavit* de US\$ 251 milhões, o que representou uma mudança importante em relação ao resultado do mesmo período de 2013 (*deficit* de US\$ 3,75 bilhões). Isso se deveu à desaceleração das importações, que acumularam queda de 4,1% na mesma base de comparação, superando o ritmo de redução das exportações (-1,7% no período). No acumulado dos últimos doze meses, o saldo comercial é positivo em US\$ 6,6 bilhões, com as exportações crescendo 0,4% e as importações tendo queda de 1,3%.

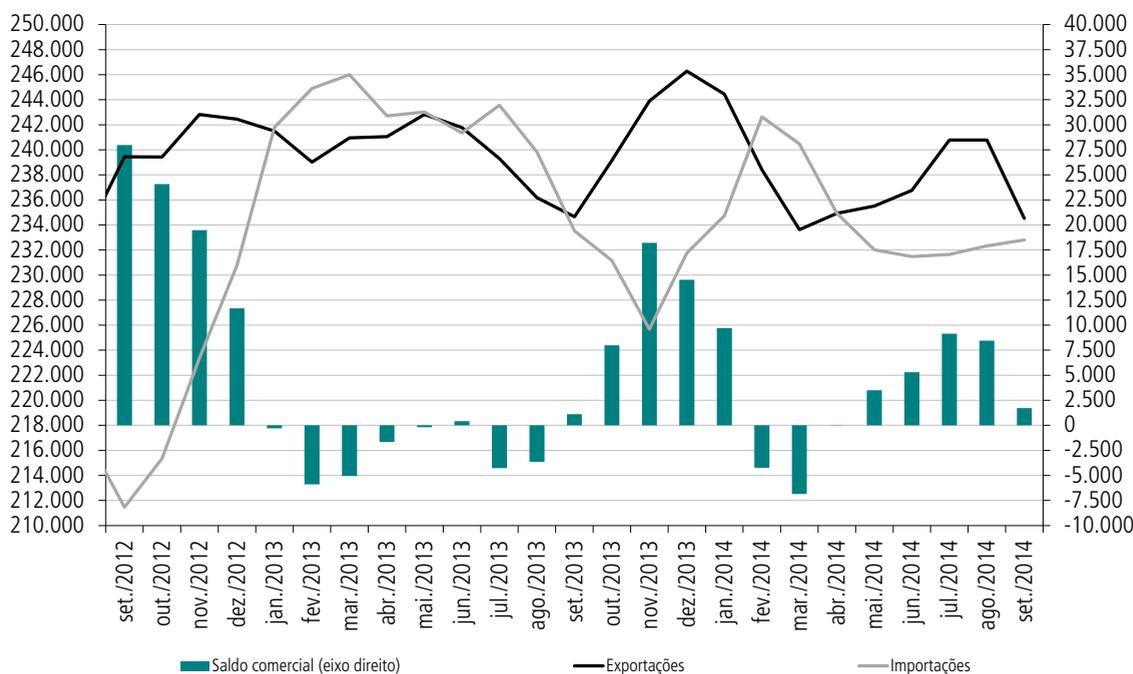
O gráfico 4.4 ilustra claramente a diferença nas trajetórias das exportações e das importações nos últimos meses, quando se consideram as séries dessazonalizadas. As primeiras se recuperaram a partir de abril, após atingirem o patamar mais baixo em três anos, e retornaram para níveis anualizados da ordem de US\$ 242 bilhões. As importações, por sua vez, reduziram-se para um patamar de US\$ 233 bilhões anuais, gerando um *superavit* dessazonalizado de cerca de US\$ 9 bilhões. Esses números na margem não diferem muito dos valores acumulados nos últimos doze meses (US\$ 239,5 bilhões nas exportações e US\$ 233 bilhões nas importações), embora sugiram que as exportações estiveram um pouco acima da tendência nos últimos meses.

Diante de qualquer ponto de vista, dois aspectos parecem claros. Primeiro, que as exportações continuam tendo baixo dinamismo, visto que têm oscilado no patamar de US\$ 240 bilhões há cerca de dois anos, e permanecem abaixo do recorde de US\$ 256 bilhões alcançado em 2011. O problema continua sendo o mau desempenho dos produtos manufaturados, que acumularam redução de 8,1% no período janeiro-agosto e de 1,7% nos últimos doze meses. O desempenho exportador em 2014 vem sendo sustentado pelos produtos básicos, que acumularam alta de 3,3% no período janeiro-agosto e de 3,3% nos últimos doze meses.

GRÁFICO 4.4

Exportações, importações e saldo comercial (set./2012-set./2014)

(Valores dessazonalizados em médias móveis de três meses, anualizadas – US\$ milhões)



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (Secex/MDIC).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O segundo ponto é que as importações entraram em um movimento de retração desde o início do ano, o que parece refletir o baixo dinamismo da atividade econômica e, em especial, da produção industrial – como também fica evidente na análise do *quantum* de importações apresentada adiante. De fato, o valor acumulado em doze meses das importações reduziu-se em cerca de US\$ 8 bilhões entre fevereiro e agosto deste ano, passando de US\$ 240,9 bilhões para US\$ 233 bilhões. A consistência deste movimento pode ser aferida pelo fato de que houve queda em todas as categorias de uso no período janeiro-agosto deste ano em relação ao mesmo período do ano passado: matérias-primas e bens intermediários (-2,2%), combustíveis (-5,7%), bens de capital (-7,2%), bens de consumo não duráveis (-3,0%) e até mesmo nos bens de consumo duráveis (-4,3%), que até recentemente acumulavam variação positiva.

Os movimentos da balança comercial em 2014 estão associados a um número relativamente pequeno de produtos, cujo saldo comercial apresentou variações expressivas (para mais ou para menos) no período janeiro-agosto, em relação ao mesmo período do ano passado. Esses produtos são destacados na tabela 4.2. O mais importante, sem sombra de dúvida, é o petróleo, cujo saldo voltou a ficar positivo

(US\$ 787 milhões) e apresentou melhora de US\$ 4,9 bilhões em comparação a 2013. Isso resultou de um crescimento de 54% das exportações e de uma retração de 9,8% das importações. É importante destacar que as vendas deste produto ainda não se recuperaram da forte queda sofrida em 2013. Nos doze meses até agosto último, as exportações somaram US\$ 16,8 bilhões, abaixo do recorde de mais de US\$ 23 bilhões atingido em abril de 2012.

TABELA 4.2

Exportações, importações e saldo comercial, segundo produtos selecionados
(Em US\$ milhões)

Setores	Janeiro-agosto de 2014 (US\$ milhões)			Variação – saldo (US\$ milhões)	
	Exportação	Importação	Saldo	2014-2013	2013-2012
Petróleo	10.906	10.119	787	4.926,6	-9.091
Soja	21.411	246	21.164	1.503,8	4.077
Farelo de soja	5.003	1	5.002	745,0	54
Máquinas e equipamentos	5.700	15.093	-9.393	1.767,5	-1.717
Óleos combustíveis e gasolina	2.837	6.871	-4.035	1.091,6	-2.445
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	2.152	6.032	-3.880	754,3	-1.042
Adubos, fertilizantes e corretivos do solo	262	5.155	-4.893	740,3	-912
Minério de ferro	17.955	0	17.955	-2.314,2	-197
Açúcar (em bruto e refinado)	5.908	6	5.902	-1.886,2	916
Milho	1.704	65	1.639	-1.607,3	1.649
Plataformas de petróleo	1.983	452	1.530	-1.275,4	2.406
Veículos automotores	8.081	15.404	-7.323	-961,3	-852
Demais	70.119	94.324	-24.205	516,9	-9.748
Total	154.018	153.767	250,9	4.001,5	-16.904

Fonte: Secex/MDIC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

As maiores exportações de soja (alta de 9,6%) trouxeram um ganho de US\$ 1,5 bilhão na balança, e o farelo de soja contribuiu com mais US\$ 745 milhões. Em compensação, o país teve perdas expressivas por conta da redução das exportações de minério de ferro (-US\$ 2,3 bilhões), açúcar em bruto e refinado (-US\$ 1,9 bilhão) e milho (-US\$ 1,6 bilhão), além de um menor montante de exportação de plataformas de petróleo (-1,28 bilhão). Na prática, a queda do saldo desses quatro produtos foi praticamente igual ao ganho obtido com petróleo, soja e farelo.

Com isso, a melhora do saldo comercial do país no ano foi possível principalmente em virtude da redução das importações de alguns produtos (destacados com fundo cinza na tabela 4.2) que têm importante participação na pauta importadora do país e registram, tradicionalmente, *deficit* comerciais bastante elevados. São eles: máquinas e equipamentos (queda do *deficit* de US\$ 1,77 bilhão em relação a janeiro-agosto de 2013), óleos combustíveis e gasolina (-US\$ 1,09 bilhão), máquinas, aparelhos e materiais elétricos (-US\$ 754 milhões) e adubos, fertilizantes e corretivos

do solo (–US\$ 740 milhões). É importante registrar, ainda, o *deficit* mais elevado de veículos automotores (US\$ 961 milhões), com queda de 37% nas exportações de automóveis de passageiros (principalmente por conta da Argentina) e de 24,4% de veículos de carga, sendo que as importações de automóveis também tiveram retração (10,9%).

A composição do comércio segundo principais países e blocos econômicos (tabela 4.3) também revela contrastes significativos nos primeiros oito meses deste ano. Os únicos mercados importantes para os quais houve crescimento das exportações foram Estados Unidos (US\$ 1,62 bilhão), com destaque para o crescimento das vendas de aviões, café e soja; Índia (1,13 bilhão), com predomínio de petróleo, açúcar e soja; e América Latina (exclusive Argentina), com US\$ 599 milhões. O bom desempenho fez com que estes três mercados garantissem um ganho de US\$ 3,9 bilhões no saldo comercial do país, na comparação com o mesmo período do ano anterior.

TABELA 4.3
Exportações, importações e saldo comercial, segundo principais países e blocos econômicos (jan.-ago./2014)
 (Em US\$ milhões)

Países/blocos	Janeiro-agosto de 2014 (US\$ milhões)			Variação exportação		Variação importação		Variação saldo
	Exportação	Importação	Saldo	%	Absoluta (US\$ milhões)	%	Absoluta (US\$ milhões)	Absoluta (US\$ milhões)
Estados Unidos	17.818	23.625	–5.807	10,0	1.621	–1,4	–337	1.958
Índia	2.940	4.406	–1.467	62,6	1.131	–2,6	–120	1.251
América Latina (exclusive Argentina)	20.751	15.877	4.874	3,0	599	–0,4	–66	665
União Europeia	28.858	32.200	–3.342	–4,4	–1.329	–5,7	–1.932	603
Argentina	9.821	9.340	481	–24,5	–3.180	–19,2	–2.223	–957
África	6.039	11.341	–5.302	–15,6	–1.113	–1,4	–165	–948
China	31.730	24.648	7.082	–0,3	–83	1,2	297	–380
Japão	4.375	4.032	343	–16,5	–864	–13,6	–634	–230
Coreia do Sul	2.391	5.955	–3.564	–22,5	–695	–8,2	–529	–167
Demais países	29.295	22.343	6.952	4,6	1.276	–4,0	–930	2.206
Total	154.018	153.767	251	–1,7	–2.637	–4,1	–6.638	4.001,5

Fonte: Secex/MDIC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Do outro lado do espectro estão diversos mercados importantes para os quais houve queda de exportações no acumulado do ano. O destaque absoluto é a Argentina, cujas vendas se reduziram em US\$ 3,18 bilhões (–24,5%) – queda generalizada entre os principais produtos da pauta, mas concentrada na indústria automotiva (automóveis, veículos de carga, tratores, peça e motores), que respondeu por redução de US\$ 2,2 bilhões. O saldo comercial do Brasil com o vizinho reduziu-se em US\$ 957 milhões, em virtude da forte retração também verificada em nossas importações. Houve redução importante das exportações para a União Europeia (US\$ 1,3 bilhão), mas a queda foi maior do lado

das importações, levando a uma melhora de US\$ 603 milhões no saldo bilateral. O comércio com a China, no entanto, teve redução de US\$ 380 milhões, com virtual estabilidade das exportações – a redução do valor exportado de minério de ferro foi compensada por elevações em soja e petróleo.

ÍNDICES DE PREÇOS E DE *QUANTUM* DO COMÉRCIO EXTERIOR

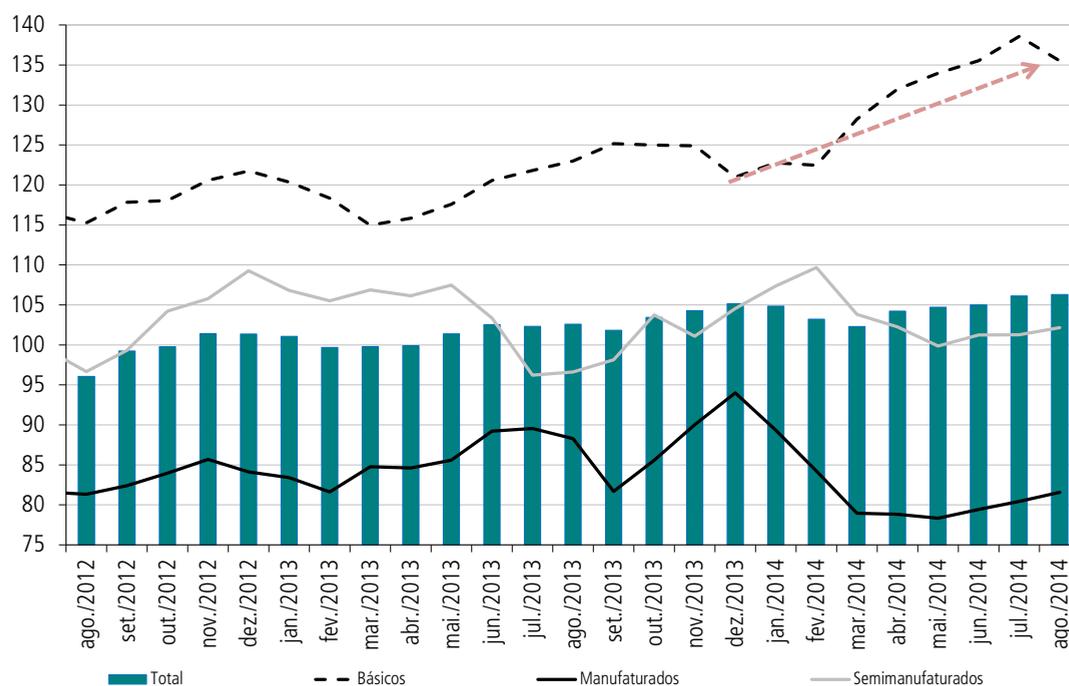
A redução das exportações no período janeiro-agosto deste ano deveu-se exclusivamente à queda dos preços, de 3,8% em comparação ao mesmo período do ano passado, uma vez que o *quantum* total teve crescimento de 2,3%. Este crescimento concentrou-se nos produtos básicos (alta de 10,1%), especialmente com o aumento dos volumes exportados de petróleo em bruto (54,5%), soja em grão (13,0%) e minério de ferro (5,3%). Os manufaturados, em contraste, sofreram redução de 7,8% do *quantum*, que foi generalizada entre os principais produtos da pauta, com destaque para as quedas nas vendas da indústria automotiva, de aviões, de plataformas de petróleo e de açúcar refinado. A queda de preços de exportação concentrou-se nos produtos básicos (-5,9%), em virtude da redução dos preços médios de exportação de minério de ferro (-15,0%), soja em grão (-4,2%), carne de frango (-7,8%) e milho (-26,0%). A redução foi significativa também nos semimanufaturados (-4,8%), com forte influência dos preços do açúcar em bruto (-10,8%) e da celulose (-7,0%). Nos manufaturados, a queda de preços foi de apenas 0,3%.

O gráfico 4.5 evidencia que todo o crescimento do *quantum* exportado na margem tem se dado nos produtos básicos, que acumulam alta da ordem de 12,0% desde o final do ano passado. Os manufaturados, ao contrário, tiveram redução de 13,2% na mesma comparação, entre outros motivos porque os dados do final de 2013 estiveram “inflados” por um volume excepcionalmente elevado de plataformas exportadas no último trimestre. Nos semimanufaturados, o nível atual do *quantum* também é um pouco inferior ao do final de 2013. O gráfico revela, ainda, que os básicos já alcançaram um patamar de *quantum* exportado que é cerca de 35% superior ao alcançado no imediato pré-crise internacional, em setembro de 2008. Nos semimanufaturados, o nível atual é 2% maior que naquela época, ao passo que os manufaturados ainda acumulam uma perda de 18%. O desempenho recente não sugere que um processo de aceleração esteja em curso nessas duas classes de produtos.

GRÁFICO 4.5

Índices de *quantum* de exportações, segundo classes de produtos (ago./2012-ago./2014)

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses – set./2008 = 100)

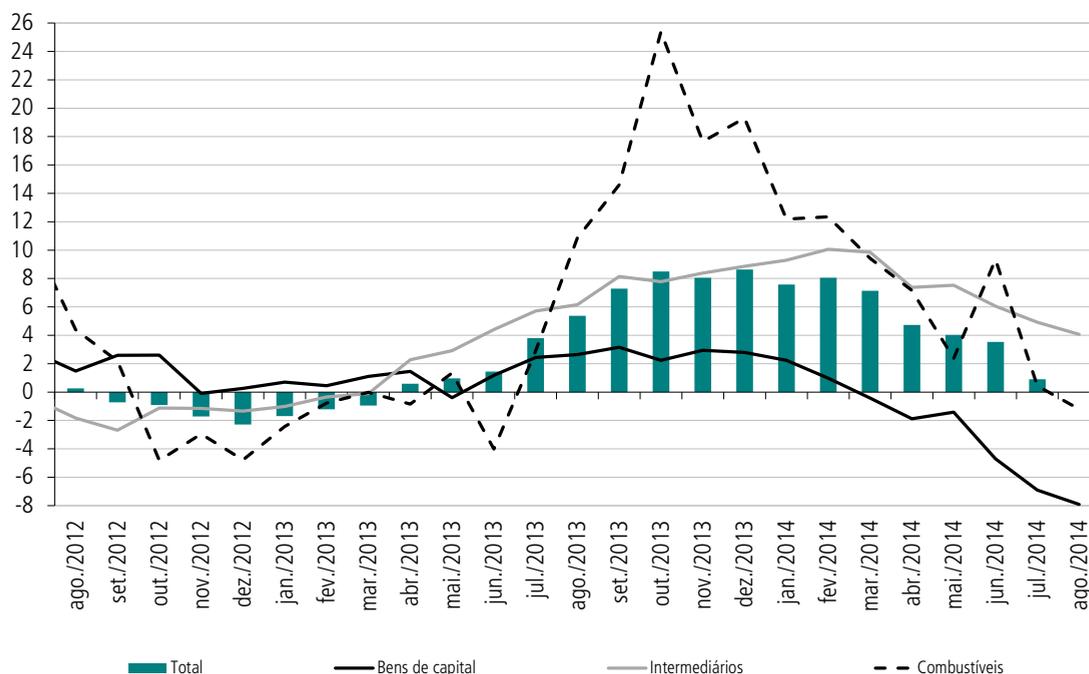


Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Quanto às importações, a queda no período janeiro-agosto deste ano deveu-se principalmente à redução de 2,7% do *quantum*, embora os preços também tenham tido redução (-1,4%). A queda dos preços deveu-se exclusivamente aos bens intermediários (-3,6%), ao passo que as demais categorias registraram pequenos aumentos. O *quantum*, contudo, teve retração em todas as categorias de uso, com destaque para bens de capital (-11,8%) e bens de consumo duráveis (-11,5%). No acumulado dos últimos doze meses, a variação do *quantum* importado total é zero, havendo variação positiva apenas nos bens intermediários (4,1%) e, mesmo assim, em forte desaceleração. O gráfico 4.6 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 estarem em retração, refletindo a queda do investimento doméstico.

GRÁFICO 4.6
Índices de *quantum* de importações, segundo categorias de uso selecionadas
(ago./2012-ago./2014)
 (Taxas de crescimento acumuladas em doze meses, em %)



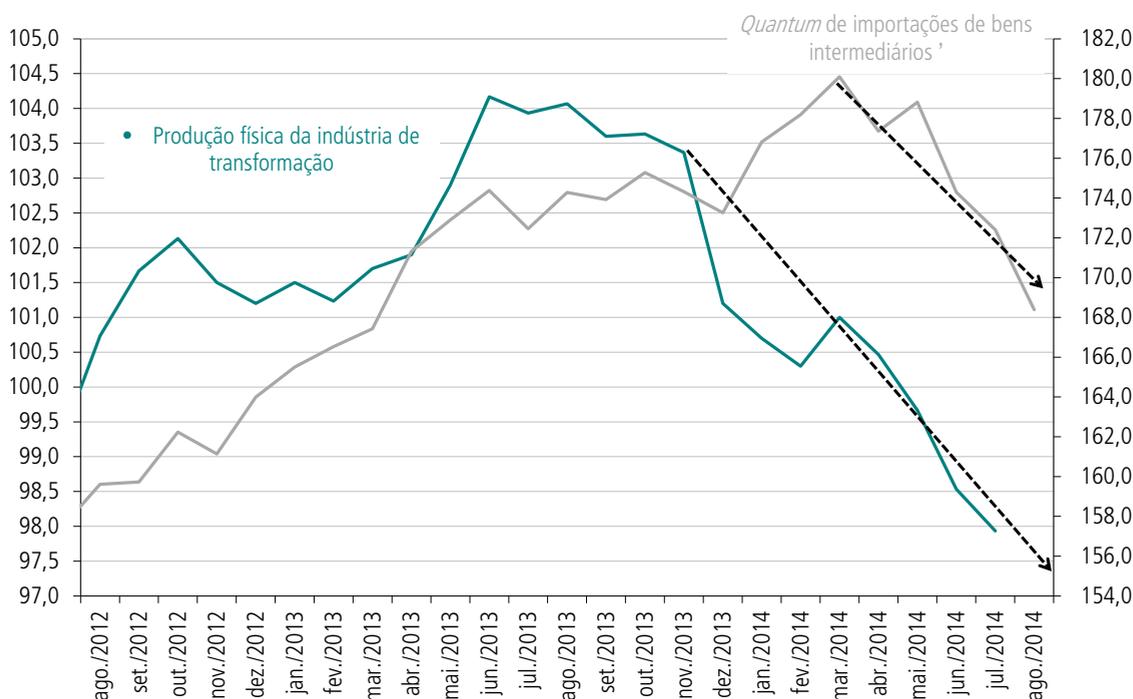
Fonte: Funcex.
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A desaceleração do *quantum* importado de bens intermediários vem respondendo, como de costume, à evolução negativa da produção da indústria de transformação doméstica. O primeiro trimestre de 2014 sugeria um “descolamento” das séries, mas a situação parece ter voltado ao normal a partir de abril, como ilustra o gráfico 4.7. A trajetória de queda do *quantum* ocorreu com quatro meses de defasagem em relação ao movimento mais acentuado de contração da produção física da indústria.

GRÁFICO 4.7

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

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

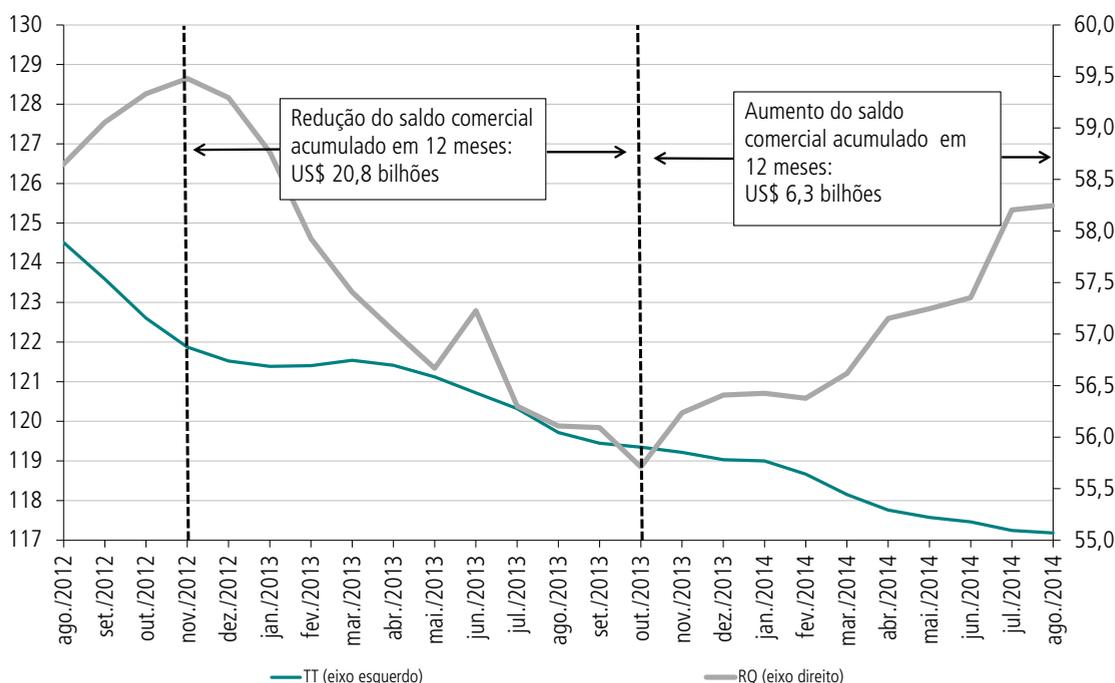


Fonte: Funcex e IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Os termos de troca do país permaneceram em queda ao longo dos oito primeiros meses do ano, acumulando variação negativa de 2,3% em relação ao mesmo período de 2013. Desde o final de 2011, quando alcançaram o nível mais elevado em trinta anos, os termos de troca acumularam perda de 9,2%. Em 2014, a queda de preços tem sido compensada pelo aumento da razão de *quantum*, de 5,1%, devido ao crescimento do *quantum* exportado e à queda do *quantum* importado. Em 2013, ao contrário, a razão de *quantum* havia sofrido queda de 4,9%. A intensidade da recuperação da razão de *quantum* a partir do final de 2013, ilustrada no gráfico 4.8, foi o que permitiu a melhora do saldo comercial até agosto, da ordem de US\$ 6 bilhões em valores anualizados. No período imediatamente anterior, entre o final de 2012 e o final de 2013, a conjugação de queda de preços e de *quantum* havia levado a uma redução do saldo comercial de US\$ 20,8 bilhões.

GRÁFICO 4.8
Evolução dos termos de troca (TT) e da razão de *quantum* (RQ)
(ago./2012-ago./2014)
 (Média móvel de doze meses – 2006 = 100)



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

BALANÇA DE SERVIÇOS E DE RENDAS

O *deficit* de US\$ 56,0 bilhões nas contas de serviços e de rendas do balanço de pagamentos representou uma virtual estabilidade em relação ao mesmo período de 2013 (tabela 4.4). O aumento dos saldos negativos de viagens internacionais (2,0%), aluguel de equipamentos (19,5%) e juros (0,9%) foi compensado pela redução dos *deficit* de transportes (-10,1%) e de remessas de lucros e dividendos (-5,2%), além de um aumento do *superavit* da conta de serviços empresariais, profissionais e técnicos (14,3%).

TABELA 4.4
Balança de serviços e de rendas (janeiro-agosto)
 (Em US\$ milhões)

Contas	Janeiro-agosto			Variação (%)
	2012	2013	2014	2014-2013
Serviços e rendas	(46.682)	(55.935)	(56.030)	0,2
Serviços	(25.999)	(30.126)	(30.926)	2,7
Viagens internacionais	(10.076)	(12.073)	(12.319)	2,0
Aluguel de equipamentos	(12.156)	(11.659)	(13.935)	19,5
Transportes	(5.666)	(6.679)	(6.001)	(10,1)
Empresariais, profissionais e técnicos	8.013	7.045	8.053	14,3
Demais serviços	(6.114)	(6.760)	(6.723)	(0,6)
Rendas	(20.683)	(25.809)	(25.104)	(2,7)
Lucros e dividendos	(14.223)	(17.299)	(16.393)	(5,2)
Juros	(6.821)	(8.857)	(8.933)	0,9
Salários	362	346	222	(36,0)

Fonte: BCB.

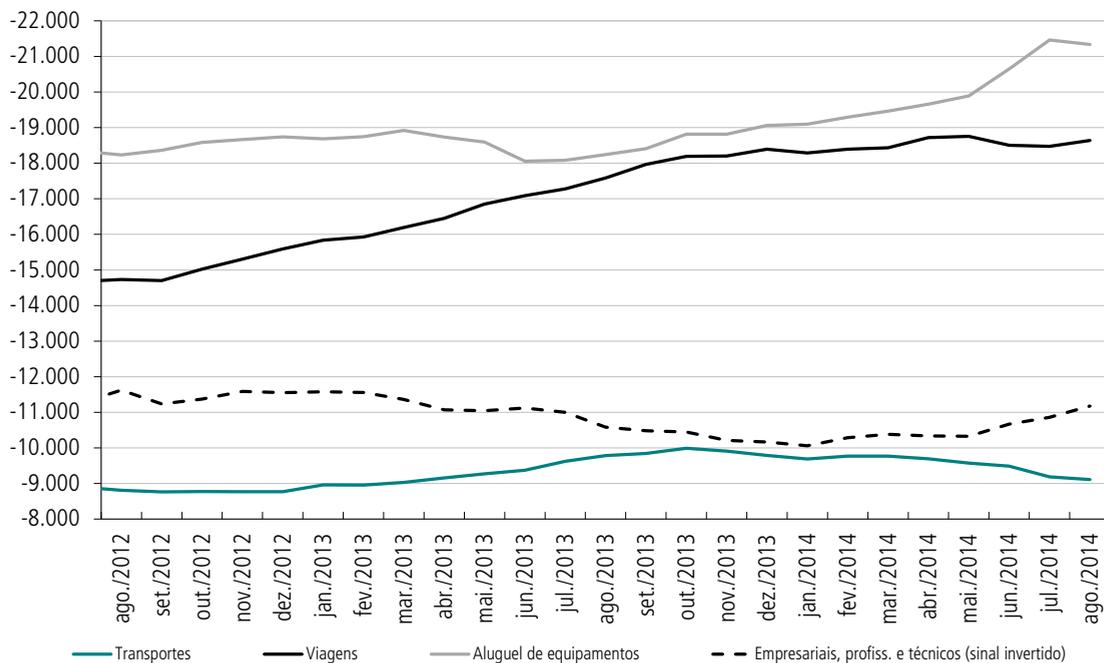
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na balança de serviços, o gráfico 4.9 mostra que a conta de aluguel de equipamentos continua sendo o principal item deficitário, aumentando recentemente a distância em relação à conta de viagens internacionais. Esse movimento era 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. Já o *deficit* da conta de viagens internacionais, embora permaneça em crescimento, o faz a um ritmo mais lento que o observado no ano passado, evolução que está em linha com a desaceleração do consumo doméstico total. As despesas líquidas com transportes reduziram-se 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 recuperou o nível alcançado em 2012.

Na conta de rendas (gráfico 4.10), destacam-se a virtual estabilidade das despesas com lucros e dividendos (da ordem de US\$ 30 bilhões anuais) e uma ligeira redução das receitas (cerca de US\$ 4,5 bilhões). No caso dos juros, as despesas também estabilizaram-se nos últimos meses no patamar de US\$ 19 bilhões anuais, mas o *deficit* da conta cresceu em virtude da redução das receitas, que hoje são da ordem de US\$ 4,5 bilhões anuais, em contraste com mais de US\$ 10 bilhões obtidos em 2008. Essa redução coincide com o movimento de queda das taxas de juros das principais moedas globais.

GRÁFICO 4.9

Balança de serviços: saldos das principais rubricas (ago./2012-ago./2014) (Médias móveis de doze meses, em US\$ milhões)

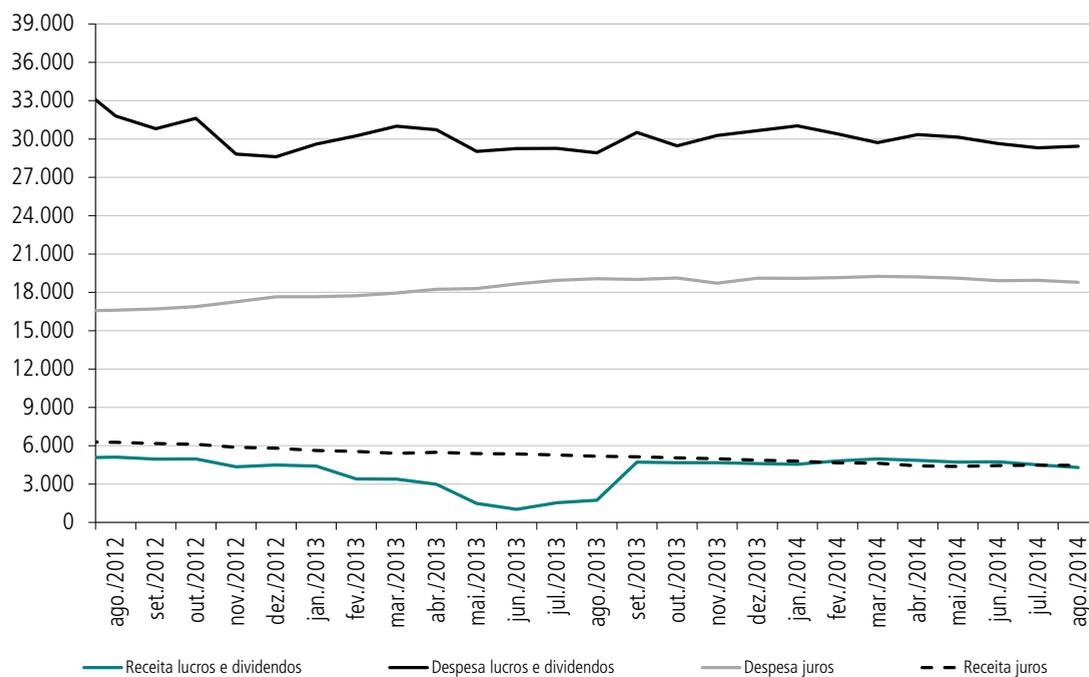


Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4.10

Rendas: receita e despesa (ago./2012-ago./2014) (Médias móveis de doze meses, em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

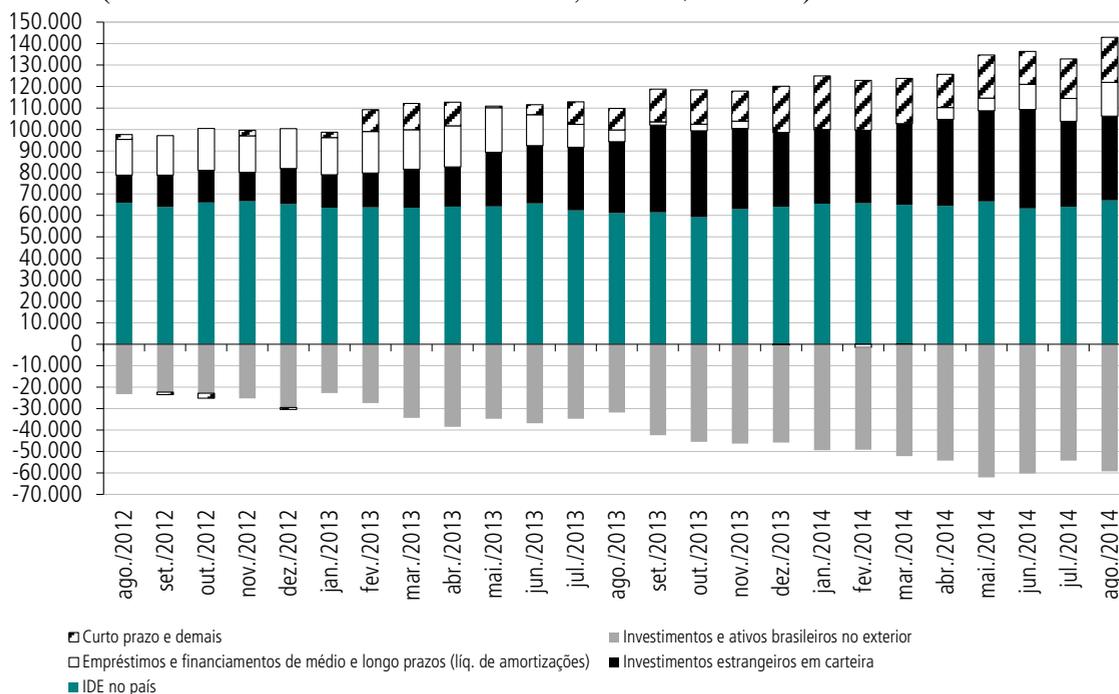
FLUXOS DE CAPITAL

O saldo geral da conta capital e financeira do balanço de pagamentos vem tendo recuperação expressiva ao longo do ano, após a retração observada em 2013. Em doze meses, o saldo total acumula US\$ 83,7 bilhões, o nível mais elevado em dois anos. O desempenho foi especialmente favorável no trimestre junho-agosto, quando, em valores dessazonalizados, a média mensal ficou acima de US\$ 9 bilhões, contra pouco mais de US\$ 7 bilhões no período janeiro-maio. Embora o nível atual ainda seja inferior ao recorde alcançado na virada de 2010 para 2011 (valores mensais da ordem de US\$ 10 bilhões a US\$ 12 bilhões), ele garante uma folga razoável para financiar o *deficit* em transações correntes e ainda assegurar a acumulação de reservas.

O IDE continua sendo o principal sustentáculo dos fluxos, mantendo-se em um patamar superior a US\$ 60 bilhões em doze meses. O crescimento recente dos fluxos, porém, deriva principalmente da recuperação dos fluxos líquidos de empréstimos e títulos de longo prazo, que somaram US\$ 15,7 bilhões nos doze meses até agosto último, contra US\$ 5,5 bilhões um ano atrás. Isso resultou do aumento dos desembolsos (para US\$ 73 bilhões, contra US\$ 59,6 bilhões até agosto de 2013), mas é importante destacar a recente mudança de patamar do montante de amortizações de empréstimos, de cerca de US\$ 35 bilhões anuais em 2012 para US\$ 57,3 bilhões nos últimos doze meses, o que reflete o grande aumento das captações observado principalmente no biênio 2010-2011. Destaca-se também o crescimento dos investimentos estrangeiros em carteira (US\$ 39,2 bilhões em doze meses, sendo US\$ 14,9 bilhões na forma de ações de empresas brasileiras), movimento que se observa desde meados de 2013, quando o governo brasileiro começou a retirar os controles para a entrada de capital então em vigor.

O gráfico 4.11 mostra que houve um aumento significativo das entradas de capital na forma de investimentos, empréstimos e títulos de longo prazo e capitais de curto prazo do final de 2012 para cá, de cerca de US\$ 100 bilhões para US\$ 140 bilhões. Em compensação, houve crescimento dos investimentos e ativos brasileiros no exterior, que somaram US\$ 59,2 bilhões nos doze meses até agosto. Apenas uma pequena parte disso refere-se a investimento direto (pouco mais de US\$ 2 bilhões). A maior parte refere-se a créditos comerciais de curto prazo concedidos a agentes no exterior (US\$ 41,3 bilhões) e outra parte importante diz respeito a depósitos e aquisição de moedas no exterior pelo setor privado nacional (exceto bancos).

GRÁFICO 4.11
Conta capital e financeira: principais rubricas
 (Valores acumulados em doze meses, em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

5 MOEDA E CRÉDITO

SUMÁRIO

Conforme amplamente esperado pelos agentes econômicos, o Comitê de Política Monetária (Copom) manteve inalterada a meta para a Selic em 11,00% em sua última reunião, ocorrida em 3 de setembro. Haverá mais duas reuniões em 2014, dias 29 de outubro e 3 de dezembro, mas não se esperam alterações. A taxa de juros básica real *ex-ante* está em 4,7% ao ano (a.a.) e a *ex-post*, em 4,0% a.a., estáveis nos últimos meses depois da elevação iniciada no primeiro trimestre de 2013. A taxa de juros nominal média da economia apurada em agosto foi de 43,1% e deverá se manter próxima disso até o fim do ano. O total de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN) cresceu 11,1% na comparação de agosto de 2014 com agosto de 2013, continuando longa trajetória de desaceleração. O crédito direcionado continua crescendo bem mais do que o livre; o dos bancos públicos, bem acima do concedido pelos bancos privados; e o crédito à pessoa física cresce mais do que à pessoa jurídica, embora com diferença não tão grande. A inadimplência continua apresentando pouca alteração. Em julho e agosto últimos, o Banco Central do Brasil (BCB) editou normas para depósitos compulsórios e capital requerido para operações de crédito no varejo, revertendo parcialmente medidas macroprudenciais tomadas em 2010. O impacto total potencial na liquidez foi estimado em R\$ 55 bilhões, equivalentes a 1,9% do total de crédito na economia e a 1,1% do produto interno bruto (PIB).

JUROS

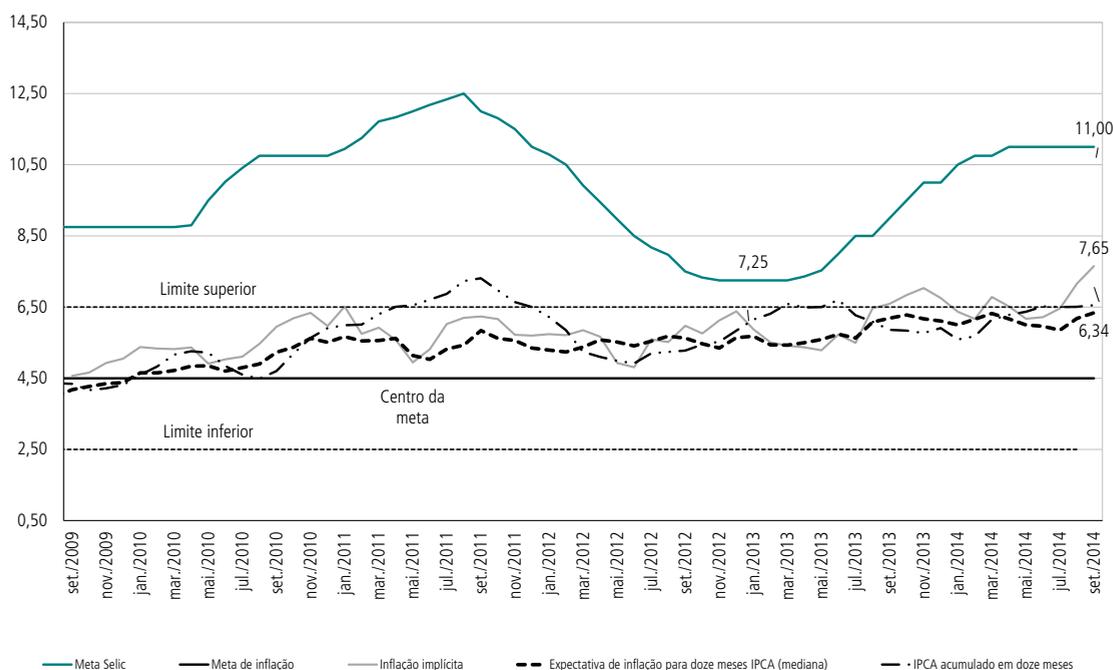
“Avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés.” Este foi o comunicado divulgado após a reunião do Copom em 3 de setembro. Repetiu-se o texto da reunião anterior (16 de julho), tendo apenas sido retirada a expressão “neste momento”: “Avaliando a evolução do cenário macroeconômico e as perspectivas para a inflação, o Copom decidiu, por unanimidade, *neste momento*, manter a taxa Selic em 11,00% a.a., sem viés.” Essa expressão costuma ser usada para sinalizar uma possível mudança no curto prazo; sua ausência, portanto, indicou que o BCB não pretende alterar a taxa básica da economia em breve.

A trajetória recente da meta para Selic pode ser observada no gráfico 5.1, que mostra também a evolução de várias medidas de inflação, referentes ao Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). A taxa acumulada em doze meses atingiu

6,56% em setembro.¹ Segundo o boletim *Focus*/BCB de 26 de setembro, a expectativa de inflação acumulada para os próximos doze meses é de 6,34%. A inflação implícita nas remunerações dos títulos públicos federais era de 7,65% em 2 de outubro último.²

GRÁFICO 5.1

Meta Selic, meta de inflação, IPCA acumulado em doze meses e expectativas de inflação para doze meses (set./2009-set.2014)
(Em %)



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

O gráfico 5.2 mostra a evolução da taxa de juros real, *ex-ante* e *ex-post*. O recente ciclo de aperto monetário trouxe essas taxas para a faixa entre 4% e 5% a.a., depois de terem atingido níveis bem baixos, em relação à série, no último trimestre de 2012 e no primeiro de 2013. A taxa *ex-post* chegou a 0,53% em março de 2013, enquanto a *ex-ante* atingiu seu mínimo, 1,36%, em dezembro de 2012.

1. Usou-se para setembro o dado mensal do IPCA-15, por não estar o IPCA disponível ainda.

2. Na inflação implícita, não há somente o componente de expectativa da inflação embutida nos retornos dos ativos prefixados (juros nominais) e ativos indexados à inflação (juros reais), mas também um componente de prêmio de risco. Ver, para mais explicações, o box *Extração da inflação implícita na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ)* na *Carta de conjuntura* nº 19, de junho de 2013, p. 50. A inflação implícita aqui apresentada é calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA).

GRÁFICO 5.2
Taxa de juros real *ex-ante* e *ex-post* (set./2009-set.2014)
 (Em %)



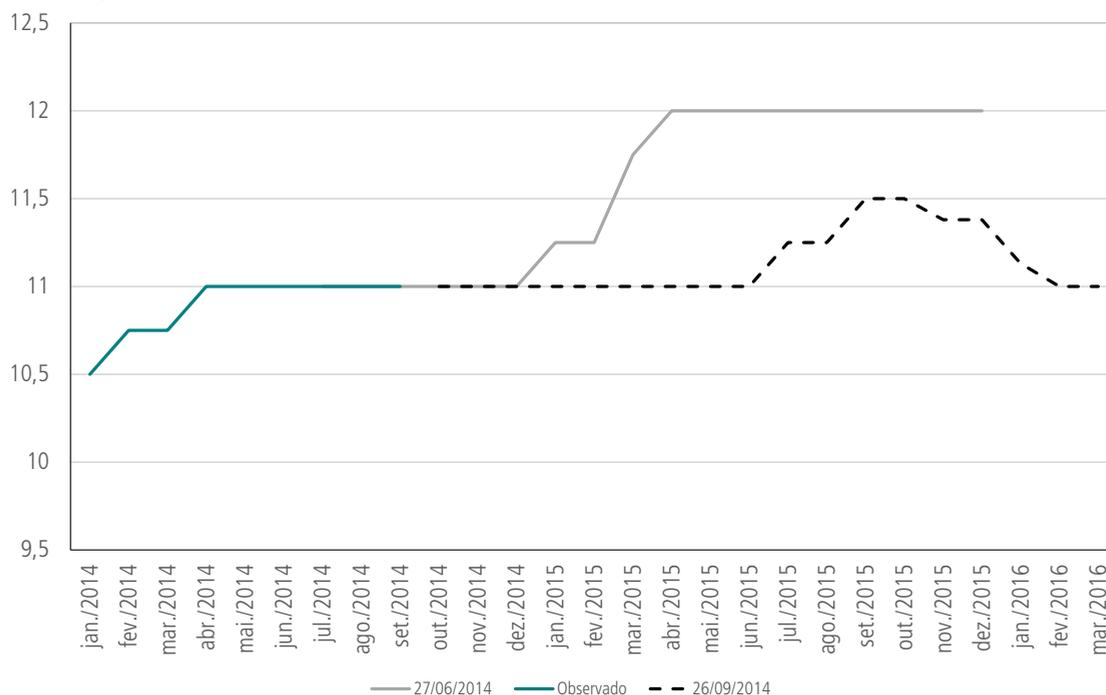
Fonte: BCB, IBGE e Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: Taxa real de juros *ex-ante* calculada com *swap* DI x pré e expectativa para o IPCA para os próximos doze meses do relatório *Focus*/BCB; taxa real de juros *ex-post* calculada com Selic acumulada nos últimos doze meses e IPCA acumulado no mesmo período (em setembro de 2014, o IPCA-15 acumulado em doze meses).

Há cerca de três meses, quando da última edição desta Carta, a inflação alta, o crescimento baixo e a ausência de sinalizações do BCB sobre o futuro da meta para a Selic levavam à expectativa de uma pausa no aperto da política monetária até o fim de 2014, segundo o boletim *Focus*/BCB da época, com retomada das elevações da Selic a partir de janeiro de 2015, chegando a 12,0% em abril, quando se esperava nova interrupção até o fim do ano. No *Focus* referente a 26 de setembro, a expectativa é de manutenção do atual nível, 11,0%, até pelo menos o fim do primeiro semestre de 2015 (gráfico 5.3), sendo elevada para 11,5% no segundo semestre, para em seguida declinar até 11,0% em março de 2016. Provavelmente, essa mudança reflete a sinalização dada pelo Copom de que não pretende alterar em breve a taxa de juros, conforme comentado. Entretanto, é prudente ter em mente, ao se observar esses dados, que as expectativas para os juros estão muito voláteis, assim como outras variáveis, a exemplo do câmbio, por causa das incertezas do corrente período eleitoral.

GRÁFICO 5.3
Expectativa Focus/BCB para meta Selic (jan./2014-mar./2016)
 (Em %)



Fonte: BCB.

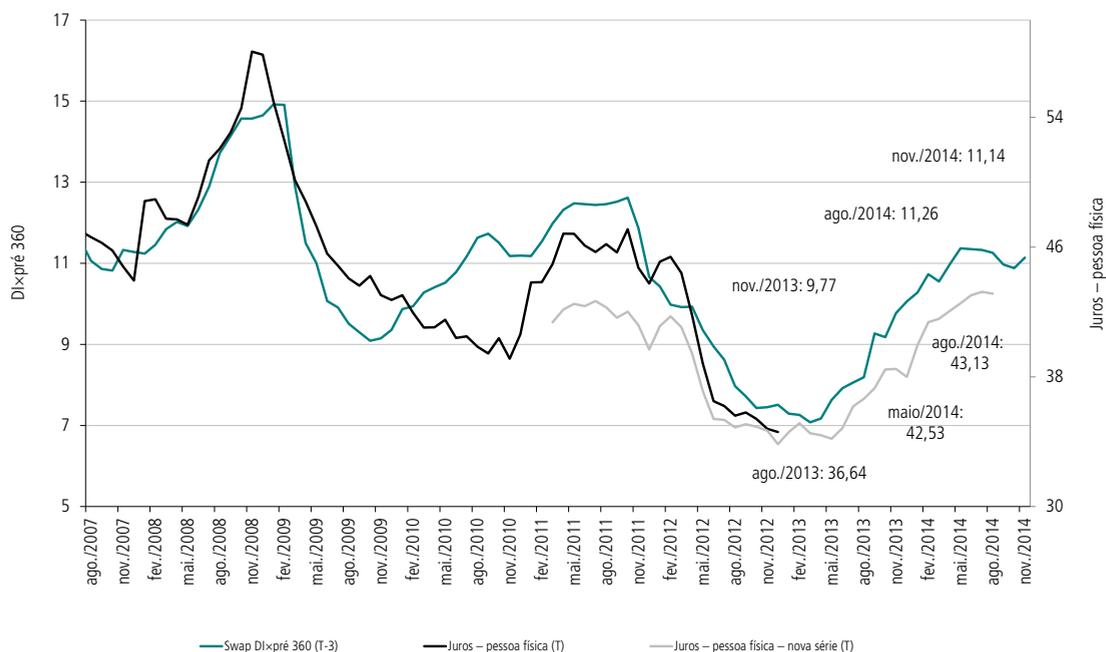
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A taxa média de juros das operações de crédito de todo o SFN caiu de 21,4% em maio para 21,1% em agosto de 2014, mas situando-se ainda 1,8 ponto percentual (p.p.) acima da taxa de agosto de 2013. Essa taxa tem oscilado entre esses dois valores – 21,1% e 21,4% – desde fevereiro último. A taxa média para pessoas jurídicas caiu de 16,3% em maio para 15,8% em agosto de 2014, mas isso ainda representa elevação de 1,1 p.p. em relação a doze meses antes. A taxa média para pessoas físicas foi de 27,9% em agosto, o mesmo valor de três meses antes e 2,7 p.p. acima de agosto de 2013. O gráfico 5.4 mostra que a taxa para pessoas físicas com recursos livres acompanha o *swap* DI x pré com defasagem de três meses, e sugere que essa taxa deve oscilar em torno do seu valor atual, 43,1%, até o fim do ano, refletindo a interrupção da elevação da meta para a Selic e a expectativa de sua manutenção nos próximos meses.

GRÁFICO 5.4

Taxa média de juros para pessoa física: recursos livres versus swap DI x pré com prazo de 360 dias (ago./2007-nov./2014)

(Em % a.a.)



Fonte: BCB, BM&FBovespa e BTG Pactual.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

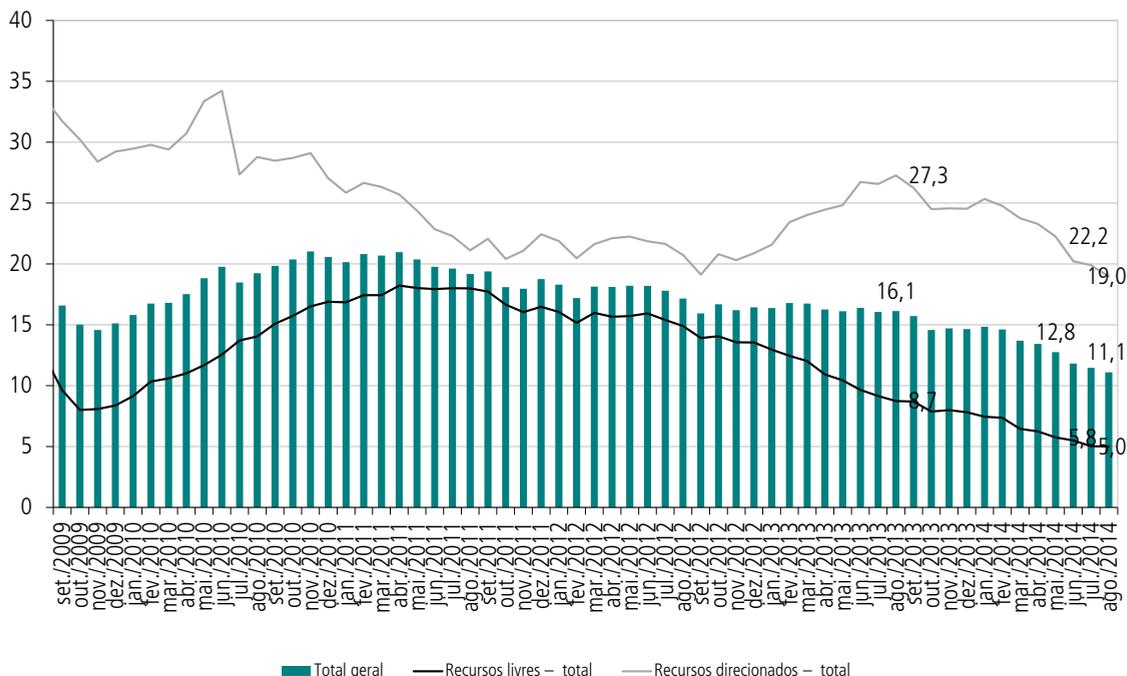
CRÉDITO

A nota para a imprensa do BCB com dados sobre política monetária e operações de crédito referentes a agosto de 2014, divulgada em 26 de setembro, mostra continuidade da queda nas taxas de crescimento em doze meses dos saldos. O crédito direcionado continua crescendo bem mais do que o livre, o dos bancos públicos cresce bem acima do crédito concedido pelos bancos privados e o crédito à pessoa física cresce mais do que à pessoa jurídica, embora com diferença não tão grande. A inadimplência continua apresentando pouca alteração.

O total de crédito no SFN cresceu 11,1% na comparação de agosto de 2014 com agosto de 2013. Na mesma comparação, em maio, quando da última edição desta Carta, o crescimento era de 12,8% e, em agosto de 2013, de 16,1%. O gráfico 5.5 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 19,0% em agosto, o livre cresceu 5,0%. Essa taxa de crescimento nominal do segmento livre já se configura como uma queda real, pois inferior à inflação 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, desde então, veio diminuindo continuamente até a taxa de 19,0% observada em agosto.

GRÁFICO 5.5
Saldo das operações de crédito: recursos livres e direcionados
(set./2009-ago./2014)
 (Mês sobre o mesmo mês do ano anterior, em %)



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

O saldo de crédito para pessoas físicas cresceu 13,4% em agosto de 2014, na comparação com o mesmo mês de 2013. Em maio, o crescimento havia sido de 14,7% e, em agosto do ano passado, de 16,3%. Para pessoas jurídicas, os números são, respectivamente, 9,1%, 11,1% e 16,0%, também mostrando desaceleração. A taxa de crescimento dos empréstimos concedidos por instituições financeiras públicas foi de 16,2% em agosto de 2014, caindo em relação a maio (19,4%) e a agosto do ano passado (28,1%). Nas instituições públicas, exceto BNDES, essas taxas foram de 19,7%, 23,8% e 34,7%, respectivamente. As taxas de crescimento de empréstimo feitas pelo BNDES também têm caído; a variação em doze meses em agosto de 2013 tinha sido de 19,5% e, em agosto de 2014, foi de 11,0%. As instituições privadas nacionais já tinham reduzido anteriormente o ritmo de crescimento de seus saldos e, em agosto último, apresentaram a mesma taxa de crescimento em doze meses de agosto de 2013: 5,9%. Mas isso representa uma desaceleração em relação a maio último, quando a taxa de crescimento foi de 6,3%. O movimento mais recente do crédito concedido por instituições privadas

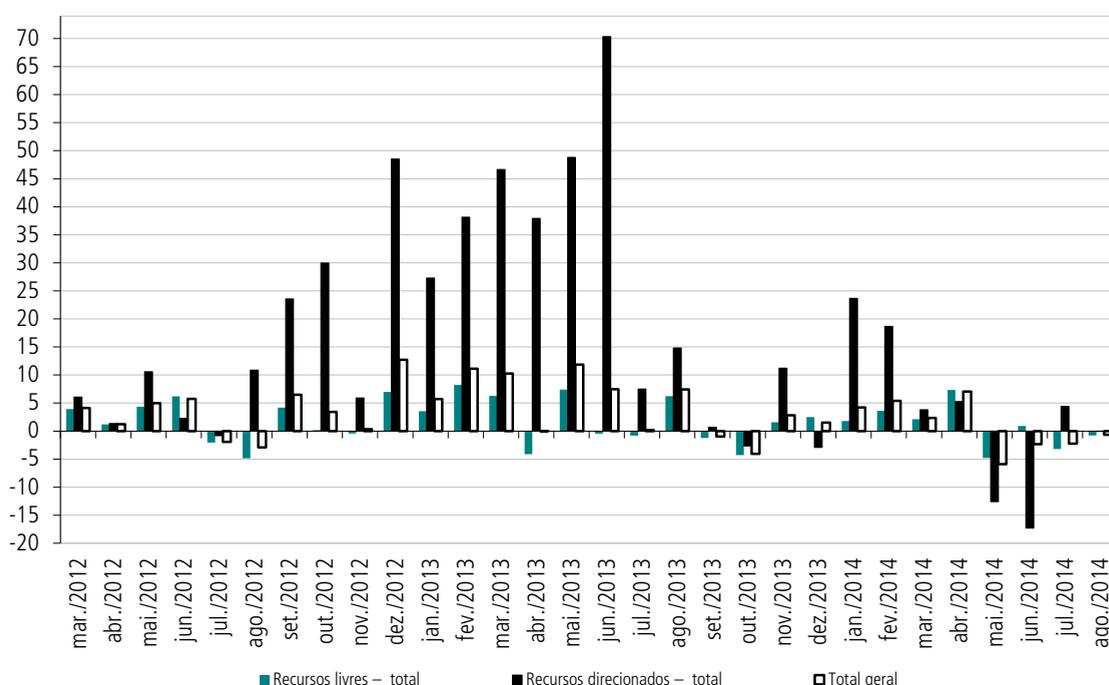
estrangeiras também é de desaceleração: 5,2% em agosto último, 7,0% em maio deste ano e 7,3% em agosto de 2013.

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 até abril de 2014, mas, de maio em diante, passaram a apresentar queda. Em agosto, a taxa continuou negativa, mas em menor magnitude, -0,7%, contra média de -3,5% nos três meses anteriores. As concessões para pessoas jurídicas caíram 5,1% em agosto, queda bem menor que a de 14,4% observada em maio e também menor do que a média de 7,9% negativos de junho e julho. A taxa de crescimento das novas concessões para pessoas físicas em agosto, sempre em relação ao mesmo mês do ano anterior, foi de 3,6%, equivalente à média de 3,5% verificada de maio a julho. O crescimento de novas concessões de crédito direcionado em agosto foi nulo, depois de ter crescido 4,4% em julho e caído, em média, 14,9% em maio e junho. Em agosto do ano passado, essa modalidade ainda crescia a 14,8%. Os créditos livres apresentaram queda de 0,8% em agosto, o que não se diferencia muito da média dos últimos doze meses que foi de 0,5% (gráfico 5.6).

GRÁFICO 5.6

Operações de crédito do SFN: média diária das concessões (mar./2012-ago./2014)

(Valores deflacionados pelo IPCA, mês/mesmo mês do ano anterior, em %)



Fonte: BCB.

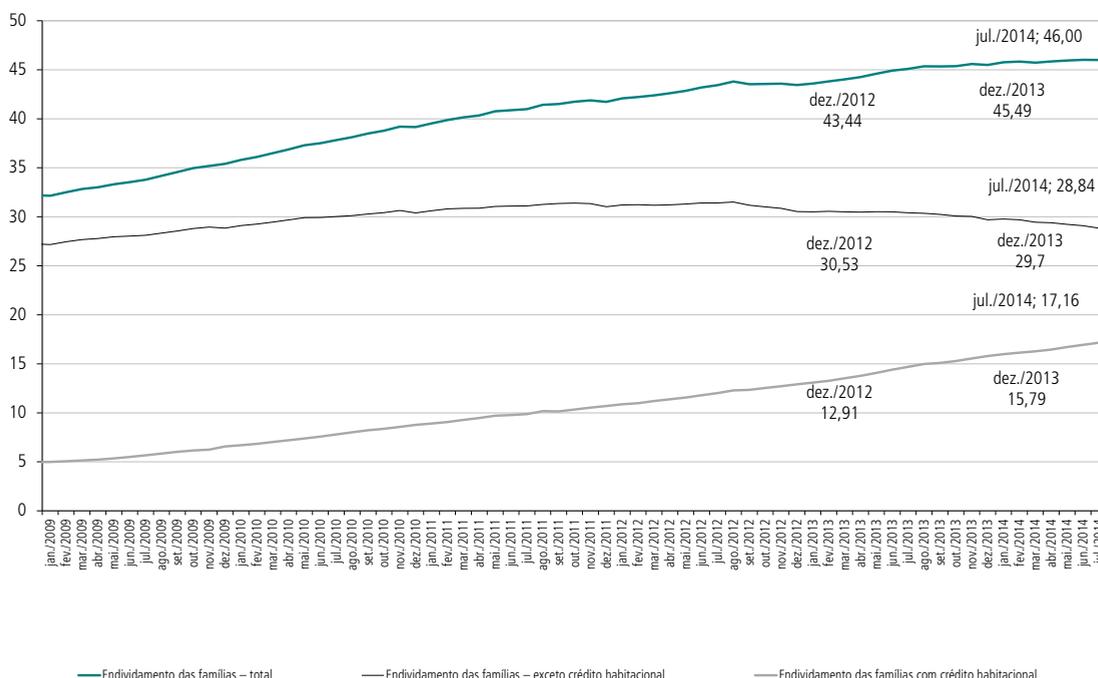
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

INADIMPLÊNCIA

A taxa de inadimplência total do SFN ficou estável em agosto de 2014, em relação a maio deste mesmo ano, ao ser aferida em 3,1%, e praticamente estável também em relação a agosto de 2013, quando foi de 3,2%. A estabilidade em relação a três meses antes ocorre também quando se observa o crédito livre para pessoas físicas, com 6,6% em agosto e 6,7% em maio. Em relação a agosto de 2013, houve queda de 0,4 p.p. Chama atenção a elevação na inadimplência no cheque especial, que atingiu 10% em agosto último para pessoas físicas e 8,3% para jurídicas. Em maio, essas taxas, em série revista pelo BCB, eram de 8,9% e 7,0%, respectivamente.

O BCB voltou a atualizar, após três meses, as séries de endividamento das famílias com o SFN em relação à renda acumulada dos últimos doze meses, e de comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas com o SFN. O endividamento total alcançou 46,0% em julho, aumentando 0,9 p.p. em relação a julho de 2013. Esse incremento foi composto de +2,5 p.p. no crédito habitacional e -1,6 p.p. no restante. O gráfico 5.7 ilustra a trajetória recente do endividamento total, habitacional e não habitacional.

GRÁFICO 5.7
Endividamento das famílias em relação à renda acumulada em doze meses
(jan./2009-jul./2014)
(Em %)

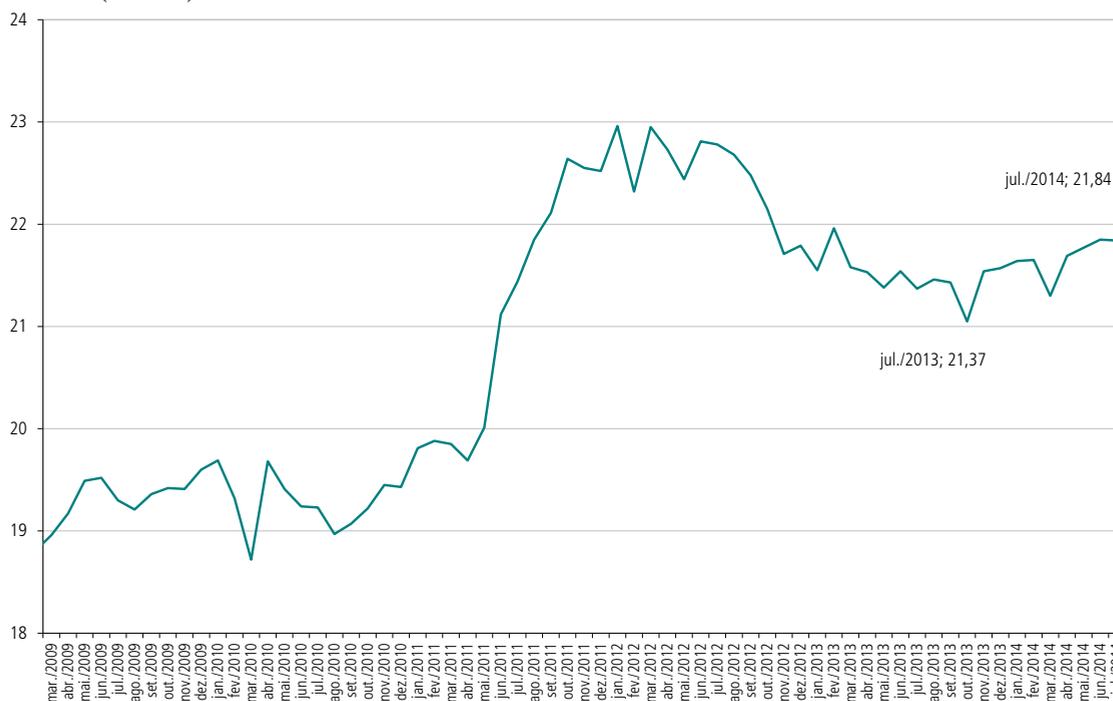


Fonte: BCB.
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O comprometimento da renda das famílias com o serviço de dívidas com o SFN (gráfico 5.8) foi de 21,8% em julho último, configurando estabilidade em relação a

junho e discreta elevação em relação a julho de 2013 (21,4%). Em julho de 2014, o pagamento de amortização do principal correspondeu a 59% das despesas com serviço da dívida e os juros, com os demais 41%. Doze meses antes, esses percentuais eram de 60% e 40%, respectivamente.

GRÁFICO 5.8
Comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas com o SFN (mar./2009-jul./2014)
 (Em %)



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

COMPULSÓRIOS E REGULAÇÃO

Em julho e agosto últimos, o BCB editou normas para depósitos compulsórios e capital requerido para operações de crédito no varejo, revertendo parcialmente medidas macroprudenciais tomadas em 2010. Em 25 de julho, fez ajustes nas regras dos recolhimentos compulsórios: foram alteradas normas relativas aos recolhimentos sobre recursos a prazo e à vista com efeito de aumento da liquidez disponível na economia estimado em R\$ 30 bilhões. Na mesma data, ajustou critérios relativos ao requerimento mínimo de capital para risco de crédito das operações de varejo, de crédito consignado, para veículos e outros créditos para consumo. O capital adicional requerido nas operações de crédito em função do prazo original de contratação passou a ser referenciado no prazo remanescente. Esta medida permitiria aumento potencial na liquidez de R\$ 15 bilhões. Em 20 de agosto, houve novo ajuste nas regras do recolhimento compulsório a prazo, com impacto adicional estimado em R\$ 10 bilhões.

Assim, o impacto total potencial na liquidez resultante das medidas de julho e agosto seria de R\$ 55 bilhões, equivalentes a 1,9% do total de crédito na economia ou a 1,1% do PIB.³

3. O total de crédito na economia é R\$ 2,8 trilhões, equivalentes a 57% do PIB.

6 FINANÇAS PÚBLICAS

SUMÁRIO

O resultado primário da União no último mês de agosto foi deficitário em R\$ 10,4 bilhões, representando o quarto resultado mensal negativo em sequência, o que reduziu o *superavit* acumulado no ano para R\$ 4,7 bilhões, com queda real de 88,7% em relação ao saldo acumulado no mesmo período de 2013. No conceito adotado pelo Banco Central do Brasil (BCB), o *superavit* primário acumulado no ano em nível federal é de apenas R\$ 357 milhões – 0,01% do produto interno bruto (PIB). O resultado primário também foi desfavorável nos estados, sendo negativo em julho e agosto em quase R\$ 3 bilhões ao mês, reduzindo o *superavit* primário acumulado no ano para R\$ 5,8 bilhões, ou 0,1% do PIB. O *superavit* primário do setor público consolidado foi de apenas R\$ 10,2 bilhões (0,30% do PIB) no ano e, caso fossem excluídas as receitas com dividendos e concessões da União, o resultado seria negativo em R\$ 8,4 bilhões.

O resultado do governo federal continua sendo prejudicado por um fraco crescimento das receitas – mesmo as receitas não recorrentes têm tido desempenho inferior ao do ano passado – e pela manutenção de um ritmo significativo de crescimento real das despesas. O grande destaque é a expansão dos investimentos do governo, que cresceram 25,9% em termos reais no período janeiro-agosto e responderam por quase 20% do aumento das despesas totais no período (embora representem, normalmente, cerca de 6% das despesas federais totais). As despesas com pessoal e encargos sociais e com transferências às famílias (inclusive benefícios previdenciários) cresceram moderadamente (2,0%). As demais tiveram crescimento expressivo, em grande parte explicado pelo auxílio à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) e pelas compensações ao Regime Geral de Previdência Social (RGPS), por conta da desoneração da folha de pagamentos, que é uma despesa intraorçamentária sem impacto fiscal. Excluindo-se esses dois itens, as demais despesas teriam crescido 5,8% em termos reais.

Os resultados recentes tornaram ainda mais difícil o cumprimento da meta de 1,9% do PIB de *superavit* primário (1,55%, ou R\$ 80 bilhões, referentes ao governo central). O Decreto nº 8.320, de 30 de setembro de 2014, reviu para baixo a previsão para a receita de impostos e contribuições federais e reduziu em R\$ 7 bilhões a previsão de despesas, além de incorporar um saque de R\$ 3,5 bilhões do Fundo Soberano do Brasil (FSB). A meta de 1,55% do PIB foi mantida, mas seu alcance dependerá, nos últimos quatro meses do ano, de um volume excepcionalmente elevado de dividendos,

de um crescimento mais acelerado das demais receitas e de um esforço redobrado de contenção dos gastos com custeio e capital.

RESULTADO DO GOVERNO CENTRAL

O *deficit* de R\$ 10,4 bilhões das contas primárias do governo central em agosto representou o quarto resultado mensal negativo em sequência, reduzindo o *superavit* acumulado no ano para R\$ 4,7 bilhões, uma queda real de 88,7% em relação ao saldo acumulado no mesmo período de 2013. O resultado primário do Tesouro Nacional foi negativo em R\$ 4,5 bilhões em agosto, invertendo o saldo obtido no mesmo mês de 2013 (positivo em R\$ 5,8 bilhões). Isso porque o crescimento das despesas, de 30,9% em termos reais, superou largamente o desempenho das receitas (alta de 5,2%). O gráfico 6.1 ilustra a trajetória de redução dos saldos do Tesouro Nacional do início do ano até o momento, que se tornaram insuficientes para cobrir o *deficit* previdenciário. Na verdade, a trajetória de queda dos saldos do Tesouro é observada desde o final de 2011, com dois momentos de reversão temporária, no final de 2012 e no final de 2013. O resultado da previdência social, como de praxe, foi deficitário em R\$ 5,9 bilhões em agosto, mas os números deste ano representam melhora em relação ao ano passado. No acumulado do ano, o *deficit* teve queda real de 10,6% em relação ao ano passado, ficando em R\$ 34 bilhões, beneficiado por um crescimento real das receitas (4,4%) maior que o dos benefícios pagos (2,0%).

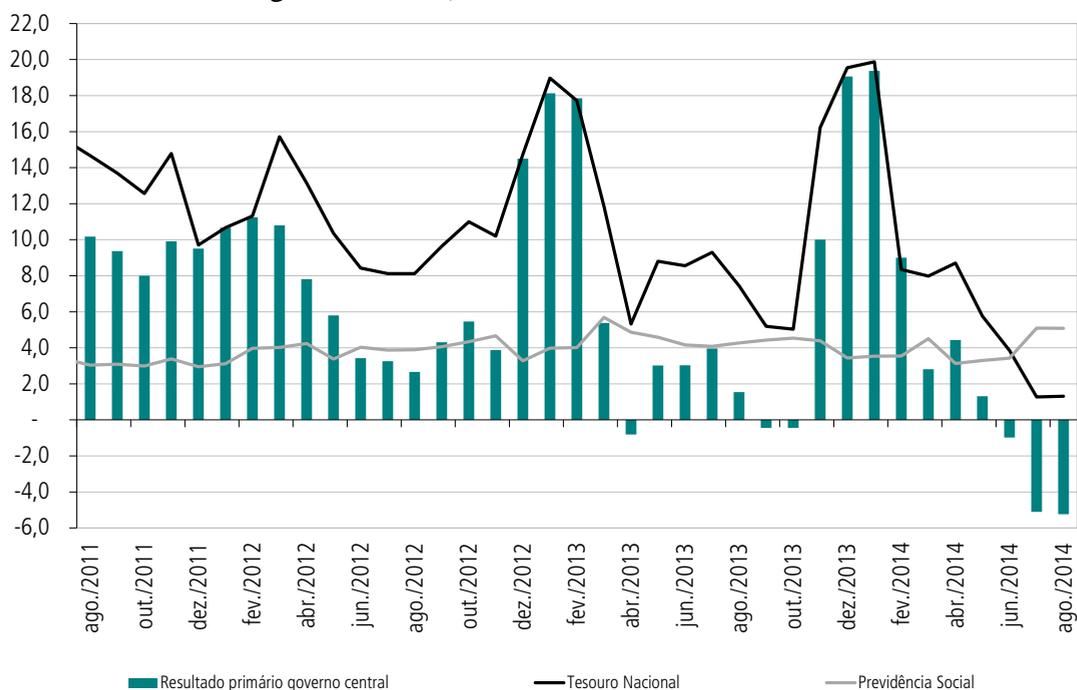
Cumprir destacar que os números de agosto foram impactados por elementos extraordinários do lado das receitas. Houve arrecadação adicional de R\$ 7,1 bilhões referentes ao Programa de Recuperação Fiscal (Refis) e de R\$ 5,4 bilhões na forma de dividendos recebidos das empresas estatais. Na ausência destes elementos, a receita do Tesouro Nacional teria registrado queda real de 3,1% no mês (e não alta de 5,2%) e acumularia no ano redução de 2,1% (e não variação próxima de zero).

Houve, contudo, elementos incomuns também do lado das despesas. Os mais relevantes foram os pagamentos de abono e seguro-desemprego, que mais que dobraram, em termos reais, em relação aos registrados em agosto de 2013, compensando quedas expressivas ocorridas nos meses anteriores – no acumulado até julho, essas despesas apresentavam uma queda real de 11,1%, que se transformou em crescimento de 6,4% até agosto. Além disso, as despesas do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) aumentaram 20,7% em termos reais em comparação a agosto do ano passado (a alta acumulada até julho era de 20,4%). Destacam-se também os pagamentos de compensação ao RGPS, em função da desoneração da folha de pagamentos, que cresceram 59,0% na mesma comparação.

GRÁFICO 6.1

Resultado primário do governo central, Tesouro Nacional e previdência social (ago./2011-ago./2014)

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses, em R\$ bilhões constantes de agosto de 2014)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

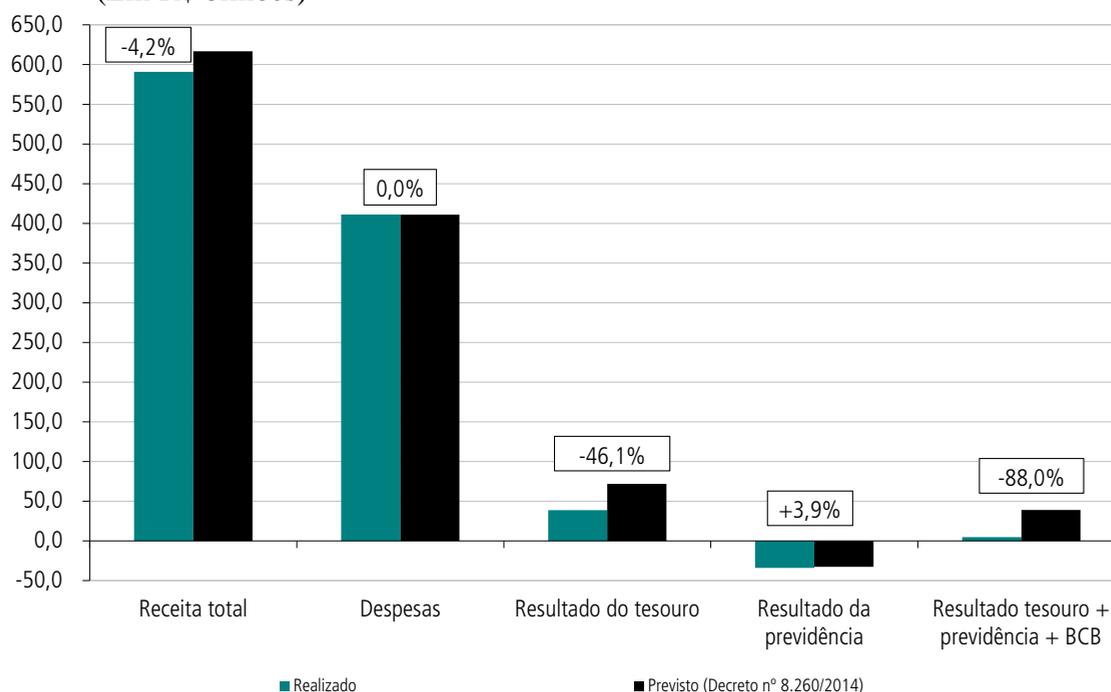
PROGRAMAÇÃO ORÇAMENTÁRIA DE 2014

O resultado primário do governo central acumulado até agosto representou apenas 12% do total previsto para o período no último decreto de programação orçamentária (Decreto nº 8.260, de julho de 2014). O gráfico 6.2 mostra que toda a diferença veio da frustração das receitas, que ficaram 4,2% abaixo do previsto – em termos absolutos, uma perda de R\$ 25,9 bilhões. As despesas do Tesouro ficaram rigorosamente iguais à previsão e o resultado da previdência social ficou 3,9% abaixo do previsto (– R\$ 1,3 bilhão).

GRÁFICO 6.2

Resultado primário do governo central – realizado e previsto pelo Decreto nº 8.260/2014 (jan.-ago./2014)

(Em R\$ bilhões)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em relação à meta originalmente estabelecida para o ano de 2014, de *superavit* de R\$ 80,8 bilhões, o resultado obtido até agosto representa apenas 5,8% do total, tornando improvável que a meta seja alcançada neste ano – para isso seria necessário obter um *superavit* de R\$ 19 bilhões em todos os meses até o final do ano, o que somente foi alcançado em meses esporádicos ao longo dos últimos quinze anos. Ciente disso, a Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (SPE/MF) incorporou, no Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias referente ao quarto bimestre de 2014, uma redução de R\$ 12,6 bilhões na previsão de receita do Tesouro no total do ano. Isso resultou, principalmente, da diminuição da previsão de crescimento do PIB para 0,9% (contra 1,8% no relatório anterior). Entre os parâmetros, foi revista também a previsão de inflação do Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) para 4,6% (contra 7,25%). A previsão para a inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi mantida em 6,2%, não tendo havido também alterações significativas nas previsões para a taxa de câmbio e para a taxa Selic.

A menor arrecadação de impostos levou, também, à redução nas estimativas das Transferências a Estados e Municípios (–R\$ 2,1 bilhões), implicando queda de

R\$ 10,5 bilhões na receita líquida total. Essa perda será compensada por um saque de R\$ 3,5 bilhões do FSB e por redução de R\$ 7 bilhões em despesas obrigatórias. Dentre os vários ajustes feitos nas despesas destacam-se *i*) a queda de R\$ 2,2 bilhões em pessoal e encargos sociais, justificada pela alteração do cronograma de preenchimentos de vagas no serviço público; *ii*) a redução de R\$ 4 bilhões nas despesas com auxílio à CDE; e *iii*) a queda de R\$ 3 bilhões nas despesas com subsídios, subvenções e Programa de Garantia da Atividade Agropecuária (Proagro). Nos dois últimos casos as reduções refletem revisões no cronograma de pagamentos.

Essas alterações foram oficializadas pelo governo no Decreto nº 8.320/2014, cujos números são apresentados na tabela 6.1. A previsão para a receita de impostos e contribuições (R\$ 765,6 bilhões, com queda real de 1,3% em relação a 2013) parece factível, em vista do desempenho até agosto e da entrada de novos recursos do Refis nos últimos meses do ano (que devem somar aproximadamente R\$ 11 bilhões, segundo estimativas do governo). Vale notar que o modelo de previsão de receitas do Ipea, incorporando dados realizados até junho, estima variação real entre zero e 2,0% no ano. Já a previsão de receitas de dividendos e concessões, mantida em R\$ 40,9 bilhões no ano, pode ser considerada otimista. Até agosto foram obtidos apenas R\$ 18,6 bilhões, e o leilão de 4G, realizado no final de setembro, já significou uma frustração de mais de R\$ 2 bilhões nas receitas de concessões, não se prevendo novas receitas expressivas nesta rubrica até o fim do ano. Na prática, o governo terá de obter um volume excepcionalmente elevado de dividendos nos últimos quatro meses do ano. As demais receitas também terão de crescer bastante.

Do lado das despesas, o cumprimento do valor previsto exigirá um esforço redobrado de contenção dos gastos com custeio e capital. Isso porque elas já tiveram um crescimento real de 13,3% até agosto e a previsão é de alta de 8,0% para 2014 como um todo, o que implica que elas terão de registrar queda real de cerca de 2,0% no período setembro-dezembro em comparação ao mesmo período de 2013. Já nas contas da previdência, o alcance do *deficit* previsto (R\$ 40,6 bilhões) exigirá que, no período janeiro-setembro, as receitas cresçam 9,4% em termos reais, em relação ao mesmo período de 2013, e as despesas aumentem à taxa de 2,5%.

TABELA 6.1

Resultado do governo central e previsão para o ano

(Estimativas para o ano constantes do Decreto nº 8.320/2014 da SPE/MF de setembro de 2014)

Item	Janeiro-agosto		Ano	
	Valor (R\$ bilhões)	Variação % ¹	Valor (R\$ bilhões)	Variação % ¹
1 Receita total	590,8	-0,3	946,9	2,3
1.1 Impostos e contribuições	509,1	-1,0	765,6	-1,3
1.2 Dividendos e concessões	18,6	-10,6	40,9	-1,8
1.3 Demais	92,7	0,7	140,6	30,0
2 Transferências a estados e municípios	141,0	5,2	209,7	3,9
3 Receita líquida (1 – 2)	449,8	-2,0	737,1	1,9
4 Despesas	411,1	8,4	619,3	5,4
4.1 Pessoal e Encargos Sociais	141,3	0,3	219,8	2,1
4.2 Custeio e Capital	268,1	13,3	399,4	8,0
5 Fundo soberano	-	-	3,5	-
6 Resultado do tesouro (3 – 4 + 5)	38,7	-51,4	121,4	-10,8
7 Resultado da previdência (7.1 – 7.2)	-34,0	-10,9	-40,6	-23,2
7.1 Arrecadação líquida INSS	209,9	4,1	346,8	6,3
7.2 Benefícios da previdência	243,9	1,7	387,4	2,2
8 Resultado primário tesouro + previdência + BCB	4,7	-88,7	80,7	-1,3

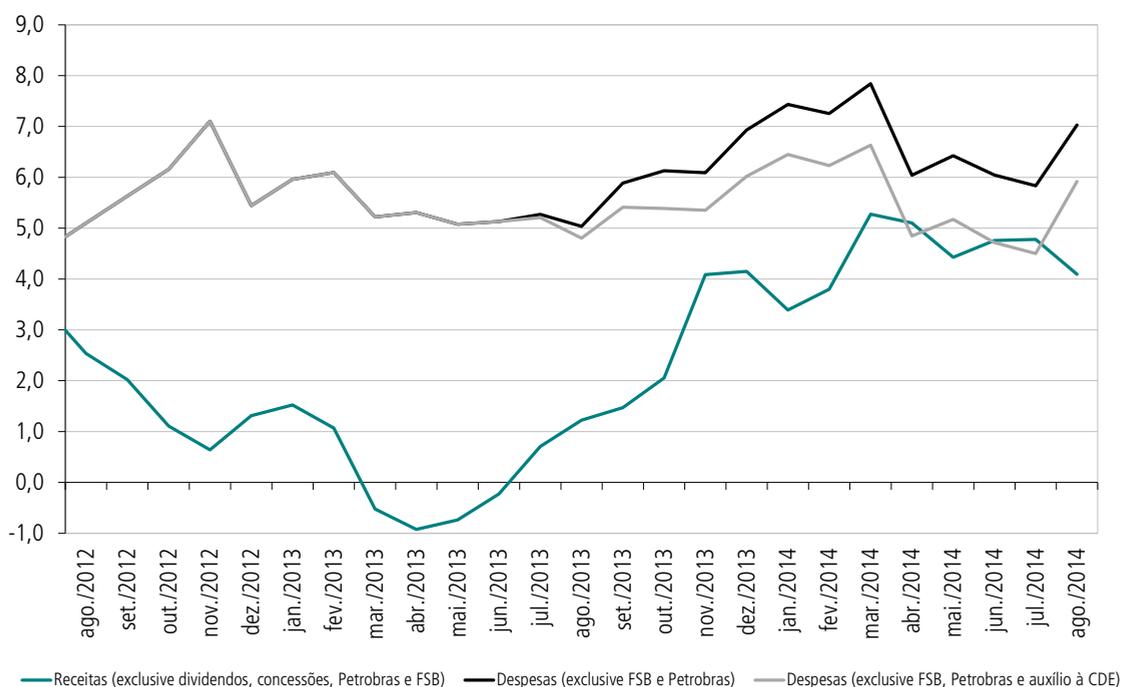
Fonte: STN e SPE/MF.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Variação real em relação ao mesmo período de 2013. Deflator: IPCA.**RECEITAS E DESPESAS DA UNIÃO**

As despesas do Tesouro Nacional continuam crescendo a uma taxa real da ordem de 5% a 7% ao ano (a.a.), como o fazem há cerca de dois anos (gráfico 6.3). Ao longo de 2014, esta taxa tem ficado mais próxima de 7%, mas cerca de 1 ponto percentual (p.p.) deve-se às despesas com auxílio à CDE. Com a exclusão dessas, o crescimento nos doze meses até agosto último ficou em 5,9%. A trajetória das receitas ajustadas (que exclui dividendos e concessões) apresentou melhora em relação ao ano passado, quando chegou a ter variação negativa. Entretanto, o ritmo permanece sendo consistentemente inferior ao das despesas, o que explica a redução do resultado primário. As receitas totais, incluindo dividendos e concessões, não tiveram desempenho muito diferente: alta real de 4,3% nos doze meses até agosto.

GRÁFICO 6.3
Taxa de crescimento real de receitas e despesas da União
(ago./2012-ago./2014)
 (Variação % acumulada em doze meses)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

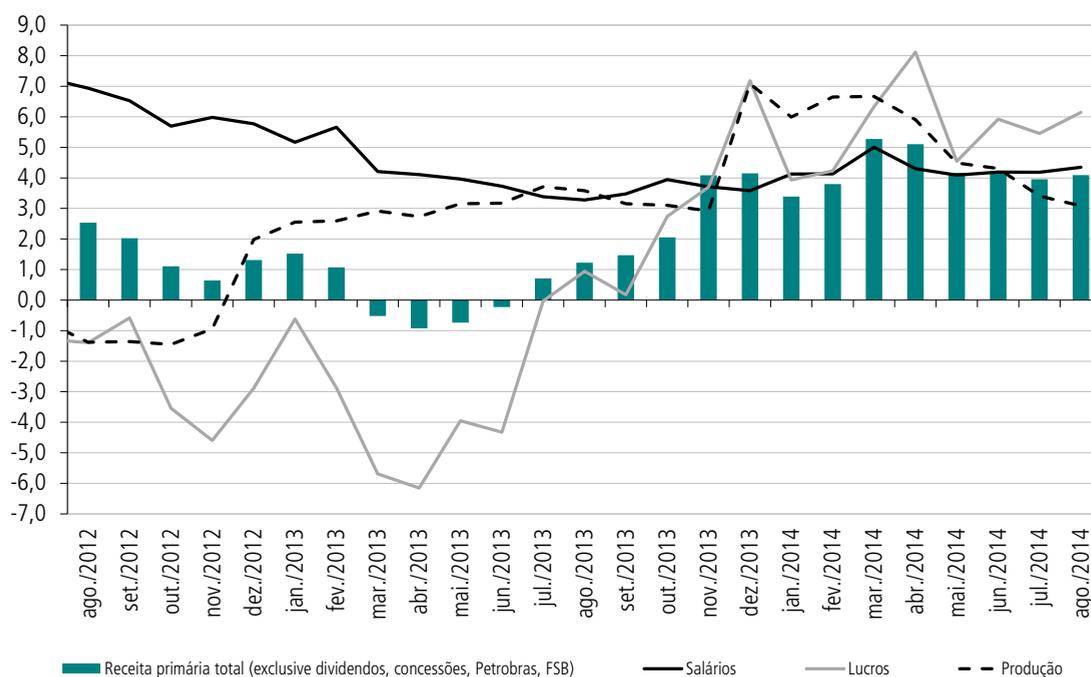
O desempenho recente das receitas tem sido positivamente impactado pela arrecadação de tributos associados aos lucros das empresas – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) e Imposto de Renda de Pessoa Jurídica (IRPJ) –, que cresceram 6,1% em termos reais nos doze meses até agosto, com nítida trajetória de recuperação desde meados do ano passado, quando estavam em território negativo. Os tributos sobre salários – em que se destacam a previdência social e o Imposto de Renda de Pessoa Física (IRPF) – vêm crescendo de maneira bastante estável há cerca de um ano, a uma taxa de 4% a.a., acompanhando o ritmo de expansão dos rendimentos reais do trabalho. Já os tributos sobre a produção – com destaque absoluto para o Programa de Integração Social (PIS) e a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) – ensaiaram uma recuperação no início do ano, mas voltaram a desacelerar nos últimos meses, para 3,1%, em linha com a queda da produção industrial e a desaceleração das vendas no comércio e da atividade do setor de serviços.

É necessário apontar que a análise dos dados referentes ao período janeiro-agosto mostra um quadro um pouco diferente do apresentado no gráfico 6.4, ao menos no que diz respeito à arrecadação de tributos sobre os lucros e sobre a produção. No caso dos lucros, a variação real acumulada em 2014 é de apenas 0,7%, inferior à

variação em doze meses. A diferença se explica porque o dado em doze meses ainda incorpora a base relativamente baixa dos últimos meses de 2012. E no caso da produção, a variação acumulada neste ano é de $-2,7\%$ contra $+3,1\%$ em doze meses, porque esta última ainda incorpora a arrecadação extraordinariamente elevada de PIS-Cofins registrada no final de 2013, que resultou da abertura do Refis naquele momento.

GRÁFICO 6.4

Taxa de crescimento real das receitas primárias da União (exclusive dividendos, concessões, FSB e Petrobras), segundo principais componentes (ago./2012-ago./2014)
(Variação % acumulada em doze meses)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Com relação aos componentes das despesas, o gráfico 6.5 ilustra que as despesas com investimentos vêm liderando o crescimento, com variação real de $19,9\%$ nos doze meses até agosto, reproduzindo um comportamento normal deste tipo de despesas em anos eleitorais. Em contrapartida, observa-se desaceleração dos gastos com transferências às famílias, sejam as referentes à Previdência Social (alta real de $3,3\%$ nos doze meses até agosto, ante $6,2\%$ em todo o ano passado), sejam as relacionadas às demais transferências, como bolsa família, abono salarial e seguro-desemprego (crescimento de $5,4\%$ até agosto, contra $7,8\%$ em 2013). Isso se deve principalmente ao menor aumento real do salário mínimo (SM) este ano, visto que a maior parte dessas despesas é indexada ao SM. As despesas com pessoal e encargos permanecem crescendo lentamente, à taxa real de $2,0\%$ a.a., a exemplo do que vem se observando

nos últimos anos. Por fim, as demais despesas tiveram variação real de 16,9%, com visível aceleração do ritmo de crescimento em relação aos anos anteriores.

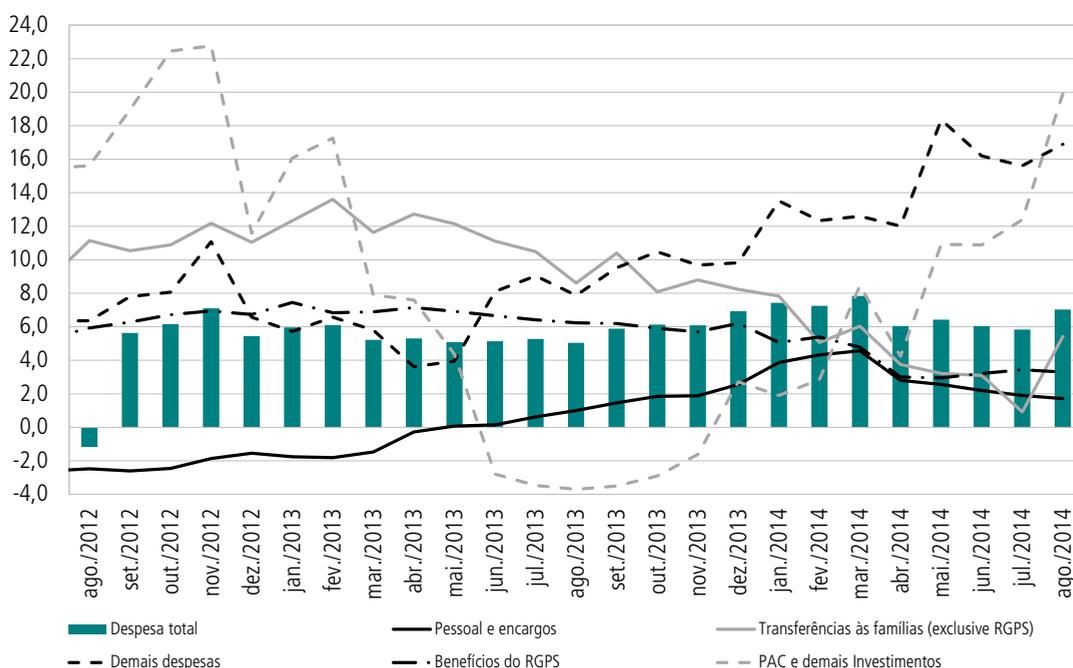
O gráfico 6.6 mostra a variação absoluta, em termos nominais, de cada um desses componentes das despesas entre o período janeiro-agosto de 2013 e o mesmo período deste ano e também a participação de cada componente no total da despesa primária (considerando a média do período 2008-2013). Evidencia-se, de novo, a grande importância dos investimentos, que representam cerca de 6% da despesa total, mas que responderam por quase 20% da variação das despesas entre 2013 e 2014 – um aumento equivalente a R\$ 14 bilhões. Por sua vez, o aumento das despesas com pessoal e encargos e com benefícios da previdência respondeu por 38% da variação das despesas neste ano, embora represente mais de 60% da despesa total. As transferências às famílias contribuíram com 10,2% da variação total em 2014, percentual similar ao de sua participação média nas despesas. Por fim, as demais despesas também tiveram desempenho relativamente forte, pois representaram cerca de 20% do total, mas foram responsáveis por 33% do aumento no período (+R\$ 24,2 bilhões).

Dentro do grupo de demais despesas, dois itens merecem destaque. O auxílio à CDE representou aumento absoluto de despesas de R\$ 4,5 bilhões no período janeiro-agosto. E a compensação ao RGPS, por conta da desoneração da folha de pagamentos, respondeu por um acréscimo de despesas de R\$ 6,1 bilhões – sendo esta uma despesa intraorçamentária, sem impacto fiscal. De fato, excluindo-se esses dois itens, as demais despesas tiveram crescimento real de 5,8% no período janeiro-agosto e de 7,3% nos últimos doze meses, em linha com a expansão verificada na despesa total.

GRÁFICO 6.5

Taxa de crescimento real das despesas primárias da União, segundo principais componentes (ago./2012-ago./2014)

(Variação % acumulada em doze meses)



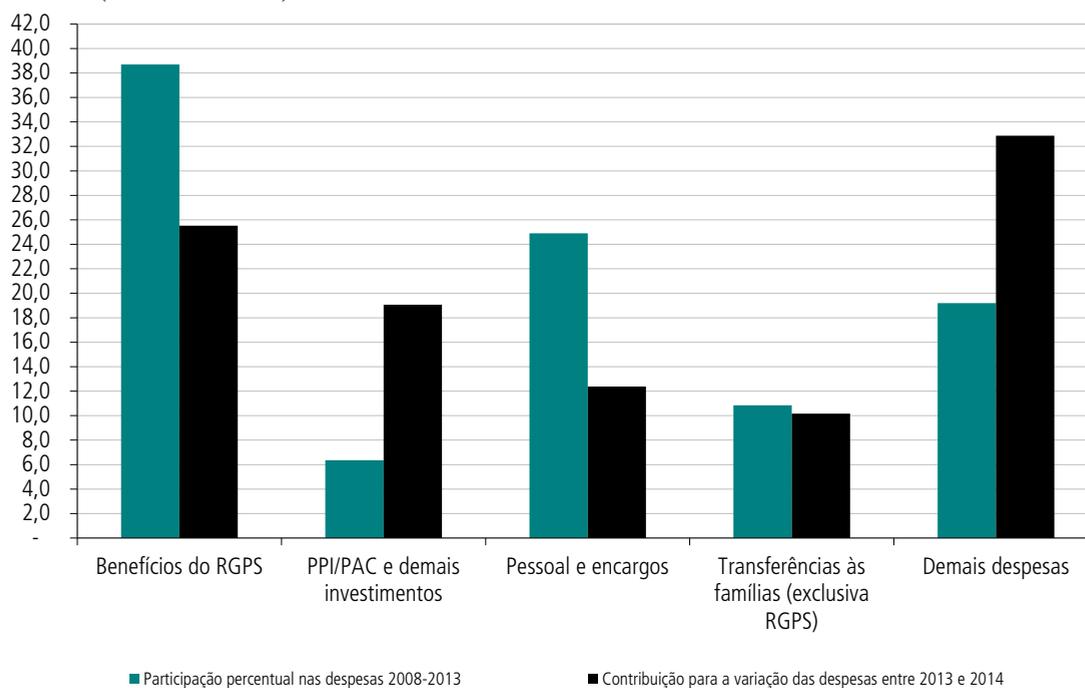
Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 6.6

Despesas primárias da União, segundo principais componentes – participação nas despesas totais (média do período 2008-2013) e contribuição para o crescimento no período janeiro-agosto de 2014

(Em R\$ bilhões)



Fonte: STN.

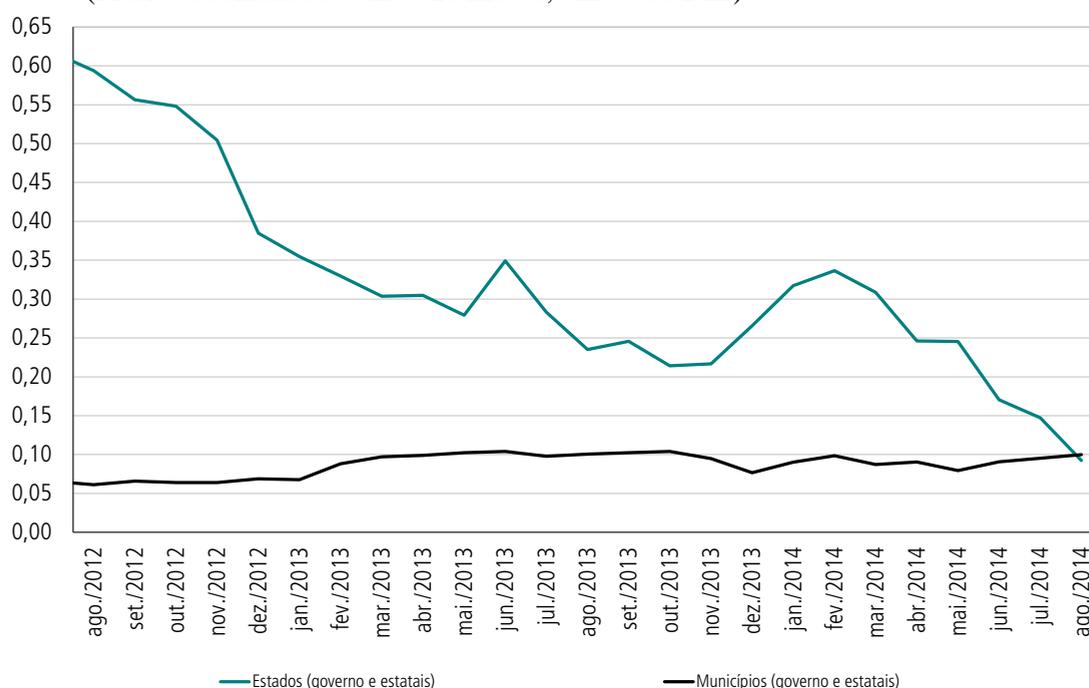
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

ESTADOS E MUNICÍPIOS

Os governos estaduais e municipais e suas empresas estatais tiveram resultado primário negativo de R\$ 2,3 bilhões em agosto, que se seguiu ao resultado também negativo de R\$ 2,2 bilhões do mês anterior, de acordo com os dados do BCB. Com isso, o resultado acumulado no período janeiro-agosto, embora ainda superavitário, reduziu-se para R\$ 9,8 bilhões, ou 0,29% do PIB, ante 0,53% do PIB no mesmo período de 2013. O gráfico 6.7 mostra que esta mudança relaciona-se integralmente aos estados, cujo resultado primário, em fluxos acumulados em doze meses, ficou em apenas 0,1% do PIB até agosto último, contra 0,24% em agosto de 2013 e 0,59% há dois anos. Nos municípios, o resultado permanece estável, próximo de 0,1% do PIB.

GRÁFICO 6.7

Superavit primário de estados e municípios (ago./2012-ago./2014)
(Fluxos acumulados em doze meses, em % do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A STN ainda não disponibiliza o detalhamento “acima da linha” dos resultados primários dos governos subnacionais. Uma aproximação – admitidamente imperfeita – pode, entretanto, ser obtida por meio da consolidação dos dados dos relatórios resumidos da execução orçamentária (RREOs) divulgados bimestralmente pelos estados e municípios brasileiros.¹ Os dados dos RREOs referentes ao primeiro semestre de

1. A aproximação é imperfeita porque os dados dos RREOs são baseados em conceitos orçamentários – por oposição ao critério “de caixa” utilizado nas Leis de Diretrizes Orçamentárias (LDOs) para fixar a meta de *superavit* primário – e porque subsistem diferenças de interpretação dos conceitos da contabilidade pública entre os vários estados e municípios, diferenças essas que devem necessariamente ser identificadas e corrigidas em estimativas mais refinadas.

2014, consolidados para todos os estados (tabela 6.2), sugerem também uma redução do *superavit* primário em relação ao ano passado, em virtude de um aumento expressivo das despesas (7,4% em termos reais) e de um desempenho modesto das receitas (1,1%) – ainda que a alta da arrecadação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) (2,2%) não seja desprezível em um contexto de baixo crescimento econômico. Do lado das despesas, a boa notícia é o crescimento de 53,5% dos investimentos, ainda que, em termos absolutos, a maior parte do aumento das despesas totais esteja relacionada aos gastos com pessoal e encargos, que tiveram expansão real de 6,8%.

TABELA 6.2
Receitas e despesas dos estados, segundo principais componentes
(janeiro-junho)
 (Em R\$ bilhões)

Receitas e despesas	Primeiro semestre 2013	Primeiro semestre 2014	Varição real (%) ¹
Receita primária total	336,6	340,7	1,2
Receita tributaria	196,9	202,1	2,7
ICMS	154,3	157,8	2,2
Demais receitas tributárias	42,5	44,3	4,2
Transferências correntes	71,8	75,2	4,8
Demais receitas primárias	68,0	63,3	(6,9)
Despesa primária total	291,0	312,8	7,5
Pessoal e encargos sociais	150,7	161,1	6,9
Investimentos	13,0	20,0	53,6
Transferências constitucionais e legais	51,2	51,5	0,4
Demais despesas	76,0	80,2	5,6
Resultado primário	45,7	27,8	(39,1)

Fonte: RREOs dos estados.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Deflator: IPCA.

NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO E DÍVIDA PÚBLICA

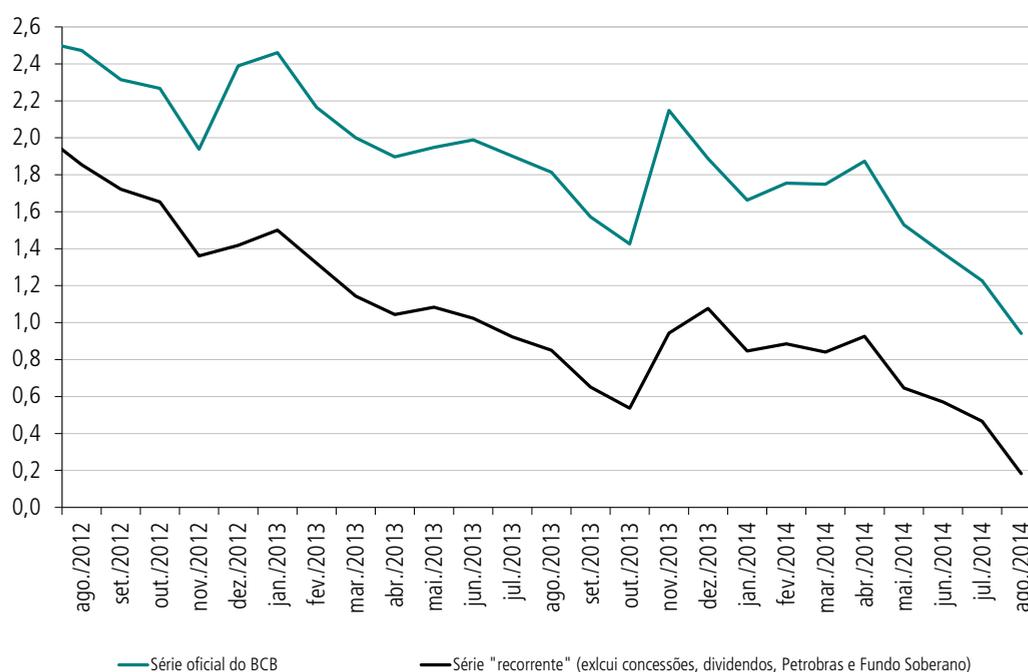
O setor público consolidado registrou, segundo dados do BCB, *deficit* primário de R\$ 14,5 bilhões em agosto, o maior da série histórica do BCB e o quarto resultado mensal negativo em sequência. A maior parte do resultado deveu-se ao governo central, que teve *deficit* de R\$ 12 bilhões, mas os estados e municípios também contribuíram, com *deficit* de R\$ 2,3 bilhões. Em doze meses, o resultado primário consolidado ainda é positivo em R\$ 47,5 bilhões, equivalentes a 0,94% do PIB. Com os gastos de R\$ 250,8 bilhões com pagamentos de juros da dívida pública, o resultado nominal ficou negativo em R\$ 203,3 bilhões, ou 4,03% do PIB.

O gráfico 6.8 ilustra o movimento contínuo de queda do resultado primário ao longo de 2014 – em 2013 o resultado fora positivo em R\$ 91,3 bilhões, ou 1,88% do

PIB. Se forem descontadas as receitas extraordinárias obtidas com concessões e dividendos da União nos últimos doze meses (da ordem de R\$ 38 bilhões), o chamado *superavit* primário “recorrente” reduz-se para pouco mais de R\$ 9 bilhões, ou 0,18% do PIB, o menor desde 1998. No período janeiro-agosto deste ano, o *superavit* primário foi de apenas R\$ 10,2 bilhões (0,30% do PIB), com virtual equilíbrio das contas do governo federal e *superavit* de 0,17% nos estados e de 0,12% nos municípios. Se forem excluídas as receitas de R\$ 18,6 bilhões com dividendos e concessões da União, o resultado primário do setor público consolidado seria negativo em R\$ 8,4 bilhões.

GRÁFICO 6.8

Superavit primário do setor público consolidado (ago./2012-ago./2014)
(Fluxos acumulados em doze meses, em % do PIB)



Fonte: BCB.

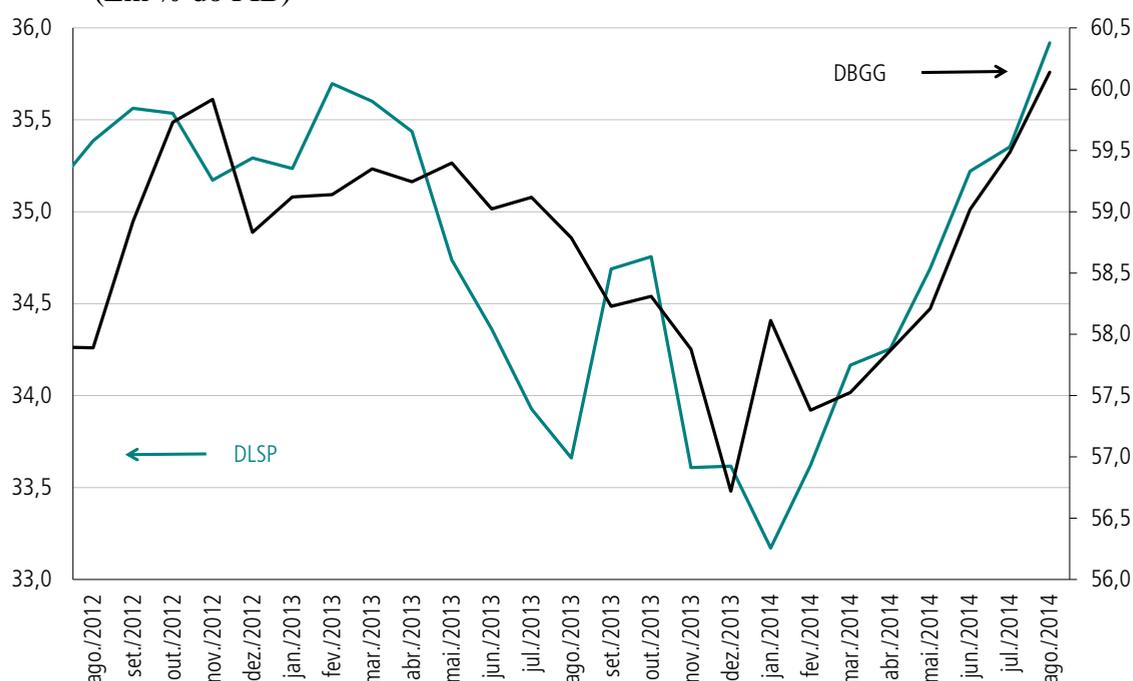
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Como resultado, a dívida pública voltou a crescer neste ano, quando medida como percentual do PIB (gráfico 6.9). A dívida bruta do governo geral (DBGG) chegou a 60,1% do PIB em agosto, com variação de 3,4 p.p. em relação ao final de 2013. A dívida líquida do setor público (DLSP) ficou em 35,9% do PIB, com alta de 2,3 p.p. no período. É importante notar, contudo, que os níveis atuais da dívida não são elevados em comparação com o passado recente. Nos anos compreendidos entre 2006 e 2013, a dívida bruta ficou, em média, em 57,8% do PIB (tendo chegado a 63% em outubro de 2009) e a dívida líquida, em 39,7%.

O gráfico 6.10 ilustra como a mudança de comportamento do *superavit* primário e da taxa de câmbio impactou a evolução da DLSP como proporção do PIB. O primeiro,

que até há alguns meses contribuía com 0,15p.p. a 0,20 p.p. para a redução da relação dívida líquida/PIB, concorreu com menos de 0,1 p.p. nos doze meses encerrados em agosto. Já o ajuste cambial, que vinha contribuindo para a redução da dívida, passou a ter impacto altista, em vista do movimento recente de valorização do câmbio – que reduz o valor em reais dos ativos do governo denominados em moeda estrangeira.² A variação do PIB nominal permanece contribuindo com cerca de 0,2 p.p. para a redução da dívida, ao passo que os juros continuam sendo o grande fator de crescimento da dívida, colaborando com algo entre 0,40 p.p. e 0,45 p.p..

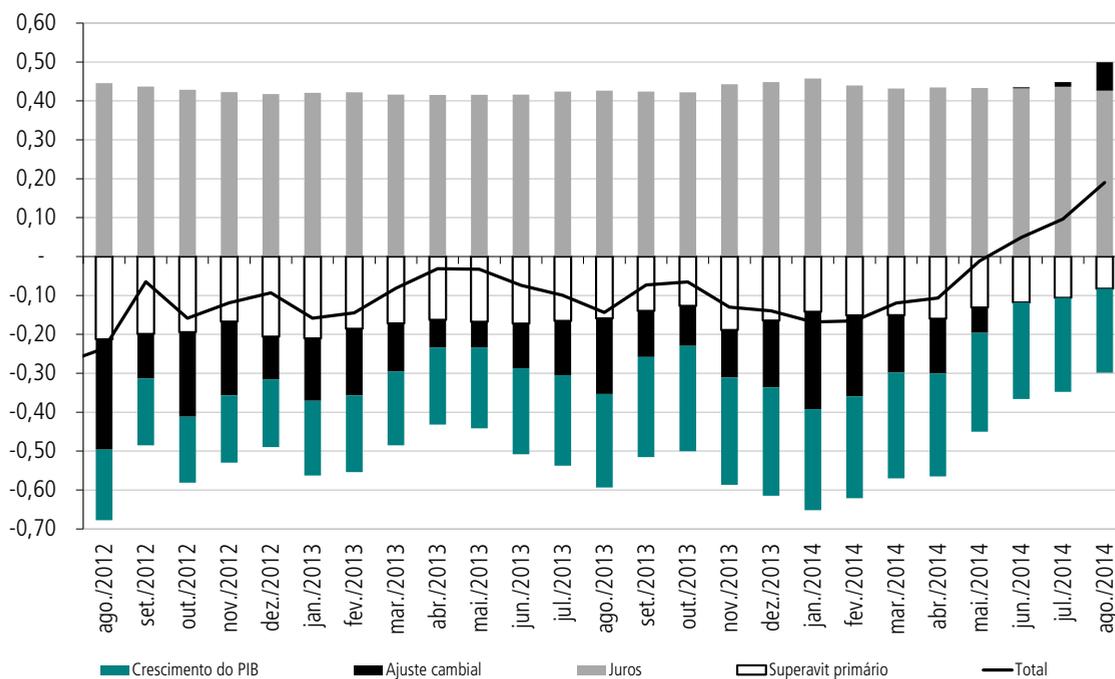
GRÁFICO 6.9
DBGG e DLSP (ago./2012-ago./2014)
 (Em % do PIB)



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

2. A desvalorização cambial observada ao longo do mês de setembro, caso se sustente, fará com que o ajuste cambial volte a reduzir o tamanho da dívida.

GRÁFICO 6.10
Fatores condicionantes da variação da DLSP (ago./2012-ago./2014)
 (Em p.p. do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

7 ECONOMIA MUNDIAL

SUMÁRIO

A economia internacional vem se caracterizando por um crescimento um pouco mais baixo do que o esperado no início do ano. Nota-se também uma divergência de trajetória entre os países que compõem o grupo dos industrializados, e entre estes e os países emergentes. Com relação a estes últimos, os da América Latina parecem estar sentindo mais fortemente os efeitos desse ambiente externo menos dinâmico, principalmente por sua dependência em relação à exportação de *commodities*.

A inflação mundial, por sua vez, continua relativamente baixa, o que ainda permite políticas acomodativas na maioria dos países, indicando que o quadro de liquidez abundante deve continuar a prevalecer no futuro próximo. Mesmo nos Estados Unidos, onde os sinais de retomada são mais robustos, a perspectiva é de que, após o final do processo de redução de compra de ativos pelo Federal Reserve (Fed), as taxas de juros ainda permaneçam baixas por algum tempo. Além disso, como discutido na seção Estados Unidos, é possível que o novo patamar de juros de equilíbrio seja inferior ao observado no período pré-crise.

Em função desse quadro, o comércio internacional tem se revelado menos dinâmico do que o previsto, enquanto os preços de *commodities* têm recuado em função das mudanças na composição da demanda mundial, da valorização do dólar e, no caso de metais e produtos agrícolas, por fatores relacionados à expansão da oferta. A Organização Mundial do Comércio (OMC) reviu para baixo suas previsões para o comércio internacional feitas em abril: agora, espera um crescimento de 3,1% para 2014 (ante os 4,7% esperados anteriormente) e de 4% em 2015 (5,3% em abril).

A EVOLUÇÃO RECENTE DA ECONOMIA MUNDIAL

O segundo trimestre trouxe uma forte recuperação da atividade econômica nos Estados Unidos, após a queda surpreendente do trimestre anterior. Os dados mais recentes, cobrindo os meses de julho e agosto, mostram uma continuidade daquela trajetória, ainda que os indicadores sigam apresentando grande variabilidade, seja entre setores, seja de um mesmo setor ao longo do tempo. Por exemplo, a recuperação das atividades da construção residencial tem se dado de forma mais lenta e irregular do que se esperava. Embora a tendência seja de crescimento, a construção e as vendas de novas residências ainda estão significativamente abaixo da média anterior à bolha imobiliária, sinalizando potencial de crescimento ainda significativo.

Na Europa, os sinais de recuperação reverteram no segundo trimestre, e a tendência recente é de continuação da estagnação no curto prazo. A divulgação dos índices de gerentes de compras – Purchasing Managers Index (PMIs) – de setembro reforça a percepção de que o crescimento do terceiro trimestre na Área do Euro será semelhante ao do segundo, isto é, muito próximo de zero. Em resposta a este quadro, o Banco Central Europeu voltou a sinalizar sua disposição de fazer “tudo que for necessário” para reativar a economia e evitar o aprofundamento da tendência deflacionária. Em setembro, a inflação acumulada em doze meses na Área do Euro foi de apenas 0,3%, enquanto o núcleo avançou 0,7%. Esses valores se comparam com 1,1% e 1,0%, respectivamente, um ano atrás. O crescimento na Europa, não obstante a desaceleração observada, ainda deve representar, na média do ano, um forte avanço em relação à taxa de -0,4% registrada em 2013.

O contraste na Europa vem do forte desempenho do Reino Unido, onde o crescimento acelerou e abriu espaço para a normalização das condições monetárias num futuro próximo. No Japão, por seu turno, as projeções apontam para um crescimento este ano inferior ao do ano passado, frustrando expectativas de manutenção do ritmo de expansão. A trajetória temporal do crescimento envolve forte volatilidade: uma taxa elevada (3%) no primeiro trimestre, forte desaceleração no segundo (0,7%) e a expectativa de alguma aceleração na segunda metade do ano. A política de afrouxamento quantitativo do Banco do Japão, visando alcançar uma inflação de 2%, deve ser complementada por uma política fiscal menos austera de modo a pelo menos manter o crescimento no atual patamar, em torno de 1% ao ano, ante 1,5% em 2012 e 2013.

Entre os países emergentes, observa-se forte desaceleração na América Latina, enquanto na Ásia emergente a relativa perda de dinamismo da China tende a ser compensada pela aceleração do crescimento em países como Índia, Coreia do Sul e Malásia. Como consequência, o crescimento em 2014 deve se manter mais ou menos no mesmo patamar do de 2013. O mesmo comportamento caracteriza a Europa emergente: uma tendência a manter o crescimento em ritmo semelhante ao do ano passado, não obstante a perda de dinamismo que assinala as principais economias do continente.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) reviu para baixo suas projeções para a economia mundial em relação àquelas feitas em julho, que, por sua vez, já representavam uma revisão para baixo das projeções feitas em abril. Para 2014, a previsão é de um crescimento mundial de 3,3%, e para 2015, de 3,8%. Essas projeções reveem para baixo, em 0,4 ponto percentual (p.p.), a relativa ao ano de 2014 feita em abril, e em 0,2 p.p. ao de 2015. De um modo geral, pode-se dizer que o crescimento em nível global tornou-se mais dependente do que ocorre nos Estados Unidos comparativamente ao período até 2013. O FMI projeta um crescimento de 2,2% e de 3,1%

para os Estados Unidos em 2014 e 2015, respectivamente. A tabela 7.1 mostra as últimas projeções do FMI, assim como algumas das tendências recentes destacadas acima.

TABELA 7.1
Crescimento do PIB: observado e projeções do FMI
(WEO – outubro de 2014)
 (Em %)

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

Fonte: FMI. World Economic Outlook (WEO).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

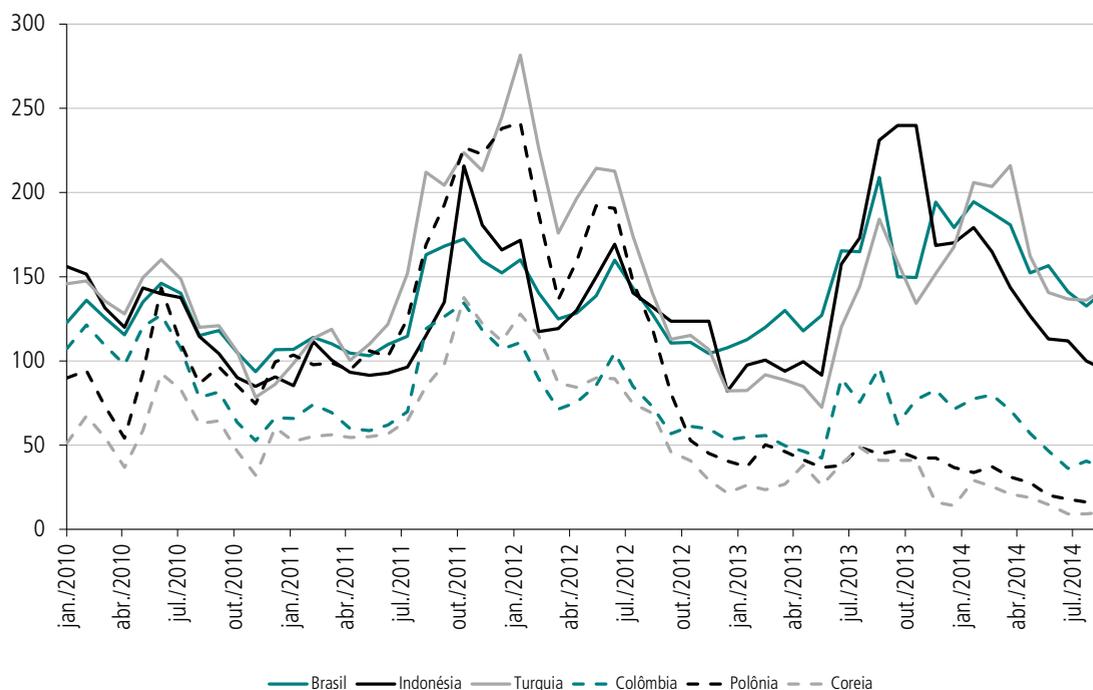
Vale destacar ainda que, a despeito de os indicadores mais recentes da atividade econômica na China estarem apontando para uma desaceleração maior que a prevista, o FMI não reviu suas projeções de crescimento para aquele país, mantendo-as em 7,4% para 2014 e 7,1% para 2015. Dentre os sinais de desaceleração, a produção industrial em agosto cresceu apenas 6,9% ante agosto do ano passado, contra crescimento de cerca de 9% no acumulado no ano até julho. Da mesma forma, o crescimento dos investimentos em relação a igual mês do ano anterior desacelerou de 17,9% em junho para 15,6% em julho e 13,3% em agosto. O principal determinante dessa desaceleração foi o investimento residencial, cuja taxa de crescimento interanual passou de 10,4% em junho para 5,7% em agosto. O PMI de setembro manteve-se estável em relação a agosto, em 50,2 pontos, indicando que a atividade industrial deverá manter o ritmo de crescimento relativamente baixo para os padrões chineses observados nos últimos meses.

O quadro de liquidez relativamente abundante continua contribuindo para manter os mercados financeiros relativamente tranquilos, não obstante as incertezas que cercam o futuro da política monetária nos Estados Unidos. Os gráficos a seguir mostram, respectivamente, o diferencial de juros cobrados por um seguro contra o não pagamento da dívida externa de países selecionados relativamente ao cobrado da dívida norte-americana – *Credit Default Swaps (CDS)* – e o comportamento das taxas de câmbio desses países relativamente ao dólar norte-americano.

Como se pode observar pelos gráficos 7.1 e 7.2, houve um surto de instabilidade no segundo trimestre de 2013, que se estendeu até o início deste ano. Durante este período, a percepção quanto ao risco de países emergentes piorou sensivelmente, (gráfico 7.1), resultando em pressão sobre as taxas de câmbio dos países mais vulneráveis – Brasil, Indonésia e Turquia. Seguiu-se então um período de relativa tranquilidade, com os CDS's recuando significativamente e as taxas de câmbio valorizando-se, ainda que em menor proporção – lembrando que esse movimento ocorre em paralelo à valorização do dólar no mercado internacional. A partir de setembro, observa-se uma nova pressão sobre o risco soberano, acompanhada por novas pressões sobre as taxas de câmbio. Esses movimentos estão estreitamente relacionados à perspectiva de normalização da política monetária nos Estados Unidos.

GRÁFICO 7.1

Países selecionados: risco soberano – *spread* sobre CDS de cinco anos dos Estados Unidos (janeiro de 2010 a setembro de 2014)
(Em pontos de porcentagem, média móvel de 22 dias)

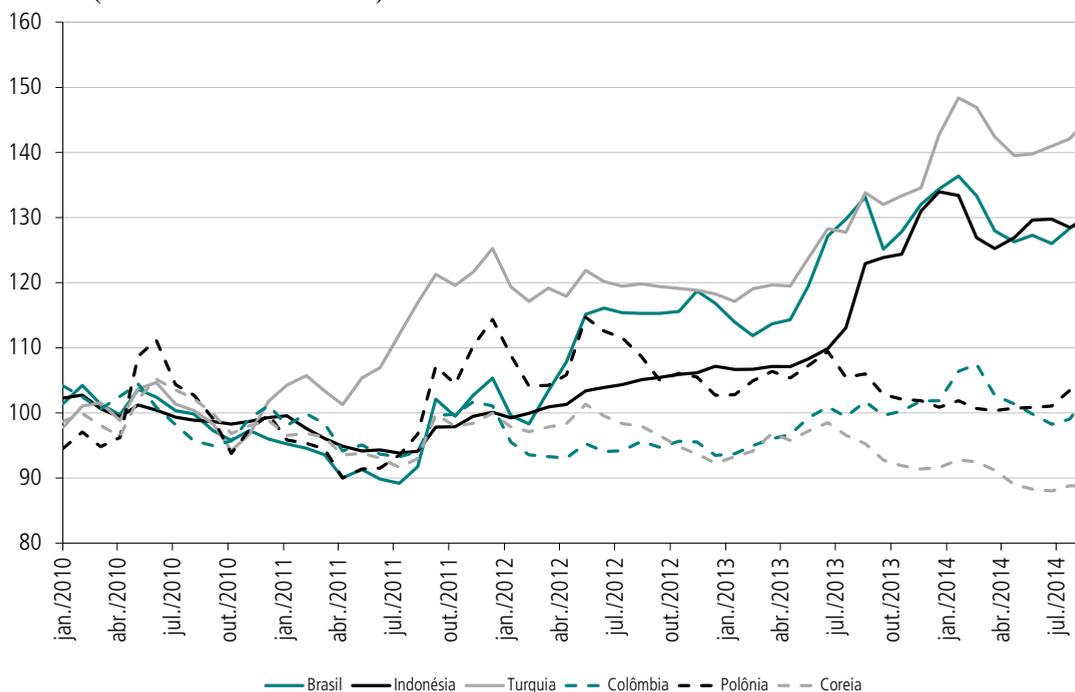


Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 7.2

Taxas de Câmbio – moedas nacionais em relação ao dólar norte-americano (Média de 2010 = 100)



Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

ESTADOS UNIDOS

A revisão para baixo da previsão do crescimento mundial em 2014 pelo FMI decorre, principalmente, da reestimativa do produto interno bruto (PIB) norte-americano para este ano, após o primeiro trimestre desastroso, em que o PIB teve variação ante o trimestre anterior, dessazonalizada e anualizada, de $-2,1\%$. No segundo trimestre, contudo, houve reversão daquele movimento, e o crescimento alcançou $4,6\%$. As taxas de crescimento segundo componentes da demanda e as respectivas contribuições ao crescimento agregado, são apresentadas, respectivamente, nas tabelas 7.2 e 7.3.

TABELA 7.2

Estados Unidos: taxas de crescimento do PIB e dos componentes da demanda (Variações trimestrais dessazonalizadas e anualizadas, em %)

	2012				2013				2014	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
PIB	2,3	1,6	2,5	0,1	2,7	1,8	4,5	3,5	-2,1	4,6
Consumo	2,8	1,3	1,9	1,9	3,6	1,8	2,0	3,7	1,2	2,5
Investimento fixo	9,1	4,4	3,1	6,6	2,7	4,9	6,6	6,3	0,2	9,5
Exportações	1,3	4,8	2,1	1,5	-0,8	6,3	5,1	10,0	-9,2	11,1
Importações	1,7	4,0	-0,6	-3,5	-0,3	8,5	0,6	1,3	2,2	11,3
Gastos do governo	-2,7	-0,4	2,7	-6,0	-3,9	0,2	0,2	-3,8	-0,8	1,7

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 7.3

Estados Unidos: crescimento do PIB (em %) e contribuições dos componentes da demanda (em pontos percentuais)

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

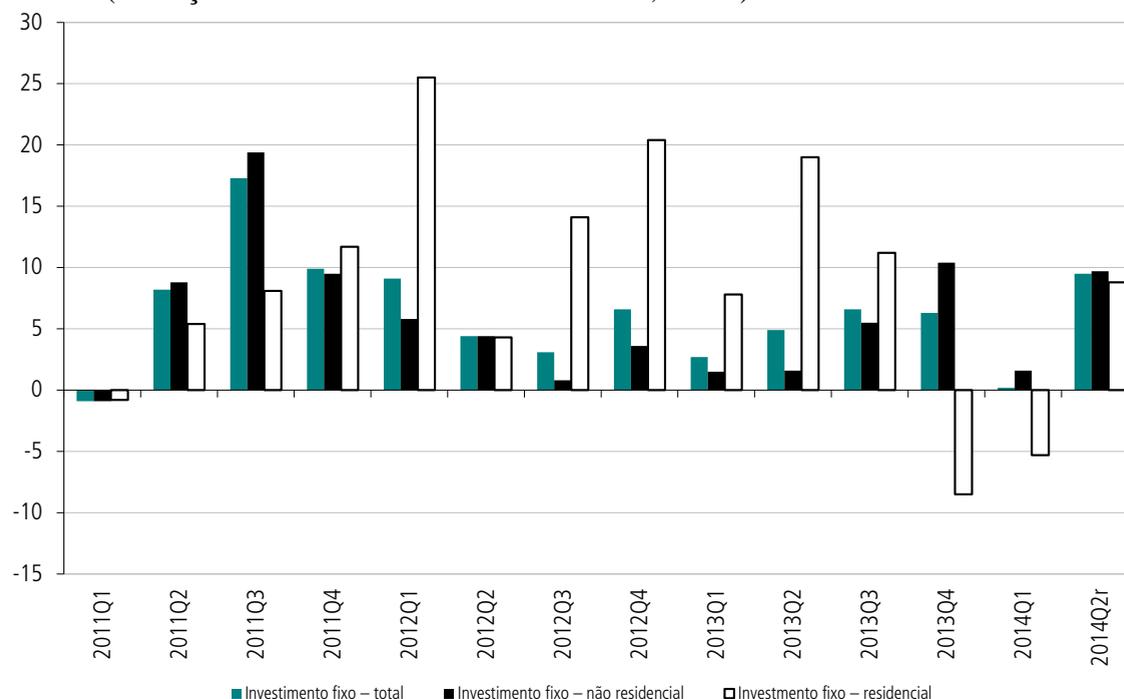
Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Todos os componentes da demanda aceleraram em relação ao primeiro trimestre, indicando que boa parte da retração do início do ano pode, de fato, ser atribuída às condições climáticas bastante adversas no período. Destaca-se a aceleração do investimento fixo que, após ter ficado praticamente estagnado no primeiro trimestre, registrou crescimento de 9,5% no segundo. O gráfico 7.3, mostra a trajetória recente da taxa de crescimento trimestral (em termos anualizados) do investimento fixo nos Estados Unidos, após ajuste para sazonalidade e expressa em termos de taxas anuais.

GRÁFICO 7.3

Estados Unidos: investimento fixo – taxas trimestrais de crescimento
(Variações dessazonalizadas e anualizadas, em %)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

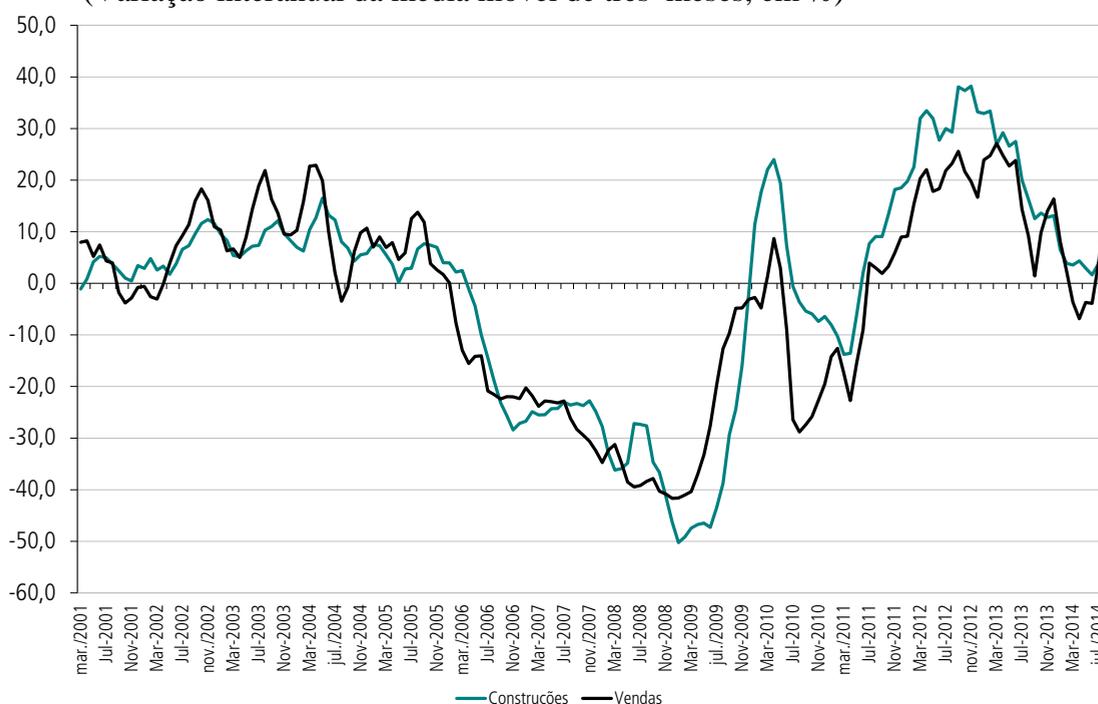
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Após forte desaceleração entre o segundo semestre de 2011 e o mesmo período de 2012, o investimento havia começado a se recuperar, tendo essa trajetória se interrompido no primeiro trimestre deste ano. No segundo trimestre, contudo, o crescimento voltou a ser fortemente positivo e, desta feita, mais equilibrado entre os componentes não residencial e residencial. No caso deste último, o crescimento se segue a duas quedas consecutivas observadas no último trimestre de 2013 e primeiro trimestre deste ano. Os dados relativos à taxa de crescimento da construção e vendas de novas residências, conforme o gráfico 7.4, ilustram melhor o comportamento acima descrito. O setor habitacional, que esteve no epicentro da deflagração da crise financeira em 2007, vem também se mostrando um importante determinante da recuperação.

GRÁFICO 7.4

Construção e vendas de novas residências

(Variação interanual da média móvel de três meses, em %)



Fonte: Census Bureau.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

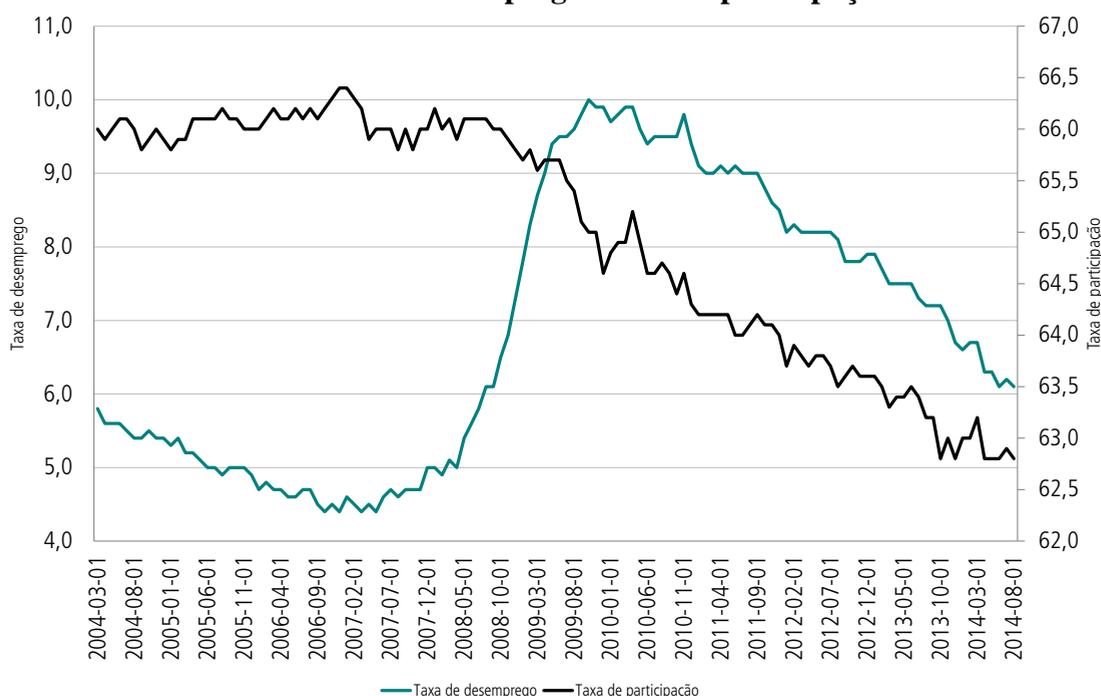
O consumo das famílias apresentou crescimento de 2,5% no período, taxa próxima à registrada em 2013 e mais que o dobro do crescimento no primeiro trimestre -1,2% ao ano (a.a.). Esse desempenho parece refletir a evolução da renda pessoal disponível (a preços correntes), que aumentou 6,8% anualizados no segundo trimestre em relação ao trimestre anterior, ante 4,8% no primeiro trimestre. Os gastos da administração pública – tanto em consumo quanto em investimento – aumentaram 1,7% no segundo trimestre, a taxa mais elevada desde o terceiro trimestre de 2012. Mesmo esse último dado, contudo, representa um ponto fora da curva que caracteriza uma longa

sequência de variações negativas começando em 2010 e associadas ao processo de ajuste fiscal visando recolocar as finanças públicas numa trajetória sustentável após os fortes estímulos no imediato pós-crise. Essa perspectiva de que o “freio fiscal”, iniciado ainda em 2010, já teria ficado para trás constitui um dos argumentos favoráveis à expectativa de que o crescimento norte-americano possa continuar a taxas mais elevadas observadas na segunda metade de 2013 e retomadas no segundo trimestre deste ano.

O mercado de trabalho tem acompanhado as flutuações da atividade econômica, mas mostra resiliência no que se refere à geração de novos postos de trabalho e à redução da taxa de desemprego em patamar relativamente estável. Em relação ao primeiro ponto, as flutuações mês a mês têm sido acentuadas, mas a média dos primeiros oito meses do ano situou-se em 215 mil novos postos – não muito diferente dos níveis pré-crise. A taxa de desemprego declinou de forma sustentada desde o final de 2009 para atingir 6,1% em agosto último – superior aos níveis observados antes da crise, mas não muito distante da média histórica, de 5,8%. Essa redução, contudo, tem sido acompanhada por redução também na taxa de participação: atualmente em torno de 63% da população em idade ativa. Esta taxa costumava oscilar em torno de 66% antes da crise. O gráfico 7.5, ilustra o comportamento dessas duas variáveis. Vale registrar ainda que, apesar da redução da taxa de desemprego, os salários têm acelerado, mesmo que de forma moderada: a taxa anual de crescimento dos rendimentos, que já foi de apenas 1,5% a.a. no final de 2012, passou a 2,5% a.a. em agosto último.

GRÁFICO 7.5

Estados Unidos: taxa de desemprego e taxa de participação



Fonte: Bureau of Labor and Statistics (BLS).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A evolução positiva da atividade econômica, a melhoria dos indicadores do mercado de trabalho e o comportamento dos preços dos ativos passaram a estimular avaliações de que o momento para a normalização da política monetária estaria próximo. Na visão do comitê de política monetária Federal Open Market Committee (FOMC) do Fed, essa ainda é uma perspectiva bastante dependente da evolução da economia – especialmente do mercado de trabalho onde, como visto, os dados favoráveis, como redução da taxa de desemprego e manutenção de um ritmo relativamente forte de criação de postos de trabalho, são matizados pela redução da taxa de participação e por um contingente ainda elevado de trabalhadores em tempo parcial, mas que gostariam de trabalhar em período integral.

Nessa perspectiva, encontra-se em curso uma discussão sobre a natureza dos movimentos da atividade econômica e do mercado de trabalho nos Estados Unidos. Em particular, discute-se se esses movimentos seriam transitórios ou cíclicos, em oposição a mudanças de caráter mais permanente. No mercado de trabalho, por exemplo, a redução da taxa de participação pode ser associada à evolução demográfica, caracterizada pelo envelhecimento da população e pelo fato de que a taxa de participação tende a se reduzir com a idade das pessoas. Algumas estimativas dão conta de que aproximadamente metade da redução da taxa de participação desde 2009 pode ser atribuída à demografia.¹ Ou seja, esta queda seria em parte um fenômeno de caráter mais permanente, o que resultaria numa folga menor no mercado de trabalho e, portanto, em menor espaço para manter baixa a taxa de juros.

Em sentido contrário estão análises que apontam para uma redução da taxa de crescimento de longo prazo da economia americana (tese da *estagnação secular*).² Essa queda seria decorrência de fatores tecnológicos, demográficos ou relacionados ao comportamento de consumidores e empresas diante da percepção mais acentuada quanto ao risco após a crise de 2007 – o que levaria a uma maior propensão a poupar e a uma menor disposição para consumir e investir. Um crescimento mais baixo do produto potencial implicaria redução da taxa real de juros de longo prazo e, portanto, uma taxa nominal de juros “normal”, inferior àquela que prevaleceu no período pré-crise, por exemplo, entre 2000 e 2007, quando foi, em média, de 4,7% a.a. conforme pode-se observar no gráfico 7.6.

1. BofA Merrill Lynch Global Research, *Morning market tidbits*, 30 Sept. 2014.

2. IBRE. A expectativa é de juros internacionais baixos por um longo período, *Conjuntura econômica*, v. 68, n. 8, ago. 2014.

GRÁFICO 7.6

Taxa de juros dos títulos do tesouro americano de dez anos (janeiro de 2000 a agosto de 2014)

(Em % a.a.)



Fonte: Federal Reserve System.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Observa-se no gráfico que em meados do ano passado, quando pela primeira vez o Fed mencionou a perspectiva de interromper as aquisições de ativos (processo conhecido como *tapering*), houve um forte aumento dessas taxas. Como o passar do tempo, no entanto, elas recuaram, indicando o reconhecimento de que ao *tapering* não se seguiria imediatamente uma alta dos juros. Desde então, as taxas têm oscilado em torno de 2,5% a.a., valor bem inferior aos 4,7% a.a. que vigoraram, em média, entre 2000 e 2007.

O fato é que a inflação tem se mostrado bastante controlada. Após uma breve aceleração na primeira metade de 2014, tanto o índice cheio quanto o núcleo (excluindo alimentos e energia) recuaram nos meses mais recentes, como se pode ver no gráfico 7.7. O núcleo do índice tem se mantido relativamente estável desde maio, em torno de 1,5% a.a., depois de ter alcançado 1,2%, em média, no primeiro trimestre. Vale lembrar que o FOMC persegue uma meta de inflação de 2% a.a.

GRÁFICO 7.7

Deflator das despesas pessoais de consumo (PCE) – índice cheio e núcleo (Variação anual, em %)



Fonte: BEA.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

COMMODITIES

O ritmo relativamente moderado do crescimento global, a mudança na sua composição entre países, a recente valorização do dólar e os choques positivos de oferta são fatores que têm contribuído para a queda acentuada dos preços de *commodities* no mercado internacional.

Como mencionado no sumário desta seção, ainda que a economia global venha mantendo um crescimento superior à média do período 2009-2011, houve uma mudança importante na composição regional desse crescimento. Naquele momento, a China e a Ásia emergente apresentavam elevadas taxas de crescimento e os países industrializados se arrastavam em prolongada recessão. Agora, os países industrializados, especialmente os Estados Unidos e o Reino Unido, lograram recuperar taxas de crescimento mais elevadas, enquanto nos emergentes houve desaceleração. Como a China vinha sendo a principal demandante de *commodities* metálicas, agrícolas e de energia, o impacto, ainda que com defasagem, começou a manifestar-se. O gráfico 7.8 resume a trajetória dos preços das principais *commodities* no mercado internacional segundo o FMI.

GRÁFICO 7.8
Índice de preços de commodities
 (2005 = 100)



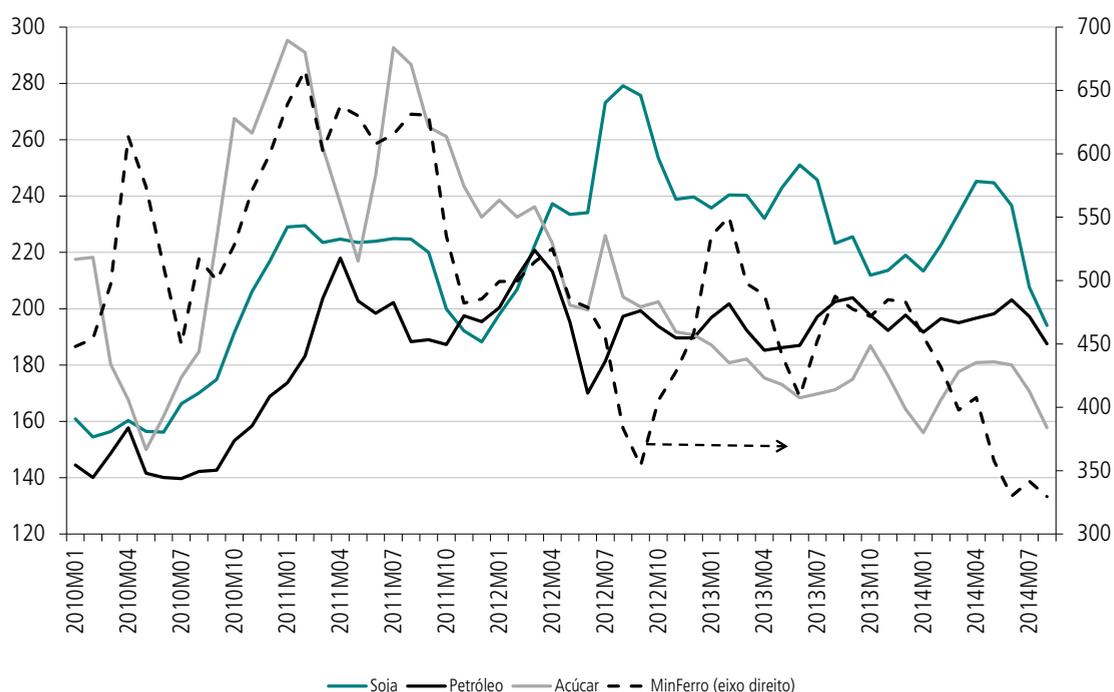
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A maior queda no período recente vem ocorrendo nos preços dos alimentos, cujo índice inclui os preços de cereais, óleos vegetais, carnes, peixes, açúcar, banana e suco de laranja. No caso dos cereais, essa redução reflete principalmente a perspectiva de uma safra generosa no hemisfério norte, que deve somar-se à produção também elevada registrada no hemisfério sul. Desde o seu pico recente, observado em abril, os preços de produtos agrícolas para alimentação caíram mais de 10%. Para a soja, a queda desde abril foi superior a 20%, refletindo um aumento esperado nos estoques mundiais da ordem de 28%.

Entre os grandes grupos de *commodities*, contudo, a queda mais acentuada, numa perspectiva mais longa, vem ocorrendo com os preços dos metais: desde o seu pico, no início de 2011, os preços desses produtos no mercado internacional já caíram mais de 30%. Os preços do minério de ferro recuaram cerca de 20% entre abril e agosto. De forma semelhante ao que acontece com o preço da soja, boa parte da explicação para a queda de preços do minério de ferro está na ampliação da oferta – especificamente, a entrada em operação de grandes projetos de mineração na Austrália. Obviamente, isso ocorre num momento em que a demanda chinesa se encontra em retração, o que tende a acentuar a tendência.

O gráfico 7.9 ilustra a trajetória da soja e do minério de ferro, assim como do petróleo e do açúcar. Em conjunto, esses quatro produtos respondem por 35% das exportações brasileiras. O que se observa é que o preço do petróleo tem se mantido relativamente estável (caiu 7,7% entre junho e agosto), não obstante eventuais instabilidades geopolíticas em importantes regiões produtoras. O açúcar, ao contrário, apresenta tendência declinante desde 2011, embora a queda tenha arrefecido no período mais recente.

GRÁFICO 7.9
Índice de preços de *commodities* – produtos selecionados
 (2005 = 100)



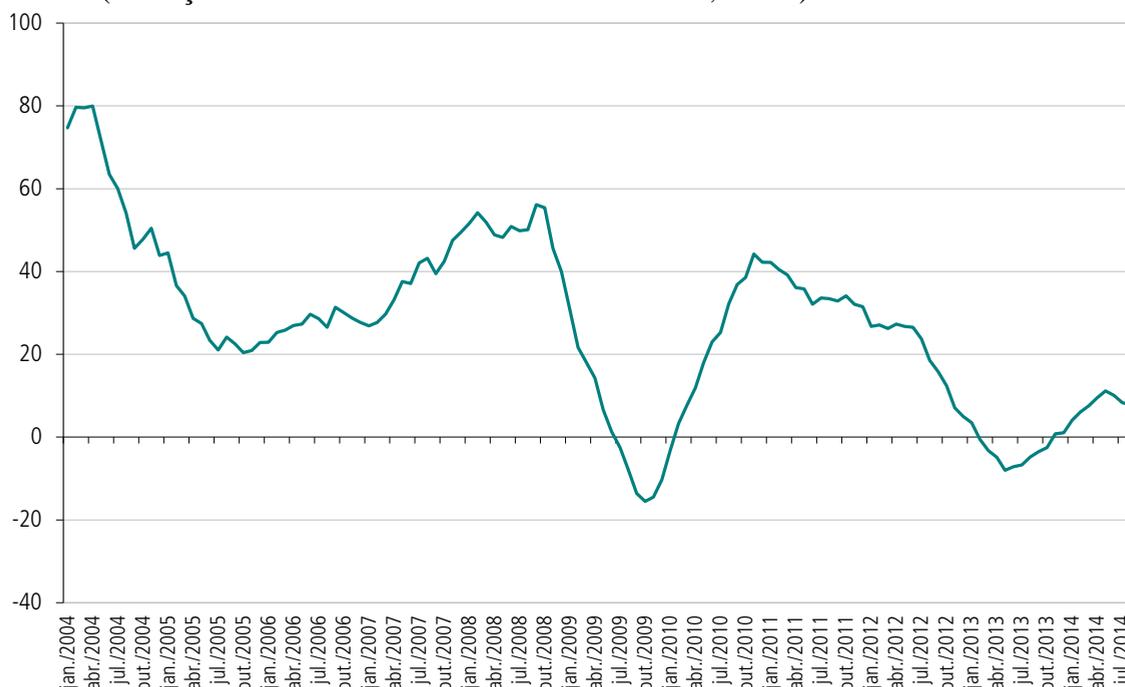
Fonte: FMI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

AMÉRICA LATINA

A economia nos países latino-americanos – importante mercado para as exportações de produtos manufaturados brasileiros – vem refletindo as mudanças pelas quais passa a economia mundial, especialmente a desaceleração da China e a perspectiva de normalização das condições financeiras nos Estados Unidos. No primeiro caso, a desaceleração do crescimento chinês impacta os países latino-americanos via redução da demanda por *commodities*, como se observa no gráfico 7.10, que mostra as taxas de crescimento das importações feitas pela China de países da América Latina.

GRÁFICO 7.10
Importações da China provenientes da América Latina (janeiro de 2004 a agosto de 2014)
 (Variação anual da média móvel de doze meses, em %)



Fonte: CEIC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

No segundo caso, o efeito aparece, por um lado, na redução dos preços em dólares das *commodities*, que são um componente importante da pauta de exportação dos países latino-americanos; e, por outro, pela pressão derivada da redução do fluxo de capitais externos para estes países, o que termina por, eventualmente, restringir a oferta de crédito e pressionar as taxas de câmbio.

Desde 2012, observa-se uma perda de dinamismo das economias regionais. Como já observado anteriormente, na tabela 1, quando se discutiram as tendências para a economia global, as taxas de crescimento dos países latino-americanos declinaram a partir de 2013 em relação ao período 2009-2011. As tabelas a seguir detalham a trajetória de algumas variáveis macroeconômicas para alguns países da região, apresentando ainda projeções com base no WEO do FMI.

Na tabela 7.4, é apresentada a trajetória para o crescimento do PIB. Observa-se uma acentuada desaceleração do crescimento em relação às elevadas taxas observadas antes da crise, e mesmo depois dela, quando se considera a média do período 2009-2011. No Brasil e na Argentina, a queda ocorre já em 2012, no México e na Venezuela em 2013, e nos demais países em 2014. As exceções a este quadro são o Peru e a Colômbia: o primeiro tem uma desaceleração muito leve e as taxas de crescimento

permanecem altas; a segunda registra uma aceleração do crescimento em 2013 e a expectativa é de que ele se mantenha elevado nos próximos dois anos. Esse é um resultado que não deixa de ser surpreendente, dada a grande dependência dos dois países em relação à exportação de produtos básicos, indicando, possivelmente, que a política econômica tem se mostrado eficaz em neutralizar o impacto do ambiente externo mais adverso. Adicionalmente, deve-se considerar no caso da Colômbia, assim como do México, que as relações comerciais com os Estados Unidos – mais estreitas que nos demais países da tabela – podem estar contribuindo para um crescimento mais elevado, dada a recuperação da atividade econômica em curso naquele país.

TABELA 7.4
América Latina: crescimento do PIB real
 (Variação anual, em %)

	Media 2000/2008	Media 2009/2011	2012	2013	2014	2015
América Latina	3,7	3,1	2,8	2,7	1,3	2,2
Argentina	3,9	6,3	1,0	3,0	-1,7	-1,5
Brasil	3,7	3,3	1,0	2,5	0,3	1,4
Chile	4,5	3,5	5,4	4,1	2,0	3,3
Colômbia	4,2	4,1	4,0	4,7	4,8	4,5
México	2,6	1,5	4,0	1,1	2,4	3,5
Peru	5,6	5,5	6,0	5,8	3,6	5,1
Venezuela	4,8	-0,2	5,6	1,3	-3,0	-1,0

Fonte: FMI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A inflação, apresentada na tabela 7.5, mantém-se elevada na Argentina, na Venezuela e, em grau bem menor, no Brasil. Nos demais países, ela apresenta ou uma trajetória de declínio ou, quando acelera, o faz mantendo-se em níveis relativamente baixos, como é o caso do Chile. Entre os países que seguem um regime de meta de inflação, a perspectiva é de que em 2014 a inflação supere o teto do intervalo de tolerância, ainda que por pequena margem, no Chile e no Peru, onde as metas são de 3% e 2% a.a., respectivamente, com intervalo de tolerância de 1 p.p. No Brasil, a inflação deve ficar próxima, porém abaixo, do limite superior do intervalo de tolerância, e na Colômbia e no México, abaixo dele – em ambos os casos, com o intervalo definido por uma meta de 3% a.a. \pm 1 p.p.

TABELA 7.5
América Latina: inflação
 (Variação anual, em %)

	Media 2000-2008	Media 2009-2011	2012	2013	2014	2015
América Latina	7,3	6,2	5,9	6,8	12,5 ¹	11,2 ¹
Argentina	8,9	8,8	10,0	10,6	28,1 ¹	27,2 ¹
Brasil	7,1	5,5	5,4	6,2	6,3	6,0
Chile	3,7	2,1	3,0	1,8	4,2	3,0
Colômbia	6,5	3,3	3,2	2,0	3,4	3,0
México	5,2	4,3	4,1	3,8	4,0	3,5
Peru	2,6	2,6	3,7	2,8	2,9	2,2
Venezuela	20,3	27,1	21,1	40,7	69,8	55,9

Fonte: FMI.

Nota: ¹ Projeções: *Latin focus*.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Apesar da inflação ainda acima do teto da meta, o Chile reduziu a taxa de juros de referência para a política monetária desde outubro do ano passado em 1,75 p.p., para 3,25% a.a. O México também reduziu a taxa de juros entre setembro do ano passado e setembro deste ano, de 3,75% a.a. para 3% a.a. No Peru, a taxa de juros caiu de 4,25% para 4% a.a. em novembro do ano passado, tendo sido novamente reduzida para 3,75% a.a. em julho deste ano.

A utilização da política monetária como principal instrumento para reduzir os efeitos negativos da mudança externa está associada à situação fiscal razoavelmente confortável. A tabela 7.6 mostra que quase todos os países passaram por uma piora do resultado fiscal do governo geral, conforme critério do FMI. As exceções foram Colômbia e Peru, em que o resultado projetado para o período 2013-2015 representa uma melhoria em relação à média 2000-2008. No Chile a piora se deu a partir de um *superavit* relativamente alto no período de expansão, enquanto na Argentina há melhora, porém com níveis ainda relativamente elevados de *deficit* como proporção do PIB.

TABELA 7.6
América Latina: resultado fiscal do PIB
 (Em %)

	Media 2000/2008	Media 2009/2011	2012	2013	2014	2015
América Latina	-2,2	-3,4	-3,5	-3,8	-3,9	-3,7
Argentina	-4,3	-2,8	-4,0	-3,5	-4,5	-5,5
Brasil	-3,3	-2,9	-2,8	-3,3	-3,9	-3,1
Chile	2,6	-1,0	0,7	-0,7	-1,8	-1,2
Colômbia	-1,7	-2,7	0,1	-1,0	-1,5	-1,3
México	-1,9	-4,2	-3,7	-3,9	-4,2	-4,0
Peru	-0,1	0,1	2,1	0,5	-0,1	-0,1
Venezuela	-0,3	-10,2	-16,6	-15,1	-14,2	-14,9

Fonte: FMI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Por fim, os resultados do balanço de pagamentos em conta corrente (tabela 7.7) revelam um aumento do *deficit* em 2013, tomando-se a média de 2009 a 2011 como referência, porém com tendência à estabilidade ou ligeira melhora. Os níveis desses *deficit*, contudo, são bastante diferentes: o Peru apresenta, na média de 2013-2014, um *deficit* de cerca de 5% do PIB; Brasil e Colômbia, *deficit* de 3,6% do PIB; o Chile, de 2,7%; o México, de 1,8%; a Argentina, de 1%; e a Venezuela, por fim, deve registrar *superavit* médio de 2,4% do PIB. Em todos os casos, contudo, os resultados correntes e projetados representam forte piora em relação ao observado na média do período de expansão (2000-2008): para Argentina, Brasil e Chile, a piora é de 3 p.p. a 3,5 p.p. do PIB; na Colômbia, é de pouco mais de 2 p.p. do PIB; no Peru, de 4,2 p.p.; e, na Venezuela, de 8,4 p.p. do PIB.

TABELA 7.7
América Latina: resultado em conta corrente do PIB
 (Em %)

	Media 2000/2008	Media 2009/2011	2012	2013	2014	2015
América Latina	-0,3	-1,1	-1,9	-2,7	-2,5	-2,7
Argentina	2,6	0,7	-0,1	-0,9	-0,8	-1,1
Brasil	-0,6	-1,9	-2,4	-3,6	-3,5	-3,6
Chile	0,6	0,8	-3,4	-3,4	-1,8	-1,4
Colômbia	-1,4	-2,6	-3,2	-3,3	-3,9	-3,8
México	-1,6	-0,8	-1,2	-1,8	-1,9	-2,0
Peru	-0,7	-1,6	-3,4	-4,9	-5,2	-5,0
Venezuela	10,8	3,8	2,9	2,7	7,6	6,4

Fonte: FMI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em resumo, a desaceleração do crescimento na América Latina reflete o ambiente internacional menos favorável quando comparado à forte expansão de 2000 a 2008, mas que apresentou alguma recuperação a partir de 2012, quando os três anos que

se seguiram à eclosão da crise em 2008 são tomados como referência. O desempenho em termos de crescimento entre países é diferenciado de acordo com as condições internas de cada um, as quais parecem ter determinado o escopo para adoção de políticas expansionistas. Nessa perspectiva, Chile, Colômbia, México e Peru parecem ter apresentado maior capacidade de se contrapor à desaceleração do crescimento do que os outros países.

NOTAS TÉCNICAS

UMA NOTA SOBRE A NATUREZA DA INFLAÇÃO DE SERVIÇOS NO BRASIL (1999-2014)

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

AVALIANDO A CONDIÇÃO DA POLÍTICA FISCAL DO GOVERNO CENTRAL

Mário Jorge Mendonça

NOTA TÉCNICA

UMA NOTA SOBRE A NATUREZA DA INFLAÇÃO DE SERVIÇOS NO BRASIL (1999-2014)¹

Cláudio Hamilton Matos dos Santos²

1 INTRODUÇÃO

Uma característica saliente da dinâmica da inflação brasileira nos últimos anos tem sido o rápido encarecimento relativo de vários dos serviços que compõem o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (BCB, 2011a; 2013a; Dieese, 2011; Frischtak, 2013; Giovannetti, 2013).

Desde a análise seminal de Baumol e Bowden (1965), sabe-se que os custos e os preços dos serviços, nos quais a taxa de crescimento da produtividade é baixa, tendem a crescer mais rapidamente do que os dos bens (manufaturados, em geral) em que o crescimento da produtividade é alto. Além disso, diversos autores (Frischtak, 2013; Santos, 2013) têm enfatizado a relação entre o rápido crescimento da renda dos estratos mais pobres da população, o aumento da demanda por serviços intensivos em trabalho e a rápida queda do desemprego, verificados na última década. À luz destas literaturas, pelo menos, o rápido encarecimento relativo dos serviços nos últimos anos não deveria surpreender.

Todavia, parece justa a afirmação de que o tema ainda é relativamente pouco estudado no Brasil. Conquanto vários esforços meritórios (BCB, 2011a; 2013a; 2013b; Giovannetti, 2013; Alves *et al.*, 2013) tenham aparecido recentemente, nenhum deles se debruça sobre as características estruturais dos vários tipos de serviços que compõem o IPCA.

Esta nota tem como objetivo lançar luz sobre a relação entre as referidas características estruturais e a dinâmica da inflação de serviços no país. Para tanto, está dividida em três seções, além desta introdução. Na segunda seção, discutem-se os dados

1. O autor gostaria de agradecer aos coautores Santos *et al.* (2014), Marco Antônio Cavalcanti, Thiago Sevilhano Martinez, Vinicius dos Santos Cerqueira e aos demais participantes de um seminário sobre o tema na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. Os erros remanescentes são de total responsabilidade do autor.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa e diretor da Dimac do Ipea.

que se quer explicar, isto é, os serviços que compõem o IPCA e a dinâmica dos preços destes serviços desde 1999. A terceira, por seu turno, discute as características estruturais destes serviços a partir de dados da Pesquisa Anual de Serviços (PAS) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), da Relação Anual de Informações Sociais (Rais) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), e da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE. Finalmente, breves notas à guisa de conclusão são apresentadas na quarta e última seção.

2 A INFLAÇÃO DE SERVIÇOS NO IPCA

O quadro 1 lista os subitens do IPCA classificados nesta nota como serviços. São 92 subitens constantes da versão do IPCA baseada na Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 1995-1996 (vigente entre agosto de 1999 e junho de 2006), 95 subitens na versão baseada na POF 2002-2003 (vigente entre julho de 2006 e dezembro de 2011) e 85 constantes da versão baseada na POF 2008-2009 (vigente desde janeiro de 2012, incluindo a atualização de janeiro de 2014).

QUADRO 1

Subitens do IPCA classificados como serviços nesta nota (por POF de referência)

Classificação	POF 1995-1996	POF 2002-2003	POF 2008-2009
Serviços de alimentação	Refeição fora de casa (fc); lanche (fc); café da manhã (fc); refrigerante (fc); cafezinho (fc); caldos (fc); cerveja (fc); chope (fc); aguardente (fc); outras bebidas alcoólicas (fc); doces (fc).	Refeição fora de casa (fc); lanche (fc); café da manhã (fc); refrigerante e água mineral (fc); cafezinho (fc); cerveja (fc); chope (fc); outras bebidas alcoólicas (fc); doces (fc).	Refeição fora de casa (fc); lanche (fc); café da manhã (fc); refrigerante e água mineral (fc); cafezinho (fc); cerveja (fc); outras bebidas alcoólicas (fc); doces (fc).
Serviços habitacionais	Aluguel residencial; condomínio; imposto predial; taxa de água e esgoto; mudança; gás encanado; energia elétrica residencial.	Aluguel residencial; condomínio; taxa de água e esgoto; mudança; mão de obra para reparos; gás encanado; energia elétrica residencial.	Aluguel residencial; condomínio; taxa de água e esgoto; mudança; mão de obra para reparos; gás encanado; energia elétrica residencial.
Consertos domésticos	Conserto de geladeira e <i>freezer</i> ; conserto de aparelho de som; conserto de videocassete; conserto de máquina de lavar/secar roupa; conserto de condicionador de ar; reforma de estofado; conserto de bomba d'água; manutenção de caixa d'água, fossa etc.	Conserto de refrigerador e <i>freezer</i> ; conserto de aparelho de som; conserto de televisor; conserto de máquina de lavar/secar roupa; reforma de estofado; conserto de bomba d'água.	Conserto de refrigerador; conserto de aparelho de som; conserto de televisor; conserto de máquina de lavar roupa; reforma de estofado; manutenção de microcomputador.
Transportes públicos	Ônibus urbano; táxi; trem; ônibus intermunicipal; ônibus interestadual; <i>ferry-boat</i> ; avião; metrô; navio; barco; transporte escolar.	Ônibus urbano; táxi; trem; ônibus intermunicipal; ônibus interestadual; <i>ferry-boat</i> ; avião; metrô; barco; transporte escolar.	Ônibus urbano; táxi; trem; ônibus intermunicipal; ônibus interestadual; passagem aérea; metrô; transporte hidroviário; transporte escolar.
Serviços para donos de veículos	Emplacamento e licença; seguro voluntário de veículo; conserto de automóvel; estacionamento; pedágio; lubrificação e lavagem; pintura de veículo.	Emplacamento e licença; seguro voluntário de veículo; conserto de automóvel; estacionamento; multa; pedágio; lubrificação e lavagem; pintura de veículo; reboque; aluguel de veículo.	Emplacamento e licença; seguro voluntário de veículo; conserto de automóvel; estacionamento; pedágio; multa; lubrificação e lavagem; pintura de veículo; aluguel de veículo.
Saúde privada	Médico; dentista; tratamento psicológico e fisioterápico; exame de laboratório; hospitalização e cirurgia; eletrodiagnóstico; radiografia; plano de saúde.	Médico; dentista; tratamento psicológico e fisioterápico; exame de laboratório; hospitalização e cirurgia; eletrodiagnóstico; radiografia; asilo; plano de saúde.	Médico; dentista; fisioterapeuta; psicólogo; exame de laboratório; hospitalização e cirurgia; exame de imagem; plano de saúde.

(Continua)

(Continuação)

Classificação	POF 1995-1996	POF 2002-2003	POF 2008-2009
Serviços pessoais	Costureira; tinturaria e lavanderia; manicure e pedicure; barbeiro; cabeleireiro; empregado doméstico; depilação; massagem e sauna; cartório; despachante; serviço funerário; alfaiate; serviço bancário; conselho de classe.	Costureira; manicure e pedicuro; barbeiro; cabeleireiro; empregado doméstico; depilação; cartório; despachante; serviço bancário; conselho de classe.	Costureira; manicure; cabeleireiro; empregado doméstico; depilação; despachante; serviço bancário; conselho de classe.
Serviços de recreação	Cinema; ingresso para jogo; clube; teatro; aluguel de fita de videocassete; boate, danceteria e discoteca; jogos lotéricos; aluguel de fita de <i>videogame</i> ; motel; telesena; bingo; hotel; excursões; revelação e cópia.	Cinema; ingresso para jogo; clube; compra e tratamento de animais; aluguel de DVD e fita de videocassete; boate, danceteria e discoteca; jogos de azar; motel; hotel; excursão; revelação e cópia.	Cinema; ingresso para jogo; clube; tratamento de animais; locação de DVD; boate e danceteria; jogos de azar; motel; hotel; excursão; revelação e cópia.
Educação privada	Creche; curso pré-escolar; curso primeiro grau; curso segundo grau; curso terceiro grau; cursos diversos. Fotocópia.	Creche; educação infantil; ensino fundamental; ensino médio; ensino superior; pós-graduação; curso supletivo; fotocópia; curso preparatório; curso técnico; curso de idioma; curso de informática; autoescola; ginástica; natação, balé; escolinha de esporte.	Creche; educação infantil; ensino fundamental; ensino médio; ensino superior; pós-graduação; fotocópia; curso preparatório; curso técnico; curso de idioma; curso de informática; atividades físicas.
Serviços de comunicação	Correio, telefone fixo; telefone público; telefone celular; tv a cabo.	Correio; telefone fixo; telefone público; telefone celular; tv a cabo; acesso à internet.	Correio; telefone fixo; telefone público; telefone celular; acesso à internet; telefone com internet; tv por assinatura com internet.

Elaboração do autor.

Registre-se que a série de “inflação de serviços” (série 10844 do sistema gerador de séries temporais) do Banco Central do Brasil (BCB) – amplamente utilizada em análises conjunturais – utiliza uma classificação *diferente* da proposta no quadro 1. Isso ocorre porque *i*) diversos dos serviços do quadro 1 (ônibus urbanos, planos de saúde, energia elétrica etc.) são classificados como produtos “monitorados” e não como “serviços” propriamente ditos pelo BCB (2011b); e *ii*) porque a composição do índice do BCB vai mudando com o tempo, seguindo variações na classificação dos produtos.³

2.1 Algumas tipologias úteis para a análise da inflação de serviços no Brasil

Uma primeira forma de classificar os serviços do quadro 1 é diferenciar os serviços livres dos monitorados. O quadro 2 lista os serviços atualmente classificados como monitorados pelo BCB. Registre-se, entretanto, que a lista de produtos monitorados varia com o tempo – isto é, produtos entram e saem da lista a partir de decisões do governo – como pode ser atestado pela comparação de BCB (2011b; 2006).

3. Os subitens alimentação fora de casa, telefonia celular e passagens aéreas, por exemplo, não eram classificados como serviços pelo BCB até dezembro de 2011.

QUADRO 2
Lista de serviços monitorados a partir de 2011

Taxas de água e esgoto; gás encanado, energia elétrica residencial Ônibus urbano, táxi, trem, ônibus intermunicipal, ônibus interestadual, metrô, transporte hidroviário Emplacamento e licença, multa, pedágio Planos de saúde Jogos de azar Correio, telefone fixo e telefone público
--

Fonte: BCB (2011b).

Uma segunda forma de classificar os serviços que compõem o IPCA é dividi-los em serviços que têm pressionado fortemente o índice como um todo, e em serviços cujos preços têm crescido em linha com o IPCA geral. Nas seções seguintes, serão denominados serviços de “alta pressão inflacionária” em um dado período de tempo X aqueles cuja inflação em X superou a variação do IPCA como um todo em 30% ou mais.

Por fim, uma terceira forma de classificar os serviços do quadro 1 é por intensidade da utilização de diferentes fatores de produção. O quadro 3 apresenta a classificação utilizada nesta nota.

QUADRO 3
Classificação dos serviços do IPCA por utilização dos fatores de produção

Terra	Capital	Trabalho qualificado	Trabalho pouco qualificado
Aluguel, estacionamento e hotéis.	Todos os serviços de comunicação, água e esgoto, gás encanado, energia elétrica, todos os transportes públicos exceto táxi e transporte escolar, exames de laboratório e imagem.	Todos os serviços de educação e saúde privados com exceção dos exames de laboratório e imagem.	Demais serviços do quadro 1.

Elaboração do autor.

A classificação por intensidade da utilização dos fatores de produção permite uma primeira aproximação dos conceitos de setores “estagnados” e “progressistas” de Baumol *et al.* (2012). De acordo com estes autores, é crucial diferenciar os serviços cuja oferta depende essencialmente do trabalho humano, não passível de substituição por máquinas, dos serviços cuja oferta se dá por meio de processos automatizados. No primeiro caso, que abarca os setores denominados por Baumol “estagnados” (aproximados aqui pelos serviços intensivos em trabalho), os ganhos de produtividade possíveis seriam pequenos no longo prazo. No segundo caso, que abarca os setores ditos “progressistas” (aproximados aqui pelos serviços intensivos em capital), os ganhos de produtividade possíveis são amplos. Daí que, de acordo com Baumol, no longo prazo os preços dos setores estagnados tendem a subir mais rapidamente do que os dos setores

progressistas, refletindo uma tendência de aumento dos custos unitários de trabalho nestes setores.⁴

Serviços de saúde e educação privados são exemplos clássicos de setores “estagnados”. Mas estes incluiriam também “(...) serviços jurídicos, programas de assistência direta aos pobres, os correios, a polícia, saneamento, consertos gerais, as artes, restaurantes, dentre vários outros” (Baumol *et al.*, 2012). Por sua vez, os serviços de comunicação são exemplos clássicos de setores progressistas no sentido de Baumol, posto que “o surgimento da internet, telefones celulares, e de um conjunto de outros avanços deixam claro que o rápido crescimento da produtividade neste setor dificilmente diminuirá no curto prazo” (*op. cit.*).

Registre-se que a análise de Baumol *et al.* (2012) foi feita para explicar a dinâmica dos preços relativos ao longo de várias décadas, por oposição dos quinze anos cobertos por esta nota. Contudo, fornece algumas pistas interpretativas – pelo lado dos custos – para a dinâmica recente dos serviços no Brasil, ainda que fatores de demanda também estejam fortemente relacionados com essa dinâmica, como se verá a seguir.

2.2 Os números da inflação de serviços no Brasil

As mudanças ocorridas na composição do IPCA em 2006 e 2011 fazem com que seja desejável – a fim de evitar a ocorrência de quebras estruturais nas séries, ou pelo menos mitigar o efeito dessas últimas – construir séries de tempo para os períodos de agosto de 1999 a julho de 2014 e de julho de 2006 a julho de 2014, a partir do encadeamento de subitens presentes em todos os modelos do índice no período. O quadro 4 explicita esses subitens no primeiro caso.

QUADRO 4
Componentes da série “consolidada” da inflação de serviços (ago./1999-jul./2014)

Subitens ¹
Refeição; lanche; café da manhã; refrigerante; cafezinho; cerveja; outras bebidas alcoólicas; doces; aluguel residencial; condomínio; taxa de água e esgoto; mudança; gás encanado; energia elétrica residencial; conserto de refrigerador e <i>freezer</i> ; conserto de aparelho de som; conserto de máquina de lavar/secar roupa; reforma de estofado; ônibus urbano; táxi; trem; ônibus intermunicipal; ônibus interestadual; avião; metrô; barco; transporte escolar; emplacamento e licença; seguro voluntário de veículo; conserto de automóvel; estacionamento; pedágio; lubrificação e lavagem; pintura de veículo; médico; dentista; tratamento psicológico e fisioterápico; exame de laboratório; hospitalização e cirurgia; eletrodiagnóstico; plano de saúde; costureira; manicure e pedicuro; cabeleireiro; empregado doméstico; depilação; despachante; serviço bancário; conselho de classe; cinema; ingresso para jogo; clube; aluguel de fita de videocassete; boate, danceteria e discoteca; jogos lotéricos; motel; hotel; excursão; revelação e cópia; creche; curso pré-escolar; curso primeiro grau; curso segundo grau; curso terceiro grau; fotocópia; correio; telefone fixo; telefone público; telefone celular.

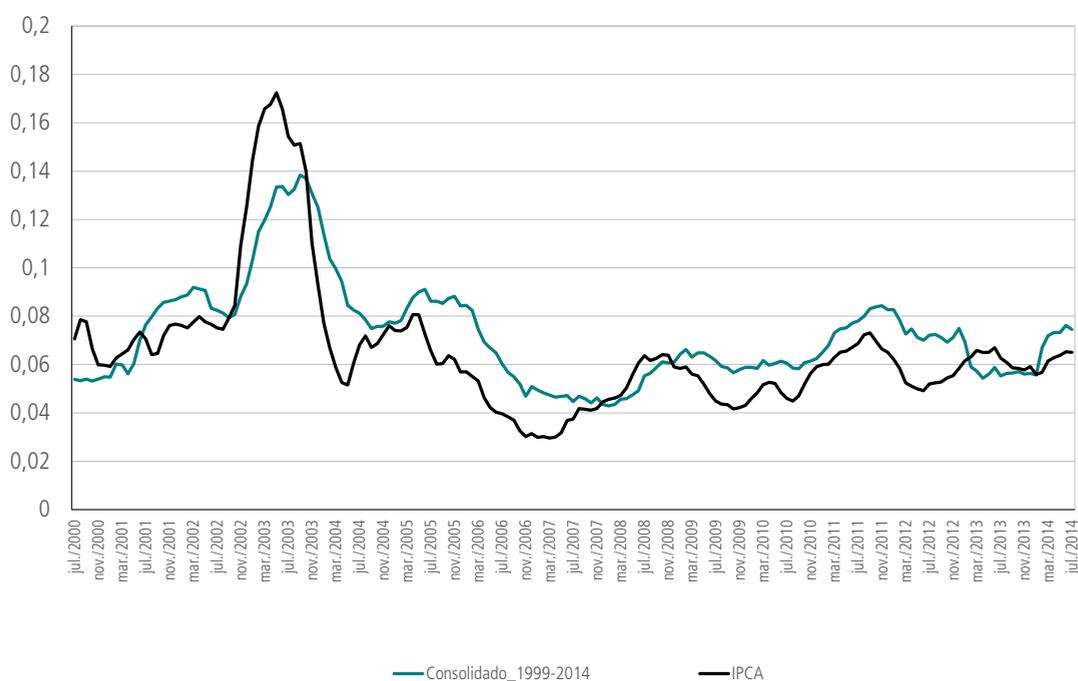
Elaboração do autor.

Nota: ¹ Constam do quadro 69 subitens.

4. “Um aumento de 2% no salário de professores e policiais não é compensado por maiores níveis de produtividade e, portanto, deve levar a aumentos equivalentes nos orçamentos das prefeituras. Um aumento de 2% no salário das cabeleireiras deve levar a um aumento de 2% no custo dos salões de beleza” (Baumol, 2012).

O gráfico 1 mostra que, afóra alguns poucos momentos (2002-2003; 2008) de aceleração cambial ou queda de algum preço monitorado importante (2013) os preços dos serviços têm subido consistentemente acima do IPCA. Note-se, entretanto, que o dado agregado esconde diferenças marcantes de comportamento entre distintos serviços e períodos. Em particular, os serviços monitorados e, mais geralmente, intensivos em capital baratearam enormemente a partir de 2006 em relação aos serviços intensivos em trabalhos (alimentação fora de casa ou serviços pessoais), conforme mostrado no gráfico 2.

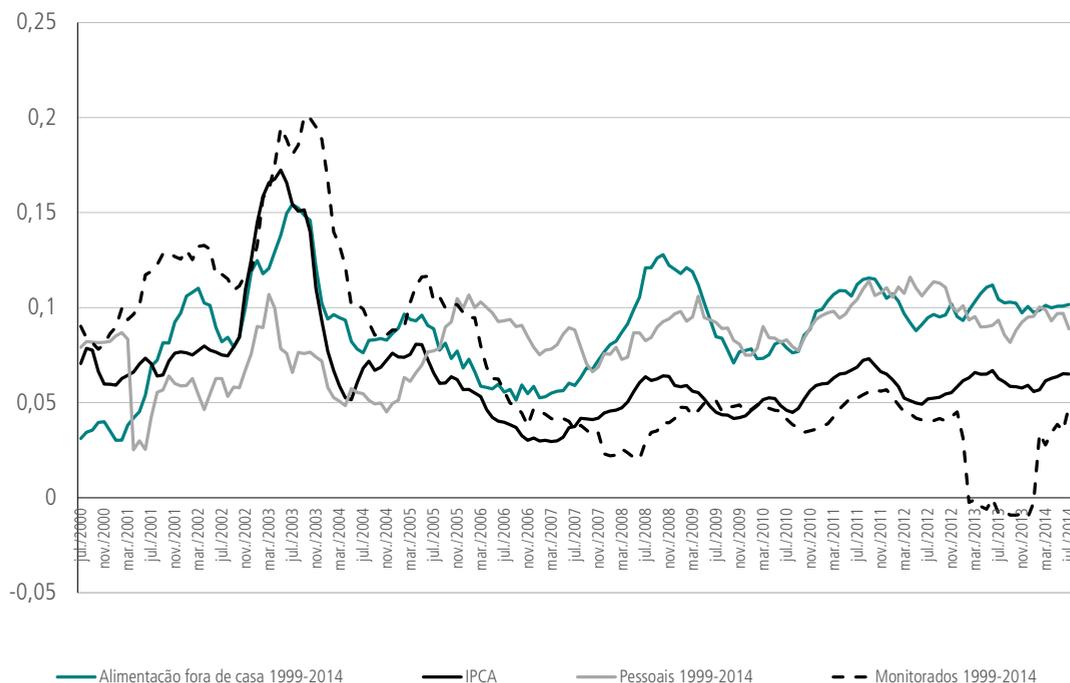
GRÁFICO 1
Inflação de serviços e IPCA acumulados em doze meses
(jul./2000-jul./2014)
 (Em %)



Fonte: IBGE.
 Elaboração do autor.

GRÁFICO 2

Inflação de serviços consolidados selecionados e IPCA acumulados em doze meses (jul./2000-jul./2014)



Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

Parece fazer sentido, portanto, tratar mais de perto do período 2006-2014. O quadro 5 traz os subitens classificados – seguindo a tipologia da subseção 2.2 – como alta e baixa pressão inflacionária nesse último período, enquanto os gráficos 3 e 4 apresentam, respectivamente, a dinâmica da inflação desses grupos e dos respectivos pesos relativos no IPCA como um todo no período em questão.

QUADRO 5

Componentes da série consolidada dos serviços de alta e baixa pressão inflacionária (jul./2006-jul./2014)

Alta pressão (36 subitens)	Baixa pressão (45 subitens)
Refeição; lanche; café da manhã; refrigerante e água mineral; cafezinho; cerveja; outras bebidas alcoólicas; aluguel residencial; mudança; mão de obra; reforma de estofado; avião; conserto de automóvel; estacionamento; lubrificação e lavagem; médico; dentista; tratamento psicológico e fisioterápico; hospitalização e cirurgia; plano de saúde; costureira; manicure e pedicuro; cabeleireiro; empregado doméstico; depilação; ingresso para jogo; clube; compra e tratamento de animais; hotel; creche; educação infantil; ensino fundamental; ensino médio; curso preparatório; curso técnico; curso de idioma.	Doces; condomínio; taxa de água e esgoto; gás encanado; energia elétrica residencial; conserto de refrigerador e freezer; conserto de televisor; conserto de aparelho de som; conserto de máquina de lavar/secar roupa; ônibus urbano; táxi; trem; ônibus intermunicipal; ônibus interestadual; metrô; barco; transporte escolar; emplacamento e licença; seguro voluntário de veículo; multa; pedágio; pintura de veículo; aluguel de veículo; exame de laboratório; eletrodiagnóstico; despachante; serviço bancário; conselho de classe; cinema; aluguel de DVD e fita de videocassete; boate, danceteria e discoteca; jogos de azar; motel; excursão; revelação e cópia; ensino superior; pós-graduação; fotocópia; curso de informática; ginástica; correio; telefone fixo; telefone público; telefone celular; acesso à internet.

Elaboração do autor.

GRÁFICO 3

Inflação dos serviços consolidados de alta e baixa pressão inflacionária e IPCA acumulados em doze meses (jul./2006-jul./2014)

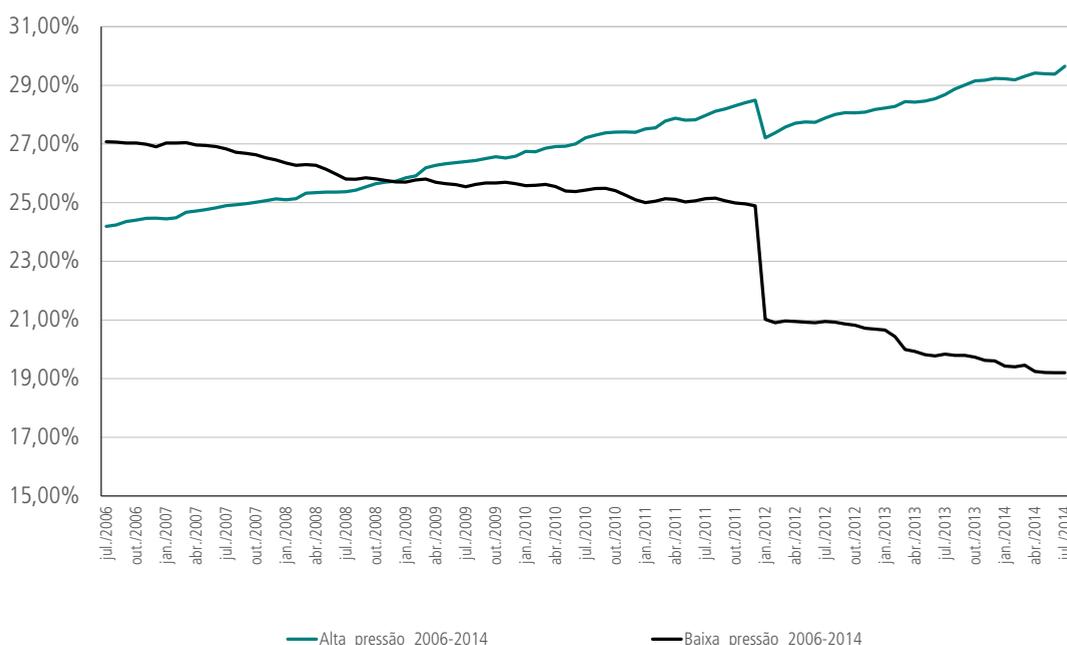


Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

GRÁFICO 4

Peso dos serviços consolidados de alta e baixa pressão inflacionária no total do IPCA (jul./2006-jul./2014) (Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

Os dados indicados anteriormente permitem a conclusão de que o grosso da inflação de serviços em anos recentes se deve a relativamente poucos setores intensivos em trabalho qualificado (saúde e educação privadas) e não qualificado (alimentação fora de casa, serviços pessoais) e serviços cujos preços dependem do preço da terra urbana (estacionamento, aluguel, hotéis) – cuja inflação tem girado na casa dos 10% ao ano (a.a.) desde 2011 e cujo peso no IPCA se aproxima atualmente de 30%. Ressalte-se, entretanto, a baixa pressão inflacionária registrada nos serviços intensivos em capital em geral (monitorados ou não) e nos serviços públicos, cujo peso no IPCA tem caído continuamente desde 2006 passando de 27% para pouco menos de 20% hoje em dia.

3 CARACTERIZAÇÃO ESTRUTURAL DOS SERVIÇOS QUE COMPÕEM O IPCA A PARTIR DOS DADOS DA PAS, PNAD E RAIS

A maior dificuldade para a obtenção de informações estruturais sobre as condições de oferta e demanda dos *produtos* que compõem o IPCA é o fato de que as informações setoriais contidas nas bases de dados utilizadas nesta nota são baseadas nos *grupos e classes* da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE) – e, mais precisamente, desde 2007 na CNAE 2.0 – e não em *produtos* propriamente ditos. O que se segue depende fundamentalmente, portanto, da precisão dos tradutores expostos em IBGE (2013c).

3.1 O que dizem os dados da PAS?

A PAS tem o mérito de trazer informações sobre os componentes do valor bruto da produção (VBP) – incluindo uma descrição relativamente detalhada dos custos das firmas com bens intermediários e mão de obra – de vários dos serviços que compõem o IPCA. Infelizmente, entretanto, a PAS não fornece informações sobre os serviços de saúde e educação privados e, além disso, traz informações detalhadas apenas para as firmas formalmente constituídas, com vinte ou mais empregados – um número excessivamente alto nos casos de bares, restaurantes e salões de beleza, por exemplo.

De todo modo, os dados da PAS dão informações importantes sobre as condições de demanda e os custos de vários dos serviços que compõem o IPCA. Sugerem, em particular, que grande parte dos serviços de alta pressão inflacionária (quadro 5) apresentou taxas “chinesas” de crescimento tanto do valor adicionado (VA) quanto do nível de emprego entre 2007 e 2011 – período para o qual estão disponíveis os dados da PAS baseados na CNAE 2.0. Esses serviços também apresentaram ganhos salariais reais bastante significativos no período em questão – ainda que a resposta da produtividade média do trabalho (PMeL)⁵ e, portanto, dos custos unitários de trabalho

5. Medida aqui pela razão entre o VA e o número de ocupações do setor.

(CUTs) tenha variado entre os setores. Os serviços de alimentação e de beleza, por exemplo, apresentaram ganhos salariais reais compatíveis com os ganhos verificados na PMeL, de modo a manter os CUTs sob controle. Como resultado, viram seus lucros crescerem muito rapidamente. Contudo, o setor de manutenção e reparação de veículos automotores se comportou como um típico setor estagnado, classificado por Baumol, com ganhos salariais bem acima do crescimento da produtividade do trabalho, aumentos significativos dos CUTs em termos reais e virtual estagnação da parcela dos lucros no VA.⁶ Por fim, os dados da Agência Nacional de Aviação Civil (ANAC) – bastante distintos dos do IBGE⁷ – sugerem que os grandes ganhos de produtividade alcançados pelo setor de transporte aéreo não conseguiram compensar inteiramente o efeito combinado da deflação dos preços e do crescimento das ocupações e do salário real, levando a uma queda de quase 11 pontos percentuais (p.p.) da parcela dos lucros no VA do setor.

Claro está que o rápido crescimento da produção não é condição suficiente para a aceleração da inflação. Com efeito, vários setores da tabela 1 cresceram muito rapidamente – por exemplo, alojamento, TV por assinatura, locação de meios de transportes, agências de viagens, reparação e manutenção de objetos e equipamentos domésticos, serviços de táxi e transporte escolar, transporte aéreo (pela metodologia da ANAC) e serviços de apoio paisagístico – sem, contudo, apresentar inflação muito acima do IPCA. Os motivos para isso, em geral, envolvem a combinação de um ou mais dos seguintes fatores: contenção salarial, cortes de custos e/ou margem de lucro e ganhos de produtividade.

6. Medida aqui pela razão entre o excedente operacional bruto (EOB) e o VA do setor.

7. Desde 2010, o IBGE utiliza uma metodologia de aferição da inflação de passagens aéreas bem diferente da utilizada pela ANAC. A metodologia do IBGE (2010; 2013b) consiste em pesquisar o preço de viagens semanais (do sábado de uma semana até o domingo da semana seguinte) de um adulto marcadas com um ou dois meses de antecedência para “capitais dos estados onde estão localizadas as cidades mais visitadas do país, por motivo de visita a amigos e familiares ou por motivo de turismo”. Já a ANAC (2014) procura estimar o “valor médio pago pelo passageiro por quilômetro voado (...) com base nos dados mensalmente registrados pelas empresas aéreas na ANAC”. Mais precisamente, o índice da ANAC é construído a partir dos “(...) preços médios efetivamente comercializados (vendidos) ao público em geral em todas as linhas aéreas domésticas de passageiros” e tem como mês de referência o mês “(...) de comercialização do bilhete de passagem aérea, independentemente da data de realização do voo”. A utilização do deflator do IBGE para calcular a evolução do VA do setor aéreo em termos reais leva a resultados pouco defensáveis (tabela 2) – principalmente quando se leva em conta o exponencial crescimento no número de passageiros/km transportados nos últimos anos (ANAC, 2014) – de modo a justificar a utilização do dado da ANAC para o referido deflacionamento.

TABELA 1
Taxas de crescimento de indicadores selecionados de atividades da PAS
(2007-2011)

Atividade PAS	VA real (%)	Emprego (%)	PMeL (%)	Salários reais (%)	CUT real (%)	CUT nominal (%)	Inflação (%)	CI/VA	EOB/VA
Alojamento	48,89	19,73	24,35	9,27	-12,34	9,22	27,46	-7,45	9,18
Alimentação	56,29	38,59	12,77	12,76	0,95	25,78	46,43	-9,56	9,64
Cabeleireiros e outros serviços de tratamento de beleza	78,50	50,47	18,63	15,99	-0,60	23,86	38,53	-4,04	8,11
Telecomunicações por fio, sem fio e por satélite	10,53	34,07	-17,60	-23,60	-5,67	17,54	7,21	27,39	-1,36
Operadoras de TV por assinatura	120,38	112,75	3,59	-1,71	-5,14	18,20	17,94	-0,81	-0,06
Atividades de exibição cinematográfica	16,12	38,08	-15,90	16,15	38,20	72,21	24,25	67,47	-13,07
Locação de meios de transporte	100,38	47,68	35,68	24,05	-8,57	13,92	10,25	-3,80	-1,30
Agências de viagens, operadores turísticos e outros serviços de turismo	91,22	53,60	24,49	14,67	-7,89	14,78	30,19	-14,43	9,85
Serviços de limpeza em prédios e domicílios	38,12	19,59	15,50	13,28	-1,92	22,21	21,96	-2,36	0,48
Serviços de apoio a edifícios e atividades paisagísticas	107,20	68,06	23,29	13,92	-7,60	15,13	21,96	-2,97	6,87
Transporte metroferroviário de passageiros e trens turísticos, teleféricos e similares	20,64	13,85	5,97	10,76	5,87	31,92	23,92	6,88	-5,17
Transporte rodoviário coletivo de passageiros, com itinerário fixo, municipal e em região metropolitana	20,99	10,84	9,16	8,78	1,73	26,76	26,62	-4,77	-0,08
Transporte rodoviário coletivo de passageiros, com itinerário fixo, intermunicipal, interestadual e internacional	26,03	11,69	12,84	14,32	2,69	27,95	23,94	-16,33	-2,06
Transporte rodoviário de táxi e escolar	137,51	132,56	2,13	38,22	26,20	57,25	22,89	-16,54	-14,16
Transporte aéreo de passageiros regular (inflação medida pelo subitem passagem aérea do IPCA)	-18,45	65,29	-50,7	13,01	129,36	185,79	133,36	-9,25	-10,75
Transporte aéreo de passageiros regular (inflação medida pelo <i>yield</i> tarifa aérea média doméstica real da ANAC)	138,55	65,29	44,32	13,01	-21,59	-2,30	-20,22	-9,25	-10,75
Correio e outras atividades de entrega	30,10	11,84	16,32	7,92	-6,31	16,74	24,09	-11,48	4,59
Reparação e manutenção de computadores e de equipamentos periféricos	36,31	33,74	1,92	5,93	26,68	1,67	20,95	-16,20	-3,47
Reparação e manutenção de objetos e equipamentos pessoais e domésticos	78,36	62,05	10,07	9,07	0,13	24,77	20,95	-5,76	-1,99
Manutenção e reparação de veículos automotores	66,53	55,69	6,96	17,24	11,02	38,33	39,20	21,97	0,42

Fonte: Santos *et al.* (2014).

Por sua vez, todos os setores que cresceram a taxas mais moderadas – isto é, inferiores a 10% a.a. em termos reais – apresentaram inflação em linha ou inferior ao IPCA no período 2007-2011. Esse é o caso da maior parte dos serviços classificados como monitorados pelo BCB (2011b) – como correio, telecomunicações com e sem fio e por satélite e transporte público exclusive passagens aéreas, taxi e transporte escolar –, mas também de atividades tão díspares quanto cinema e serviços de limpeza de prédios.

Conquanto úteis de várias maneiras, os dados da tabela 1 devem ser vistos como peças de um quebra-cabeças maior. A análise dos dados da Rais e da PNAD tem o duplo objetivo de analisar a robustez dos números da PAS e expandir a análise dessa seção para setores não (ou mal) cobertos por essa última pesquisa – notadamente os serviços privados de saúde e educação, que também têm subido bem acima da inflação nos últimos anos.

3.2 O que dizem os dados da PNAD?

A PNAD disponibiliza informações sobre a população ocupada formal ou informalmente nos setores de serviços que compõem o IPCA de acordo com o código de atividade reportado pelo trabalhador. Para alguns setores os dados da PNAD são mais agregados do que os subitens do IPCA. Esse é o caso dos setores alimentação fora do domicílio, saúde, educação e comunicação. Outros setores são mais desagregados, mas nem todo subitem do IPCA pode ser identificado na PNAD. O setor do IPCA menos coberto pela PNAD é o de serviços voltados aos donos de veículos particulares, representado na PNAD principalmente pela atividade manutenção e reparação de veículos. Feitas essas ressalvas, foram colhidas para os setores contidos na tabela 2 informações sobre número de ocupados, escolaridade, idade, renda e taxa de formalidade.

Para os propósitos desta nota, os números mais relevantes da tabela 2 são os relativos ao número de ocupações e a evolução real da remuneração média dos vários serviços. Esses números deixam claro, primeiramente, a forte mudança na composição das ocupações nos serviços que compõem o IPCA entre 2007 e 2012 – reiterando, nesse sentido, os dados da PAS (tabela 1). Com efeito, o rápido crescimento das ocupações nos serviços de alimentação (40,1%), cabeleireiros e outros serviços de beleza (26,5%), saúde privada (23,9%), manutenção de automóveis (20,3%) e mesmo no transporte público (16,9%) – com destaque para fortíssimos aumentos no pessoal ocupado nos transportes aéreo e metroviário – contrasta claramente com a redução em números absolutos nas ocupações nos serviços domésticos (3,6%), consertos domésticos (12,5%),⁸ habitação (13,3%), correios (20,6%)⁹ e, notadamente, costureiras (68,6%).

8. Queda que contrasta, entretanto, com o crescimento verificado nos dados da PAS.

9. Isso a despeito do crescimento de 11,84% no crescimento das ocupações formais nos correios verificado nos dados da PAS entre 2007 e 2012.

TABELA 2
Variáveis selecionadas sobre a população ocupada nos serviços que compõem o IPCA: crescimento entre 2007 e 2012
(AI = amostra inferior a 50 observações)

	Idade (média em anos)	Educação (média em anos de estudo)	Formalização (em p.p. da população ocupada)	Número de ocupados (%)	Renda média real (%)
Brasil	1,14	0,87	6,97	5,36	21,04
Serviços – IPCA	1,56	0,70	5,39	7,00	22,69
Alimentação	1,87	0,57	7,32	40,14	19,48
Ambulantes de alimentação	2,50	0,27	-0,31	22,41	11,03
Outros serviços de alimentação – exceto ambulantes	1,85	0,57	7,52	41,63	19,63
Habitação	0,88	0,74	-0,51	-13,28	8,72
Condomínios prediais	1,46	0,34	3,30	-13,54	22,16
Distribuição de água, limpeza urbana e esgoto	0,45	1,42	7,59	-36,22	19,69
Transporte rodoviário de mudanças	4,56	0,32	-12,12	99,54	-17,31%
Produção e distribuição de gás através de tubulações	AI	AI	AI	-6,13	AI
Produção e distribuição de energia elétrica	-0,93	0,24	1,27	8,83	-11,80
Consertos domésticos	2,21	0,46	1,88	-12,50	12,89
Reparação e manutenção de eletrodomésticos	1,31	0,02	3,24	-22,73	12,42
Reparação de objetos pessoais e domésticos – exceto de eletrodomésticos e calçados	5,21	0,94	0,00	-10,14	43,32
Manutenção e reparação de máquinas de escritório e de informática	1,65	0,21	-0,37	5,24	-7,97
Transportes públicos	0,92	0,68	5,16	16,91	13,44
Transporte rodoviário de passageiros	1,02	0,60	5,08	14,41	8,37
Transporte ferroviário	-0,89	0,97	3,60	-7,35	9,62
Transporte aquaviário	0,88	1,04	-7,92	50,54	32,44
Transporte aéreo	1,28	0,04	4,10	77,50	10,74
Transporte metroviário	AI	AI	AI	55,90	AI
Veículos próprios	1,50	0,71	7,85	17,07	21,85
Serviços de reparação e manutenção de automóveis	1,69	0,83	9,85	20,34	25,09
Posto de combustíveis	0,62	0,40	2,82	4,37	13,20
Aluguel de veículos	AI	AI	AI	-2,01	AI
Saúde (privada apenas)	0,26	0,25	4,34	23,89	17,01
Saúde particular	0,21	0,25	4,30	23,89	17,31
Outras atividades de saúde	AI	AI	AI	24,22	AI
Pessoais	2,31	0,69	2,49	-5,56	30,92
Confecção sob medida de artigos do vestuário e acessórios	3,68	0,47	-3,59	-68,62	6,85
Cabeleireiros e outros tratamentos de beleza	0,87	0,73	3,31	26,51	24,00
Serviços domésticos	3,48	0,61	2,48	-3,73	33,33
Atividades de organizações empresariais, patronais e profissionais	2,15	1,04	5,41	-34,46	73,03
Recreação	0,91	0,85	11,39	-5,23	15,17
Distribuição e projeção de filmes e de vídeos	AI	AI	AI	4,84	AI
Atividades desportivas e outras de lazer	0,29	1,01	10,19	-15,20	21,51
Serviços veterinários	2,96	1,14	8,08	13,25	16,36
Alojamento	2,13	0,60	10,28	6,16	2,46
Agências de viagens e organizadores de viagens	-3,52	1,36	7,51	-4,94	35,37
Educação (privada apenas)	1,27	0,46	7,28	7,41	17,24
Educação regular, supletiva e especial particular	1,15	0,49	6,09	4,71	15,31
Outras atividades de ensino	1,74	0,43	12,01	14,58	25,31
Comunicação	0,99	0,19	5,36	-1,20	2,47
Atividades de correio	2,33	0,91	7,55	-20,57	23,28
Telecomunicações	0,97	-0,24	3,30	9,89	-6,65

Fonte: Santos *et al.* (2014).

Em segundo lugar, os dados da tabela 2 mostram aumentos generalizados nos rendimentos médios mensais reais associados às ocupações nos serviços que compõem o IPCA – corroborando, uma vez mais, os dados da tabela 1. Das 28 classes de serviços da tabela 2 com amostras representativas, apenas quatro – telecomunicações, manutenção e reparação de máquinas de escritório e de informática, transporte rodoviário de mudanças, produção e distribuição de energia elétrica – apresentaram perdas entre 2007 e 2012. Outras quatro – transportes rodoviário de passageiros e ferroviário, serviços de alojamento e costureiras – tiveram ganhos reais positivos abaixo de 10%. Entretanto, vinte classes de serviços tiveram ganhos acima de 10% e onze dessas últimas acima de 20%.

Os dados da tabela 2 são compatíveis, portanto, com o quadro de crescimento generalizado – ainda que desigual – do emprego e da renda do trabalho no setor de serviços apresentado na tabela 1. E com a excepcionalidade relativa de alguns poucos setores na geração de renda e emprego, notadamente, os serviços de transporte aéreo, alimentação fora de casa, cabeleireiros e serviços de beleza e manutenção e reparação de automóveis, ainda que nos três últimos casos (de setores com alto grau de informalidade) os números da PNAD sejam menos brilhantes do que os da PAS. Os dados da PNAD sugerem, adicionalmente, a inclusão dos serviços de saúde privados no grupo dos serviços de maior crescimento das ocupações e da renda do trabalho.

3.3 O que dizem os dados da Rais?

Os dados da Rais diferem dos da PAS e da PNAD de pelo menos três maneiras. Primeiro, porque são dados oriundos de registros administrativos, por oposição aos dados amostrais. Segundo, porque cobrem apenas o setor formal da economia – por oposição à PNAD que cobre os setores formal e informal.¹⁰ E terceiro, porque permitem uma desagregação das atividades econômicas mais sofisticadas do que as duas pesquisas anteriores (CNAE 2.0 a quatro dígitos).

Por motivos de espaço não serão analisados os dados da Rais em detalhe nesta nota. A ideia aqui é utilizar a Rais apenas para corroborar – ou não – os principais achados anteriores e estendê-los, a partir de dados mais completos sobre aspectos relativamente mal cobertos pela PAS e pela PNAD. Destaque-se, assim, desde logo que a Rais corrobora a excepcionalidade dos serviços de manutenção e reparo de veículos automotores, transportes aéreos, cabeleireiros e outros serviços de beleza e restaurantes e bares, tanto na geração de novos postos de trabalho quanto nos aumentos reais dos rendimentos do trabalho (à exceção, nesse último caso, dos transportes aéreos). Os

10. O universo coberto pela PAS consiste nas firmas do setor formal.

dados da Rais corroboram, também, *i*) a queda nos rendimentos dos trabalhadores no setor de telecomunicações; *ii*) o bom desempenho do setor de agências de viagens tanto no que tange ao número de ocupações (sugerido pela PAS) quanto ao rendimento dos trabalhadores (sugerido pela PNAD);¹¹ e *iii*) o bom desempenho das ocupações nos serviços de manutenção observado na PAS (e ao contrário do sugerido pela PNAD).¹²

Contudo, talvez o mais importante aporte dos dados da Rais para os objetivos desta nota seja o fato de que permitem caracterizar os serviços privados de saúde e educação como setores de rápido crescimento, tanto no número de ocupações quanto no rendimento das pessoas ocupadas (tabela 3). No primeiro caso, os dados da Rais corroboram os dados da PNAD. No segundo caso, qualificam estes últimos. De fato, por motivos que merecem ser mais bem explorados, os dados mencionados mostram um crescimento (da ordem de 34%) nas *ocupações* ligadas a serviços privados de educação bem maior do que o verificado na PNAD (da ordem de 8%) entre 2007 e 2012 – talvez porque a PNAD capte o número de pessoas melhor do que o de ocupações.¹³

Em suma, os dados da Rais e das demais pesquisas aqui analisadas apontam, todos, um crescimento rápido e generalizado (ainda que desigual) tanto do número de ocupações como dos rendimentos médios reais da força de trabalho ocupada nos setores de serviços tomados como um todo. Indicam, ainda, a liderança nesse processo dos setores de *i*) alimentação fora de casa; *ii*) cabeleireiros e serviços de beleza; *iii*) serviços privados de saúde e educação; e *iv*) serviços de manutenção e reparação de automóveis – todos classificados como serviços de alta pressão inflacionária na segunda parte desta nota.

11. É provável que a diferença entre os números de ocupação da Rais e da PNAD nas agências de viagens se deva – pelo menos em parte – ao aumento da formalização verificado nesse setor durante o período em questão. Já a diferença entre os números dos rendimentos médios da Rais e a PAS sugere que os ganhos salariais nas agências de viagens menores foram maiores do que os verificados nas empresas com mais de vinte trabalhadores.

12. Ao contrário do que ocorre no caso das agências de viagem, essa discrepância entre a PNAD e a Rais não parece poder ser explicada pelo aumento da taxa de formalização do setor.

13. Os números da Rais têm a vantagem adicional de parecerem compatíveis com os números oriundos dos censos escolares do Instituto Nacional de Estudos e Pesquisa (INEP).

TABELA 3

Ocupações e rendimentos médios nos setores de saúde e educação privados na Rais: taxas de crescimento (2007-2012)

CNAE 2.0 Classe/código	CNAE 2.0 Classe/descrição	Ocupações (%)	Rendimentos (%)	CNAE 2.0 Classe/código	CNAE 2.0 Classe/descrição	Ocupações (%)	Rendimentos (%)
85112	Educação infantil – creche	85,60	29,31	85911	Ensino de esportes	116,16	-16,85
85121	Educação infantil – pré-escola	56,34	18,82	85929	Ensino de arte e cultura	314,17	6,04
85139	Ensino fundamental	23,77	18,48	85937	Ensino de idiomas	85,00	17,79
85201	Ensino médio	7,50	10,61	85996	Atividades de ensino não especificadas anteriormente	72,76	31,84
85317	Educação superior – graduação	23,52	-5,67	86101	Atividades de atendimento hospitalar	35,99	22,89
85325	Educação superior – graduação e pós-graduação	12,64	2,06	86216	Serviços móveis de atendimento a urgências	155,31	33,12
85333	Educação superior – pós-graduação e extensão	2,16	6,01	86224	Serviços de remoção de pacientes, exceto os serviços móveis de atendimento a urgências	144,28	13,49
85414	Educação profissional de nível técnico	47,48	0,93	86305	Atividades de atenção ambulatorial executadas por médicos e odontólogos	74,77	18,74
85422	Educação profissional de nível tecnológico	-23,75	-1,04	86402	Atividades de serviços de complementação diagnóstica e terapêutica	61,67	62,68
85503	Atividades de apoio à educação	129,74	20,24	86500	Atividades de profissionais da área de saúde, exceto médicos e odontólogos	21,23	31,71

Fonte: Rais/MTE.
Elaboração do autor.

3.4 E o salário mínimo (SM)?

Esta subseção procura analisar a plausibilidade da hipótese de que o crescimento nas remunerações nos setores de serviços no período 2007-2012 esteja associado à valorização real – de 24,1% – do SM verificada no período em questão.

A estratégia utilizada consistiu em três passos. Primeiramente, dividiram-se os dados da PNAD por decis de renda para os grandes grupos de serviços listados na tabela 2. Três medidas alternativas do grau de indexação dos rendimentos ao SM foram então analisadas, a saber, *i*) o número de decis com rendimentos exatamente iguais a 1 SM; *ii*) o número de decis com ganhos salariais reais próximos ao obtido pelo SM (entre 22% e 26%); e *iii*) número de decis com ganhos salariais próximos ou superiores ao obtido pelo SM. A tabela 4 exemplifica estes conceitos com os dados do setor de recreação – e aponta que o segundo e terceiro decis da distribuição de renda no setor recebem exatamente 1 SM, que também o quarto decil teve ganhos salariais reais próximos aos obtidos pelo SM e, por fim, que o primeiro, o segundo, o terceiro e o quarto decis tiveram ganhos salariais próximos ou acima de 1 SM.

TABELA 4
Rendimentos reais e nominais do trabalho principal nos serviços de recreação medidos pela PNAD e divididos por decis de renda

Recreação (nominal)	10	20	30	40	50	60	70	80	90
2007	250	380	380	420,2	500	600	700	950	1.500
2008	300	415	415	488,8	550	646,4	800	1.000	1.500
2009	340	465	465	505	600	700	850	1.100	1.800
2011	500	545	600	650	771,5	860	1.000	1.500	2.000
2012	600	622	622	700	800	916,4	1.100	1.500	2.000
Recreação (real)	10	20	30	40	50	60	70	80	90
2007	332,14	504,85	504,85	558,26	664,28	797,13	929,99	1.262,12	1.992,83
2008	371,98	514,57	514,57	606,08	681,96	801,49	991,94	1.239,93	1.859,89
2009	404,14	552,72	552,72	600,26	713,18	832,05	1.010,34	1.307,50	2.139,55
2011	528,88	576,48	634,65	687,54	816,06	909,67	1.057,75	1.586,63	2.115,51
2012	600,00	622,00	622,00	700,00	800,00	916,40	1.100,00	1.500,00	2.000,00
Taxa de crescimento	80,65	23,21	23,21	25,39	20,43	14,96	18,28	18,85	0,36

Fonte: PNAD/IBGE.

Elaboração do autor.

A tabela 5, por sua vez, resume os resultados obtidos para todos os setores. Não surpreendentemente, os serviços que parecem mais afetados pelo SM são os serviços de alimentação fora de casa, os pessoais, os de habitação (condomínios, mudanças etc.) e os serviços voltados para donos de automóveis. Também era de se esperar que serviços como telecomunicações, saúde privada e transportes públicos fossem pouco afetados pelo SM – que invariavelmente ocupa apenas o primeiro decil da distribuição dos rendimentos desses setores. Apenas o pequeno impacto do SM sobre os rendimentos dos serviços domésticos pode parecer surpreendente à luz da intuição dos economistas.

TABELA 5
Medidas alternativas de indexação dos rendimentos a variações no SM

	Número de decis com rendimentos iguais a 1 SM	Decis com rendimentos iguais a 1 SM	Número de decis com ganhos próximos aos do SM	Número de decis com ganhos próximos ou superiores aos do SM
Alimentação	2	3 e 4	6	7
Habitação	2	1 e 2	4	6
Consertos domésticos	1	3	1	2
Transportes públicos	1	1	3	3
Serviços para donos de automóveis	1	2	5	9
Serviços pessoais	2	5 e 6	3	9
Saúde privada	1	1	2	2
Educação privada	1	2	4	7
Recreação	2	2 e 3	3	4
Telecomunicações	1	1	2	2
Total	2	3 e 4	5	9

Fonte: PNAD/IBGE.

Elaboração do autor.

4 NOTAS FINAIS

Os dados apresentados neste trabalho são compatíveis com a observação de Frischtak (2013), de que os últimos anos têm sido marcados por intenso processo de “(...) criação de emprego (e o aumento dos rendimentos) (...) na base da pirâmide [social do país], em segmentos de baixa produtividade, a exemplo de serviços, (...) impulsionado pelo aumento e diferenciação do consumo das camadas sociais entrantes no mercado”. Corroboram, ainda, a percepção do BCB (2013a) de que “é plausível afirmar” que a dinâmica recente da inflação de serviços (livres) é parcialmente explicada, pelo lado da demanda, pela “evolução recente do emprego e da renda do trabalho (...) e o processo de inclusão social” e, pelo lado da oferta, pelas “implicações relevantes” dos aumentos salariais “sobre a estrutura de custos do setor [de serviços], que se caracteriza pelo uso intensivo de mão de obra”.

Mas os dados deixam claro, também, que os vários serviços que compõem o IPCA são muito heterogêneos – um tema sobre o qual a literatura não tem se pronunciado com a intensidade necessária. Mesmo quando o foco se concentra sobre o setor de serviços “livres”, a dinâmica da inflação de serviços de habitação, telefonia celular, consertos domésticos e de alguns serviços de recreação é bastante distinta da dinâmica da inflação nos serviços de alimentação, manutenção de veículos automotores, passagens aéreas, serviços de beleza, e serviços de saúde e educação privados. E ainda que se centre a atenção apenas nesses últimos serviços – caracterizados por taxas de crescimento excepcionais do VA e/ou das ocupações e/ou das remunerações dos empregados e candidatos naturais para políticas públicas específicas – há sinais de que as pressões de custos são mais importantes em uns (manutenção e reparação de veículos automotores) e as de demanda mais importantes em outros (restaurantes, serviços de beleza). Tampouco está claro que a inflação de serviços livres se deva (pelo menos do lado da oferta) apenas ao processo de inclusão social supracitado – haja vista o evidente descolamento dos rendimentos dos trabalhadores ocupados nos serviços de saúde privados em relação à dinâmica do SM. A virtual inexistência de dados de alta qualidade sobre a produtividade desses setores impede um veredito mais definitivo, mas é bastante plausível que esses setores (e em especial a saúde) venham sofrendo da doença de custos de Baumol. Por fim, há claras evidências de problemas na forma de aferição dos preços das passagens aéreas.

Naturalmente, as conclusões e evidências apresentadas nesta nota dependem crucialmente da qualidade – admitidamente imperfeita – dos dados utilizados. Os dados já disponíveis – e a força das conclusões deles derivadas – permitem projetar, entretanto, que a importância crescente do fenômeno da inflação de serviços – e do

próprio peso do setor no produto interno bruto (PIB) – induzirá a produção de mais e melhores dados (e estudos) sobre o tema nos próximos anos.

REFERÊNCIAS

ALVES, P. R. *et al.* **Preços administrados**: projeção e repasse cambial. Brasília: BCB, 2013. (Texto para Discussão, n. 305).

ANAC – AGÊNCIA NACIONAL DE AVIAÇÃO CIVIL. **Tarifas aéreas domésticas**. 29. ed. 2º semestre de 2013. Brasília: ANAC, 2014.

BAUMOL, W. *et al.* **The cost disease**: why computers get cheaper and health care doesn't. New Haven: Yale University Press, 2012.

BAUMOL, W.; BOWDEN, W. On the performing arts: the anatomy of their economic problems. **The American economic review**, v. 55, n. 2, p. 495-502, 1965.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Preços administrados por contrato e monitorados na composição do IPCA: atualização da Pesquisa de Orçamentos Familiares. **Relatório de inflação**, Brasília: BCB, v. 8, n. 1, mar. 2006.

_____. Pressões de demanda e de custos sobre os preços de serviços no IPCA. **Relatório de inflação**, Brasília: BCB, v. 13, n. 2, jun. 2011a.

_____. Atualizações das estruturas de ponderação do IPCA e do INPC e das classificações do IPCA. **Relatório de inflação**, Brasília: BCB, v. 13, n. 4, dez. 2011b.

_____. Segmentação da inflação de serviços. **Relatório de inflação**, Brasília: BCB, v. 15, n. 4, dez. 2013a.

_____. Revisão dos modelos de projeção de pequeno porte – 2013. **Relatório de inflação**, Brasília: BCB, v. 15, n. 2, jun. 2013b.

DIEESE – DEPARTAMENTO INTERSINDICAL DE ESTATÍSTICA E ESTUDOS SOCIOECONÔMICOS. **Análise dos atuais componentes da inflação no Brasil**. São Paulo: Dieese, maio 2011. (Nota Técnica, n. 98).

FRISCHTAK, C. A social-democracia brasileira: seu momento de definição. *In*: VELLOSO, J. P. R. (Coord.). **Rumo ao Brasil desenvolvido (em duas ou três décadas)**. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2013.

GIOVANNETTI, L. F. **Inflação de serviços no Brasil**: pressão de demanda ou de custos? Dissertação não publicada (Mestrado) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, 2013.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Passagens aéreas** – subitem avião. Rio de Janeiro: IBGE; Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor (SNIPC), 2010. (Nota Técnica, n. 02/2010).

_____. **Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor**: métodos de cálculo. 7. ed. Rio de Janeiro: IBGE, 2013a.

_____. **Passagem aérea.** Rio de Janeiro: IBGE; Sistema Nacional de Índices de Preços ao Consumidor (SNIPC), 2013b. (Nota Técnica, n. 02/2013).

_____. **Revisão das contas nacionais trimestrais no 3º trimestre de 2013.** Rio de Janeiro: Diretoria de Pesquisas do IBGE, 2013c. (Nota Técnica divulgada em 7/11/2013).

SANTOS, C. H. Notas sobre as dinâmicas relacionadas ao consumo das famílias, da formação bruta de capital fixo e das finanças públicas brasileiras no período 2004-2012. *In:* CORREA, V. P. (Org.). **Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro.** São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, 2013.

SANTOS, C. H. *et al.* **A natureza da inflação no Brasil: 1999-2014.** Brasília: Ipea, 2014. (Texto para Discussão). No prelo.

NOTA TÉCNICA

AVALIANDO A CONDIÇÃO DA POLÍTICA FISCAL DO GOVERNO CENTRAL

Mário Jorge Mendonça¹

1 INTRODUÇÃO

Nesta nota técnica, usa-se o modelo de previsão condicional (Doan, Litterman e Sims, 1984; Waggoner e Zha, 1999) para se avaliar o estado da política fiscal no Brasil no que se refere ao governo central. Este indicador é medido pela diferença dos valores preditos para o hiato do produto quando condicionado aos valores observados e de equilíbrio estacionário dos instrumentos de política fiscal – carga tributária líquida e gastos correntes do governo. Isso permite determinar a cronologia da política fiscal, isto é, as fases em que esta se mostrou mais acomodativa ou mais contracionista. Tendo em vista que num modelo econômico todas as variáveis envolvidas são endógenas, a informação deste índice procura capturar quanto do desvio do produto em relação ao seu nível potencial é causado apenas por mudanças na política fiscal. Esta análise tem por base dados mensais referentes ao governo federal no período de janeiro de 1997 a junho de 2014.

Uma medida quantitativa do estado da política fiscal é útil por pelo menos duas razões. Primeiro, saber quão restritiva ou expansiva é a condição fiscal no momento corrente ajuda o *policy maker* a determinar o curso da política fiscal necessário para manter a dívida pública dentro de uma meta estabelecida para um dado horizonte de tempo, o que contribui para o controle da inflação. Segundo, por razões históricas, indicar os períodos precisos em que a política fiscal foi mais acomodativa ou mais restritiva.

Definição simples para a condição fiscal pode ser expressa pela mudança no *deficit* primário (que exclui pagamentos de juros da dívida pública) calculado como proporção do produto interno bruto (PIB) do ano anterior (Alesina e Perotti, 1997). Implicitamente, esta medida toma o ano anterior como ano de referência. A grande vantagem desta medida é a simplicidade. A desvantagem, contudo, é que ela ignora as flutuações cíclicas no *deficit* primário, além de não haver razão que justifique o uso do *deficit* do período anterior como medida de referência.

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.
E-mail: mario.mendonca@ipea.gov.br.

Uma forma de avaliar a condição fiscal se baseia no conceito de *deficit* de pleno emprego, definido como primário quando a economia está no pleno emprego. A diferença entre o *deficit* observado e o de pleno emprego determinaria o componente cíclico. O problema dessa medida consiste na dificuldade de se estimar o *deficit* de pleno emprego; tarefa nada trivial. Blanchard (1993) sugere uma maneira atrativa de abordar este problema. Seu método toma o ano anterior como referência, mas reconhece que as despesas do governo podem ser negativamente correlacionadas com o PIB, por efeito dos estabilizadores automáticos como o seguro-desemprego. Similarmente, as receitas podem positivamente ser correlacionadas com o PIB, por exemplo, devido à progressividade do sistema tributário. Por ambas as razões, o *deficit* tende a se elevar endogenamente durante um período de recessão. Blanchard sugere estimar quais seriam as despesas e receitas correntes do governo se a taxa de desemprego tivesse permanecido a mesma do ano anterior.

Aqui, a proposta de índice toma outro itinerário. Parte-se da ideia de que, a fim de conhecer a condição da política fiscal, é preciso que se determine o impacto dos instrumentos de política fiscal sobre certas variáveis macroeconômicas,² como o produto ou a inflação. O comportamento dessas variáveis envolveria implicitamente os objetivos de política econômica. Em geral, essa abordagem abrange o desenvolvimento de algum tipo de indicador que sumarie o estado de política fiscal. Em princípio, isso pode ser feito usando um índice definido pela soma ponderada das variações na despesa pública (g) e na receita (r) correntes em relação a um ano-base ($t = 0$). Isso refletiria o impacto relativo destes instrumentos da política fiscal sobre a variável objetivo, tal como o produto da economia ou a taxa de inflação. Este índice da condição fiscal (ICF) no tempo t pode ser escrito da seguinte maneira:

$$ICF_{v,t} = \theta_{v,q}(g_t - g_0) + \theta_{v,r}(r_t - r_0)$$

Os pesos $\theta_{v,q}$ e $\theta_{v,r}$ são os parâmetros de interesse na construção do ICF e refletem os efeitos dos instrumentos fiscais em alguma variável objeto v (em geral, produto ou inflação). Tais parâmetros não podem diretamente ser observados, por isso eles têm de ser estimados. Quando o ICF é usado como uma medida da condição da política monetária,³ ele indica o quanto tem sido restritiva ou acomodatória a política monetária em relação a um determinado ano. A hipótese aqui é que nesse ano-base a economia tenha permanecido em estado de equilíbrio, isto é, não submetida a choques exógenos. Consequentemente, o ICF guarda similaridade com os indicadores ilustrados

2. Variáveis que o *policy maker* deve exercer algum controle mais direto.

3. Inicialmente, este tipo de abordagem foi empregado para avaliar a condição da política monetária (Céspedes *et al.*, 2006).

anteriormente para medir a condição da política fiscal: os valores de estado estacionário dos instrumentos de política representam os valores de tendência da política fiscal, os valores assumidos quando a economia não está submetida a nenhum impulso exógeno.

Algumas críticas importantes têm sido feitas a respeito do uso do ICF como método de avaliação da condição de política. Uma dificuldade reside em levar em consideração que o efeito de uma alteração na condição de política acontece com uma defasagem de tempo. Outra é que a construção do ICF não considera que os coeficientes usados como pesos na formulação do índice são sujeitos à incerteza, e esta precisa ser levada em conta quando se interpreta o significado de mudanças aparentes na condição de política. Em resposta a estes dois pontos, Batini e Turnbull (2002) propõem uma abordagem dinâmica para o problema. Segundo essa abordagem, os valores correntes e passados dos instrumentos de política exercem efeito sobre o valor corrente da variável estabelecida como meta. Contudo, uma fragilidade da abordagem destes dois autores é que os instrumentos de política são ainda dados exógenos, quando de fato devem ser tomados como variáveis endógenas, porque, mesmo sendo variáveis de controle de política, ainda respondem ao estado da economia.

Nesta pesquisa, usou-se o modelo de previsão condicional (Doan, Litterman e Sims, 1984; Waggoner e Zha, 1999) para se avaliar a condição da política fiscal no Brasil. Como observado anteriormente, o indicador utilizado é medido pela diferença dos valores preditos para o hiato do produto quando condicionado aos valores observados e de equilíbrio estacionário dos instrumentos de política fiscal – carga tributária líquida e gastos correntes do governo. Este índice é uma tentativa de responder qual o efeito de uma mudança nos instrumentos de política fiscal sobre variáveis representativas dos objetivos de política econômica, tal como o produto ou a taxa de inflação. Tendo em vista um modelo econômico em que todas as variáveis envolvidas são endógenas, a informação que se procura é quanto uma mudança no hiato do produto (ou na inflação) em relação ao nível de tendência se deveu a uma alteração discricionária na política fiscal.

O emprego do método de projeção condicional para acessar o estado de política foi proposto originalmente por Céspedes *et al.* (2006) com o objetivo de avaliar a condição da política monetária, sendo que a importância deste método foi reconhecida na literatura. Jarocinski e Smets (2007) usam este indicador para encontrar as implicações do preço dos imóveis para a condição da política monetária nos Estados Unidos.

2 METODOLOGIA

Nesta seção, explica-se como o método da projeção condicional pode ser usado para acessar a condição de política. Tomando por base que a projeção condicional é obtida a partir de um vetor autorregressivo (VAR), tem-se que este último pode ser descrito da seguinte forma:⁴

$$Y_t = AY_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

onde Y_t é o vetor de variáveis. Fazendo $Y_t = (X_t, P_t)'$, pode-se redefinir o VAR do seguinte modo:

$$\begin{bmatrix} X_t \\ P_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_{11} & A_{12} \\ A_{21} & A_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} X_{t-1} \\ P_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} B_{11} & 0 \\ 0 & B_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix} \quad (1')$$

onde X_t é o vetor de variáveis de estado (não política), tais como produto e inflação, e P_t é o vetor das variáveis de controle, isto é, de política. Manipulando algebricamente (1'), X_t pode ser expresso da seguinte maneira:

$$X_t = A_{11}^2 X_{t-2} + A_{11} A_{12} P_{t-2} + A_{12} P_{t-1} + B_{11} \varepsilon_{1,t} + A_{11} B_{11} \varepsilon_{1,t-1} \quad (2)$$

Por meio de substituições recursivas dos valores defasados de X_t , tem-se que:

$$X_t = A_{11}^t X_0 + \sum_{s=1}^t A_{11}^{s-1} A_{12} P_{t-s} + \sum_{s=1}^t A_{11}^{s-1} B_{11} \varepsilon_{1t-s+1} \quad (3)$$

ou, de modo alternativo,

$$X_{T+h} = A_{11}^{T+h} X_0 + \sum_{s=1}^{T+h} A_{11}^{s-1} A_{12} P_{T+h-s} + \sum_{s=1}^{T+h} A_{11}^{s-1} B_{11} \varepsilon_{1T+h-s+1} \quad (3')$$

Esta é a “forma final” (Judge *et al.*, 1982) do modelo econométrico (1) em que os instrumentos de política P são (incorretamente) tratados como variáveis exógenas. A previsão está baseada em um conjunto de informação de tamanho T para o horizonte de tamanho h . Para um valor suficiente de T , a equação (3') converge para a seguinte forma:

4. Aqui foi utilizada apenas uma defasagem para o VAR somente para facilitar os cálculos, o que não afeta a generalidade do método.

$$X_{T+h} = \sum_{s=1}^{\infty} A_{11}^{s-1} A_{12} P_{T+h-s} + \sum_{s=1}^T A_{11}^{s-1} B_{11} \varepsilon_{T+h-s+1} \quad (4)$$

A racionalidade do método da previsão condicional vem do fato de que ao se partir da hipótese de que todas as variáveis em um VAR são endógenas, não é correto fazer previsão de um subconjunto de variáveis com base em outro subconjunto de variáveis, assumindo que as variáveis deste último sejam exógenas como comumente é feito. Isto é por que também os instrumentos de política devem ser considerados parte endógena do modelo. Por exemplo, a política fiscal pode ser acomodativa, neutra ou ainda restritiva, o que depende de a carga tributária mais elevada ser capaz de anular o efeito de um choque de demanda apenas de forma parcial, inteira ou mais do que proporcionalmente ao tamanho deste choque.

De acordo com Waggoner e Zha (1999), “quando se impõem restrições sobre os valores futuros de uma variável endógena, a variável deve continuar a ser tratada como endógena durante os períodos futuros”. A previsão sob tal circunstância é denominada previsão condicional.⁵ A teoria associada à previsão condicional apareceu originalmente em Doan, Litterman e Sims (1984), que mostraram como implementar este método num modelo VAR. O indicador da condição de política (ICP) é definido da seguinte forma:

$$ICP = S_j \sum_{s=1}^T A_{11}^{s-1} A_{12} (P_{t-s} - P_{t-s}^*) + S_j \sum_{s=1}^T A_{11}^{s-1} B_{11} (E[\varepsilon_{1t-s} | P] - E[\varepsilon_{1t-s} | P_{t-s}^*]) \quad (5)$$

onde S_j é um vetor que seleciona a variável objetivo j da lista de variáveis de estado (não política). P^* é o vetor dos instrumentos de variáveis de política tomado em relação ao estado estacionário. A existência de um estado estacionário para o VAR requer que este atenda a certas condições. Para o caso ilustrado, tem-se que a condição necessária e suficiente para isso é que os autovalores da matriz A em (1) pertençam ao intervalo $(0,1)$.⁶

O indicador mede a condição de política como sendo a diferença entre os valores preditos da variável objetivo em relação aos valores observados e de estado estacionário dos instrumentos de política. Note-se que este indicador é composto de duas parcelas. O primeiro termo diz respeito à diferença entre valores preditos da variável objetivo em relação aos valores observados e de estado estacionário das variáveis de política, enquanto o segundo mensura o efeito de um choque na variável objetivo quando

5. Denomina-se previsão incondicional o caso em que não ocorre restrição sobre a trajetória futura de certas variáveis futuras ou nos erros de previsões incondicionais na literatura da previsão. Uma explicação interessante acerca do método de previsão condicional aparece em Robertson e Tallman (1999).

6. Para uma visão do caso, consultar Hamilton (1993).

condicionado à trajetória predita dos instrumentos de política. Mais especificamente, os erros de previsão são gerados a partir de uma distribuição condicional, cuja restrição é imposta pela trajetória futura assumida pelas variáveis de política. Doan, Litterman e Sims (1984) e Waggoner e Zha (1999) mostraram que a média dessa distribuição condicional é dada por:

$$\varepsilon_1^* = R'(RR')^{-1}(P - E[P]) \quad (6)$$

onde ε_1^* é o único vetor para o erro de previsão, empilhado sobre o horizonte de período T , e que satisfaz a restrição e minimiza a soma dos erros quadráticos $\varepsilon' \varepsilon$; R é a matriz dos coeficientes empilhados da função de resposta impulso, tendo em vista que $P - E[P]$ é o vetor correspondente aos valores empilhados dos erros de previsão.

3 RESULTADOS

De modo a levar a cabo a proposta de usar o ICP para avaliar a condição da política fiscal, é necessário inicialmente que se estime um VAR e daí se empregue o método de previsão condicional. O VAR foi calculado usando-se dados mensais para o período entre janeiro de 1997 e junho de 2014, com base no seguinte conjunto de variáveis macroeconômicas: hiato do produto, taxa de inflação, taxa de câmbio nominal, taxa básica de juros, gasto público e receita líquida corrente do governo central. A definição das variáveis é tal como posta a seguir:

- HIATO: diferença entre o log do valor observado do PIB dessazonalizado e seu nível potencial. O PIB potencial foi estimado pelo filtro de Hodrick-Prescott. Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE);
- INFLAÇÃO: taxa de inflação definida pelo $\log(IPCA_t / IPCA_{t-1})$, onde $IPCA$ é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Fonte: IBGE;
- SELIC: taxa básica nominal de juros estabelecida pelo Banco Central do Brasil (BCB). Fonte: BCB;
- CÂMBIO: taxa nominal de câmbio para venda, fim do período. Fonte: BCB;
- GASTO: relação entre os gastos correntes do governo central e o PIB. Os gastos correntes incluem despesas totais com servidores públicos e encargos sociais mais outras despesas de consumo e de capital. Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN); e

- **RECEITA:** relação entre a receita pública líquida de impostos e o PIB. A receita líquida é definida como receita bruta do governo central menos o somatório das seguintes variáveis: seguro-desemprego, Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), subsídios e juros líquidos sobre a dívida pública. Fonte: Ipea.

Estimou-se um VAR com três defasagens, tal como indicado pelos critérios de informação de Schwarz, Hannan-Quinn e razão de verossimilhança sobre a ordem de defasagem. Em seguida à estimação do modelo, verificou-se a condição da estabilidade do VAR e observou-se que todos os valores próprios se encontram dentro do círculo de unitário. Isso implica que o VAR satisfaz a condição de estabilidade. Assim foi possível obter os valores de estado estacionário – *steady state* (SS) ou de equilíbrio. Foram realizados também os testes usuais de especificação para os resíduos, tais como o teste de White para heterocedasticidade, o teste do multiplicador de Lagrange para autocorrelação, assim como os testes de Jarque-Bera, curtose e assimetria para checar a hipótese de normalidade. Para todos os testes não se encontrou nenhum problema mais sério de especificação. De fato, além do interesse acerca da condição da estabilidade, não existe outra razão importante que possa justificar maior aprofundamento acerca da questão referente à não estacionariedade de algumas variáveis do modelo. A escolha das variáveis foi baseada nos diversos estudos mais recentes que aparecem na literatura e que empregam modelo VAR para análise da política fiscal (Fatás e Mihov, 2001; Blanchard e Perotti, 2002; Mountford e Uhlig, 2005). As séries foram sazonalmente ajustadas.

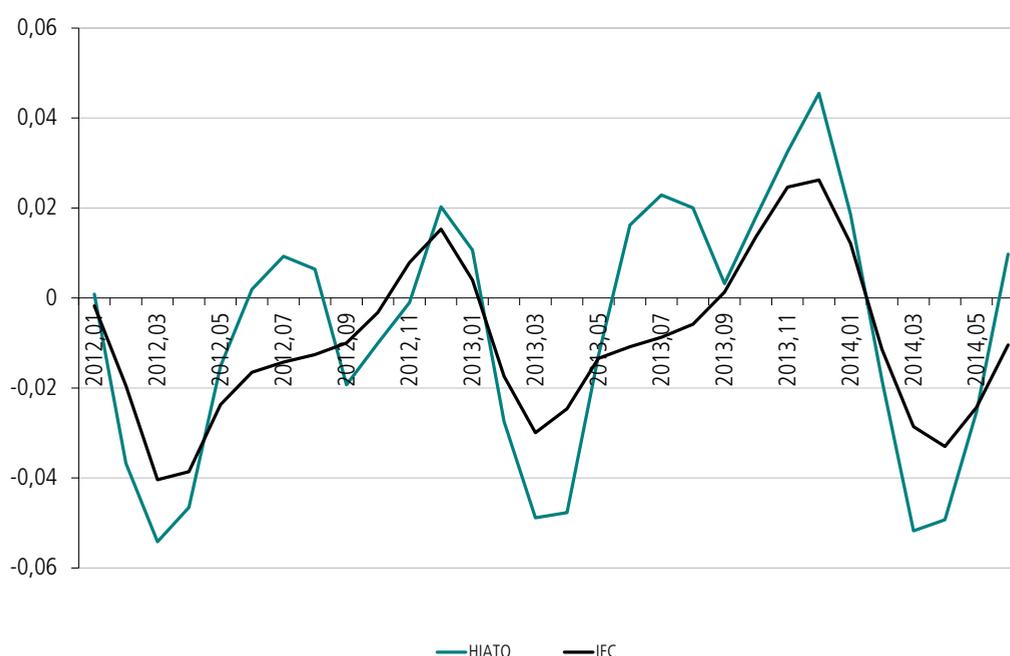
Com o intuito de acessar a condição da política fiscal, usaram-se as variáveis RECEITA e GASTO como os instrumentos de política. A cronologia completa da condição fiscal no Brasil é mostrada nos gráficos 1 e 2. O gráfico 1 mostra o ICF tomando como variável meta o hiato do produto em relação ao nível de tendência,⁷ enquanto o gráfico 2 toma como variável meta a taxa de inflação. Vale a pena lembrar que este índice é calculado pela diferença entre a projeção condicional da variável meta e seu valor de equilíbrio estacionário. Em cada gráfico confrontou-se o ICF com o valor observado da variável menos o valor de equilíbrio. O índice é calculado a partir de janeiro de 2012.

De modo a analisar o ICF, deve-se ter em mente que se está projetando um conjunto de variáveis meta em função de um conjunto de variáveis de política, obtendo a diferença entre a projeção feita a partir do dado observado e o estado estacionário. Os gráficos 1 e 2 mostram, com o ICF, o hiato do produto e a inflação, definidos pela

7. Valor referente ao de estado estacionário.

diferença entre o valor observado da variável e o de seu estado estacionário definido pelo VAR. A interpretação deve ser feita da seguinte maneira. Um valor positivo para o ICF quer dizer que a condição fiscal é expansionista. No caso da variável meta acompanhar o índice, pode-se dizer que a condição fiscal é pró-cíclica. Apenas em um pequeno período de 2013, o ICF se projetou em direção contrária ao observado em relação à variável. Assim, um modo simples para verificar se a gerência da política fiscal do governo central tem sido anticíclica ou pró-cíclica desde 2012 é observar a correlação entre as duas séries de cada gráfico.

GRÁFICO 1
ICF e hiato do produto (2012-2014)

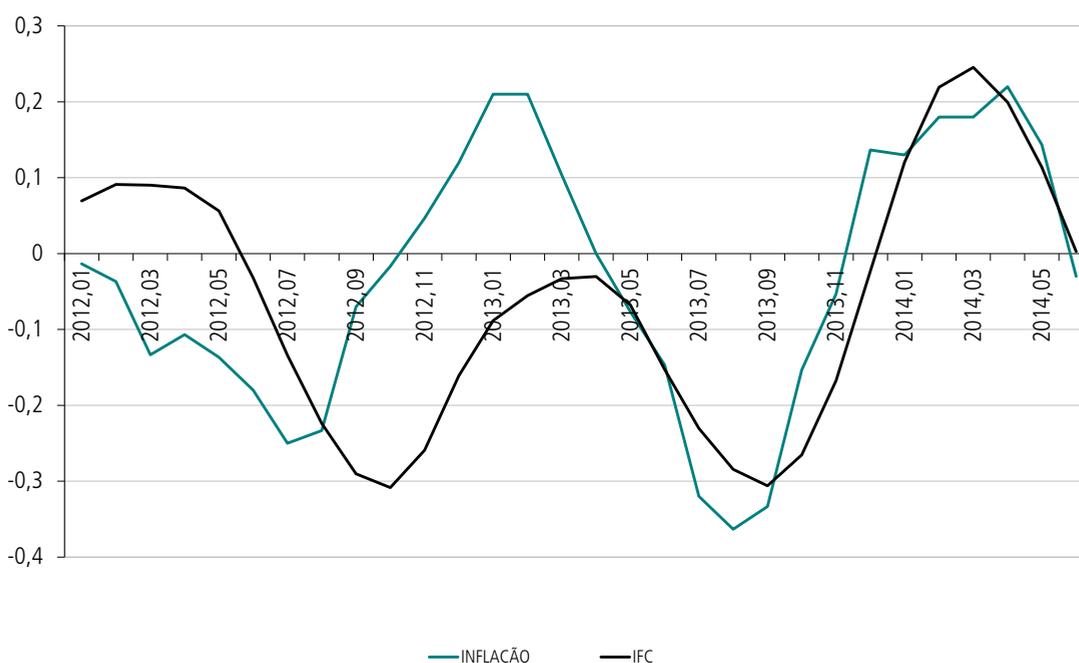


Fonte: IBGE.
Elaboração do autor.

A correlação entre o hiato observado e o ICF para esta variável ficou em 0.86, e a correlação entre a inflação e o seu ICF se situou em 0.57. Isso pode ser uma indicação de que desde 2012 a condição fiscal tem uma tendência mais fortemente pró-cíclica para o caso do hiato. Esta alta correlação pode refletir o fato de que grande parte da receita e do gasto do governo central é atrelada ao próprio ciclo econômico. O gráfico 1 permite observar, ainda de forma um pouco diferente do que se poderia imaginar, que o efeito da condição fiscal foi contracionista na maior parte do período estudado. Uma explicação embasada para tal não é simples de ser obtida, pois se trata da condição fiscal em termos de gastos e receitas do governo.

No caso da inflação, o valor da correlação indica que a condição fiscal tem sido bem menos pró-cíclica. No entanto, observa-se pelo gráfico 2 que, a partir de meados de 2013, acentua-se fortemente o caráter pró-cíclico da condição fiscal para a taxa de inflação. Observa-se ainda que, a partir do início de 2014, a condição fiscal tem afetado positivamente a inflação, mudando sua tendência em relação ao que se observava anteriormente a essa data – com exceção de um breve período em 2012.

GRÁFICO 2
ICF e inflação (2012-2014)



Fonte: IBGE.
Elaboração do autor.

REFERÊNCIAS

- ALESINA, A.; PEROTTI, R. **Fiscal adjustments in OECD countries: composition and macroeconomic effects**. Washington: International Monetary Fund (IMF), 1997. (Working Paper, n. 96/70).
- BATINI, N.; TURNBULL, K. A dynamic monetary conditions index for the UK. **Journal of policy modelling**, v. 24, p. 257-281, 2002.
- BLANCHARD, O. **Suggestions for a new set of fiscal indicators**. OECD Economics and Statistics Department, 1993. (Working Paper, n. 79).
- BLANCHARD, O.; PEROTTI, R. An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output. **Quarterly journal of economics**, v. 117, n. 4, p. 1.329-1.368, 2002.
- CÉSPEDES, B. *et al.* **Conditional forecast and the measurement of monetary policy stance in Brazil**. Latin American Meeting of the Econometric Society, 2006.

DOAN, T.; LITTERMAN, R. B.; SIMS, C. Forecasting and conditional projection using realistic prior distributions. **Econometric review**, v. 3, p. 1-100, 1984.

FATÁS, A.; MIHOV, I. Fiscal policy and business cycles: an empirical investigation. **Moneda y crédito**, v. 211, 2001.

HAMILTON, J. **Time series analysis**. Princeton: Princeton University Press, 1993.

JAROCINSKI, M.; SMETS, F. **House prices and the stance of monetary policy. Monetary policy under uncertain**. ANNUAL ECONOMIC POLICY CONFERENCE OF THE FEDERAL RESERVE, 32., Bank of St. Louis, 2007.

JUDGE, G. *et al.* **Introduction to the theory and practice of econometrics**. New York: Wiley, 1982.

MOUNTFORD, A.; UHLIG, H. **What are the effects of fiscal policy shocks?** Humboldt University, 2005. (Discussion Paper, n. 039-2005).

ROBERTSON, J. C.; TALLMAN, E. Vector autoregressions: forecasting and reality. **Economic review**, Fed of Atlanta, First quarter, 1999.

WAGGONER, D. F.; ZHA, T. Conditional forecasts in dynamic multivariate models. **Review of economics and statistics**, v. 81, n. 4, p. 639-651, 1999.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

LUTKEPOHL, H. **New introduction to multiple time series analysis**. Springer 2005.

SIMS, C. A.; STOCK, J. H.; WATSON, M. W. Inference in linear time series models with some unit roots. **Econometrica**, v. 58, p. 113-144, 1999.

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

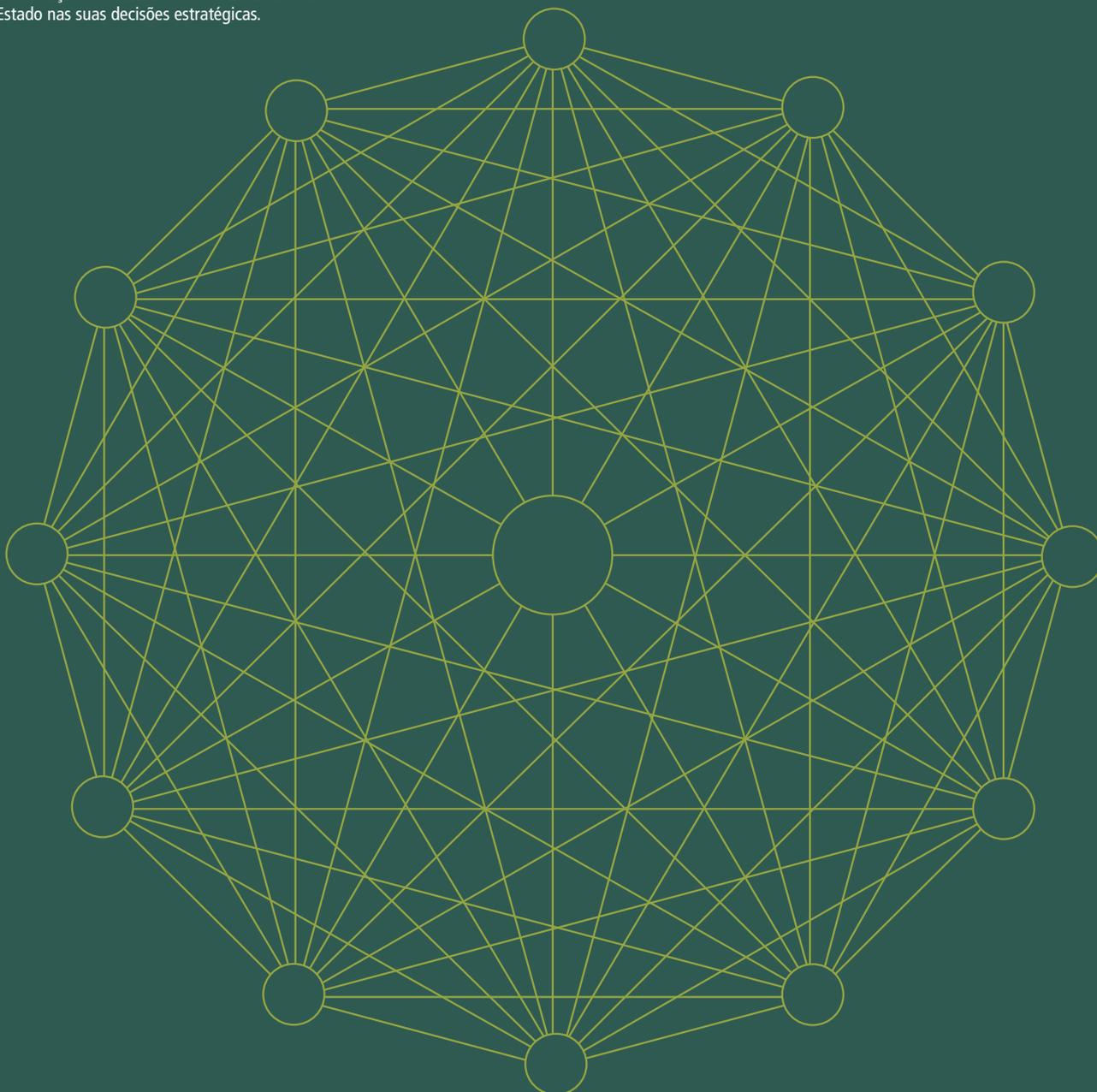
Tel.: (61) 3315-5336

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