

Março

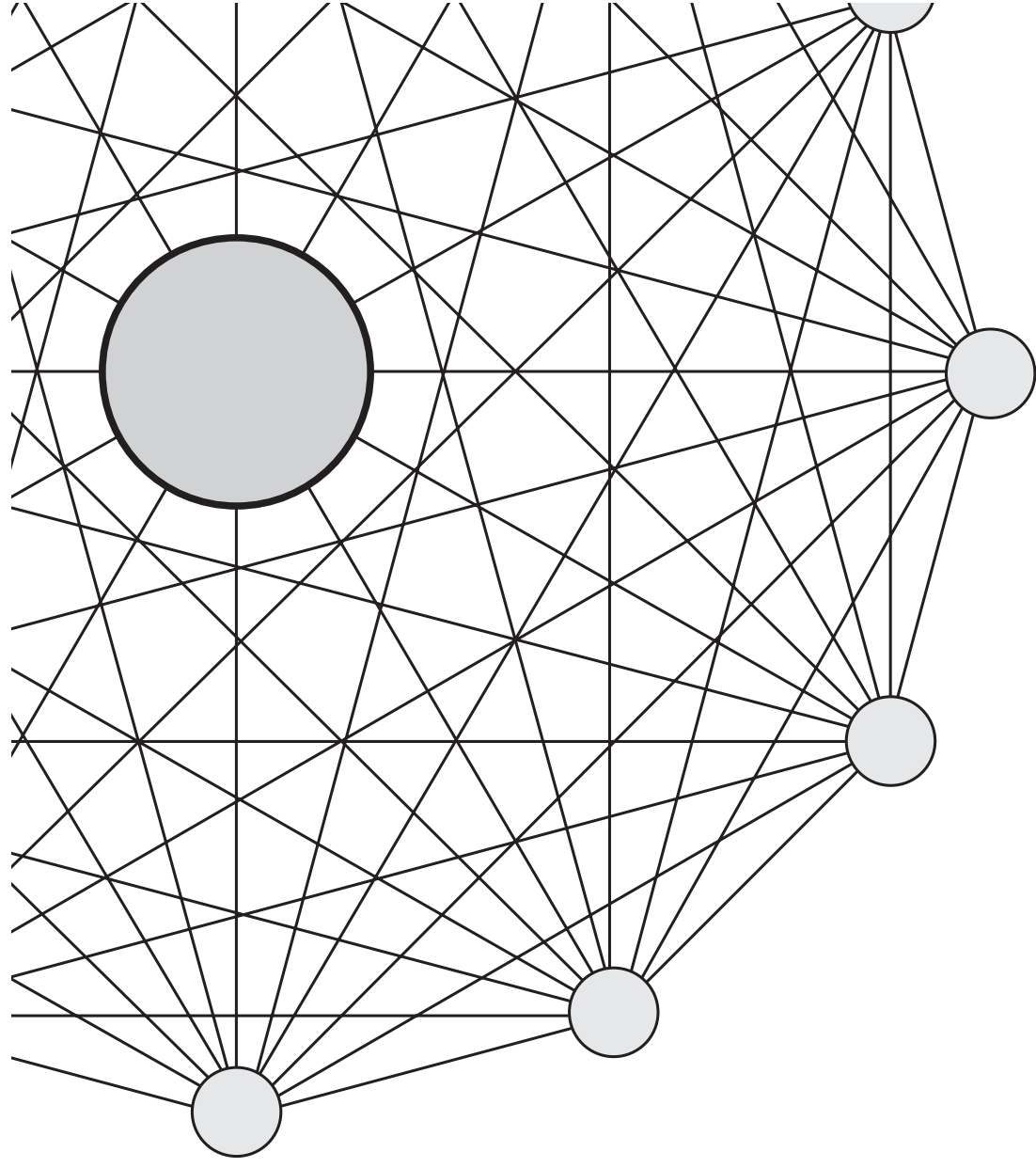
2014

22



CONJUNTURA

CARTA DE



CARTA DE CONJUNTURA

Governo Federal

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

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

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

Presidente

Marcelo Côrtes Neri

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Renato Coelho Baumann das Neves

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

Rafael Guerreiro Osorio

Chefe de Gabinete

Sergei Suarez Dillon Soares

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

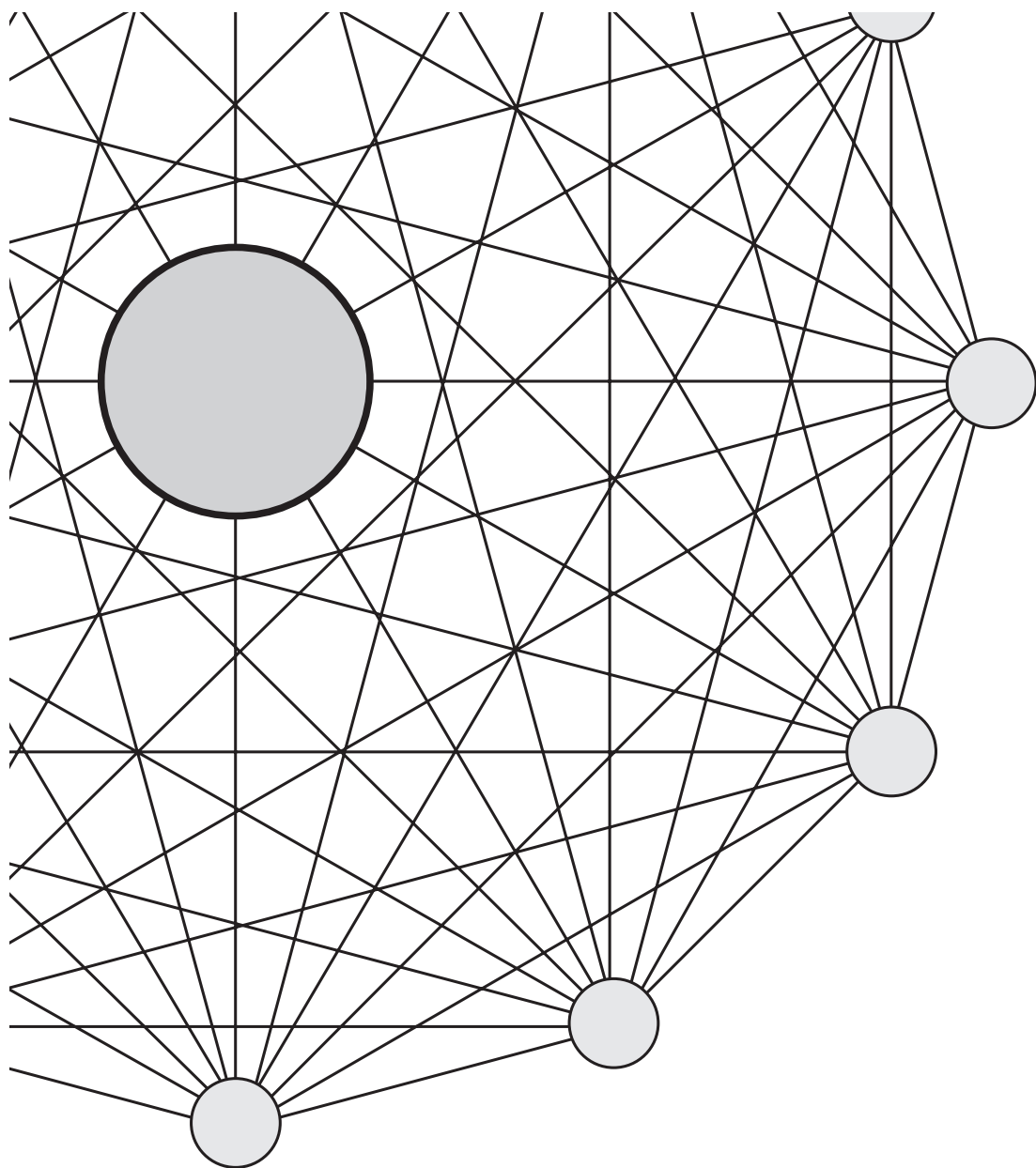
Jacqueline Maria Souza Araujo

Janine Pessanha de Carvalho

Julio Cesar de Mello Barros

Renata Aparecida Mathias da Silva

As seções desta carta foram produzidas com informações disponíveis em 21 de março de 2014.



março

2014

22

CONJUNTURA

CARTA DE

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

Trimestral.

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

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

CDD 330.05

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

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

SUMÁRIO

SÍNTESE DA CONJUNTURA	7
ATIVIDADE ECONÔMICA	11
MERCADO DE TRABALHO	31
INFLAÇÃO	43
SETOR EXTERNO	51
MOEDA E CRÉDITO	65
FINANÇAS PÚBLICAS	81
ECONOMIA MUNDIAL	93
NOTAS TÉCNICAS	
PRESSÃO INFLACIONÁRIA NO SETOR DE SERVIÇOS: DECOMPOSIÇÃO SETORIAL E IMPLICAÇÕES PARA O REGIME DE METAS	
Thiago Sevilhano Martinez	105
PRODUTIVIDADE DO TRABALHO NOS SETORES FORMAL E INFORMAL: UMA AVALIAÇÃO DO PERÍODO RECENTE	
Gabriel Coelho Squeff	121
A VOLATILIDADE DO FLUXO DE CAPITAL PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES	
Katia Rocha Ajax Moreira	133

SÍNTESE DA CONJUNTURA

O crescimento do produto interno bruto (PIB) no quarto trimestre de 2013 surpreendeu positivamente, com alta de 0,7% ante o trimestre anterior, revertendo a queda de 0,5% do terceiro trimestre. No ano, o crescimento ficou em 2,3%. O resultado não alterou o quadro geral da atividade econômica desenhado na última *Carta de conjuntura*, que apontava para uma acomodação da economia no segundo semestre do ano e destacava o caráter volátil dos indicadores, especialmente os relacionados à indústria. De fato, de um lado o crescimento do PIB no segundo semestre (0,2%, em termos dessazonalizados) desacelerou relativamente ao primeiro semestre (1,8%); de outro, a evolução do PIB em bases trimestrais continuou caracterizada por elevada volatilidade, apresentando, na série dessazonalizada, variação zero no primeiro trimestre, crescimento de 1,8% no segundo, queda de 0,5% no terceiro e elevação de 0,7% no quarto. O gráfico 1.1 da seção *Atividade econômica* ilustra que este comportamento foi bastante atípico quando comparado à série histórica recente.

O principal determinante desta dinâmica foi a evolução da formação bruta de capital fixo (FBCF), que cresceu rapidamente nos dois primeiros trimestres (3,9% e 3,6%), caiu no terceiro (-2,0%) e ficou virtualmente estável no quarto (+0,3%). Do lado da oferta, a volatilidade foi elevada na agricultura (3,9%, 3,2%, -3,8% e zero) e principalmente no PIB industrial, com variações, a cada trimestre, de -0,4%, 2,0%, 0,1% e -0,2%. A série mensal dessazonalizada da produção física da indústria também revela um comportamento volátil ao longo do ano, com taxas de crescimento elevadas em um dado mês, sendo seguidas, com frequência, por quedas expressivas no mês seguinte. Os dados mais recentes não fugiram a essa regra: houve queda de 3,7% em dezembro e crescimento de 2,9% em janeiro. Em fevereiro, o Indicador Ipea aponta novo crescimento de 0,4%, o que ainda manteria o nível de produção abaixo da média do ano de 2013.

Essa volatilidade indica que o comportamento da atividade tem sido bastante sensível a fatores pontuais, entre os quais é possível citar o excepcional crescimento da safra agrícola; os incentivos à aquisição de bens de capital em condições especiais – como aqueles relacionados ao Programa de Sustentação do Investimento (PSI); e as idas e vindas do mercado automobilístico – em virtude, por exemplo, da expectativa do fim da redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI). Esses fatores acabaram por ter grande influência sobre o crescimento, em virtude da desaceleração dos componentes tradicionalmente mais estáveis do PIB, a saber, o consumo das famílias e o consumo do governo. Ambos fecharam o ano com as menores taxas de crescimento dos últimos dez anos: 2,3% e 1,9%, respectivamente.

Embora ainda seja o principal sustentáculo da atividade econômica (respondeu por 61,9% da variação do PIB em 2013), o consumo das famílias vem perdendo fôlego. Possíveis razões para este fenômeno são: a acomodação do mercado de trabalho, com desaceleração dos rendimentos reais (embora o dado de janeiro tenha mostrado um ganho) e dos níveis de ocupação – ao menos nos dados apurados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em sua Pesquisa Mensal de Emprego (PME); a desaceleração das concessões de crédito ao consumo, com uma aparente preferência dos indivíduos por contrair crédito para a aquisição da casa própria; e a inflação persistentemente acima da meta, aumentando a incerteza quanto à evolução futura do poder de compra real. As

pesquisas qualitativas têm captado quedas recorrentes dos índices de confiança do consumidor. A perda de ímpeto do consumo é visível também no desempenho das vendas no varejo – que, aliás, também têm mostrado números voláteis mês a mês –, com a taxa de crescimento em doze meses até janeiro ficando em apenas 3,3% no conceito ampliado. Em 2012, a taxa havia alcançado 8,0%.

No caso do consumo do governo, a desaceleração está associada ao comportamento das receitas públicas. O fraco desempenho da arrecadação nos últimos dois anos levou a uma queda do resultado primário das contas públicas, ainda que amenizada por um volume elevado de receitas não recorrentes. Em vista do renovado compromisso do governo em manter as contas públicas sob controle, a recente reprogramação orçamentária montou um quadro mais realista e factível para 2014, prevendo um *superavit* de 1,9% do PIB para este ano. O alcance deste resultado, entretanto, implicará um significativo esforço de contenção de gastos.

Em contraste, o desempenho da FBCF foi extremamente positivo, com alta de 6,3%, respondendo por metade da variação do PIB em 2013. Este resultado representou uma recuperação em relação ao mau comportamento de 2012, quando houve queda de 4,0%, e está associado, em grande medida, a políticas públicas voltadas a aumentar o investimento no país, notadamente os Programas de Investimento em Logística e Minha Casa Minha Vida, além do já mencionado PSI. O espelho desse resultado, pelo lado da oferta, foi o crescimento de 13,3% da produção de bens de capital. Apesar disso, a indústria geral, no conceito das Contas Nacionais, cresceu apenas 1,3% no ano, em virtude do mau desempenho do restante do setor industrial – a indústria extrativa mineral teve queda de 4,1%, a produção de bens intermediários ficou estável e a de bens de consumo caiu 0,2%.

Na prática, a maior parte do crescimento da demanda por bens industriais foi, mais uma vez, suprida por importações, especialmente de bens intermediários e de consumo. Considerando a economia como um todo, a demanda doméstica voltou a crescer a um ritmo superior ao da oferta em 2013 (3,1% contra 2,3%), implicando contribuição negativa do setor externo para a economia – em outros termos, aumento do *deficit* em transações correntes do balanço de pagamentos. O fato de isso ocorrer mesmo em um contexto de demanda mais fraca revela a existência de restrições pelo lado da oferta. Isso parece evidente no caso da indústria, em vista do crescente custo unitário do trabalho e do aumento do *deficit* comercial de produtos industrializados que já se verifica há alguns anos. Entretanto, o problema hoje parece atingir também o setor de serviços, que tem registrado um quadro de baixo crescimento acompanhado de forte aumento de postos de trabalho – o que, salvo problemas de mensuração da atividade no setor de serviços (a despeito do lançamento de pesquisa específica do IBGE sobre o assunto no ano passado), refletiria problemas de produtividade – e cuja inflação tem ficado persistentemente acima da média da economia. Com efeito, a alta dos serviços no PIB em 2013 foi de apenas 2,0%, semelhante à de 2012, que já havia sido inferior à dos anos anteriores.

Os dados já divulgados, referentes à atividade em 2014, têm um viés positivo, como o já citado crescimento da produção industrial, o desempenho melhor do que o esperado das vendas no varejo, a aceleração do ritmo de crescimento de empregos formais e o crescimento de 3,6% dos rendimentos reais em janeiro, acima da tendência observada no ano passado. Em contraste, houve surpresas negativas na inflação, com renovada pressão nos alimentos; no *deficit* comercial, que cresceu no primeiro bimestre, a despeito da melhoria da balança de petróleo; e no resultado primário, tanto do Tesouro Nacional quanto do governo consolidado, que tiveram queda em janeiro em relação ao mesmo mês de 2013.

Na verdade, caso se mantenham as tendências dos diversos indicadores ao longo de 2013 e sejam considerados os vários aspectos apresentados anteriormente, o mais provável é que não haja grandes

alterações no quadro econômico ao longo de 2014, seja para melhor ou para pior. O crescimento do PIB permanecerá moderado e ainda sujeito a alguma volatilidade; a inflação se manterá em patamar mais próximo do teto da meta de inflação do que do centro, mas sem grandes riscos de aceleração, tendo em vista, inclusive, os efeitos defasados do atual ciclo de aperto da política monetária; e as contas externas permanecerão sob controle, ainda que haja aumento do *deficit* em transações correntes. O país não deverá obter grandes ganhos com o maior crescimento esperado para a economia mundial, em vista de dificuldades enfrentadas em países que têm grande peso na pauta exportadora, como a Argentina, no caso dos produtos manufaturados, e a China, nas *commodities*. Em contraste, a desvalorização cambial e a própria moderação do ritmo de crescimento da atividade devem amenizar a tendência de aumento do *deficit*, reduzindo, em particular, a taxa de crescimento das importações.

Diante desse quadro, as maiores preocupações quanto ao desempenho da economia se movem para o médio e o longo prazo, quando a elevação da taxa de investimento exerce papel crucial. A recuperação recente da FBCF é uma notícia muito positiva nessa direção, mas é preciso garantir que a expansão do investimento seja um fenômeno mais generalizado e sustentável e não tenha um caráter pontual e volátil. Nesse sentido, a recente moderação do crescimento do consumo das famílias e do governo pode até ser funcional em horizontes mais longos, ainda que implique um crescimento do PIB abaixo da taxa desejável no curto prazo. Na verdade, isso daria mais graus de liberdade para o crescimento do investimento, minimizando a necessidade de poupança externa

Outro ponto fundamental é que os investimentos cresçam não apenas na produção mas também em infraestrutura, pois a dinamização do setor industrial passa, hoje, não só por ganhos de produtividade e eficiência no chão da fábrica, como também por melhorias sistêmicas que garantam condições de competitividade em nível internacional. Isso justifica a ênfase da política governamental no programa de concessões e na provisão de condições favoráveis de financiamento do investimento, associado a um esforço de expansão dos investimentos públicos, em que pesem as restrições fiscais.

1 ATIVIDADE ECONÔMICA

SUMÁRIO

O nível de atividade da economia brasileira tem sido caracterizado por uma trajetória bastante volátil no decorrer dos últimos trimestres. Na série dessazonalizada, o produto interno bruto (PIB) teve variação zero no primeiro trimestre, cresceu 1,8% no segundo, caiu 0,5% no terceiro e voltou a crescer no quarto, à taxa de 0,7%. Um dos determinantes desta dinâmica foi a evolução da formação bruta de capital fixo (FBCF), que cresceu rapidamente nos dois primeiros trimestres, caiu no terceiro e ficou virtualmente estável no quarto. Um segundo determinante foi o consumo das famílias, que teve fraco desempenho nos dois primeiros trimestres (inclusive com queda de 0,1% no primeiro trimestre), mas recuperou-se no terceiro e no quarto, ajudando a sustentar a atividade no momento em que os investimentos perdiam fôlego. O consumo do governo também caiu no primeiro trimestre, mas retomou uma trajetória de expansão moderada do segundo em diante.

Ao fim das contas, o crescimento do PIB no ano fechou em 2,3% e o carregamento estatístico (*carry-over*) para 2014 ficou em 0,7%. Em relação ao que havia ocorrido em 2012, a expansão dos investimentos ajudou a compensar a desaceleração do consumo das famílias e do governo. A FBCF encerrou 2013 acumulando um crescimento de 6,3%, tendo sido responsável por 50% da expansão do PIB no período. O consumo das famílias teve alta de 2,3%, o menor crescimento em dez anos. De acordo com dados da Pesquisa Mensal de Comércio (PMC), a perda de ímpeto do consumo também pode ser notada no comportamento do comércio varejista, que reduziu sua taxa de expansão de 8,0% em 2012 para 3,6% em 2013. O consumo do governo também perdeu força ao longo do ano passado, registrando crescimento anual de 1,9%, o mais baixo dos últimos dez anos (e igual ao registrado em 2011).

Do lado da oferta, o grande destaque no ano foi o setor agropecuário, com alta de 7,0%, o maior em toda a série histórica, iniciada em 1996. O setor de serviços, por sua vez, obteve o segundo melhor resultado em 2013, registrando crescimento de 2,0%, e o setor industrial apresentou expansão de 1,3%, recuperando-se da queda de 0,8% exibida no ano anterior. Entretanto, a análise da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF) revela um crescimento anual baixo (1,2%) e fortemente concentrado em bens de capital, que registrou alta de 13,3%. Enquanto isso, a produção de intermediários, que possui o maior peso entre as categorias de uso, permaneceu estagnada. Na prática, o desempenho da indústria também apresenta grande volatilidade e sem tendência clara de crescimento, com o nível de produção atual ainda um pouco abaixo daquele alcançado às vésperas da crise internacional, em 2008. Os últimos dados confirmam esse comportamento. Em janeiro, a indústria cresceu 2,9% ante dezembro, recuperando-se parcialmente da queda de 3,9% sofrida no último mês do ano. Em fevereiro, o Indicador Ipea aponta crescimento bem mais modesto, de apenas 0,4%, mantendo a produção ainda abaixo da média do ano de 2013.

O forte crescimento exibido pela FBCF em 2013 não foi suficiente para provocar uma melhora substantiva na taxa de investimentos a preços correntes, que ficou apenas 0,2 ponto percentual (p.p.) acima do resultado do ano anterior, passando de 18,2% para 18,4%. Vale destacar que parte da explicação para isto se encontra na dinâmica dos seus preços relativos. Enquanto o deflator implícito do PIB acumulou um crescimento médio de 7,7% em 2013, o deflator da FBCF registrou alta de 4,8%, o que significa que, se medida a preços constantes, o aumento da taxa de investimento foi mais significativo no ano. Isso implicou um aumento da dependência da economia em relação à poupança externa – leia-se, maior *deficit* em

transações correntes – visto que a taxa de poupança recuou de 14,6% em 2012 para 13,9% em 2013. Outra forma de ver esta questão é verificando que a absorção doméstica (composta pelo consumo total e pela FBC) cresceu mais rapidamente do que o PIB em 2013 (3,1%), retomando uma tendência que tem sido dominante na economia brasileira há cerca de uma década. Este cenário aponta para a manutenção de um descompasso entre as atividades manufatureiras e aquelas ligadas ao comércio varejista. Reforçando esta visão, o comportamento dos indicadores de consumo aparente da indústria continua sinalizando que uma parte considerável da demanda por bens tem sido atendida via aumento do vazamento.

Dentro desse contexto, as perspectivas para o ano de 2014 ainda apresentam um nível elevado de incerteza, associada não só ao caráter volátil apresentado pela atividade econômica ao longo do último ano, como também à presença de uma série de fatores que podem restringir o crescimento da economia nos próximos trimestres, tanto do lado da demanda quanto da oferta. Em relação à demanda por bens e serviços, embora o mercado de trabalho continue apresentando bons fundamentos, a trajetória de desaceleração dos rendimentos e dos níveis de ocupação sugere um desempenho mais modesto este ano. Além de um reajuste menor do salário mínimo (SM) em 2014, alguns dos incentivos setoriais concedidos pelo governo para incrementar o consumo vêm sendo reduzidos. O atual ciclo de aperto da política monetária tem provocado uma piora nas condições de financiamento, tendendo a inibir a demanda por bens duráveis. Finalmente, os níveis de confiança dos agentes econômicos (famílias e empresários) permanecem em trajetória de queda, em alguns casos atingindo os menores níveis em muitos anos.

Já a produção continua enfrentando restrições pelo lado da oferta, que impactam negativamente a sua competitividade, como o aumento do custo unitário do trabalho e as conhecidas deficiências de infraestrutura. Além disso, alguns dos fatores que impulsionaram a produção de bens de capital no ano passado não estarão presentes em 2014, como o excepcional desempenho da agroindústria em 2013 e os estímulos do governo para a aquisição de máquinas e equipamentos. A expansão dos investimentos – notadamente os públicos e os privados ligados aos programas de infraestrutura do governo federal, inclusive o Minha Casa Minha Vida (MCMV) – será de vital importância, tendo em vista que este ano, mais uma vez, a dinâmica do PIB estará diretamente ligada ao comportamento da FBCF. Isso porque o ritmo de crescimento do consumo das famílias está convergindo para taxas da ordem de 2% a 2,5%, o consumo do governo encontra limitações de categoria fiscal para crescer mais rapidamente, e a situação da economia mundial ainda não permite grande otimismo quanto a um desempenho mais robusto das exportações, a despeito da desvalorização cambial.

PIB

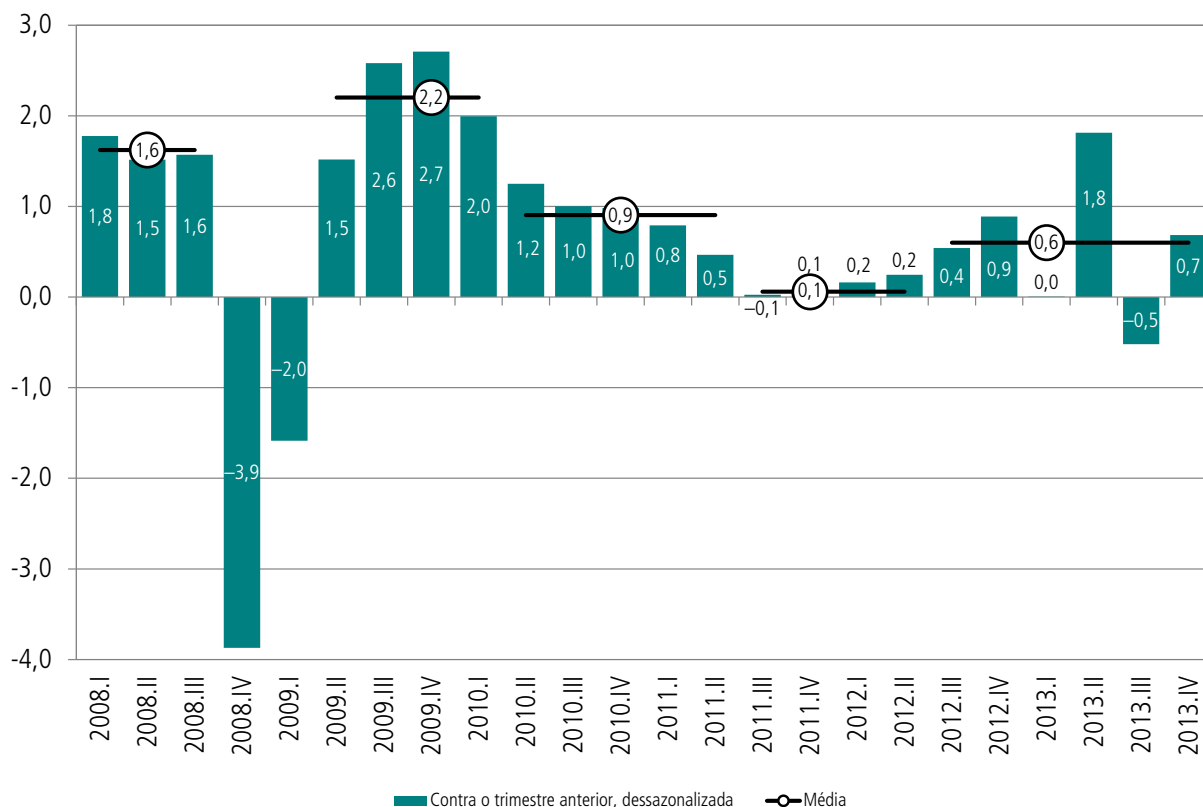
O PIB ganhou fôlego na passagem entre o terceiro e o quarto trimestres de 2013, registrando avanço de 0,7% na série livre de efeitos sazonais. Este resultado mais do que compensou a queda de 0,5% ocorrida no período anterior, corroborando o caráter volátil da atividade econômica nos últimos cinco trimestres (gráfico 1.1). Com isso, o *carry-over* para 2014 ficou em 0,7%, ou seja, o PIB crescerá a esta taxa ao final do ano, caso permaneça estagnado durante os próximos quatro trimestres, na série com ajuste sazonal.

Pelo lado da oferta, o bom desempenho do PIB na margem foi reflexo do comportamento dos serviços, que cresceram à mesma taxa. Enquanto a agropecuária permaneceu estagnada, a atividade industrial foi o destaque negativo, tendo recuado 0,2% sobre o período anterior. Pela ótica da demanda, o crescimento foi disseminado entre os seus componentes. Enquanto o consumo das famílias e o consumo do governo mantiveram o ritmo de crescimento observado no período anterior, a FBCF registrou pequeno avanço de 0,3%, malogrando as projeções mais pessimistas e revertendo uma parte da queda de 2,0% ocorrida no terceiro trimestre. Outro destaque foram as exportações líquidas, que apresentaram contribuição positiva ao crescimento marginal do PIB no quarto trimestre.

GRÁFICO 1.1

PIB: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado

(Em %)



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

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

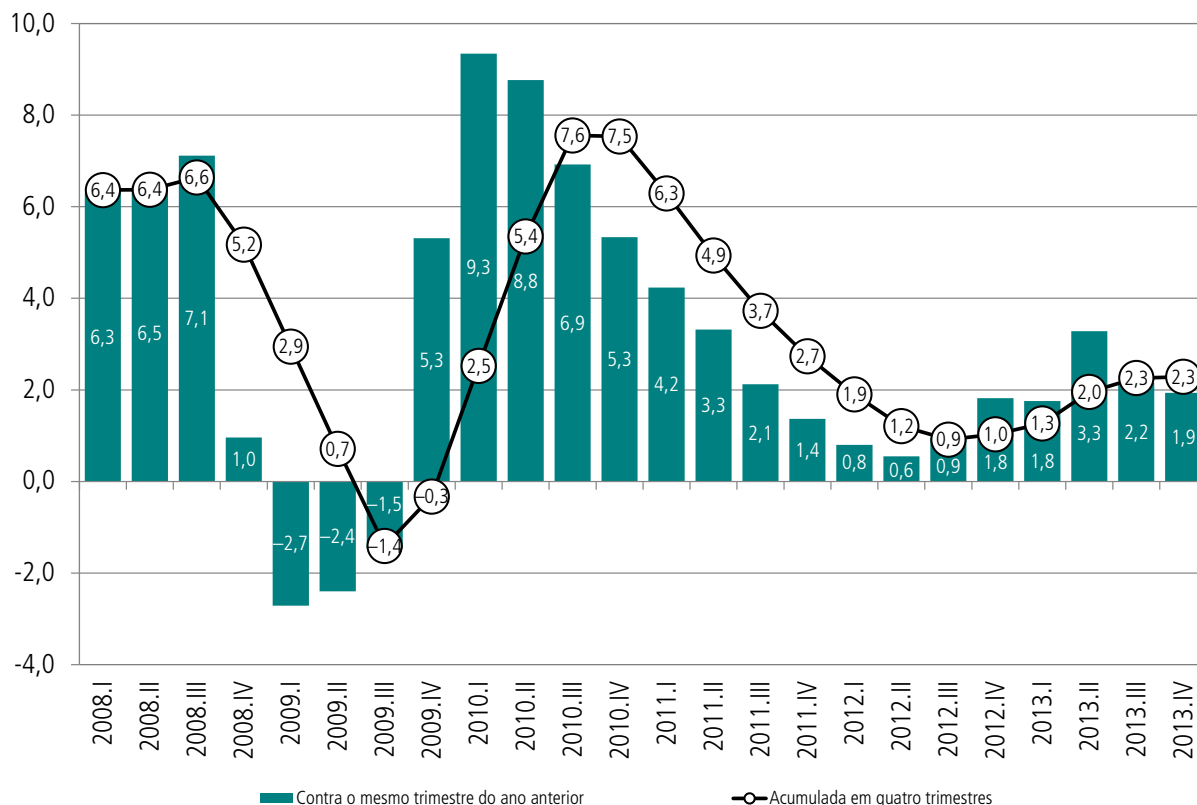
A alta volatilidade presente nas taxas de variação dessazonalizadas desafia a construção de uma narrativa clara sobre a tendência recente de crescimento da economia. Mas tomando por base a comparação com o mesmo período do ano anterior, percebe-se que, embora o PIB tenha apresentado taxa de crescimento positiva pelo 17º período consecutivo (1,9%), ele vem desacelerando desde o terceiro trimestre do ano passado. Esse possível freio no desempenho da atividade econômica também pode ser notado na evolução da taxa de expansão acumulada em quatro trimestres, que permaneceu estagnada em 2,3% entre o terceiro e o quarto trimestres de 2013, interrompendo uma sequência de quatro períodos de aceleração (gráfico 1.2).

Ainda com base na comparação frente ao mesmo período de 2012, o desempenho positivo registrado pelo PIB no quarto trimestre foi reflexo do avanço ocorrido entre todos os seus componentes. Pelo lado da demanda, a expansão foi generalizada, com destaques para o resultado da FBCF e para as exportações de bens e serviços. Com isso, a absorção doméstica igualou o crescimento do PIB, implicando contribuição nula do setor externo. Também pela ótica da oferta, todos os setores registraram variação positiva na comparação interanual, com destaque para a atividade agropecuária.

GRÁFICO 1.2

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

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

COMPONENTES DA OFERTA

Na comparação frente ao mesmo período do ano anterior, a agropecuária foi o principal destaque positivo entre os setores produtivos no quarto trimestre de 2013. Após a pequena contração de 1,0% verificada no terceiro trimestre, a produção do setor atingiu patamar 2,4% maior em relação ao quarto trimestre de 2012 (tabela 1.1). Apesar disso, a contribuição à taxa trimestral do PIB foi modesta, ficando em apenas 0,1 p.p. De acordo com o Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA/IBGE) referente a janeiro de 2014, este resultado pode se explicado pelo bom desempenho de alguns produtos da lavoura, que concentraram suas safras neste período, como trigo, cana de açúcar e fumo, que registraram avanços de 30,4%, 10,0% e 5,5%, respectivamente. Na comparação acumulada em quatro trimestres, o setor encerrou o ano de 2013 com alta de 7,0%, o maior em toda a série histórica, iniciada em 1996. Com isso, contribuiu com 0,3 p.p. para o crescimento anual do PIB. A atividade de cultivo da soja foi o principal destaque, com aumentos de 24,3% na produção e 11,3% na área plantada. O desempenho mais fraco ao longo do segundo semestre, quando comparado à primeira metade do ano, acabou gerando um *carry-over* negativo para 2014, que ficou em -1,2%.

O setor de serviços, por sua vez, obteve o segundo melhor resultado na comparação interanual, registrando crescimento de 1,8% sobre o quarto trimestre do ano anterior. Apesar disso, este resultado representou a segunda desaceleração consecutiva em relação à taxa verificada no segundo trimestre de 2013, que foi de 2,2%. Ainda assim, voltou a apresentar a maior contribuição para o crescimento

do PIB, adicionando 1,0 p.p. Entre as atividades, o avanço foi generalizado, com exceção do grupo outros serviços, que registrou a primeira contração (de 0,2%) desde o quarto trimestre de 2003. Os destaques positivos foram serviços de informação (7,6%), comércio (2,9%) e administração, educação e saúde públicas (2,4%). No acumulado em quatro trimestres, o crescimento ficou em 2,0%, praticamente a mesma taxa obtida em 2012 (1,9%). Este resultado representou uma adição de 1,2 p.p. em termos de contribuição ao PIB. Já o carregamento estatístico para 2014 ficou em 0,8%.

A indústria, por fim, também apresentou variação positiva na comparação interanual, embora tenha desacelerado pelo segundo período consecutivo nesta base de comparação, assim como ocorreu com os serviços. Após avançar 1,9% no período anterior, o setor cresceu 1,5% ante o quarto trimestre de 2012. Com este resultado, a contribuição para o crescimento interanual do PIB também se reduziu, tendo adicionado 0,4 p.p. ao PIB. Todos os subsetores apresentaram expansão, com exceção da extrativa mineral que, negativamente influenciada pela extração de minério de ferro, registrou queda de 0,9%, o sexto resultado negativo em sete períodos nessa base de comparação. Entre os destaques positivos, a produção e distribuição de energia, gás e água registrou o melhor resultado (3,4%), refletindo a alta no consumo residencial de energia elétrica. Por sua vez, estimulado pelos programas habitacionais do governo, a atividade da construção manteve o bom desempenho do trimestre anterior, com alta de 2,4%. Já a indústria de transformação desacelerou a taxa de crescimento interanual, que se reduziu de 1,9% para 1,3%. Destacaram-se as atividades ligadas à produção de máquinas e equipamentos, material eletrônico e equipamentos de comunicação e outros equipamentos de transporte. No acumulado em quatro trimestres, a indústria registrou alta de 1,3%, sendo responsável por 0,3 p.p. do crescimento do PIB em 2013. O desempenho do setor no último período do ano gerou um *carry-over* de 0,4% para 2014.

TABELA 1.1

PIB: taxa real de crescimento trimestral e acumulado no ano

(Em %)

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

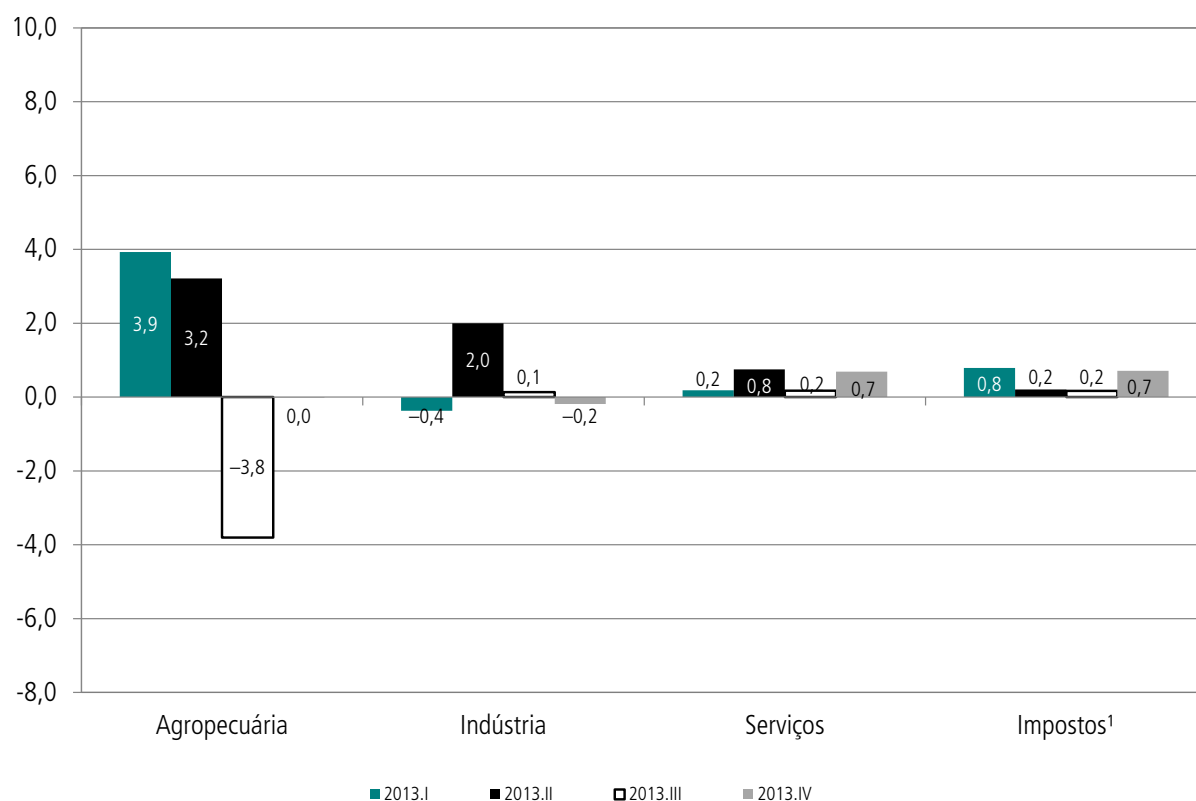
Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na comparação entre o quarto trimestre de 2013 e o período imediatamente anterior, na série dessazonalizada, a atividade dos serviços foi a única a registrar variação positiva pela ótica da oferta. Assim como o PIB, o setor manteve um comportamento bastante volátil em 2013 e, após desacelerar de 0,8% para 0,2% no período anterior, voltou a ganhar fôlego na passagem para o último trimestre do ano, avançando 0,7% na margem (gráfico 1.3). Entre as atividades, o crescimento foi generalizado, com destaque para os serviços de informação (4,8%), serviços de intermediação financeira e seguros (2,0%) e outros serviços (1,2%). Já o setor agropecuário permaneceu estagnado na passagem entre o terceiro e o quarto trimestres. Com este resultado, a atividade acumulou queda de 3,8% no segundo semestre de 2013, revertendo parte do forte avanço acumulado nos primeiros seis meses do ano passado, que chegou a 7,3%.

Ainda na série dessazonalizada, após permanecer praticamente estagnada no período anterior, a indústria recuou no quarto trimestre de 2013, registrando queda de 0,2% na margem. Este resultado foi reflexo do mau desempenho das atividades da transformação e da extrativa mineral, que recuaram 0,9% e 0,1%, respectivamente. Enquanto o setor da construção civil registrou variação nula, o destaque positivo ficou por conta do avanço de 1,4% da atividade associada à produção de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana.

GRÁFICO 1.3
Componentes do PIB pelo lado da oferta: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado
 (Em %)



Fonte: IBGE.
 Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.
 Nota: ¹ Dessazonalização própria.

COMPONENTES DA DEMANDA

O consumo das famílias cresceu pelo 41º trimestre consecutivo, registrando expansão de 1,9% na comparação entre o quarto trimestre de 2013 e o mesmo período do ano anterior. Este resultado, no entanto, significou o menor ritmo de crescimento em quase dez anos. Com isso, adicionou 1,2 p.p. à taxa de crescimento interanual do PIB, sua menor contribuição desde o primeiro trimestre de 2004. Ainda nesta base de comparação, o deflator implícito do consumo das famílias voltou a reduzir sua taxa de crescimento, passando de 7,5% para 6,7%, ficando abaixo da variação registrada pelo deflator do PIB (8,5%) pelo segundo trimestre consecutivo. Na comparação acumulada em quatro trimestres, a taxa de expansão do consumo desacelerou pelo segundo período consecutivo, encerrando o ano com alta de 2,3%, também o menor crescimento em dez anos. Ainda assim, foi responsável por 61,9% do aumento do PIB, refletido na adição de 1,4 p.p. Nesta base de comparação, a taxa de poupança permaneceu praticamente estável em 2013, atingindo o valor de 13,9% no quarto trimestre, o menor valor desde o primeiro período de 2002. Por fim, o *carry-over* do consumo das famílias para 2014 ficou em 1,1%.

Já o consumo do governo cresceu 2,0% na comparação com o quarto trimestre de 2012, desacelerando 0,3 p.p. em relação ao trimestre anterior. Este resultado se refletiu numa contribuição de 0,4 p.p. ao crescimento interanual do PIB. Ainda nesta base de comparação, seu deflator implícito voltou a apresentar o maior aumento entre os componentes do PIB, registrando variação de 11,8%. Na comparação acumulada em quatro trimestres, o consumo do governo reduziu seu ritmo de crescimento pelo terceiro período consecutivo, exibindo alta de 1,9% em 2013. Com isso, adicionou 0,4 p.p. no resultado anual do PIB.

A FBCF voltou a desacelerar na comparação interanual, reduzindo sua taxa de crescimento de 7,3% para 5,5%. Ainda assim, foi um dos destaques pelo lado da demanda, sendo responsável pela segunda maior contribuição ao crescimento do PIB, adicionando 1,0 p.p. na sua taxa trimestral. Com isso, a taxa de investimento líquida a preços correntes chegou em 17,7%, contra 17,4% em igual período do ano anterior. Já a taxa de investimento bruta, que inclui a variação de estoques, aumentou de 14,8% para 15,1%. Com relação à evolução dos preços relativos, a variação interanual registrada pelo deflator implícito da FBCF (6,1%) voltou a perder terreno em termos do PIB (8,4%). Na comparação acumulada no ano, a taxa de investimento a preços correntes encerrou o ano em 18,4%, apenas 0,2 p.p. acima do resultado obtido em 2012. Vale destacar que, desde o início de 2011, vem crescendo a diferença entre a taxa de investimentos e a taxa de poupança, que sofreu forte declínio ao longo deste período, aumentando, dessa forma, a dependência da economia em relação à poupança externa (gráfico 1.4).

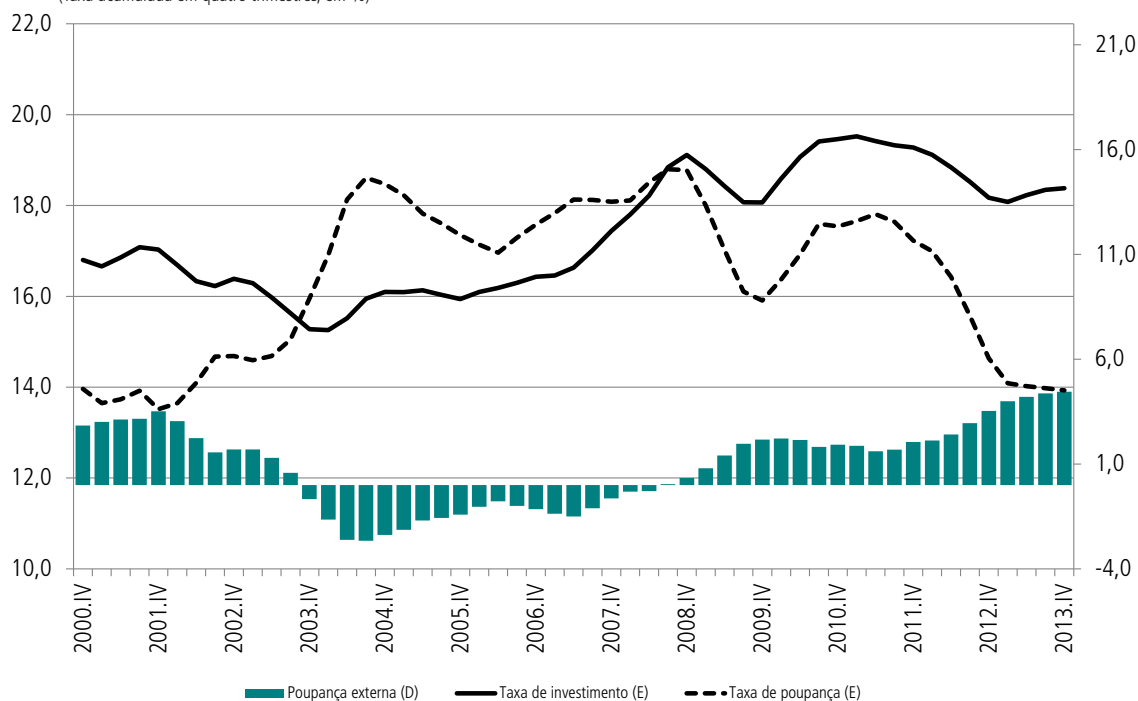
Na comparação acumulada em quatro trimestres, a taxa de expansão da FBCF encerrou o ano de 2013 com crescimento de 6,3%, o maior entre os componentes da demanda interna. Com este resultado, a FBCF foi responsável por 50% da expansão registrada pelo PIB no ano, tendo adicionado 1,1 p.p. à sua taxa de crescimento. Este aumento da sua participação relativa *vis-à-vis* os componentes ligados ao consumo foi reflexo do bom desempenho tanto do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came) quanto da construção civil (gráfico 1.5). Enquanto a taxa de crescimento anual do Came (4,5%) acelerou pelo segundo período consecutivo, o setor da construção civil encerrou o ano com crescimento de 2,3%.¹ Apesar do bom resultado em 2013, o carregamento estatístico deixado para 2014 ficou em apenas 0,1%, uma vez que a trajetória verificada ao longo do ano foi decrescente. Em termos da FBC, a participação da variação de estoques no desempenho do PIB no quarto trimestre de 2013 foi negativa, subtraindo 0,7 p.p. à sua taxa interanual. Já no acumulado do ano, os estoques exerceram influência positiva no PIB, adicionando 0,2 p.p.

1. As séries de construção civil (PIM-PF) e Came (Ipea) são utilizadas no cálculo do indicador de FBCF (Ipea), cuja variação ao final de 2013 sofreu um descolamento em relação à FBCF divulgada pelo IBGE nas contas nacionais trimestrais.

GRÁFICO 1.4

Investimento, poupança doméstica e poupança externa

(Taxa acumulada em quatro trimestres, em %)



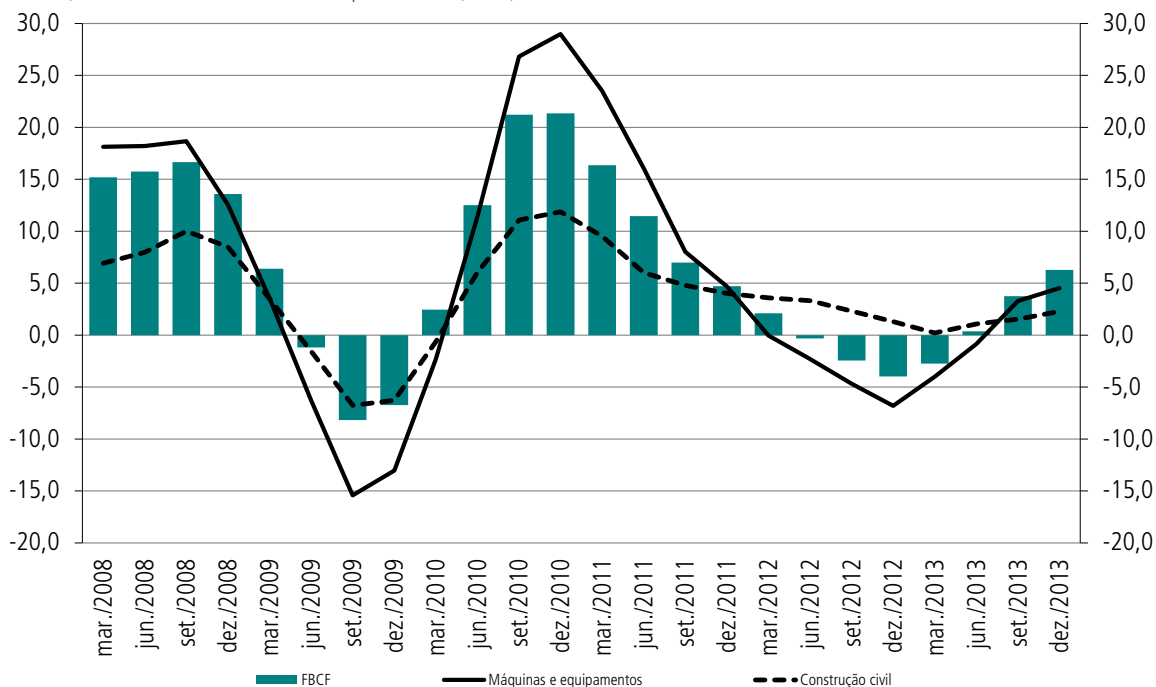
Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 1.5

FBCF e componentes

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



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

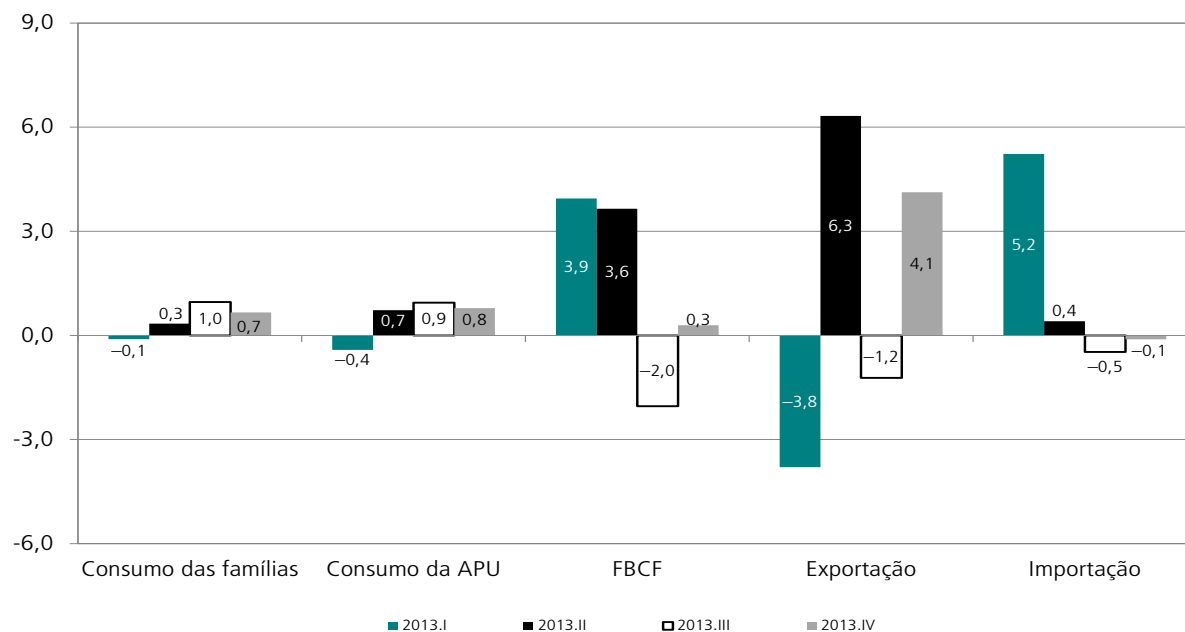
Por fim, ainda na comparação contra o mesmo trimestre do ano anterior, nota-se que a absorção doméstica, composta pelo consumo total (famílias e governo) e pela FBC, cresce à mesma taxa que o PIB no quarto trimestre de 2013, interrompendo uma sequência de três períodos em que apresentou um ritmo superior de expansão, implicando uma contribuição nula das exportações líquidas no seu crescimento interanual. Este resultado foi reflexo do aumento de 5,7% das exportações de bens e serviços, enquanto as exportações cresceram 4,1%. No acumulado do ano, entretanto, a absorção doméstica cresceu 3,1%, contra 2,3% do PIB, com a diferença sendo coberta pelas exportações líquidas, que deram contribuição negativa de 0,9 p.p. para o crescimento do PIB.

Na comparação entre o quarto trimestre de 2013 e o período imediatamente anterior, na série livre de influências sazonais, o consumo das famílias registrou avanço de 0,7%, o que significou uma pequena desaceleração em relação ao resultado do terceiro trimestre, quando havia crescido 1,0% (gráfico 1.6). Parte desta redução no ímpeto de consumir pode estar associada tanto a uma piora nas condições de crédito quanto a um ritmo de crescimento mais modesto da renda. Exibindo trajetória mais estável, o consumo do governo avançou 0,8% na comparação com o período anterior, igualando a taxa média de crescimento verificada nos últimos três trimestres. Já a FBCF mostrou pequena recuperação em relação à queda de 2,0% no período anterior, tendo avançado 0,3% na margem. Apesar disso, após acumular um ganho de 7,7% nos primeiros seis meses do ano, a taxa de crescimento acumulada recuou 1,8% no segundo semestre. Por fim, refletindo uma forte diminuição de estoques no período, a absorção interna² teve desempenho abaixo do PIB no trimestre, recuando 0,2% ante o período anterior, na série dessazonalizada. Este resultado levou a uma variação positiva das exportações líquidas no quarto trimestre, com alta de 4,1% das exportações de bens e serviços acompanhada por uma pequena queda das importações, de 0,1%.

GRÁFICO 1.6

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

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

2. Dessazonalização própria.

PRODUÇÃO INDUSTRIAL

De acordo com os dados divulgados na PIM-PF/IBGE, a indústria cresceu 2,9% na passagem entre os meses de dezembro e janeiro, na série livre de influências sazonais (tabela 1.2). Reafirmando o padrão de comportamento extremamente volátil exibido ao longo de 2013, a produção industrial reverteu parte do forte recuo ocorrido no mês anterior, quando registrou queda de 3,9%. Ainda na comparação com ajuste sazonal, o índice da média móvel trimestral reduziu o seu ritmo de contração, que passou de -1,3% para -0,5%. Com isso, o resultado de janeiro deixa um arrasto estatístico de 0,1% para o primeiro trimestre do ano. Já com relação ao resultado esperado para 2014, o esforço de crescimento se reduziu consideravelmente, uma vez que o *carry-over* passou de -3,7% para -0,9%.

Na comparação com o mesmo período do ano passado, a produção industrial voltou a apresentar variação negativa, situando-se num patamar 2,4% inferior ao observado em janeiro de 2013. Com isso, a taxa de crescimento acumulada em doze meses desacelerou, reduzindo-se de 1,2% para 0,5%.

TABELA 1.2
PIM-PF
(Variação, em %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado ¹			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Nov./2013	Dez./2013	Jan./2014	Nov./2013	Dez./2013	Jan./2014	No ano	Em 12 meses
Geral	-0,6	-3,7	2,9	0,3	-2,5	-2,4	-2,4	0,5
Classes								
Extrativa mineral	-3,4	-0,9	-1,0	0,1	-6,4	-0,8	-0,8	-4,3
Transformação	-0,5	-3,7	3,1	0,3	-2,3	-2,5	-2,5	0,8
Categorias de uso								
Capital	-3,2	-12,2	10,0	9,8	1,7	2,5	2,5	12,1
Intermediários	1,6	-4,2	1,2	1,3	-2,1	-2,7	-2,7	-0,5
Consumo	0,1	-3,0	2,3	-2,4	-3,4	-3,6	-3,6	-0,8
Duráveis	0,2	-4,4	3,8	-4,5	-4,0	-5,3	-5,3	-0,2
Semi e não duráveis	0,0	-2,3	1,2	-1,8	-3,2	-3,0	-3,0	-1,0
Insumos da construção civil	-2,2	-3,8	2,5	2,4	-0,4	-1,2	-1,2	1,9

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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

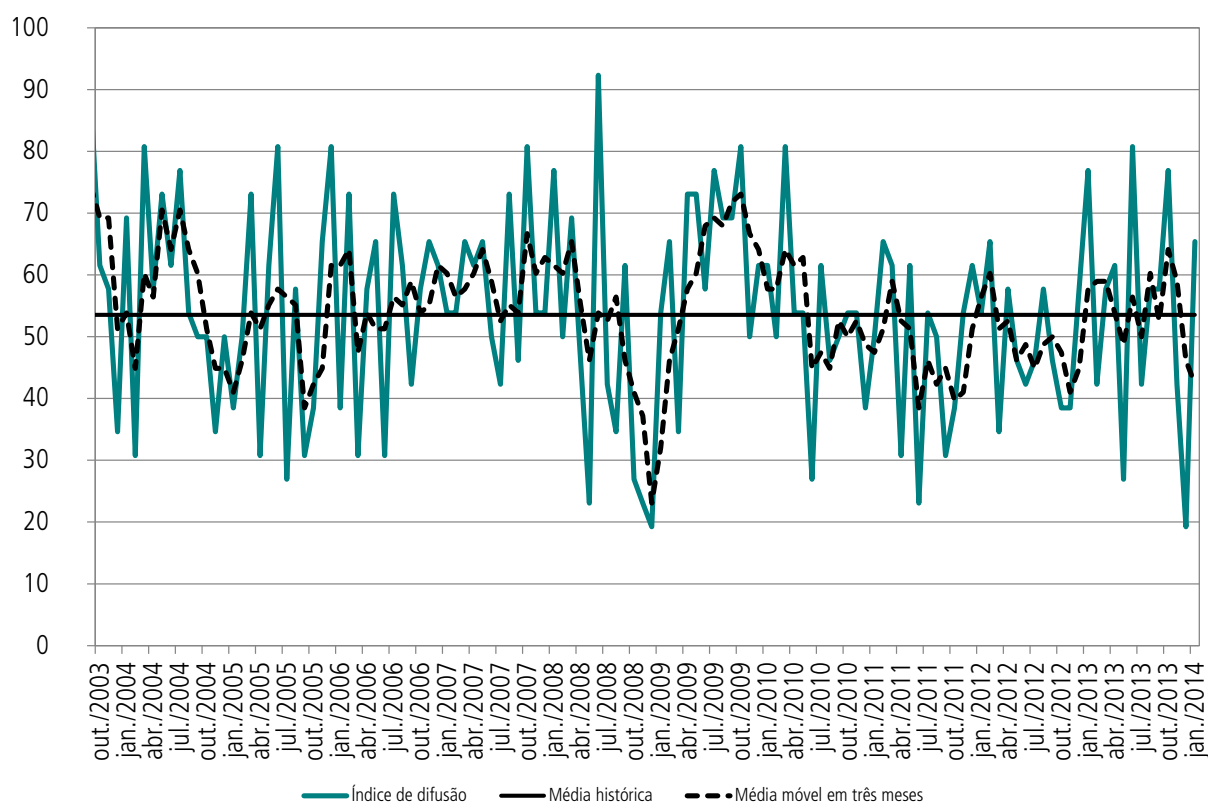
Com relação às classes de produção, a indústria de transformação avançou 3,1% em janeiro ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Foi verificada expansão em dezessete das 26 atividades que a compõem, o que aumentou o índice de difusão³ de 19% em dezembro para 65%. A série com base na média móvel de três meses, entretanto, caiu pelo terceiro mês consecutivo, ficando em 42% (gráfico 1.7). Entre as atividades com maior peso, destacaram-se positivamente: veículos automotores (+8,7%), interrompendo uma sequência de três quedas na margem (período em que acumulou contração de 23,5%); máquinas e equipamentos (+6,4%), revertendo a queda de 6,6% ocorrida em dezembro; e metalurgia básica (+2,8%). Já os destaques negativos ficaram por conta de outros produtos químicos (-2,5%); refino de petróleo e álcool (-2,2%); produtos de metal (-2,7%) e fumo que, apesar de possuírem um peso pequeno no total da indústria, registrou forte queda, recuando 47,6% frente ao mês anterior.

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

Em direção contrária à transformação, a indústria extrativa mineral recuou na passagem entre dezembro e janeiro, na série ajustada pela sazonalidade. A queda de 1,0% foi o terceiro resultado negativo consecutivo registrado pelo setor nesta base de comparação. Entre as atividades, as principais influências negativas vieram da extração de petróleo e gás natural (-3,3%) e da extração de minerais metálicos não ferrosos (-4,5%). Destacou-se positivamente a extração de carvão mineral, com alta de 19,1%.

Na comparação com o mesmo mês do ano passado, a indústria de transformação retraiu 2,5% em janeiro último. Entre os dezoito setores que registraram queda na comparação interanual destacam-se as atividades: veículos automotores, edição, impressão e reprodução de gravações e mobiliário, com variações de -14,4%, -11,5%, -11,1%, respectivamente. A produção da indústria extrativa mineral também registrou queda em janeiro, ficando 0,8% abaixo do patamar verificado no mesmo mês de 2013. Grande parte deste resultado pode ser explicada pelo mau desempenho da atividade ligada à extração de petróleo e gás natural, que contraiu 6,0%. No acumulado em doze meses, a taxa caiu de -4,1% para -4,3%.

GRÁFICO 1.7
PIM-PF: índice de difusão
(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Considerando-se as categorias de uso, a alta registrada pela indústria de transformação no mês de janeiro em relação a dezembro foi generalizada, com destaque para a produção de bens de capital, que registrou crescimento marginal de 10,0%, revertendo grande parte da queda observada no mês

anterior. A desagregação segundo os Índices Especiais de Bens de Capital⁴ mostra que o crescimento foi generalizado, com exceção feita para a produção de peças agrícolas, que registrou a segunda queda consecutiva na margem, recuando 5,3% em relação ao mês de dezembro. Os destaques positivos ficaram por conta dos setores voltados para fins industriais não seriados e para a construção civil, que exibiram expansão de 16,3% e 13,3%, respectivamente. Além deles, vale mencionar o bom início de ano apresentado pelo setor de equipamentos de transporte, que avançou 9,5% na margem. Este resultado interrompeu uma sequência de três quedas, período no qual a produção acumulou uma perda de 15,0%.

A produção de bens de consumo duráveis também se destacou no primeiro mês do ano, registrando a segunda maior taxa de crescimento entre as categorias de uso, na série ajustada sazonalmente. O avanço de 3,8% ocorreu a despeito do mau desempenho do setor de veículos automotores, que recuou 0,7% na margem. Por sua vez, o setor de bens de consumo semiduráveis e não duráveis registrou alta de apenas 1,2% sobre o mês anterior, devolvendo parcialmente a queda sofrida em dezembro, quando retraiu 2,3%. Enquanto a produção de semiduráveis cresceu 3,1%, o setor de não duráveis, excluindo-se as atividades alimentação e bebidas para consumo doméstico (1,5%) e carburantes (-4,9%), avançou 2,4%.

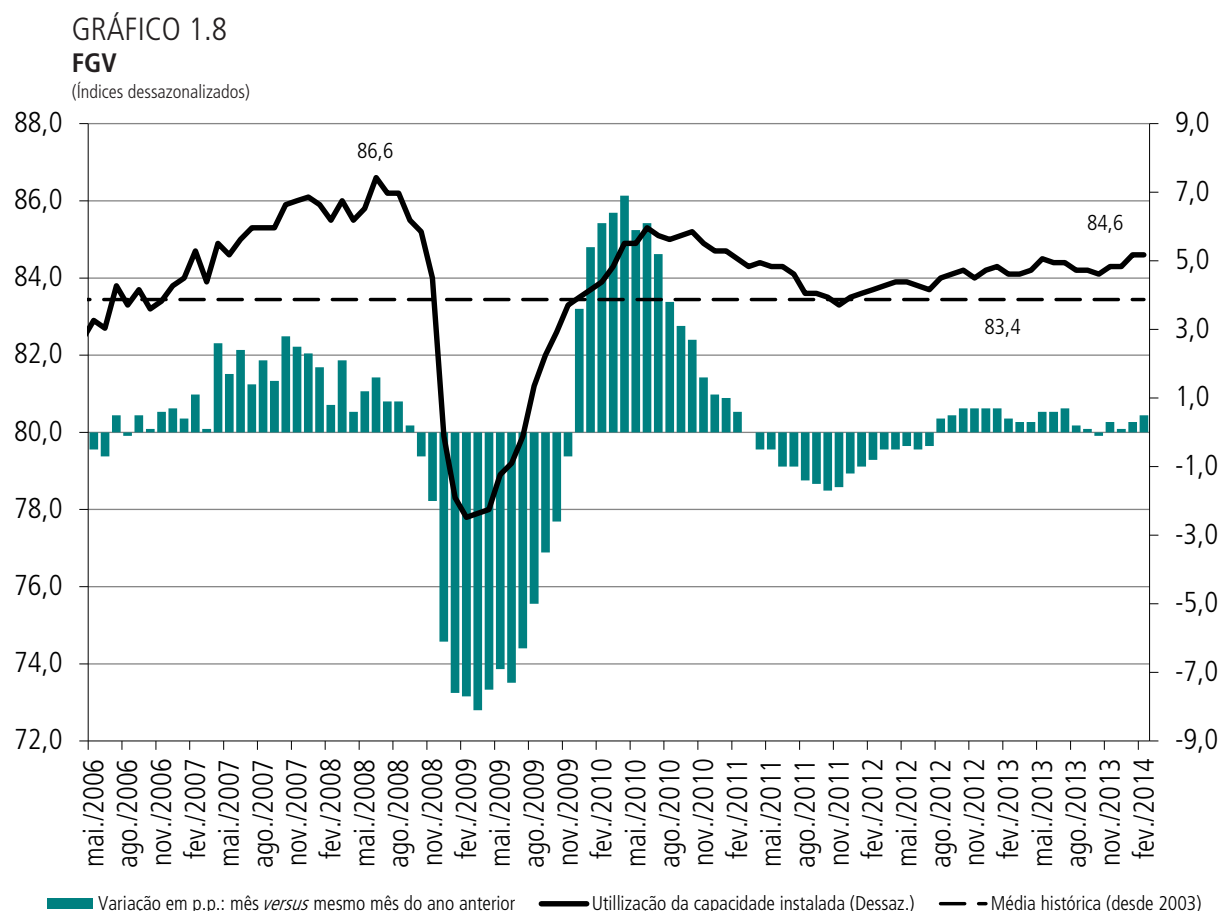
Por fim, a produção de bens intermediários, categoria de uso com o maior peso na indústria, cresceu 1,2% frente ao mês anterior na série ajustada. Apesar disso, o setor permanece virtualmente estagnado, apresentando um nível de produção semelhante àquele verificado em dezembro de 2009. O avanço em janeiro foi explicado, em grande medida, pelo bom desempenho das atividades ligadas à produção de peças e acessórios para equipamentos de transporte, para bens de capital e insumos industriais básicos, que registraram altas de 6,2%, 2,7% e 2,2%, respectivamente. O destaque negativo ficou por conta da produção de combustíveis e lubrificantes básicos, com queda de 2,2%.

Na comparação de janeiro último com o mesmo mês do ano anterior, todas as categorias de uso exibiram variação negativa, com exceção da produção de bens de capital, que registrou alta de 2,5%. Se, por um lado, a produção do setor de equipamentos de transporte registrou queda de 3,3%, por outro, a produção de bens de capital para a construção civil exibiu alta de 73,1% sobre janeiro de 2013. Já no acumulado em doze meses, a taxa de crescimento desacelerou pela primeira vez em treze períodos, recuando de 13,3% para 12,1%.

Entre as demais categorias de uso, a produção de bens de consumo duráveis registrou o pior resultado interanual, registrando queda de 5,3% frente a janeiro do ano passado. Com isso, a taxa de crescimento acumulada em doze meses ficou em -0,2%, primeira variação negativa desde março do ano passado. Já o setor de bens de consumo semi e não duráveis recuou 3,3%, influenciado, em grande medida, pela queda de 3,6% da atividade alimentação e bebidas, elaborados para consumo doméstico. Na comparação em doze meses a retração acelerou, passando de -0,5% para -1,0%. Por fim, a categoria de intermediários também assinalou queda na comparação interanual, ficando 2,7% abaixo do patamar de janeiro de 2013. O recuo foi disseminado, com destaque para as atividades peças e acessórios para equipamentos de transporte industrial; combustíveis e lubrificantes básicos; e combustíveis e lubrificantes elaborados, que retraíram 11,4%, 6,3% e 4,8%, respectivamente. No acumulado em doze meses, o setor continua quase estagnado, apresentando pequena queda de 0,5%. Apenas duas atividades apresentam variação positiva nesta base de comparação, a saber: combustíveis e lubrificantes elaborados (4,8%) e peças e acessórios para bens de capital (0,6%).

4. Construídos com o objetivo de informar a evolução da produção de máquinas, equipamentos e peças, segundo o destino predominante desses bens. Com isso, busca-se identificar o comportamento do investimento segundo os setores demandantes. Cabe mencionar que quatorze produtos integrantes desses índices especiais não pertencem à categoria de uso de bens de capital.

Em relação ao uso dos fatores de produção, de acordo com a pesquisa *Sondagem industrial*, da Fundação Getulio Vargas (FGV), o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) do setor manufatureiro tem indicado suave tendência de alta a partir de novembro do ano passado. Em novembro, o indicador permaneceu estável em 84,6%, na série livre de efeitos sazonais (gráfico 1.8). Este resultado coloca o Nuci num patamar 1,2 p.p. acima da média histórica da série, embora ainda continue distante do pico de 86,6%, atingido em junho de 2008. A análise dos dados provenientes da pesquisa *Indicadores industriais*, da Confederação Nacional da Indústria (CNI), por sua vez, apresenta um cenário um pouco distinto para o Nuci, apontando para uma trajetória decrescente ao longo de todo o ano de 2013. Além disso, a forte queda na produção industrial em dezembro do ano passado aparece de forma mais acentuada, assim como a recuperação em janeiro. Já a diferença em relação à sua média histórica (+1,3 p.p.) se assemelha à observada no indicador da FGV.



Fonte: FGV.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

COMÉRCIO

De acordo com os dados divulgados na PMC, realizada pelo IBGE, as vendas reais no varejo restrito avançaram 0,4% entre dezembro e janeiro, na série com ajuste sazonal. Entre os oito setores que o compõem, seis apresentaram variação positiva, com destaque para equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (5,9%) e artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos (4,3%). Vale mencionar também o desempenho das atividades hipermercados, supermercados, produtos

alimentícios, bebidas e móveis e eletrodomésticos que, impulsionadas pelas altas temperaturas ocorridas em janeiro, apresentaram aceleração na margem. Por sua vez, entre os setores que recuaram em janeiro, destaca-se a atividade tecidos, vestuário e calçados. Com peso relevante na pesquisa, o grupo apresentou retração de 0,4% na comparação dessazonalizada (tabela 1.3). Apesar do bom resultado de janeiro, a análise com base nas taxas de crescimento trimestrais, que tornam a série menos volátil, continuam indicando desaceleração no varejo restrito. Na comparação entre os trimestres encerrados em janeiro e outubro, o avanço de 0,8% (contra 1,1% em dezembro) representou a quarta queda na taxa de crescimento.

Em relação ao mesmo período do ano anterior, o volume de vendas no varejo restrito também cresceu, assinalando alta de 6,1%. Nesta base de comparação, destaca-se o crescimento dos setores artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos (13,6%); outros artigos de uso pessoal e doméstico (7,6%) e combustíveis e lubrificantes (7,0%). Em termos de contribuição relativa, a alta de 5,6% do setor hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo foi responsável por 44,6% do crescimento interanual do varejo restrito em janeiro. Já no acumulado em doze meses, as vendas interromperam a trajetória de desaceleração que vinha desde dezembro de 2012, permanecendo estáveis em 4,3%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, o resultado de janeiro representou forte avanço na série dessazonalizada, com alta de 2,1% ante o período anterior, revertendo a queda de 1,8% do mês anterior. O grande responsável por esse resultado foi o setor de veículos, motos, partes e peças, com alta de 1,9%, enquanto o setor de materiais de construção cresceu 0,2%, interrompendo sequência de duas retrações. Já na comparação frente ao mesmo mês do ano passado, o varejo ampliado apresentou um crescimento de 3,5%. Ao contrário do resultado na margem, a contribuição da atividade veículos, motos, partes e peças foi negativa, subtraindo 0,6 p.p. da taxa interanual. Por fim, na comparação acumulada em doze meses, o varejo ampliado desacelerou de 3,6% para 3,3%, sendo esta a 12ª queda da taxa de crescimento em treze períodos.

Embora venham apresentando um ritmo de crescimento cada vez menor – o que pode estar sinalizando uma perda de fôlego da demanda por bens –, o comércio varejista continua apresentando um bom desempenho. Este cenário, quando comparado ao quadro de lenta recuperação apresentado pela produção industrial (em que pese o fato de existirem questões metodológicas importantes), aponta para a manutenção de um descompasso entre as atividades manufatureiras e aquelas ligadas ao comércio varejista. A este respeito, a indústria de transformação assistiu a uma diminuição do nível de estoques ao longo do quarto trimestre do ano passado. Os indicadores de consumo aparente da indústria, por sua vez, continuam sinalizando que uma parte considerável da demanda por bens tem sido atendida via aumento de importações, o que é compatível com a contribuição negativa das exportações líquidas para o crescimento do PIB em 2013.

A análise do indicador de consumo aparente da indústria geral, que mede o crescimento da oferta de bens industriais na economia, revela uma alta de 2,6% em 2013. Por trás deste resultado, a produção doméstica cresceu 1,4%,⁵ tendo contribuído com 1,3 p.p., enquanto as importações adicionaram 1,2 p.p. à taxa interanual, confirmando a sua forte participação. Já a contribuição das exportações foi negativa em 0,1 p.p. O consumo aparente sofreu forte aceleração em janeiro, registrando alta de 6,8% na série dessazonalizada, e foi generalizado entre as categorias de uso (tabela 1.4). Os destaques positivos ficaram por conta dos setores de bens de capital e bens de consumo duráveis, que acumularam expansões de 13,6% e 9,1%, respectivamente.

5. Este resultado se refere ao indicador de volume da indústria de transformação reponderado de acordo com a metodologia descrita na nota técnica *Indicadores de consumo aparente de bens industriais*, publicada na *Carta de conjuntura* nº 17, de dezembro de 2012.

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

	Mês/mês anterior dessazonalizado ¹				Mês/igual mês do ano anterior ¹			Acumulado	
	Nov./2013	Dez./2013	Jan./2014	Nov./2013	Dez./2013	Jan./2014	No ano	Em doze meses	
Comércio varejista (restrito) ²	0,5	-0,3	0,4	7,1	3,9	6,1	6,1	4,3	
Comércio varejista ampliado ³	0,8	-1,8	2,1	6,0	2,9	3,5	3,5	3,3	
1. Combustíveis e lubrificantes	1,0	-1,5	1,4	8,9	5,9	7,0	7,0	6,2	
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	1,0	0,6	1,0	5,8	2,4	5,6	5,6	2,1	
2.1 Hipermercados e supermercados	0,9	1,0	0,5	5,4	2,1	5,6	5,6	2,1	
3. Tecidos, vestuário e calçados	2,1	0,5	-0,4	6,1	3,1	3,9	3,9	3,4	
4. Móveis e eletrodomésticos	1,0	-2,4	1,2	9,0	-0,9	5,9	5,9	5,0	
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	1,4	-2,0	4,3	12,3	12,4	13,6	13,6	10,4	
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	0,5	0,8	0,6	0,2	3,8	4,2	4,2	2,3	
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-2,0	-14,1	5,9	10,9	7,0	-4,6	-4,6	5,9	
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	0,9	-0,2	-0,2	6,6	11,2	7,6	7,6	9,8	
9. Veículos, motos, partes e peças	1,6	-3,2	1,9	4,3	0,0	1,8	-1,8	0,7	
10. Materiais de construção	-0,1	-0,3	0,2	5,2	5,6	3,9	3,9	6,4	

Fonte: IBGE/PMC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Notas: ¹ Sazonalmente ajustado pelo IBGE (método X-12).

² O indicador do comércio varejista (restrito) é composto pelos resultados das atividades numeradas de 1 a 8.

³ O indicador do comércio varejista ampliado é composto pelos resultados das atividades numeradas de 1 a 10.

TABELA 1.4

Indicadores de consumo aparente

(Variação, em %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado ¹			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Nov./2013	Dez./2013	Jan./2014	Nov./2013	Dez./2013	Jan./2014	No ano	Em doze meses
Geral	-1,6	-1,9	6,8	-1,0	-2,3	-1,4	-1,4	2,0
Classes								
Extrativa mineral	-	-	-	-	-	-	-	-
Transformação	-1,6	-2,4	4,9	-1,2	-3,0	-0,6	-0,6	1,4
Categorias de uso								
Capital	-2,9	-7,1	13,6	-0,5	-9,2	-0,2	-0,2	3,6
Intermediários	-1,9	-1,1	2,1	0,5	0,0	-1,6	-1,6	2,3
Consumo	-1,6	-1,8	6,7	-3,2	-4,4	0,9	0,9	-0,4
Duráveis	-2,1	-5,5	9,1	-6,0	-10,8	-4,3	-4,3	-2,5
Semi e não duráveis	-0,8	-0,3	4,4	-2,0	-2,1	2,2	2,2	0,5

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

Nota: ¹ Sazonalmente ajustado pelo Ipea por meio do método X-12.**OUTROS INDICADORES E PERSPECTIVAS**

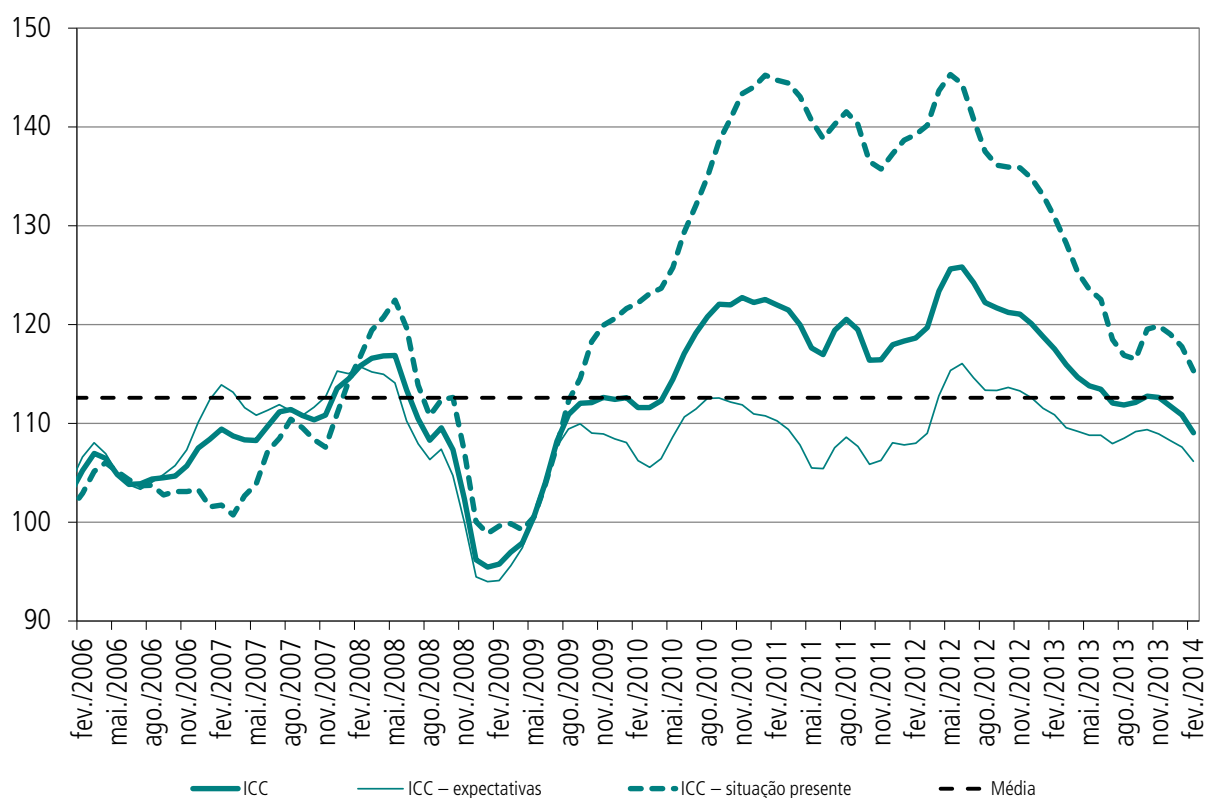
O Índice de Atividade Econômica do Banco Central do Brasil (IBC-Br) acelerou para 1,3% na passagem entre dezembro e janeiro na série dessazonalizada, revertendo a queda de 1,4% ocorrida no período anterior. Embora na comparação trimestral, o indicador tenha voltado a perder fôlego, passando de -0,1% para -0,5% (ainda negativamente afetado pela retração em dezembro), o resultado verificado em janeiro já garante um carregamento de 0,2% para o primeiro trimestre de 2014. Vale destacar que um bom desempenho no início do ano afetaria positivamente a média dos períodos seguintes, melhorando as perspectivas para o resultado de 2014. Na comparação com o mesmo período do ano anterior, o indicador registrou alta de 0,9%, enquanto a taxa em acumulado em doze meses reduziu de 2,5% para 2,3%.

De um modo geral, as perspectivas para o ano de 2014 apresentam um nível elevado de incerteza, determinada não só pelo caráter volátil apresentado pela atividade econômica ao longo do último ano como, também, pela presença de uma série de fatores condicionantes, que podem restringir o crescimento nos próximos trimestres. Em relação à demanda por bens, apesar de os bons fundamentos provenientes do mercado de trabalho continuarem sustentando o consumo das famílias, a desaceleração verificada no crescimento da renda real e a queda na criação de novas vagas sugerem uma trajetória mais modesta. Além de um reajuste menor do SM em 2014, alguns dos incentivos concedidos pelo governo para incrementar o consumo vêm sendo reduzidos, como é o caso do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para o setor de automóveis. Por fim, o atual ciclo de aperto da política monetária tem provocado uma piora nas condições de financiamento que, associada aos níveis ainda elevados do comprometimento da renda das famílias, tende a inibir a demanda por bens duráveis.

Este cenário de expansão moderada tem se refletido no comportamento dos níveis de confiança das famílias. De acordo com a pesquisa Sondagem do consumidor, da FGV, após ter mantido certa instabilidade ao longo do terceiro e quarto trimestres do ano passado, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) voltou a apresentar sensível piora. O recuo de 1,7% entre janeiro e fevereiro de 2014, na série com ajuste sazonal, foi sua terceira queda consecutiva, acumulando uma perda de 4,8% nesse período. Enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação

presente caiu expressivos 2,9%, o índice referente às expectativas em relação aos próximos meses também piorou, recuando 1,0%. O processo de deterioração do nível de confiança das famílias vem ocorrendo desde julho de 2012, fato que pode ser observado mais claramente por meio da evolução da média móvel trimestral do indicador (gráfico 1.9).

GRÁFICO 1.9
ICC (média móvel de três meses)
 (Setembro de 2005 = 100)



Fonte: FGV.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A piora verificada nos níveis de confiança sugere perspectivas menos otimistas em relação ao desempenho do comércio varejista nos próximos meses. Enquanto o indicador Serasa Experian de atividade do comércio registrou queda de 0,5% na passagem de janeiro para fevereiro, na série livre de influências sazonais, os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve) mostram recuo de 7,0% nas vendas no setor automotivo (autos + comerciais leves) nesta mesma base de comparação. Já a Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção (ABRAMAT), em pesquisa divulgada em seu termômetro mensal do mês de fevereiro, indica uma visão de otimismo moderado por parte dos empresários do setor. Por fim, ainda na comparação dessazonalizada, o Índice de Confiança do Comércio (Icom)/FGV registrou variação negativa pelo segundo mês consecutivo, recuando 2,4% em fevereiro.

No que diz respeito à demanda por serviços, a análise dos indicadores antecedentes também aponta para um desempenho modesto nos dois primeiros meses do ano. Após recuar 0,9% em janeiro, o Índice de Confiança de Serviços (ICS), medido pela FGV, registrou pequeno avanço na passagem para fevereiro, com alta de 0,2% na margem. Este resultado manteve o indicador abaixo

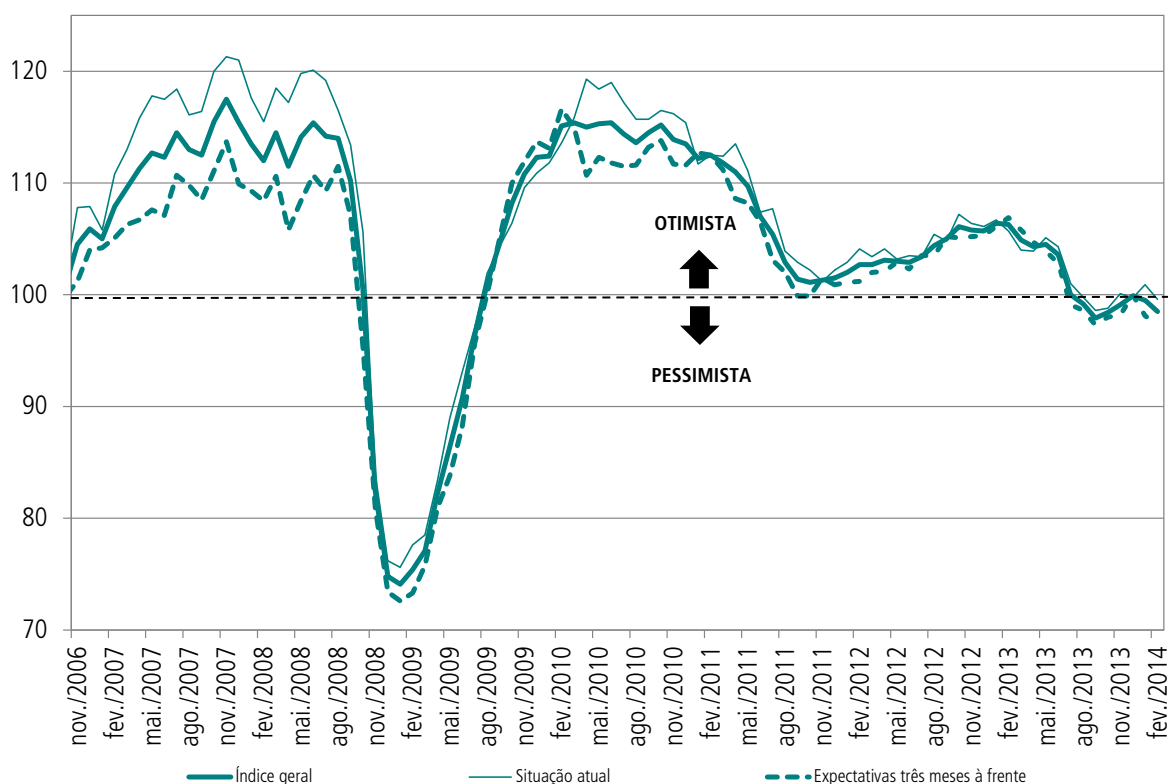
da sua média histórica. O avanço de 0,2% em fevereiro, na série com ajuste, foi resultado do bom desempenho do Índice de Situação Atual (ISA), que exibiu crescimento de 1,5%, o quarto consecutivo nesta base de comparação. Já o indicador que mede a confiança em relação às expectativas futuras recuou pelo segundo mês consecutivo, registrando queda de 0,7%. Este quadro instável tem sido corroborado pelo Índice de Gerentes de Compras – Purchasing Managers Index (PMI) relacionado ao setor de serviços. Após registrar queda em janeiro, situando-se abaixo de 50 pontos, o que indica uma contração da produção, o PMI recuperou-se em fevereiro, passando de 49,9 para 50,8 pontos.

Os níveis relativamente baixos de confiança dos empresários também indicam um cenário de maior incerteza e perspectivas menos favoráveis para a atividade econômica no futuro próximo. De acordo com a pesquisa Sondagem conjuntural da indústria de transformação, da FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) voltou a recuar em fevereiro, registrando queda de 1,0% na série com ajuste sazonal. Este resultado manteve o indicador na zona de pessimismo,⁶ fato que já ocorre desde o mês de julho último. Enquanto o ISA caiu 1,3%, o Índice de Expectativas (IE) recuou 0,7% na margem. Outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), tem apresentado um quadro similar. Em fevereiro, o indicador registrou o quarto recuo seguido, com queda de 3,1% com ajuste sazonal, aproximando-se da zona de neutralidade. Já o indicador que avalia a percepção da situação atual continua na zona de pessimismo, enquanto o otimismo em relação aos próximos seis meses retraiu 2,1% na margem (gráficos 1.10A e 1.10B).

GRÁFICO 1.10A

ICI

(Índice dessazonalizado)



Fonte: FGV.

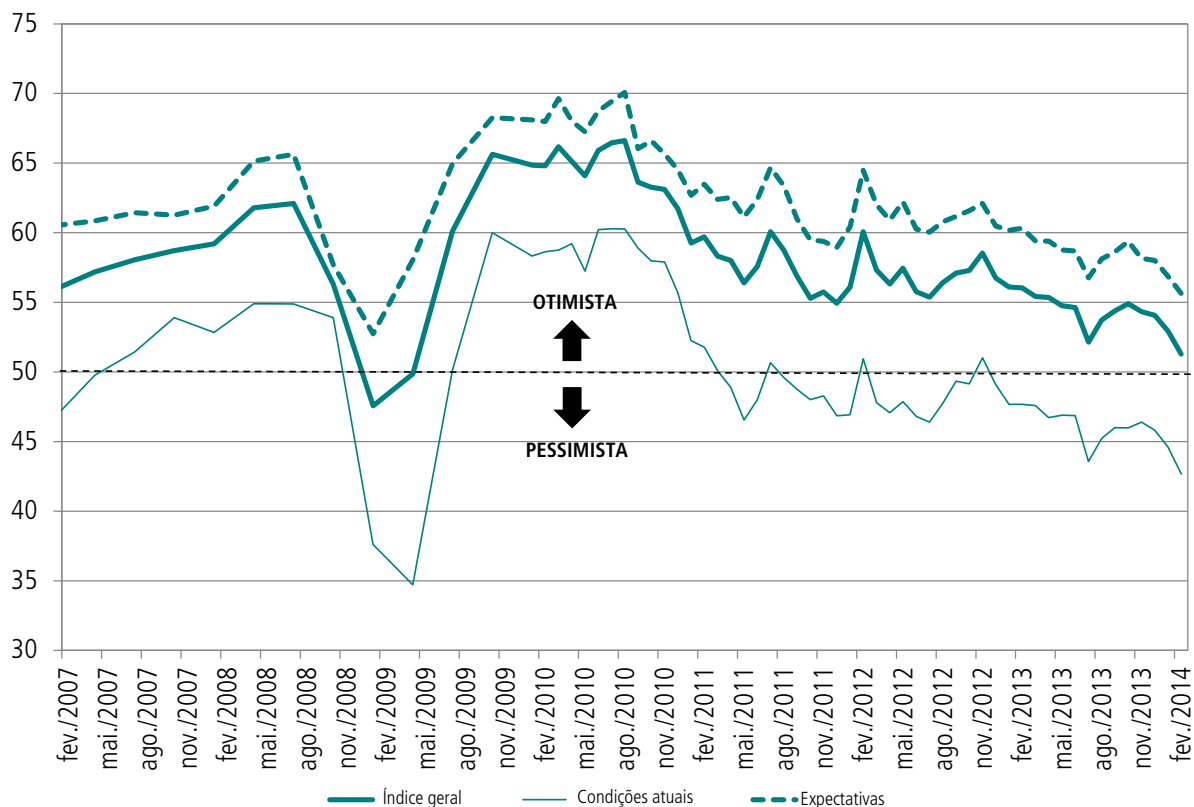
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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

GRÁFICO 1.10B

Icei

(Índice dessazonalizado)

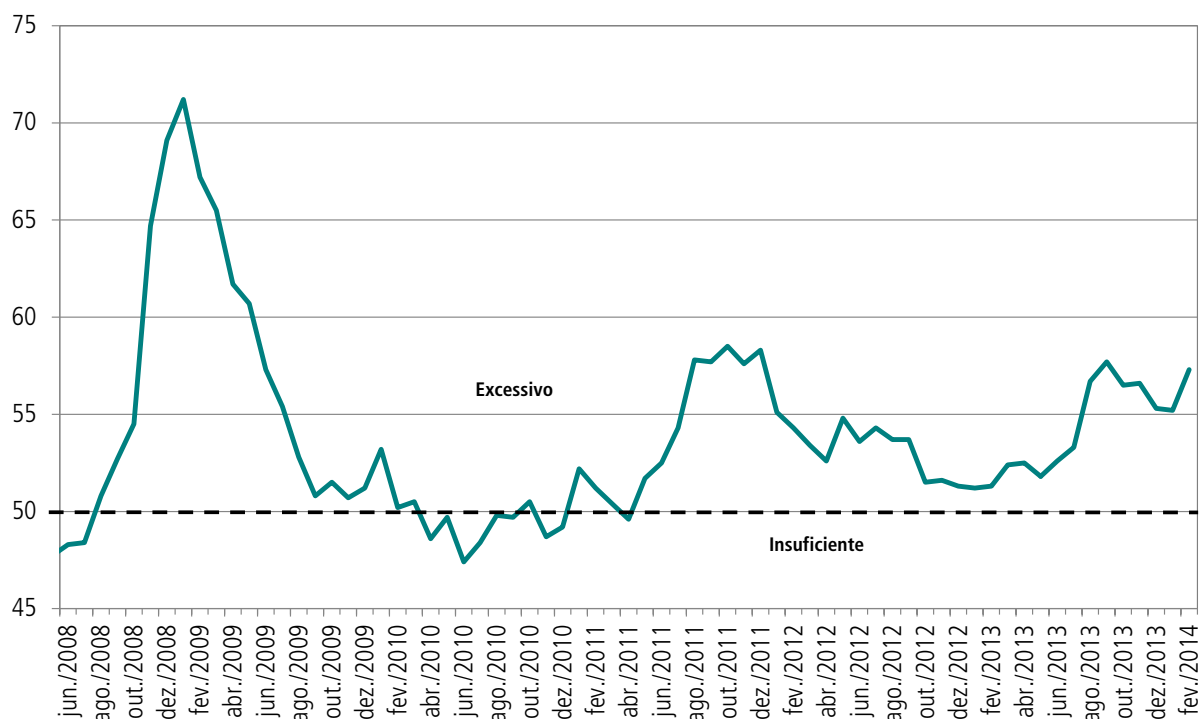


Fonte: CNI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Mesmo com perspectivas não muito otimistas para o desempenho da indústria em 2014, os resultados referentes aos seus indicadores sinalizam um pequeno avanço no mês de fevereiro. Embora tenha apresentado desaceleração em relação ao resultado do mês anterior, o PMI passou de 50,8 para 50,4 pontos em fevereiro, indicando que a atividade do setor manufatureiro brasileiro voltou a aumentar, ainda que mais lentamente. Por sua vez, a produção de automóveis, de acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), registrou forte crescimento em fevereiro, com alta de 11,8% na série ajustada sazonalmente. Outro indicador bastante correlacionado com o comportamento da produção industrial, o fluxo de veículos pesados em estradas com pedágio, também apresentou bom desempenho no segundo mês do ano, avançando 2,5% na margem. A importação de insumos, por sua vez, sofreu recuo de 6,0% na comparação com janeiro. Já com relação ao nível de estoques indesejados na indústria, o processo de ajustes iniciado em outubro foi interrompido em fevereiro. Após a pequena queda de 0,2% no primeiro mês do ano, o indicador voltou a crescer em fevereiro, com forte alta de 3,8% (gráfico 1.11). Como esta variável afeta a produção com um mês de defasagem, espera-se um efeito negativo sobre a produção de março. Com base nestes e em outros indicadores, o modelo de previsão do Ipea para o resultado de fevereiro da produção industrial aponta um aumento de 0,4% na passagem entre janeiro e fevereiro, na série sem efeitos sazonais.

GRÁFICO 1.11

Evolução do nível de estoques na indústria de transformação – efetivo *versus* planejado

Fontes: FGV.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Por fim, com relação à FBCF, a análise dos indicadores antecedentes aponta para uma aceleração dos investimentos no início do primeiro trimestre de 2014, refletido na alta de 5,6% do Indicador Ipea de FBCF em janeiro, após ajuste sazonal. Refletindo, em grande medida, um efeito base importante, tendo em vista a forte queda registrada pelo indicador em dezembro, este resultado se explica pela evolução do consumo aparente de máquinas e equipamentos, que apresentou avanço de 13,6%, na série dessazonalizada. Embora a produção doméstica de bens de capital tenha crescido 10,0%, a queda nas exportações líquidas também foi determinante para este crescimento. De acordo com os dados divulgados pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex), enquanto as importações de bens de capital em volume cresceram 9,8% na margem, as exportações recuaram fortemente, com queda de 35,4%, influenciada pela exportação de plataformas de exploração de petróleo ocorridas em dezembro. Em relação a fevereiro, o índice de confiança dos empresários do setor bens de capital manteve-se estável na margem, após registrar queda de 1,5% no mês anterior. Em direção contrária, segundo a Fenabreve, as vendas de caminhões e ônibus registraram avanço de 10,1%, recuperando-se parcialmente da queda de 15,2% ocorrida no período anterior.

Já a produção de insumos da construção civil (divulgada na PIM-PF), utilizada como *proxy* para outro importante componente da FBCF, registrou avanço de 2,5% na passagem de dezembro para janeiro, na série livre dos efeitos sazonais. Na comparação interanual, entretanto, o resultado foi negativo, com recuo de 1,2%. Por sua vez, o índice de confiança da indústria da pesquisa Sondagem da indústria da construção, da CNI, continua sugerindo um cenário menos aquecido para o setor. De acordo com os dados referentes a janeiro, o indicador de evolução do nível de atividade ficou em 45,8 pontos, indicando retração. Já a utilização da capacidade de operação registrou aumento, passando de 69% para 70%.

2 MERCADO DE TRABALHO

SUMÁRIO

A análise do mercado de trabalho ao longo de 2013 revela que, apesar da manutenção da taxa de desemprego em baixo patamar, há alguns indícios de que o crescimento moderado da economia brasileira já afeta o ritmo da ocupação no país.

Em 2013, a taxa média de desemprego no Brasil ficou em 5,4%, mantendo-se estável em relação a 2012 (5,5%). No entanto, deve-se ressaltar que, ao contrário do observado em anos anteriores, em 2013 não foi o crescimento da ocupação o fator preponderante para a queda do desemprego, mas sim o comportamento da população economicamente ativa (PEA). No ano passado, a população ocupada (PO), medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), registrou alta de 0,7%, bem abaixo da verificada nos anos anteriores (3,5%, 2,2% e 2,1%, em 2010, 2011 e 2012, respectivamente). Esta desaceleração da ocupação, todavia, foi mais do que compensada pelo baixo dinamismo no ritmo de expansão da PEA, cuja variação de 0,6%, em 2013, foi bem inferior à média apontada no triênio 2010-2012 (1,6%). Em janeiro de 2014, a PO caiu 0,1% na comparação interanual, mas a PEA recuou ainda mais (-0,8%), reduzindo a taxa de desemprego para 4,8%.

Em que pese o arrefecimento do nível de ocupação, os rendimentos reais continuam a apresentar aceleração, ainda que a taxas mais modestas. No ano passado, os rendimentos reais habitualmente recebidos registraram variação de 2,0%, ficando abaixo dos 4,0% observados em 2012. Com este resultado, a massa salarial real na economia apontou incremento de 2,6% em 2013, contribuindo para manter o poder de compra das famílias. Em janeiro de 2014, na comparação interanual, os rendimentos reais e a massa salarial real apresentaram altas de 3,6% e 3,4%, respectivamente.

Contrariamente ao comportamento da PO na PME, este início de ano vem sendo marcado pela retomada mais vigorosa do ritmo de geração de vagas no mercado formal da economia, segundo dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (CAGED). Nos doze meses, até fevereiro, foram criados 868,8 mil postos de trabalho, o que representa um aumento de 18,8% em relação ao observado em janeiro. Aproximadamente 80% destas vagas foram geradas nos setores de comércio e serviços, enquanto o emprego industrial ainda patina. De acordo com a Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes), de fevereiro de 2013 a janeiro de 2014, o pessoal ocupado na indústria recuou 1,2%. Na comparação interanual, em janeiro, esta queda é ainda maior (2,0%). Vale destacar que, desde outubro de 2011, o emprego industrial registra variações negativas neste tipo de comparação.

Dada a trajetória esperada de crescimento modesto da economia brasileira, não há evidências de pressão adicional sobre o mercado de trabalho ao longo de 2014, mas a taxa de desemprego permanecerá em níveis historicamente baixos, em virtude do crescimento mais lento da força de trabalho, colaborando também para a manutenção de ganhos, ainda que modestos, dos salários reais.

TAXA DE DESEMPREGO

Os dados de emprego divulgados ao longo dos últimos meses evidenciam que, a despeito de uma estabilidade da taxa de desemprego em níveis baixos, há em curso um movimento de arrefecimento

do mercado de trabalho. De fato, o crescimento moderado da economia no último ano parece ter afetado a criação de postos de trabalho, gerando uma desaceleração da taxa de crescimento da ocupação (gráfico 2.1).

GRÁFICO 2.1

Taxa de desemprego dessazonalizada e taxa de crescimento da população ocupada¹

(Em %)



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

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Taxa média de crescimento interanual (médias móveis de doze meses).

De acordo com os dados da PME, verifica-se que, em janeiro de 2014, a taxa de desemprego foi de 4,8%, recuando 0,6 ponto percentual (p.p.) em relação à observada em janeiro de 2013. A PO registrou queda de 0,1% em janeiro na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Com este resultado, a ocupação mostra, pelo quarto mês consecutivo, taxa de expansão interanual negativa. A aparente incongruência entre a queda da taxa de desemprego e o recuo do nível de ocupação é explicada pelo comportamento da PEA, que vem desacelerando mais rapidamente que a PO. Por conseguinte, constitui-se um ambiente em que a queda na geração de emprego acaba tendo os seus efeitos anulados por uma retração ainda maior do contingente de pessoas dispostas a trabalhar.

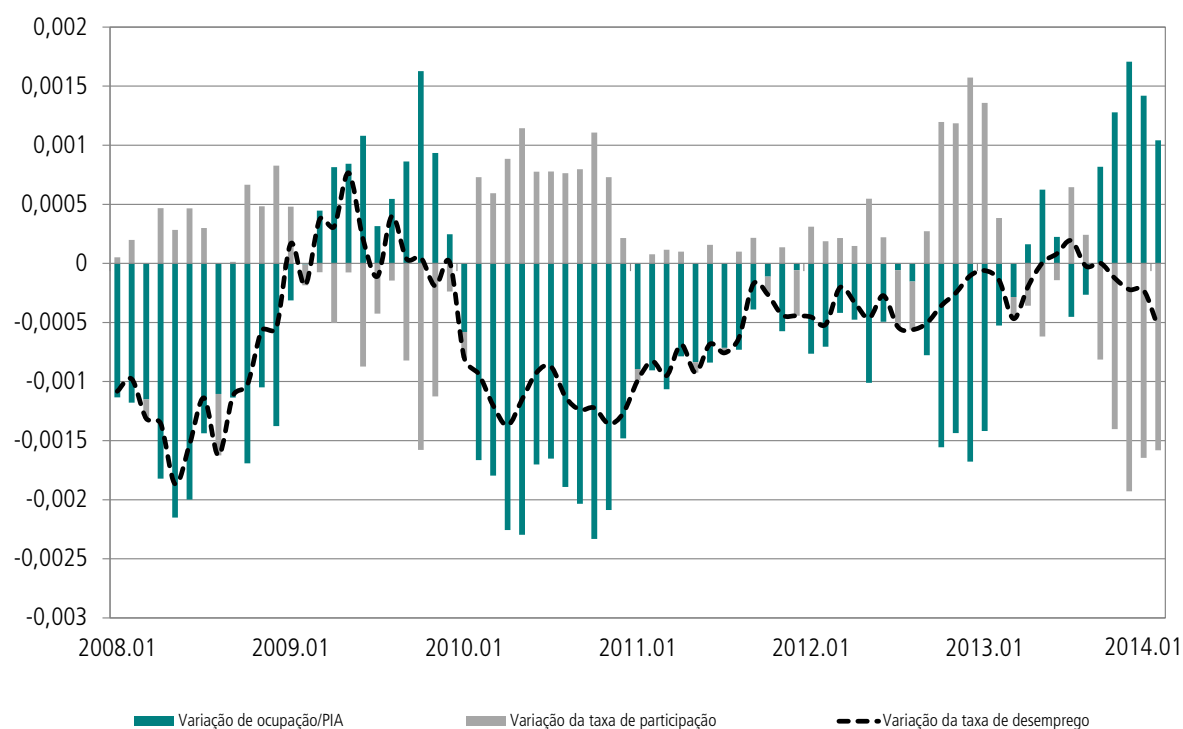
Após registrar, em dezembro de 2012, taxa de crescimento interanual de 3,0%, a PEA vem reduzindo o seu ritmo de expansão, tendo apresentado, em janeiro de 2014, uma retração de 0,8%, nesta mesma base de comparação. Em parte, esta desaceleração no ritmo de crescimento da PEA pode ser explicada pelas mudanças demográficas que vêm ocorrendo no Brasil. Segundo dados do IBGE, a taxa de fecundidade no país, que chegou a ser superior a seis filhos/mulher na década de 1960, vem decaindo de tal maneira que, em 1991, já se reduzira à metade (2,9 filhos/mulher) e, em

2013, ficou em apenas 1,6 filho/mulher.¹ Dessa forma, a tendência é que, ano a ano, haja um menor contingente de pessoas entrando no mercado de trabalho. No entanto, há outros fatores contribuindo para a redução recente da PEA. De fato, a desaceleração no ritmo de crescimento da PIA não tem impactado a PEA na mesma proporção. No acumulado dos últimos doze meses, até janeiro de 2014, enquanto a PEA registrou expansão de 0,3%, a PIA apresentou variação de 1,0%. Este descompasso entre as taxas de crescimento da PEA e da PIA vem desencadeando uma desaceleração da taxa de participação (PEA/PIA), que passou a ser o principal responsável pela continuidade do recuo da taxa de desemprego no país.

O gráfico 2.2 evidencia esta mudança no padrão de comportamento dos fatores explicativos da queda da taxa de desemprego. Ao decompor-se a variação da taxa de desemprego, verifica-se que a contribuição da taxa de participação e da ocupação vem apresentando comportamento distinto nos últimos meses. À exceção de 2009, quando a economia brasileira sofria os impactos da crise financeira internacional, a taxa de expansão da população ocupada foi, ao longo dos últimos anos, a principal responsável pelos constantes recuos no nível de desemprego. No entanto, a partir do quarto trimestre de 2013, refletindo um ritmo mais moderado da economia, a perda de dinamismo da ocupação começa a atuar em sentido contrário, e o recuo da taxa de desemprego passa a ser um reflexo da queda da taxa de participação.

GRÁFICO 2.2
Decomposição da variação da taxa de desemprego (2008-2014)

(Em p.p.)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A desagregação da taxa de participação por faixa etária, no entanto, indica que a sua trajetória de desaceleração se dá de forma distinta entre os vários segmentos que a compõem. Em janeiro de

1. São consideradas para efeito do cálculo mulheres de 15 a 49 anos.

2014, na comparação interanual, enquanto a taxa de participação total recuou 1,1 p.p. (de 57,6% para 56,5%), a taxa de participação dos jovens entre 18 e 24 anos retrocedeu 3,2 p.p. A tabela 2.1 descreve o comportamento da taxa de participação entre os cinco subgrupos mapeados pela PME. Com efeito, constata-se que, ao longo dos últimos anos, a taxa de participação dos jovens entre 18 e 24 anos é a que mais diminuiu. A explicação para este movimento pode, inicialmente, estar atrelada a alguma forma de desalento. O arrefecimento no ritmo de criação de vagas e a percepção de que a pouca experiência restringe ainda mais as chances de obter uma colocação podem fazer com que estes jovens desistam de procurar emprego e se retirem do mercado de trabalho.

TABELA 2.1

Taxa de participação (PEA/PIA): variação interanual (2009-2014)

(Em p. p.)

	Total	10 a 14 anos	15 a 17 anos	18 a 24 anos	25 a 49 anos	Mais de 50 anos
2009	-0,31	-0,26	-2,72	-0,84	0,14	0,28
2010	0,41	-0,10	-0,12	0,22	0,82	0,56
2011	-0,02	-0,01	0,79	-0,51	0,12	0,08
2012	0,27	-0,10	-0,37	-0,15	0,52	0,15
2013	-0,26	-0,15	-0,55	-1,62	0,17	-0,02
2014 ¹	-1,14	0,10	-2,40	-3,20	-0,10	-1,20

Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Janeiro de 2014 em relação a janeiro de 2013.

Uma segunda explicação para este movimento de retração da taxa de participação dos jovens no mercado de trabalho pode estar relacionada a uma melhora na redistribuição de renda no país. A incorporação de reajustes reais nos salários, ao longo dos últimos anos, aliada à expansão do número de beneficiados pelos programas sociais governamentais, vem gerando um crescimento da renda domiciliar, de modo que estes jovens podem sair do mercado de trabalho para, entre outros propósitos, voltar a estudar.

Ainda como parte da explicação para a saída destes jovens da força de trabalho, já há alguns estudos² que relacionam a queda da taxa de participação dos jovens com o maior acesso ao Fundo de Financiamento Estudantil (Fies). Desde 2010, quando o governo implantou algumas mudanças para a obtenção deste crédito estudantil, o número de matrículas no Fies vem crescendo exponencialmente (de 76 mil em 2010 para 556 mil em 2013). Ou seja, com uma maior facilidade de financiamento, muitos jovens acabam optando por sair do mercado de trabalho e se dedicar aos estudos. Ainda de acordo com estes estudos, os microdados da PME corroboram esta hipótese. Entre 2012 e 2013 houve um crescimento da ordem de 3,0% do número de jovens inativos (fora da PEA). No entanto, na decomposição deste subgrupo verifica-se que, enquanto a parcela dos jovens inativos que não estudam subiu 1,1%, o contingente de jovens inativos que estão estudando cresceu 4,9%. Caso se verifique, realmente, que a grande parcela dos jovens que está saindo do mercado de trabalho o tem feito para aprimorar seus estudos, pode-se supor que, no médio prazo, haverá uma maior qualificação da mão de obra na economia, implicando ganhos de produtividade.

2. BICALHO, Aurélio e BARBOSA, Luka. *Desemprego, queda da taxa de participação e Fies*. Macro Visão Itaú, mar. 2014.

RENDIMENTOS

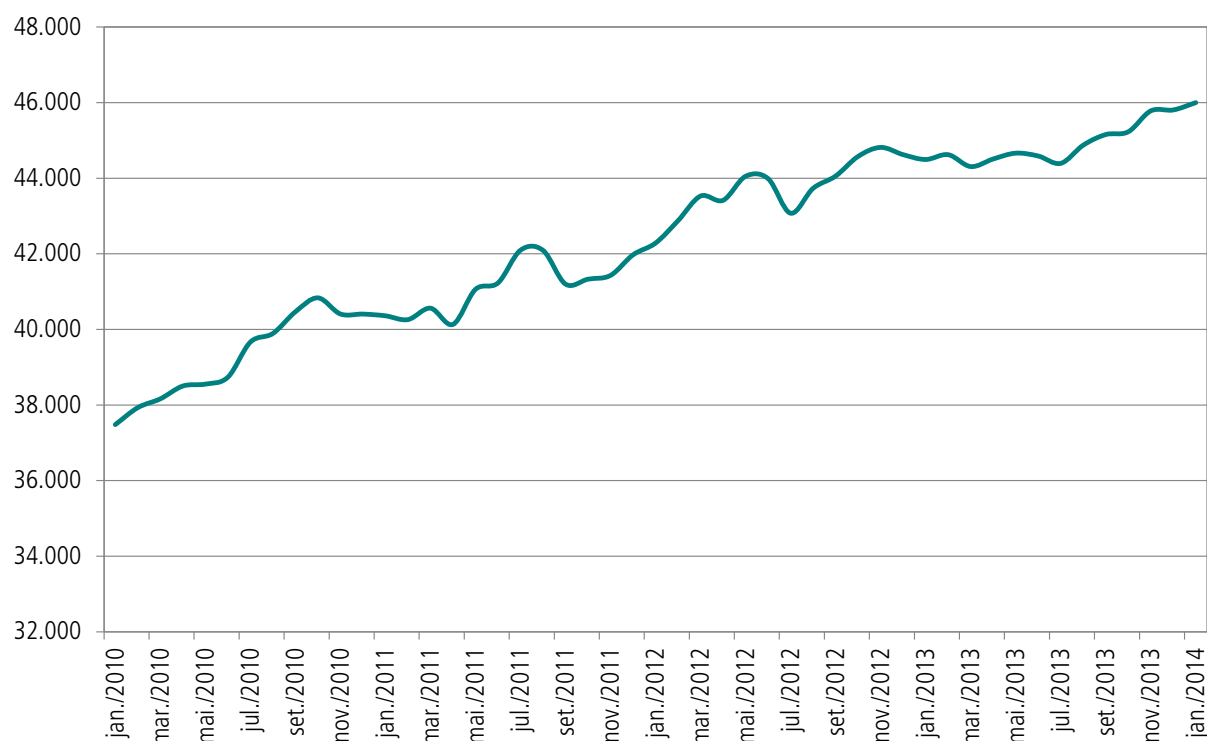
A baixa ociosidade do mercado de trabalho, mesmo diante da desaceleração no ritmo de crescimento da ocupação, vem propiciando a manutenção dos reajustes reais de rendimentos. Após registrar alta de 1,9%, em 2013, a taxa de crescimento interanual dos rendimentos reais habitualmente recebidos acelerou para 3,6% em janeiro de 2014, impactando positivamente a taxa de expansão da massa salarial habitualmente recebida (gráfico 2.3).

Na desagregação por setores, os números da PME mostram que, ao longo de 2013, os maiores reajustes beneficiaram os trabalhadores domésticos (6,3%), seguidos pelos operários da construção civil (3,9%) e pelos empregados da indústria de transformação (2,5%).

GRÁFICO 2.3

Massa salarial real habitualmente recebida (2010-2014)

(Em R\$ 1.000, de janeiro de 2014)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

EMPREGO FORMAL

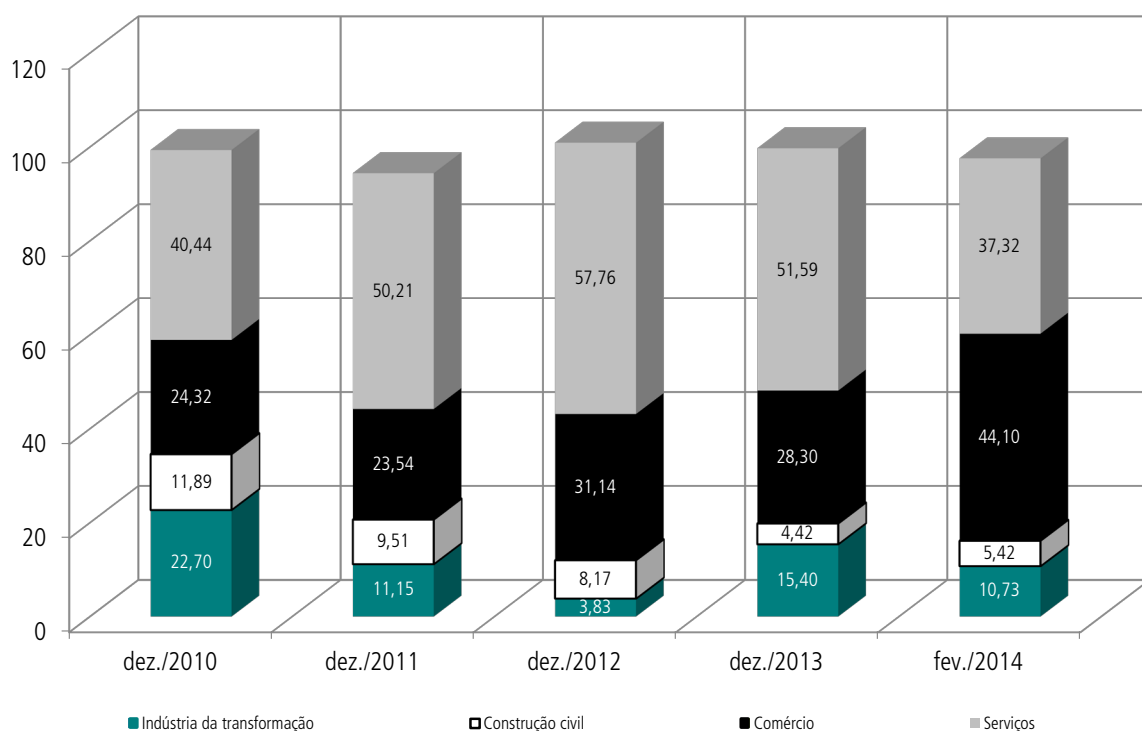
Os dados divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) mostram que, na margem, a expansão do emprego formal vem ocorrendo de forma mais intensa. De acordo com dados do CAGED, em fevereiro de 2014 foram gerados 260,8 mil vagas de trabalho na economia, o que representa mais que o dobro do observado no mesmo mês do ano anterior (123,4 mil). Com este resultado, no acumulado em doze meses até fevereiro, o saldo da criação de empregos com carteira assinada foi de 868,8 mil, atingindo o seu melhor patamar desde novembro de 2012.

A desagregação das estatísticas do CAGED por setores mostra, no entanto, que esta criação de empregos continua ocorrendo de forma distinta entre os diferentes segmentos da economia (gráfico 2.4). Ao longo dos últimos anos, nota-se que quase 80% do total de novas vagas foram gerados nos setores de comércio e serviços. Em contrapartida, o setor industrial mantém um fraco desempenho.

GRÁFICO 2.4

CAGED: decomposição dos saldos acumulados em doze meses por setores (2010-2014)

(Em %)



Fonte: MTE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Os dados setoriais do CAGED – também corroborados pela PME – vêm ao encontro do atual padrão de crescimento da economia, muito mais focado no setor de serviços do que na expansão da indústria. Com efeito, a análise dos dados da Pimes revela que, nos doze meses até fevereiro, o número de trabalhadores no setor industrial recuou 1,2%, em um movimento de queda que se observa há quase dois anos. Em consonância com o arrefecimento do emprego na indústria, a folha de pagamento real por trabalhador também aponta uma desaceleração nas suas taxas de crescimento. Em dezembro de 2012, os salários na indústria acumulavam, em doze meses, alta de 5,7%. No entanto, como a recuperação da indústria ainda não se consolidou, os ganhos salariais foram diminuindo o ritmo de crescimento, de modo que, em janeiro de 2014, o reajuste acumulado nos últimos doze meses recuou para 2,7%. Em que pese a desaceleração dos rendimentos, esta ainda não foi suficiente para reverter a trajetória de alta no custo unitário do trabalho na indústria.

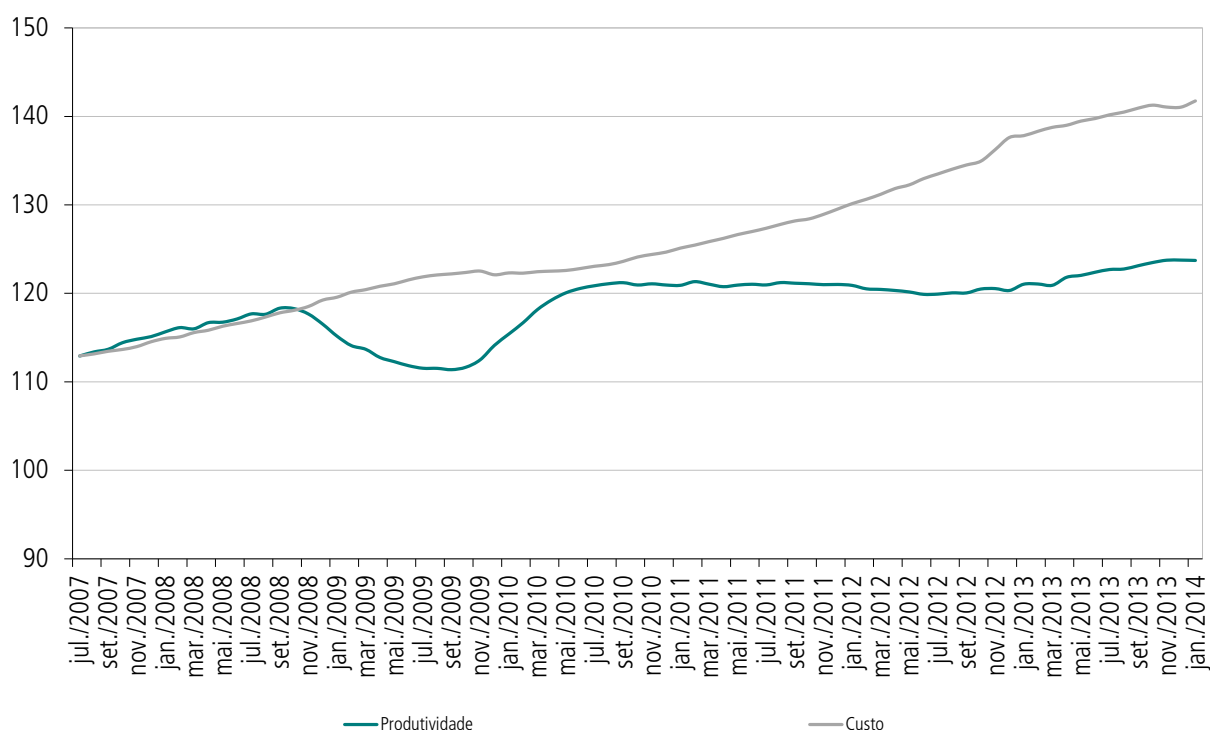
PRODUTIVIDADE

A partir dos dados mensais da Pimes, observa-se que a produtividade na indústria de transformação vem crescendo timidamente desde o fim do primeiro trimestre de 2013. Todavia, este incremento

de produtividade ainda é insuficiente para compensar os reajustes reais obtidos pelos trabalhadores da indústria. Como consequência, o custo da hora trabalhada no setor continua apresentando incrementos superiores aos da produtividade (gráfico 2.5). É sabido, entretanto, que os ganhos de produtividade neste setor guardam uma relação direta com a expansão da produção industrial, o que permite dizer que, mantendo-se os rendimentos em uma trajetória de alta moderada, a retomada do crescimento industrial possibilitará uma queda no custo unitário do trabalho beneficiada pelos aumentos de produtividade.

GRÁFICO 2.5
Produtividade e custo da hora trabalhada na indústria de transformação (2007-2014)

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



Fonte: IBGE/Pimes.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

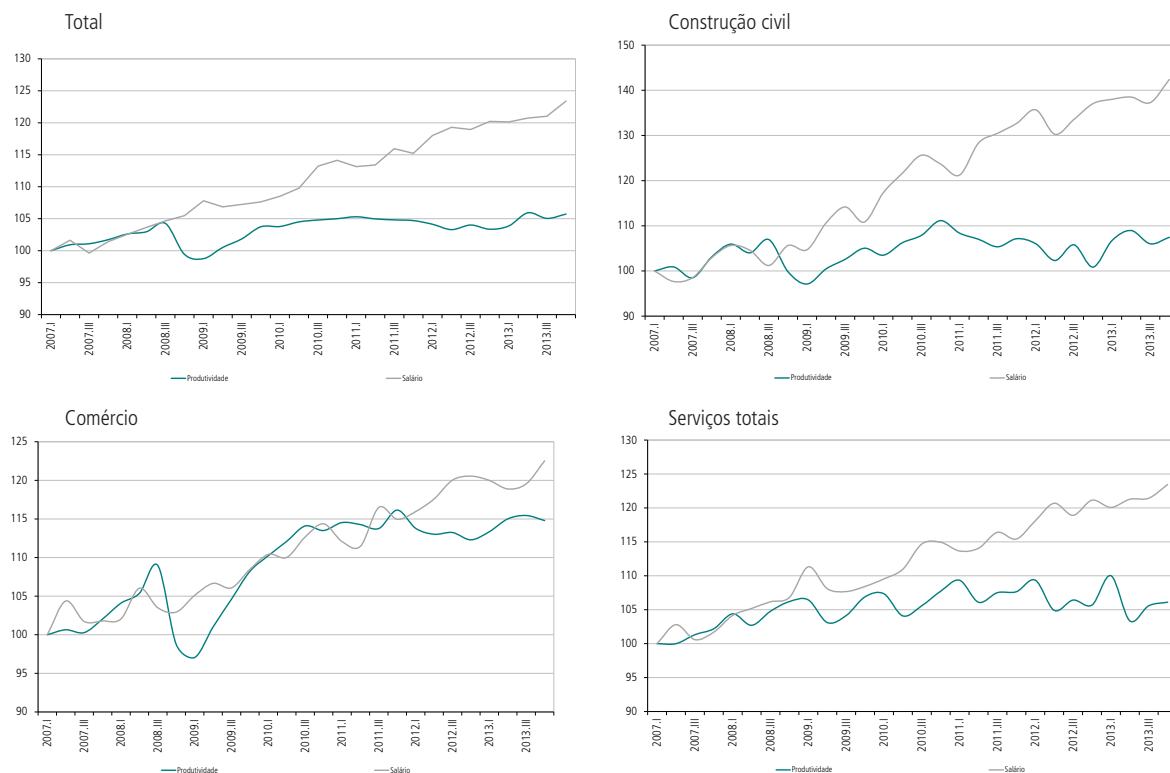
Para os demais setores da economia, o cálculo da produtividade, feito com base no valor agregado disponível nas contas nacionais trimestrais e na ocupação da PME, revela que, de maneira geral, todos os setores registram ganhos de produtividade inferiores à taxa de crescimento dos rendimentos reais³ (gráfico 2.6). Este descompasso entre a produtividade e os salários, principalmente em segmentos intensivos em mão de obra, como no caso dos serviços, pode ajudar a explicar, pelo menos em parte, a forte alta da inflação ao consumidor nestes setores.

3. Utilizaram-se os dados de rendimentos reais habitualmente recebidos, divulgados pela PME, como *proxy* para o custo do trabalho.

GRÁFICO 2.6

Produtividade e salários: total e setores selecionados (2007-2013)

(Índice-base 2007.1 = 100)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dima/Gecon.

A tendência para os próximos meses é de algum arrefecimento no custo unitário do trabalho possibilitado pela queda do ritmo de expansão dos salários. A trajetória de crescimento mais moderado da ocupação não deve gerar pressões adicionais no mercado de trabalho, mesmo com a manutenção da taxa de desocupação em níveis baixos.

BOX 2.1

PNAD Contínua

O IBGE divulgou, em janeiro último, os primeiros resultados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). De periodicidade trimestral e com uma abrangência nacional, a PNAD Contínua substituirá a PME.

O aumento da abrangência geográfica desta nova pesquisa é o principal fator de ganho para o melhor entendimento do mercado de trabalho brasileiro. Enquanto a PME cobria apenas seis regiões metropolitanas (RMs) – Rio de Janeiro, São Paulo, Belo Horizonte, Salvador, Recife e Porto Alegre –, a PNAD Contínua trará informações de 211 mil domicílios situados em 16 mil setores censitários.

De fato, a motivação da pesquisa surgiu da necessidade de se criarem indicadores com caráter de acompanhamento conjuntural relativos à força de trabalho, correspondentes à totalidade do país, até então inexistentes. A pesquisa visou produzir estatísticas para acompanhar as flutuações trimestrais e também a evolução, a médio e a longo prazos, da força de trabalho, além de outras informações necessárias para o estudo e o desenvolvimento socioeconômico do país. A PNAD Contínua também incorporou atualizações conceituais, metodológicas e tecnológicas referentes ao tema trabalho, valendo-se de recomendações de organizações internacionais como a Organização Internacional do Trabalho (OIT) e a Comissão de Estatísticas das Nações Unidas (UNSC – sigla em inglês).

Dentre estas alterações conceituais, deve-se citar a troca da expressão população economicamente ativa (PEA), que se refere à soma das pessoas ocupadas e desocupadas, por força de trabalho; o termo população em idade ativa (PIA) será substituído por população em idade de trabalhar. O conceito de desocupação também foi alterado; enquanto na PME só era considerada desempregada a pessoa que, além de estar sem trabalho e disponível para entrar no mercado, havia procurado emprego nos últimos trinta dias, na PNAD Contínua, estar sem ocupação e ao mesmo tempo disponível para um emprego é o suficiente para a pessoa ser considerada desocupada. Vale destacar, também, a inclusão do conceito de subocupação, referente às pessoas que estão ocupadas, mas com um número de horas de trabalho insuficiente para serem consideradas ocupadas. Dentro do escopo metodológico, verifica-se que, enquanto a PME considera pertencente à PIA pessoas com 10 anos ou mais de idade, na PNAD Contínua este limite mínimo subiu para 14 anos.

Visando garantir a máxima compreensão dos dados, o IBGE assegurou um período de transição, a encerrar-se no fim de 2014, no qual serão produzidas, paralelamente, a PNAD Contínua e a PME. A partir de 2015, a PNAD Contínua se tornará responsável por divulgar a taxa oficial de desemprego no país.

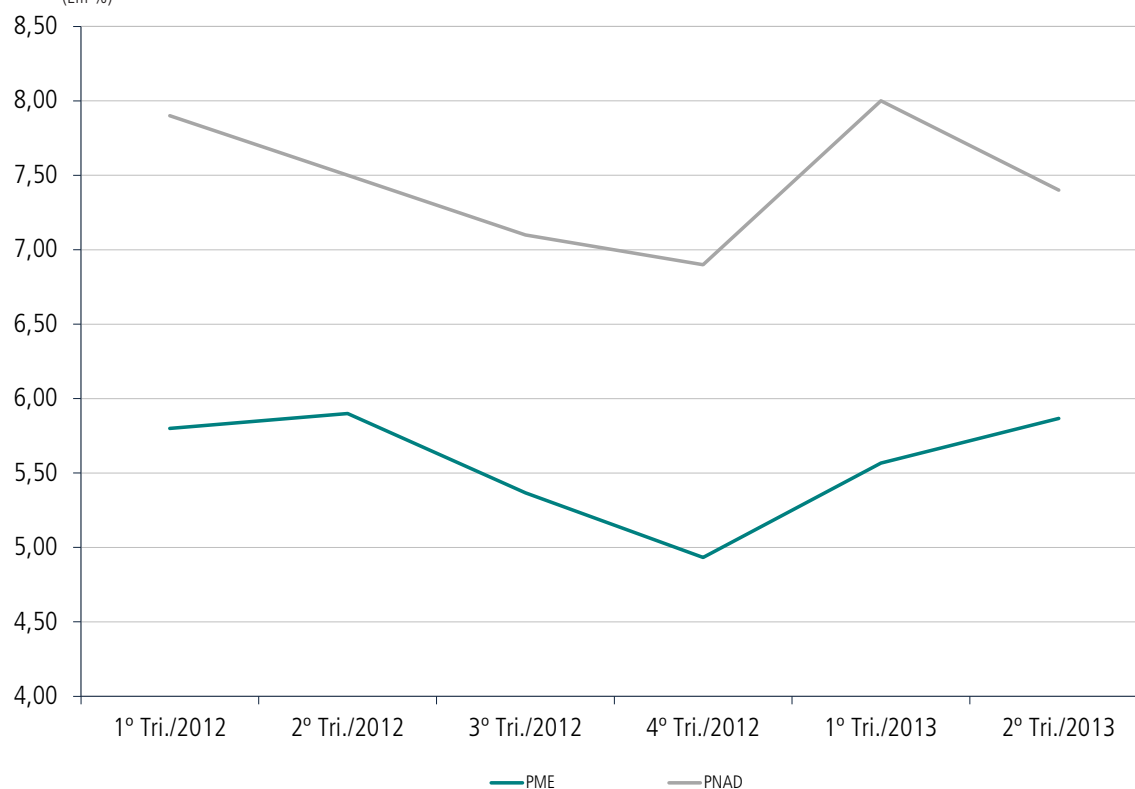
Nos seus primeiros resultados a PNAD Contínua indica um desemprego maior do que o observado pela PME. De acordo com o gráfico 1, observa-se que há uma clara diferença de nível, a despeito de uma mesma tendência entre o primeiro trimestre de 2012 e o primeiro trimestre de 2013. No segundo trimestre de 2013, no entanto, enquanto a PME mostra nova aceleração da taxa de desemprego, a PNAD retrata uma leve retração. Vale destacar que mesmo utilizando-se o novo corte etário na PIA (apenas indivíduos acima de 14 anos), a taxa de desemprego medida pela PME é praticamente idêntica à original.

(Continua)

(Continuação)

GRÁFICO 1
Taxa de desemprego PME versus PNAD Contínua (2012-2013)

(Em %)



Fonte: IBGE

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Inicialmente, a explicação mais plausível seria supor que esta discrepância significa que as RMs cobertas pela PME seriam mais desenvolvidas e com maior concentração de postos de trabalho. No entanto, segundo Corseuil (2014),¹ este argumento não se sustenta. A partir dos dados da PNAD 2012, o autor compara a taxa de desemprego para as seis RMs cobertas pela PME com a taxa de desemprego para o restante do território nacional. O resultado obtido é justamente o contrário. Enquanto a taxa de desemprego medida pela PNAD 2012 foi de 7,3% para as seis regiões da PME, a do restante do país apresentou variação de 6,4%.

Ainda de acordo com o autor, uma vez descartada a abrangência territorial, deve-se partir para o entendimento de outros fatores que podem explicar essas diferenças entre a PME e a PNAD, como: elementos do questionário; treinamento dos pesquisadores; e características dos domicílios entrevistados. Destas três possibilidades, o autor testou apenas a última e também não encontrou resultado significativo.

Por fim, deve-se registrar que os dados da PNAD Contínua revelam um mercado de trabalho bem distinto entre as regiões brasileiras. As regiões Norte e Nordeste são as que apresentam as maiores taxas de desemprego, chegando, no caso nordestino, a apontar variação superior a 10%. Em contrapartida, a região Sul é a que registra o menor patamar de desemprego, com taxas próximas a 4%.

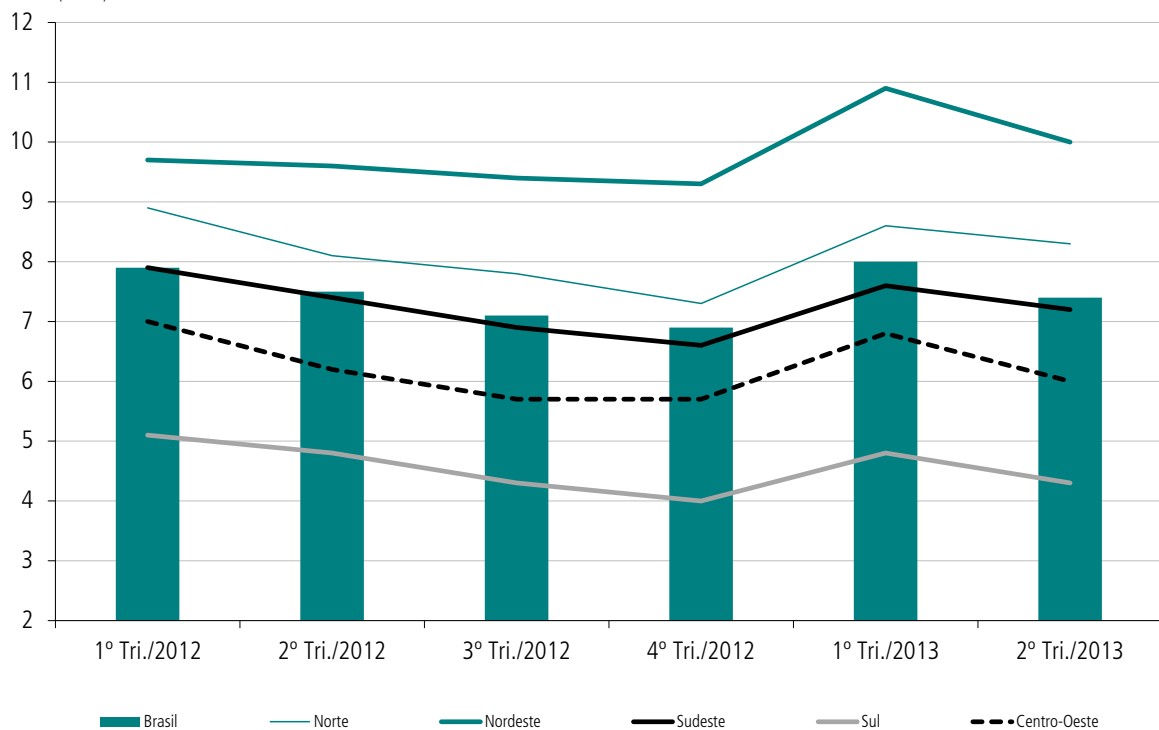
Ao longo dos próximos meses, à medida que o IBGE for divulgando as estatísticas mais desagregadas, será possível entender de forma mais precisa a realidade do mercado de trabalho brasileiro.

(Continua)

(Continuação)

GRÁFICO 2
Taxa de desemprego, por regiões (2012-2013)

(Em %)



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ CORSEUIL, C. H. *Uma comparação de indicadores de trabalho da PNAD Contínua com a PME e a PNAD anual*. Rio de Janeiro: Ipea, 2014. No prelo.

3 INFLAÇÃO

SUMARIO

O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulou alta de 5,91% em 2013, ficando ligeiramente acima do observado em 2012 (5,84%). Com este resultado, a inflação brasileira registra, pelo quarto ano consecutivo, variação superior ao centro da meta de 4,5%, estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), mas ainda mantendo-se abaixo do limite superior de 6,5%.

Na desagregação do IPCA em 2013, nota-se que o foco inflacionário veio dos preços livres, com alta de 7,3% ante a taxa de 6,6%, em 2012, pressionados, sobretudo, pelo comportamento dos serviços, dos alimentos e dos bens de consumo duráveis. No caso dos serviços, a inflação de 8,7% observada em 2013 manteve-se estável em relação a 2012, mas em nível muito desfavorável. Já no caso dos alimentos, apesar de alguma descompressão quando comparada a 2012 (8,5% contra 9,9%), a trajetória altista deste grupo de produtos também contribuiu para manter a inflação em patamar elevado. Por fim, ainda em relação aos preços livres, deve-se destacar que a desvalorização de 15% do real diante do dólar e o fim das isenções fiscais de uma série de produtos fizeram com que os bens de consumo duráveis revertissem a deflação de 3,5%, obtida em 2012, e registrassem alta de preços de 3,6%, em 2013.

Em contrapartida, os preços monitorados agiram como um forte fator de alívio inflacionário, registrando, em 2013, alta de apenas 1,5%, ante a taxa de 3,7% apontada em 2012. Dentro deste segmento, destaca-se o comportamento dos itens energia elétrica e transporte público, cujas variações de -15,7% e 2,3% ficaram bem abaixo das observadas no ano anterior (2,9% e 7,7%, respectivamente).

Os primeiros resultados de 2014, no entanto, mostram que, após leve desaceleração da inflação acumulada em doze meses, observada em janeiro, o IPCA voltou a acelerar em fevereiro (variações de 5,59% e 5,68%, respectivamente). O principal ponto de pressão sobre o IPCA em fevereiro teve origem no grupo educação, influenciado pela alta sazonal das mensalidades escolares, cujos reajustes de 7,6% situaram-se bem acima do IPCA acumulado em doze meses. De fato, tomando-se como base os últimos cinco anos, nota-se que, enquanto o IPCA acumulou alta de 32,2%, as mensalidades escolares registraram variação de 46,3%, na mesma base de comparação.

Em que pese a pressão do grupo educação, esta foi, pelo menos em parte, compensada pela melhora no comportamento do grupo alimentos e bebidas, sobretudo do segmento alimentação no domicílio, com alta de 0,22% em fevereiro ante a taxa de 0,9% em janeiro. De forma semelhante, ao registrar a segunda deflação consecutiva (0,03% em janeiro e 0,05% em fevereiro), o grupo transportes também ajudou a reduzir o ritmo de crescimento do IPCA. Assim como ocorreu em janeiro (-15,9%), a queda nos preços das passagens aéreas em fevereiro (-20,6%) foi a principal responsável pelo recuo na taxa de variação deste grupo, esvaziando, inclusive, os efeitos dos reajustes das tarifas de ônibus urbano e intermunicipal que ocorreram em diversas capitais.

Mantendo a mesma trajetória do IPCA, as medidas de núcleo da inflação também aceleraram levemente em fevereiro quando comparadas a janeiro. Na média, os núcleos registraram nos últimos doze meses, até fevereiro, alta de 5,7% ante a taxa de 5,6% observada em janeiro, na mesma base de comparação. Vale destacar que, desde o último trimestre de 2013, as variações dos núcleos e do IPCA vêm se aproximando com maior intensidade, indicando que a inflação recente não pode ser creditada apenas a aumentos sazonais ou a choques de oferta.

Passando a análise da inflação para o nível do produtor, verifica-se que, ao longo do último ano, a desaceleração dos alimentos se mostrou muito mais intensa no atacado do que no varejo. Depois de iniciar o ano de 2013 com uma inflação acumulada em doze meses da ordem de 16%, o Índice de Preços ao Produtor Amplo-Produtos Agrícolas (IPA-Agro) recuou fortemente, encerrando o ano com deflação de 1,7%. No entanto, no primeiro bimestre de 2014, já se observa uma reversão desta trajetória descendente. Nos últimos doze meses, até fevereiro, o IPA-Agro registrou alta de 0,49%, refletindo uma série de problemas climáticos ocorridos no Brasil e nos Estados Unidos, que vem impactando, sobretudo, a safra de soja e trigo.

No caso dos produtos industriais, o IPA aponta uma curva de inflação em ascensão. No acumulado dos últimos doze meses, até fevereiro, os preços industriais registram alta de 8,4%, o que vem a ser o pior resultado desde abril de 2011. Além da alta nos preços em dólares das *commodities* metálicas, especialmente do minério de ferro, a atuação da taxa de câmbio intensificou ainda mais este comportamento altista.

Para os próximos meses, a expectativa é de manutenção da inflação em patamar elevado, próximo ao teto da banda de tolerância. Ao contrário do observado em 2013, haverá uma maior pressão vinda dos preços monitorados, cujo efeito, em parte, poderá ser compensado por um arrefecimento dos preços livres. No entanto, para os demais segmentos, a inflação segue pressionada, mesmo em um cenário de crescimento moderado da economia. Adicionalmente, a elevada e resistente inflação de serviços, a desancoragem das expectativas de inflação em relação ao centro da meta e a incerteza sobre o fim do processo de depreciação cambial restringem ainda mais o espaço para a absorção de choques de preços.

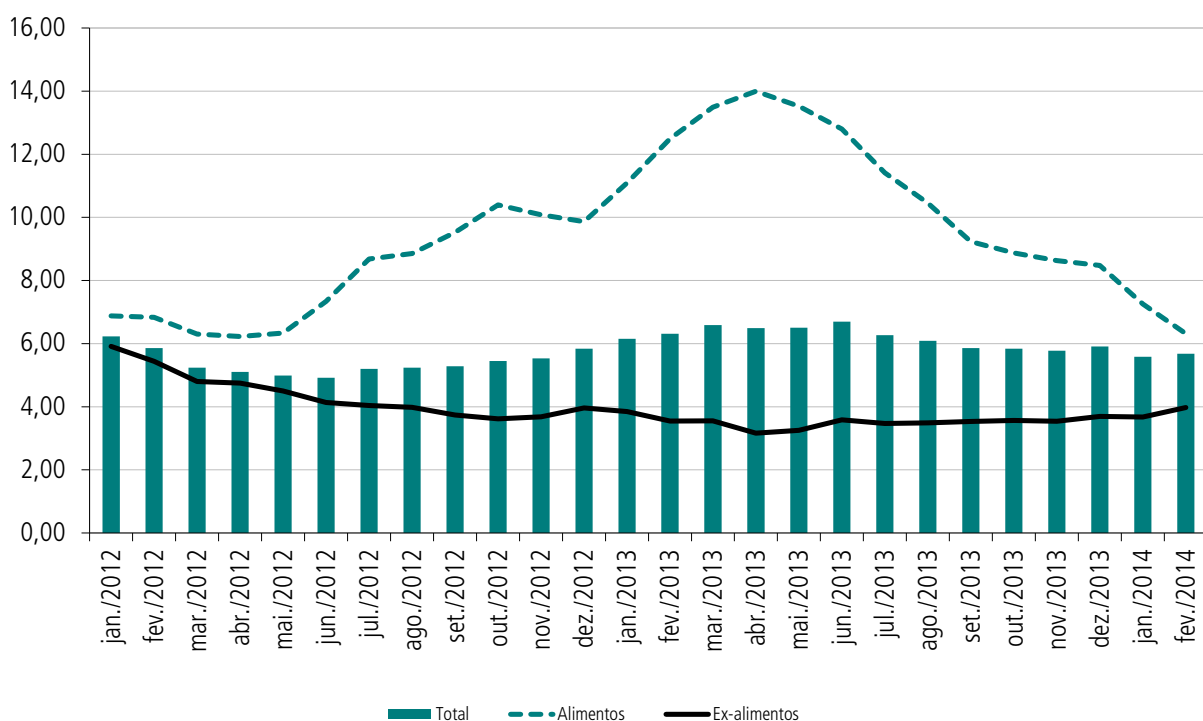
PREÇOS AO CONSUMIDOR AMPLO

Após registrar alta de 0,55% em janeiro, o IPCA acelerou para 0,69% em fevereiro, influenciado pelo reajuste do grupo educação (6,0%). Esta pressão sobre o índice, no entanto, foi parcialmente compensada pela melhora no desempenho dos alimentos e dos transportes. No primeiro caso, a queda no ritmo de crescimento dos preços do grupo alimentação e bebidas fez com que a inflação acumulada em doze meses deste segmento atingisse em fevereiro variação de 6,3%, alcançando o seu melhor resultado desde junho de 2012 (gráfico 3.1). No caso dos transportes, a segunda deflação consecutiva das passagens aéreas, que acumula deflação de quase 40% no primeiro trimestre do ano, absorveu o impacto dos reajustes nos preços das passagens de ônibus em diferentes capitais.

GRÁFICO 3.1

IPCA – total e componentes

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



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

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

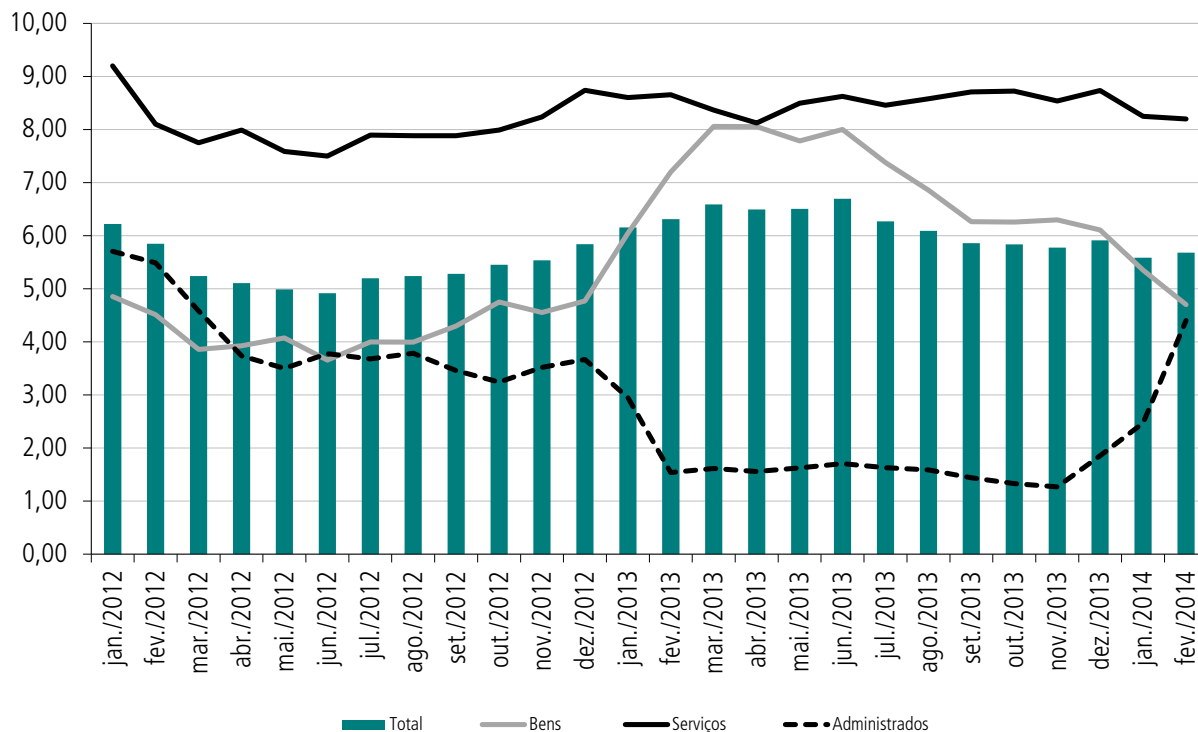
Na desagregação do IPCA por categorias, verifica-se que a queda nos preços dos alimentos, aliada à sazonalidade do grupo “vestuário”, fez com que a curva de inflação dos bens livres, acumulada em doze meses, recuasse de 6,1% em dezembro para 4,7% em fevereiro (gráfico 3.2). Já a deflação das passagens aéreas mais do que compensou a alta do grupo “educação” e trouxe a inflação de serviços para 8,2% em fevereiro ante a alta de 87% em dezembro. Se os preços livres agiram no sentido de aliviar as pressões inflacionárias nos dois primeiros meses do ano, o mesmo não se pode dizer dos preços monitorados. Em 2013, este segmento de preços controlados pelo governo foi de fundamental importância para manter a inflação dentro do limite da banda de tolerância (6,5%). No entanto, o efeito estatístico proveniente do fim do cômputo da deflação da energia elétrica no cálculo da inflação em doze meses aliado à implementação dos reajustes dos combustíveis em dezembro e das tarifas de ônibus urbanos e intermunicipais, em fevereiro, fizeram com que a curva de inflação dos monitorados sofresse um forte repique, passando de 1,3% em novembro para 4,4% em fevereiro.

A melhora no comportamento dos alimentos, em 2013, também é o principal fator explicativo para a queda dos preços dos bens de consumo não duráveis, cuja dinâmica descendente contrasta com o desempenho dos bens de consumo duráveis. De acordo com o gráfico 3.3, nota-se que a volta da aplicação das alíquotas cheias do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre os automóveis e os eletrodomésticos da linha branca, aliada à desvalorização cambial, fez com que os bens de consumo duráveis intensificassem sua trajetória de alta, nos últimos meses, chegando a atingir, em fevereiro, variação acumulada em doze meses de 3,5%. A análise dos bens de consumo desagregados mostra que a inflação em doze meses dos três segmentos parece convergir para o patamar de 5%, mantendo-se acima do centro da meta de inflação (4,5%).

GRÁFICO 3.2

IPCA – total e categorias

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

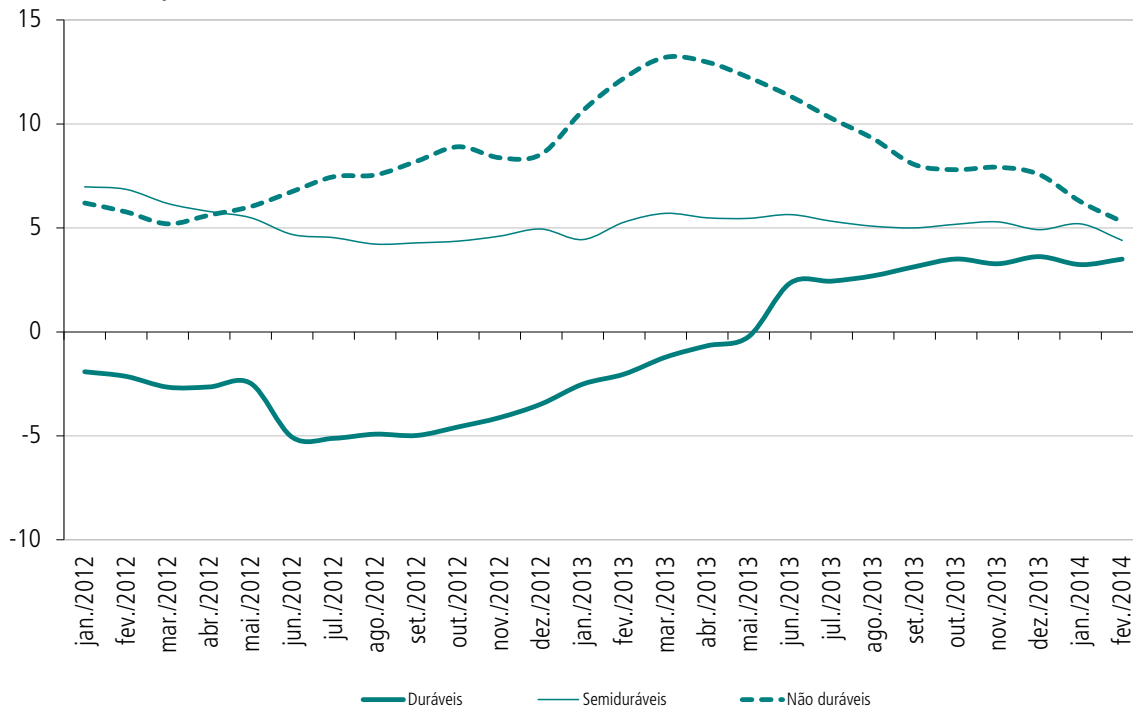


Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 3.3

IPCA – bens livres

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



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

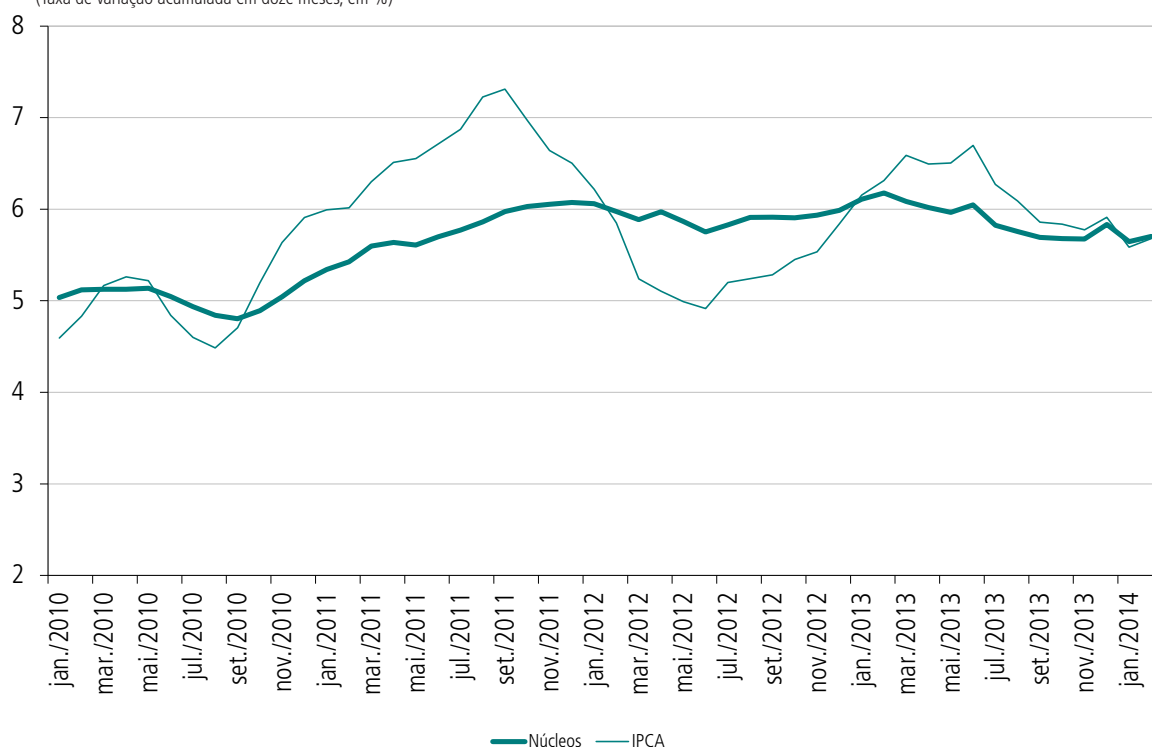
Se no caso dos bens livres a inflação segue em ritmo ligeiramente acima do centro da meta, o mesmo não se pode dizer dos serviços. Desde fevereiro de 2010, a variação do preço dos serviços vem se mantendo, ininterruptamente, acima do limite superior da banda de tolerância. A alta nos preços dos serviços não é apenas o principal ponto inibidor de uma convergência mais rápida do IPCA para o centro da meta de inflação, também atua no sentido de restringir o espaço para a acomodação de choques de preços em setores mais voláteis da economia.

Este comportamento altista dos serviços parece vir no esteio de uma mudança no padrão de consumo da população brasileira, cujo aumento do poder de compra nos últimos anos proporcionou o acesso a uma série de serviços até então inacessíveis a uma boa parte do mercado consumidor. Adicionalmente, é fato que as recentes contratações no mercado de trabalho se concentram fortemente no setor de serviços, e que este sofre não só com a pouca ociosidade da mão de obra como também com a baixa produtividade dos trabalhadores disponíveis. Dessa forma, dada a manutenção da demanda, os aumentos dos custos do setor de serviços são repassados para o consumidor final, inflacionando os preços deste segmento.

Assim como vem ocorrendo com o índice cheio, as medidas de núcleo da inflação calculadas para o IPCA revelam certa estabilidade em patamar próximo a 6,0% (gráfico 3.4). Desde o último trimestre de 2013, as variações acumuladas em doze meses do IPCA e da média dos núcleos vêm se aproximando, o que leva a crer que a inflação não está restrita apenas a aumentos sazonais ou a choques de oferta.

GRÁFICO 3.4
IPCA e núcleos¹

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



Fonte: IBGE e BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

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

PREÇOS AO PRODUTOR AMPLO

A desaceleração dos preços dos alimentos, ao longo de 2013, ocorreu de forma ainda mais intensa nos índices ao produtor. Em que pese alguma aceleração em fevereiro, o IPA-Agro divulgado pela Fundação Getulio Vargas (FGV) registrou alta de 0,5% nos últimos doze meses, ficando bem abaixo do observado no mesmo mês do ano anterior, quando apontou taxa superior a 15%. No caso dos preços industriais, o último ano foi marcado por um incremento nas suas taxas de inflação acumuladas em doze meses. Após registrar em janeiro de 2013, uma variação de 6,7%, o IPA industrial veio apresentando sucessivas altas de modo que, em fevereiro de 2014, estes preços apresentaram variação de 8,4%.

O gráfico 3.5 mostra que, ao longo de 2013, a queda dos preços agrícolas acabou se sobrepondo à alta dos preços industriais, gerando um recuo do índice de preços de *commodities* no mercado internacional. No entanto, a apreciação cambial não só anulou os possíveis benefícios advindos desta trajetória de desaceleração como também gerou uma elevação dos preços destes produtos no mercado doméstico.

GRÁFICO 3.5

Índice de *commodities* e taxa de câmbio



Fonte: BCB.

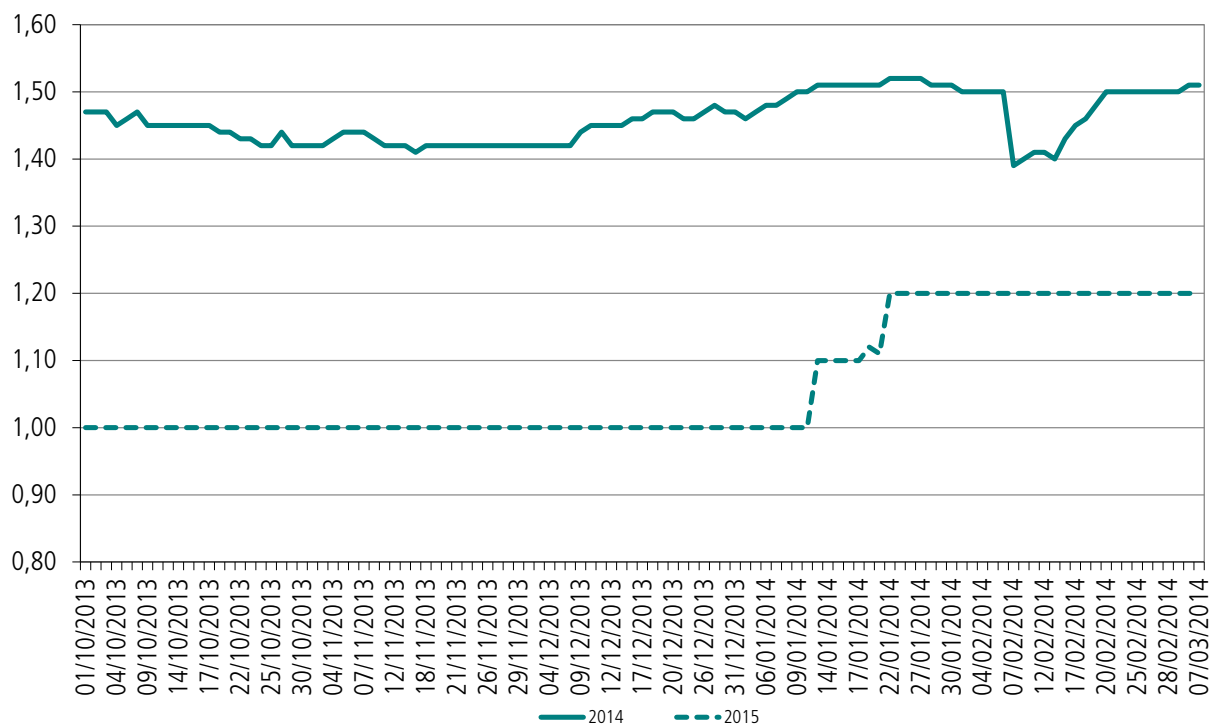
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

As expectativas para o restante do ano delimitam um cenário inflacionário pressionado por aumentos de preços monitorados e de serviços (gráfico 3.6). Adicionalmente, incertezas quanto ao fim do movimento de desvalorização cambial e quanto à trajetória dos alimentos não deixam muito espaço para supor uma melhora do nível de inflação para 2014 em relação ao observado no ano anterior. De fato, esta percepção de um ambiente marcado por diversos pontos de pressão inflacionários vem desencadeando um processo de desancoragem das expectativas inflacionárias que cada vez mais se desviam do centro da meta.

GRÁFICO 3.6

IPCA – Expectativas de mercado – Desvio em relação ao centro da meta

(Em p. p.)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

4 SETOR EXTERNO

SUMÁRIO

As contas externas brasileiras enfrentaram, em 2013, uma situação bem diferente da que predominou nos dez anos anteriores. Naquele período, o país desfrutou de saldos confortáveis nas transações correntes propiciados por robustos *superavit* comerciais, e os fluxos de capital estrangeiro eram não apenas suficientes para financiar os eventuais *deficit* em transações correntes como chegaram a ser considerados excessivos e problemáticos, em virtude das pressões que exerciam no sentido de sobrevalorizar a moeda nacional. No ano passado, o *deficit* em transações correntes cresceu 50% em relação ao ano anterior e atingiu 3,66% do produto interno bruto (PIB), percentual mais alto desde 2001; o *superavit* comercial reduziu-se para apenas US\$ 2,6 bilhões, o mais baixo desde 2001; e os fluxos líquidos de capitais foram insuficientes para cobrir o *deficit*, causando redução das reservas internacionais pela primeira vez desde o ano 2000.

De fato, o balanço de pagamentos enfrentou uma conjugação negativa de fatores, entre os quais se destacam: queda dos termos de troca, inversão do saldo comercial de petróleo (com forte redução das exportações e crescimento expressivo das importações), mau desempenho das exportações de manufaturados (com exceção de automóveis e de plataformas de petróleo), queda das exportações de serviços e, talvez o mais importante deles, a deterioração das condições de liquidez internacional diante do anúncio de que o Federal Reserve (Fed) iria começar a reduzir o volume de compras mensais de ativos, como efetivamente o fez a partir de dezembro.

Este último fator causou grande instabilidade no mercado de câmbio, não apenas no Brasil, mas nos países emergentes em geral, levando a uma desvalorização nominal da moeda da ordem de 15% a 20%. Em termos dos fluxos efetivos de capital, o impacto foi sentido mais diretamente nos empréstimos e financiamentos de médio e de longo prazo, que passaram a registrar saldos negativos, com as amortizações superando amplamente as novas captações. Registrou-se também um saldo líquido negativo de empréstimos e títulos de curto prazo.

Diante desse quadro, o resultado final pode ser considerado bom. Os fluxos de capital ainda registraram crescimento em relação ao ano anterior, graças à recuperação dos investimentos em carteira – devendo-se lembrar que o governo retirou diversos controles impostos nos anos anteriores – e à manutenção dos investimentos diretos em níveis elevados, embora com pequeno recuo em relação a 2012. Registre-se, ainda, que as intervenções do Banco Central do Brasil (BCB) foram eficazes em reduzir a volatilidade do câmbio e preservar o funcionamento normal do mercado, e a perda de reservas foi pequena. No conceito de liquidez internacional – que considera como reservas o estoque de US\$ 17 bilhões de linhas com recompra fornecidas pelo BCB ao mercado –, a perda total no ano foi de apenas US\$ 2,8 bilhões.

Entretanto, não restam dúvidas de que o quadro atual é bem diferente e desafiador para as contas externas, devido a fatores de ordem doméstica e externa. No *front* doméstico, o maior problema reside na dificuldade de expandir de forma consistente e sustentada o *quantum* de exportações. Este problema é especialmente grave no caso dos bens manufaturados, cujo *quantum* ainda não recuperou o nível alcançado antes da crise financeira de 2008-2009 e encontra-se, atualmente, em patamar semelhante ao registrado nove anos atrás. No caso dos produtos básicos, que têm peso predominante na pauta, há o problema da sensibilidade às variações de preços internacionais, que têm atuado negativamente no período recente. Mas o mau desempenho

das exportações de petróleo mostra que pode haver dificuldades também do lado da oferta, sem contar a dependência em relação ao desempenho da economia chinesa, refletida, por exemplo, no baixo crescimento das vendas de minério de ferro.

No *front* externo, a leitura predominante é de que 2013 teria, definitivamente, interrompido o longo ciclo de bonança externa iniciado nos primeiros anos da década passada. Esta hipótese baseia-se nos seguintes pontos: *i*) a desaceleração (ao que tudo indica, permanente) da economia chinesa, cujo ritmo de crescimento do PIB reduziu-se para o intervalo de 7% a 8%, com riscos não desprezíveis de cair ainda mais; *ii*) o lento crescimento que dominará a economia europeia ainda por alguns anos, até que os desequilíbrios existentes sejam equacionados; *iii*) a esperada normalização das condições monetárias nos Estados Unidos, com a redução gradual do programa de compras de ativos (expansão quantitativa) do Fed e o futuro aumento das taxas básicas de juros; e *iv*) a expectativa de um desempenho menos favorável dos preços de *commodities*, após o longo ciclo altista, que atingiu seu ápice em 2011.

Nesse sentido, é provável que o *deficit* em transações correntes se mantenha em níveis mais elevados em 2014, mas não muito acima do patamar de 2013. O cenário não é favorável a uma expansão significativa das exportações, mas a expansão apenas moderada da economia associada à desvalorização do câmbio tendem a conter o crescimento das importações de bens e serviços. Os investimentos externos, diretos e em carteira, devem continuar garantindo o financiamento do *deficit*. Certamente o país permanecerá sujeito a solavancos em virtude da instabilidade do quadro mundial, com reflexos mais diretos sobre a taxa de câmbio. Mas o elevado montante de reservas internacionais e o baixo volume de passivos de curto prazo, além do próprio regime de flutuação cambial, preservam uma situação de baixa vulnerabilidade.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

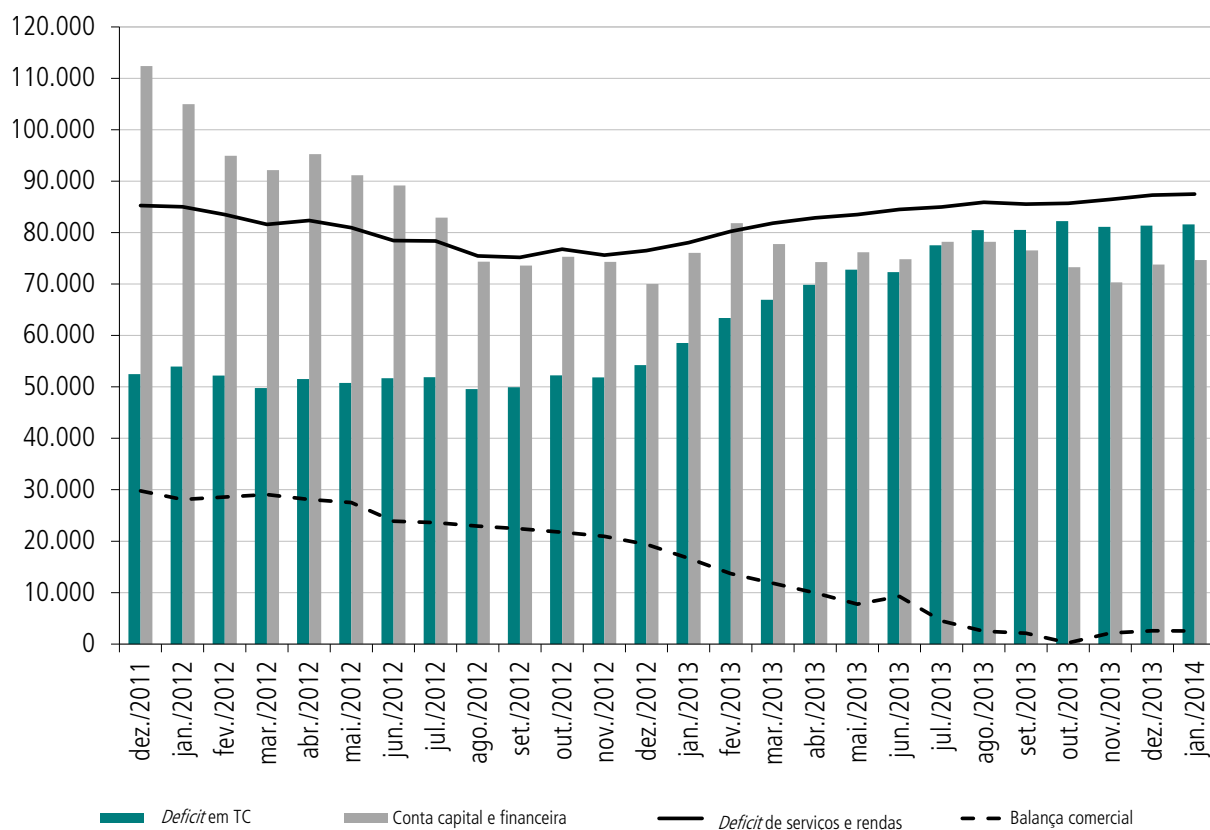
O saldo em transações correntes do balanço de pagamento encerrou 2013 com um *deficit* de US\$ 81,3 bilhões, que representou um crescimento de 50% em comparação a 2012 e foi equivalente a 3,66% do PIB – percentual mais elevado desde 2001. No mesmo período, a entrada líquida de capitais no país teve crescimento de 5,4%, fechando o ano com saldo positivo de US\$ 73,8 bilhões. O saldo total do balanço foi deficitário em US\$ 5,9 bilhões, o primeiro resultado negativo em muitos anos.

O gráfico 4.1 mostra que os fluxos líquidos de capitais para o país já haviam se reduzido sobremaneira entre 2011 e 2012, refletindo a deterioração das condições da economia mundial e também a imposição de controles de capital pelo país, a exemplo do Imposto sobre Operações Financeira (IOF) para aplicações de estrangeiros em renda fixa. O saldo líquido reduziu-se de mais de US\$ 100 bilhões para cerca de US\$ 70 bilhões, ainda assim mais do que suficiente para cobrir o *deficit* em transações correntes – que vinha se mantendo estável na casa de US\$ 50 bilhões/ano desde 2010. Em 2013, porém, a grande redução do *superavit* comercial, aliada ao crescimento do *deficit* de serviços e de rendas, levou o saldo em conta corrente a um novo patamar (gráfico 4.1).

GRÁFICO 4.1

Transações correntes (TC), conta capital e financeira, balança comercial e balanço de serviços de rendas – saldos (dez./2011-jan./2014)

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



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Ao mesmo tempo, o país sentiu os efeitos do anúncio, feito em maio, de que os Estados Unidos iriam iniciar a retirada dos estímulos monetários. Em termos das rubricas do balanço de pagamentos, o resultado imediato foi um saldo negativo de empréstimos e financiamentos de médio e de longo prazo, com as amortizações superando amplamente as novas captações, o que não ocorria desde a crise financeira de 2008-2009. Registrou-se também um saldo líquido negativo de empréstimos e títulos de curto prazo. Tal movimento levou o BCB a atuar diretamente no mercado cambial, fornecendo *swaps* cambiais e linhas de crédito em dólares com compromisso de recompra para garantir a liquidez das operações. Diante da redução dos fluxos, o governo também optou por retirar alguns controles à entrada de capitais que haviam sido impostos nos anos anteriores.

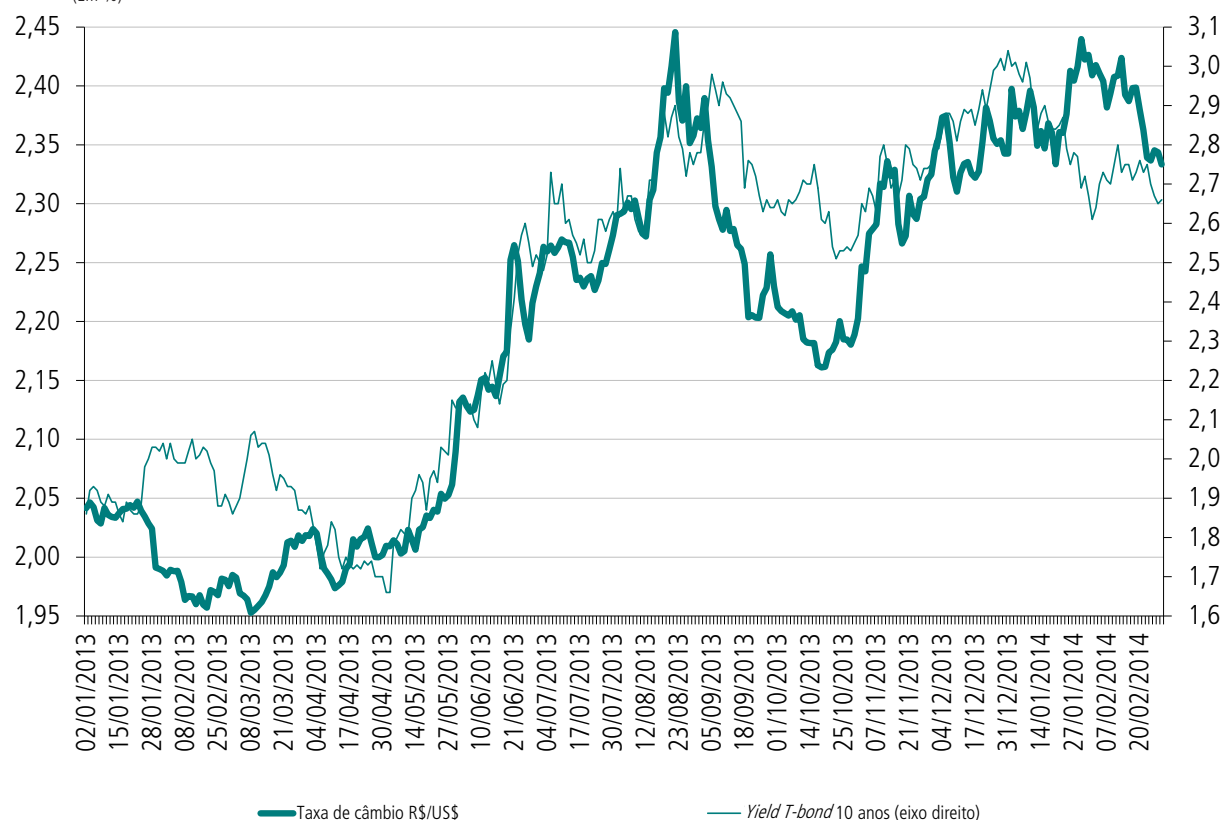
Essas iniciativas, associadas ao fato de o país dispor de um elevado nível de reservas internacionais, permitiram que se atravessasse o ano de 2013 sem correr maiores riscos nas contas externas. Na verdade, é digno de nota que os fluxos de capital tenham, ainda assim, crescido em relação ao ano anterior – graças à manutenção dos investimentos diretos e da recuperação dos investimentos em carteira – e que a perda de reservas tenha sido tão pequena. No conceito de caixa, ou seja, de reservas imediatamente disponíveis, a perda foi de quase US\$ 20 bilhões, mas há quase US\$ 17 bilhões de saldo em linhas com recompra, fornecidas pelo BCB ao mercado. Em algum momento, este montante retornará aos cofres da autoridade monetária, representando um ativo em dólares da instituição. Portanto, no conceito de liquidez internacional, a perda no ano foi de apenas US\$ 2,8 bilhões.

A própria desvalorização da moeda verificada ao longo do ano, a despeito de possíveis impactos inflacionários, desempenhou um papel positivo, amortecendo as pressões externas e flutuando para ajustar-se às novas condições de liquidez e risco do mercado internacional, exatamente conforme previsto pelo modelo da paridade coberta de juros. O gráfico 4.2 mostra que, mais do que refletir algum descompasso mais sério entre oferta e demanda de moeda estrangeira, o aumento das cotações do dólar responderam diretamente ao aumento das taxas de juros de longo prazo nos Estados Unidos (e também ao aumento da aversão ao risco dos investidores internacionais), encontrando um novo nível de relativo equilíbrio no intervalo de R\$ 2,30 a R\$ 2,40, implicando uma desvalorização nominal da ordem de 15% a 20% no ano.

GRÁFICO 4.2

Taxa de câmbio (R\$/US\$, venda) e rendimento dos títulos do tesouro americano de dez anos (2013-2014)

(Em %)



Fonte: BCB e Secretaria do Tesouro dos Estados Unidos.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Os dados mais recentes mostram que o *deficit* em transações correntes continua aumentando, mas indicam também uma recuperação dos influxos de capital, com consequências favoráveis sobre o saldo geral do balanço de pagamentos. Em janeiro de 2014, o saldo em transações correntes teve variação de 2,1% em relação ao mesmo mês de 2013 e no acumulado de doze meses o *deficit* atingiu US\$ 81,6 bilhões, equivalente a 3,67% do PIB. O saldo da conta capital e financeira, por sua vez, atingiu US\$ 14,1 bilhões em janeiro, o maior valor mensal em quase três anos, levando o balanço total a um saldo positivo de US\$ 2,9 bilhões. No acumulado de doze meses, o saldo líquido de capitais somou US\$ 76,2 bilhões, reduzindo a distância em relação ao *deficit* em transações correntes.

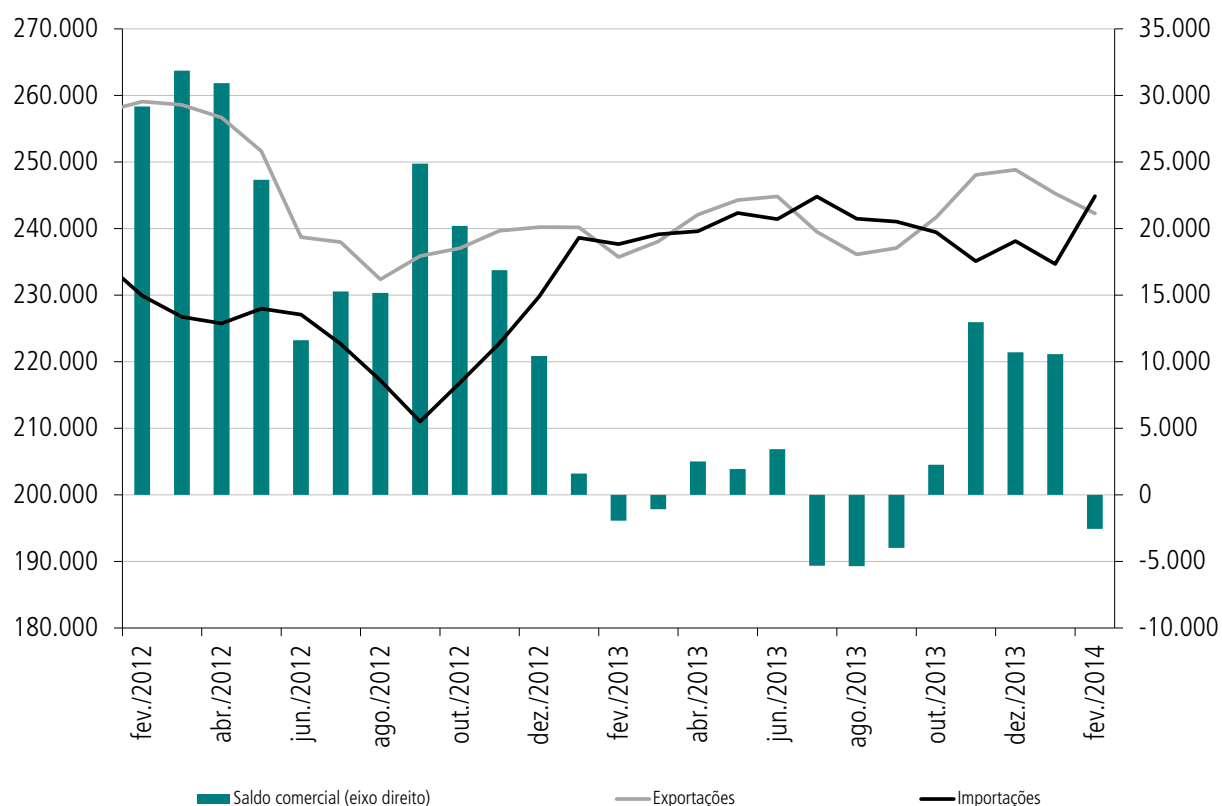
BALANÇA COMERCIAL

O saldo comercial teve, em 2013, seu pior resultado em mais de dez anos, com *superavit* de US\$ 2,6 bilhões – redução de 87% em relação ao ano anterior. Isso resultou de uma virtual estabilidade das exportações (variação de -0,2%) e de um crescimento de 7,4% das importações. O gráfico 4.3 ilustra que, desde o início do ano, a série dessazonalizada do saldo comercial oscilou em torno do equilíbrio, deixando para trás um longo período de *superavit* elevados. Tanto as exportações quanto as importações oscilaram, ao longo de todo o ano, ao redor do patamar de US\$ 240 bilhões/ano, com breves momentos de descolamento para cima ou para baixo. A diferença é que as exportações chegaram a atingir valores bem mais elevados anteriormente, da ordem de US\$ 260 bilhões, ao passo que as importações estão em expansão (ainda que lenta), atingindo seu recorde histórico em 2013.

GRÁFICO 4.3

Exportações, importações e saldo comercial – valores dessazonalizados – médias móveis de três meses, anualizadas (2012-2014)

(Em US\$ milhões)



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior (Secex).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A tendência de deterioração do saldo se manteve no primeiro bimestre deste ano, registrando-se um *deficit* de US\$ 6,2 bilhões, com alta de 16,3% em relação ao resultado do mesmo período de 2013. As exportações tiveram ligeiro crescimento no período, de 1,4%, quase totalmente explicado pela recuperação das exportações de petróleo, ao passo que as importações cresceram mais lentamente do que em todo o ano de 2013 (3,6%).

O comércio de petróleo teve papel determinante na rápida redução do saldo comercial entre 2012 e 2013. As exportações do produto tiveram queda de 36%, o que representou uma redução, em termos absolutos, de US\$ 7,4 bilhões. As importações, por sua vez, tiveram um incremento de quase US\$ 3 bilhões, pela combinação de importações realizadas em 2012, mas que só foram efetivamente registradas em 2013, com aumento da demanda doméstica. O resultado foi que o saldo comercial de petróleo passou de um *superavit* de US\$ 6,9 bilhões em 2012 para um *deficit* de US\$ 3,4 bilhões em 2013, uma perda de mais de US\$ 10 bilhões.

Em compensação, o país contou com uma receita de US\$ 7,7 bilhões referentes à exportação ficta de plataformas de petróleo, que é, para efeitos formais, uma venda para o exterior, mas na qual o produto permanece no país, em uma transação de aluguel. Em comparação a 2012, as exportações de plataformas representaram um acréscimo de US\$ 6,3 bilhões ao saldo comercial, compensando grande parte da perda relacionada ao petróleo.

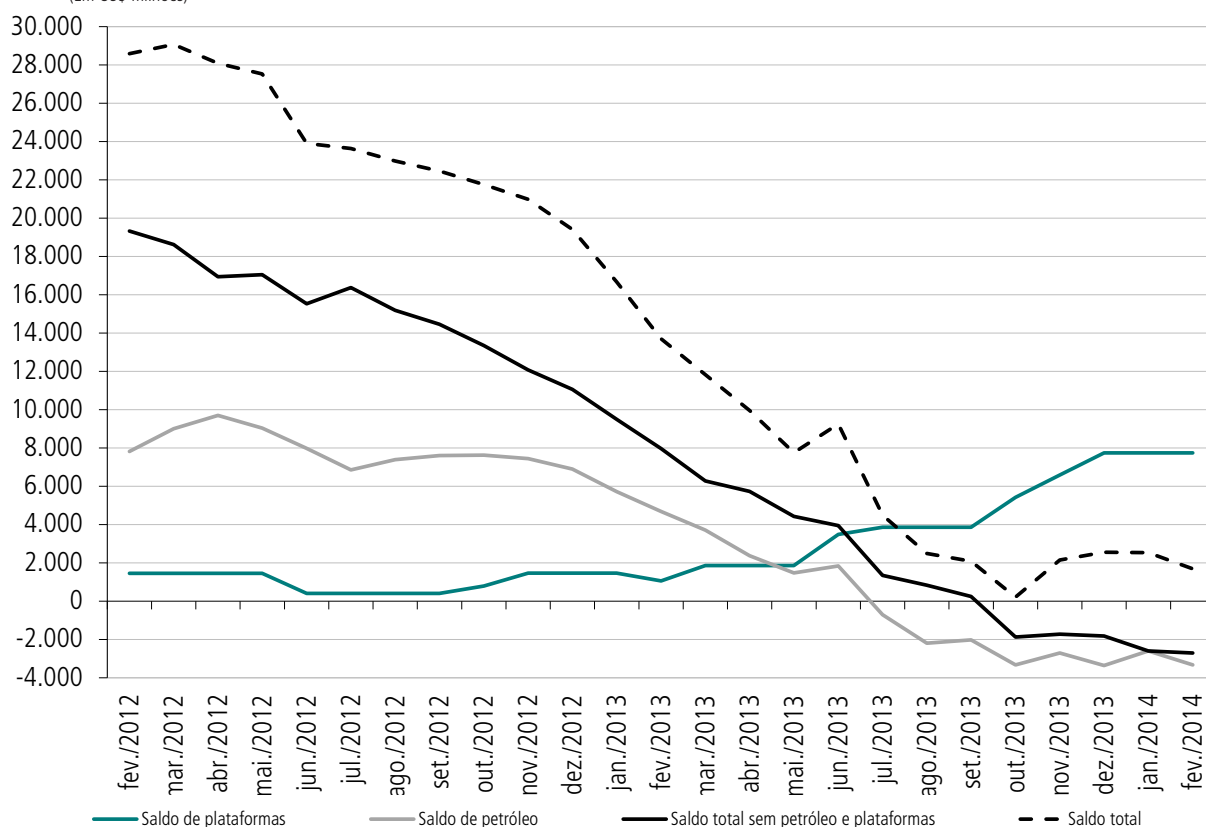
Na verdade, o que aconteceu com o comércio de petróleo teve um caráter excepcional, que fez com que a redução do *superavit* comercial, que já vinha ocorrendo desde 2012, se acelerasse no primeiro semestre de 2013. Em contraposição, no segundo semestre do ano, quando se concentraram as exportações de plataformas, o saldo acabou sendo melhor do que a tendência subjacente. O gráfico 4.4 ilustra essa dinâmica. Entre dezembro de 2012 e julho de 2013, o saldo comercial total do país teve redução de quase US\$ 15 bilhões, mas o saldo que exclui o comércio de petróleo e a exportação de plataformas teve redução menor, de US\$ 9,7 bilhões. Já de agosto até dezembro o saldo total manteve-se estável, ao passo que o saldo sem petróleo e plataformas teve redução de US\$ 2,6 bilhões – e terminou o ano com *deficit* de US\$ 2 bilhões, em contraposição ao *superavit* no saldo total.

Em síntese, a situação excepcional do petróleo e das plataformas não deve obscurecer a tendência firme de queda do saldo comercial, reafirmada pelos dados de janeiro e fevereiro deste ano. O fraco desempenho das exportações nos últimos dois anos – queda acumulada de 5,4%, tendo sido de 7,7% nos produtos básicos, que têm maior peso na pauta – reflete não apenas a queda dos preços de exportação (8,0% em dois anos), mas também uma estagnação do *quantum*, como se verá na seção a seguir. Além disso, poucos produtos mostram desempenho favorável: em 2013, os únicos produtos, além das plataformas, que tiveram crescimento expressivo em termos absolutos foram soja (+US\$ 5,4 bilhões), automóveis (+US\$ 1,76 bilhão), minério de ferro (+US\$ 1,5 bilhão), milho em grãos (+US\$ 924 milhões) e carne de bovino (+US\$ 864 milhões). As importações, por sua vez, têm crescimento mais significativo – embora a taxas não muito elevadas, como reflexo do crescimento baixo da economia – e mais disseminado entre os diversos produtos.

GRÁFICO 4.4

Saldo comercial – petróleo, plataformas, total e saldo total excluindo petróleo e plataformas – valores acumulados em doze meses (2012-2014)

(Em US\$ milhões)



Fonte: Secex.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

ÍNDICES DE PREÇOS E DE QUANTUM DO COMÉRCIO EXTERIOR

O mau desempenho das exportações em 2013 deveu-se principalmente ao comportamento negativo dos preços, que tiveram queda de 3,2%, com destaque para a redução de 10,1% referente aos bens semimanufaturados. O *quantum* exportado teve alta de 3,1%, com destaque para os bens manufaturados, que cresceram 5,6%. Entre os básicos, o forte crescimento das vendas de produtos agrícolas (24,5%) foi contrarrestada pela queda de 31,2% das exportações de petróleo e gás, enquanto os minerais metálicos (destaque para o minério de ferro) tiveram crescimento de apenas 1,4%.

No caso dos manufaturados, há que se destacar a relevância das plataformas. Na ausência destas, o *quantum* teria tido queda de 3,1%, em vez do crescimento efetivamente registrado. O *quantum* total também seria impactado, com o crescimento de 3,1% se transformando em queda de 0,2%.

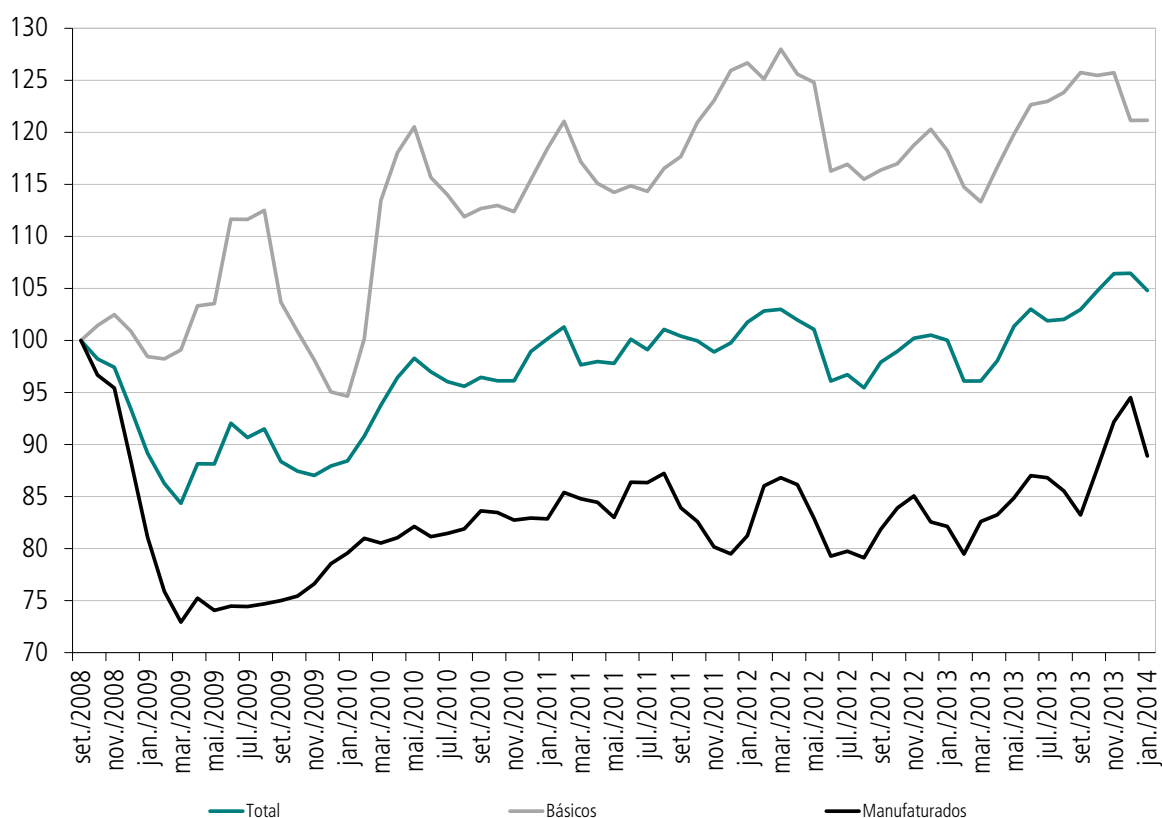
Em janeiro de 2014, os preços de exportação voltaram a cair (-2,8% em comparação a janeiro de 2013), mas o *quantum* exportado cresceu 3,4% em relação ao mesmo mês de 2013, beneficiado pela alta de mais de 100% do volume de petróleo exportado, permitindo que os produtos básicos como um todo crescessem 9,3%. Os manufaturados, ao contrário, tiveram queda de 2,4%.

Em que pese o mau comportamento dos preços de exportação, o fato é que o *quantum* de exportações vem tendo desempenho sofrível em todo o período pós-crise financeira. O gráfico 4.5 evidencia que o *quantum* total tem se mantido virtualmente estagnado desde o final de 2010, em um nível semelhante ao do imediato pré-crise. A mesma tendência é observada nos produtos manufaturados, com o agravante de que eles permanecem abaixo do nível alcançado às vésperas da crise internacional. Embora com um repique no final de 2013, em virtude do volume extraordinário de exportações de plataformas, o nível atual ainda é mais de 10% inferior ao pré-crise e semelhante ao nível atingido no final de 2004, ou seja, há nove anos.

GRÁFICO 4.5

Índices de *quantum* de exportações dessazonalizados, segundo classes de produtos – médias móveis de três meses (2008-2014)

(Set. 2008 = 100)



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

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

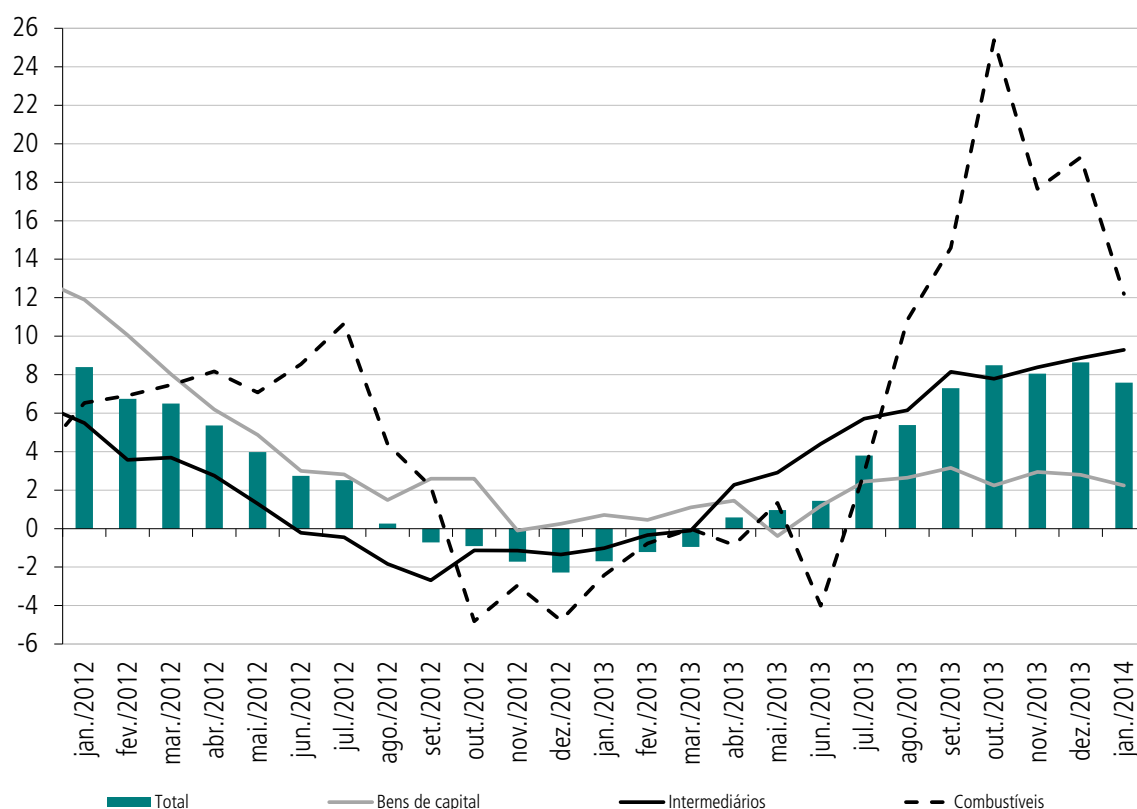
Os básicos tiveram papel fundamental na recuperação das exportações após a queda sofrida no pós-crise, mas, no período recente (final de 2011 para cá) sua trajetória tem sido instável, com grandes flutuações relacionadas ao comportamento errático das vendas de petróleo, além de um baixo crescimento das exportações de minérios. A exceção fica por conta dos produtos agrícolas, cujo *quantum* exportado acumulou crescimento de 31% nos últimos dois anos.

O crescimento das importações em 2013 foi determinado pela alta de 8,6% do *quantum*, com destaque para os combustíveis (19,3%) e os bens intermediários (8,9%). Os preços, por sua vez, tiveram queda de 1,2%, concentrada também nos combustíveis (-2,6%) e nos intermediários (-2,2%). O quadro foi semelhante em janeiro de 2014, tal que o *quantum* importado cresceu 3,0% em relação a janeiro do ano passado e os preços tiveram queda de 2,4%. A expansão do *quantum* no mês foi influenciado principalmente pelos bens intermediários (13,0%), ao passo que os combustíveis tiveram queda significativa (-19,0%).

O gráfico 4.6 ilustra a recuperação do crescimento do *quantum* importado ao longo de 2013, após a queda sofrida em 2012. A retomada foi puxada pela expansão das compras de combustíveis e também pela recuperação das importações de bens intermediários. Neste segundo caso, o crescimento em 2013 acompanhou, como de praxe, a recuperação da produção física da indústria de transformação. Nos últimos meses, contudo, o gráfico 4.7 mostra que houve desaceleração do crescimento da indústria, ainda não refletido no desempenho das importações de intermediários. As aquisições de bens de capital também voltaram a crescer em 2013, mas a taxas bastante reduzidas – menores, inclusive, do que o ritmo de crescimento da formação bruta de capital fixo doméstica.

GRÁFICO 4.6
Índices de *quantum* de importações, segundo categorias de uso selecionadas – taxas de crescimento acumuladas em doze meses (2012-2014)

(Em %)



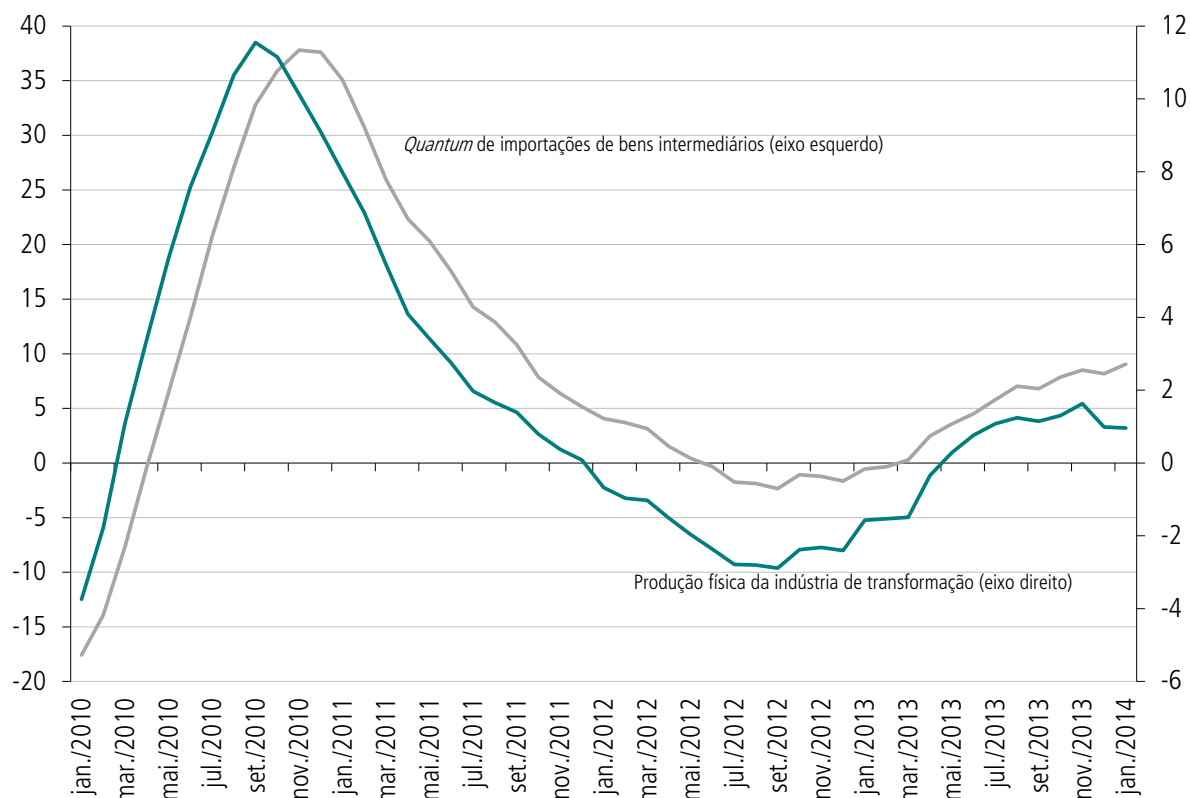
Fonte: Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4.7

Quantum de importações (índice 2006 = 100) e produção física da indústria (índice 2002 = 100) – taxas de crescimento acumuladas em doze meses (2010-2014)

(Em %)



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

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

É importante destacar, contudo, que o ritmo atual de crescimento do *quantum* importado é bem inferior ao observado ao longo dos anos entre 2003 e 2011, quando, mesmo com a retração momentânea provocada pela crise internacional, o *quantum* cresceu à taxa de 12,6% a.a. A desaceleração da indústria e a perspectiva menos favorável para a expansão dos investimentos em 2014 apontam para uma desaceleração das importações, a depender também do comportamento das compras de combustíveis.

O maior crescimento do *quantum* importado em relação ao exportado implicou uma redução de 4,9% na razão de *quantum* em 2013, retomando uma trajetória de queda que se verifica desde 2006 e que foi temporariamente interrompida apenas em 2009 e em 2012 (gráfico 4.8). Diferentemente do que ocorria anteriormente, no ano passado houve também uma redução dos termos de troca, de 2,0%. Foi a primeira vez em mais de dez anos que ambos os indicadores se retraíram, o que só poderia implicar uma redução substancial do saldo comercial, como efetivamente ocorreu.

GRÁFICO 4.8

Evolução dos termos de troca (TT) e da razão de *quantum* (RQ) – médias móveis de doze meses (2011-2014)

(2006 = 100)



Fonte: Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

BALANÇA DE SERVIÇOS E DE RENDAS

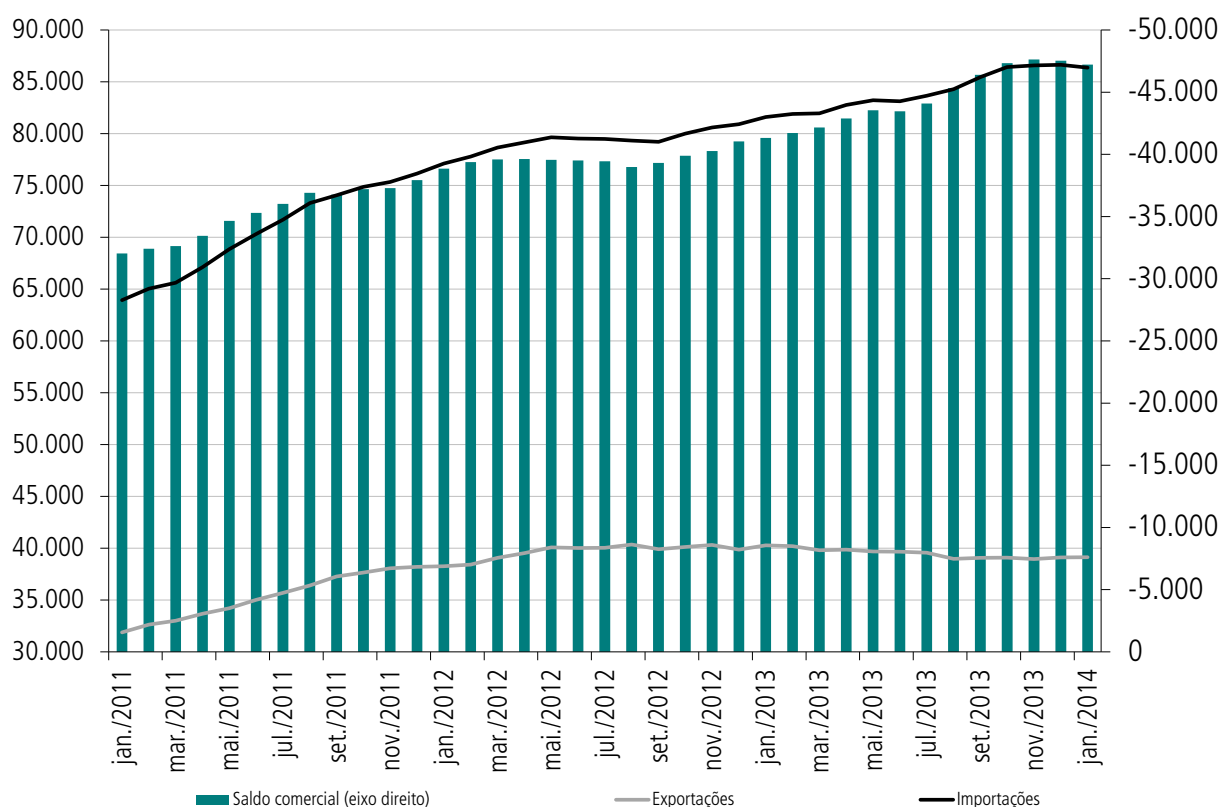
O *deficit* da conta de serviços alcançou US\$ 47,5 bilhões em 2013, com crescimento de 15,8% em relação ao ano anterior. Esse resultado combinou um crescimento de 7,1% das importações de serviços com uma queda de 1,9% das exportações. O gráfico 4.9 ilustra que as exportações de serviços estagnaram a partir de meados de 2012, enquanto as importações continuaram subindo, ainda que a uma taxa mais moderada do que em anos anteriores.

Do lado das importações, o destaque foi o crescimento das despesas com turismo (33,0%, ou mais US\$ 3 bilhões, em termos absolutos) e com transportes (7,1%), ao passo que as despesas com aluguel de equipamentos, que vinham crescendo de forma acelerada nos anos anteriores, tiveram expansão bem mais lenta (3,0%). Do lado das exportações, toda a redução observada é explicada pela queda de 5,8% nas receitas de serviços empresariais, profissionais e técnicos (-5,8%, ou menos US\$ 1,2 bilhão em termos absolutos). Esta é a única rubrica de serviços que registra *superavit* significativos, mas este se reduziu em 12,6% entre 2012 e 2013, ao passo que os *deficit* das principais contas – viagens internacionais, aluguel de equipamentos e transportes – continuaram crescendo.

GRÁFICO 4.9

Balança de serviços: exportações, importações e saldo – médias móveis de doze meses (2011-2014)

(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Com relação à conta de rendas, o *deficit* alcançou US\$ 39,8 bilhões em 2013, com alta de 12,2% em comparação a 2012, mas ainda assim inferior ao pico alcançado em 2011 (US\$ 47,3 bilhões). As despesas líquidas com juros cresceram 20,2% no ano passado, combinando maiores despesas com juros, especialmente aquelas relacionadas aos empréstimos intercompanhias, com menores receitas, que de fato vêm caindo continuamente desde 2011 (gráfico 4.10).

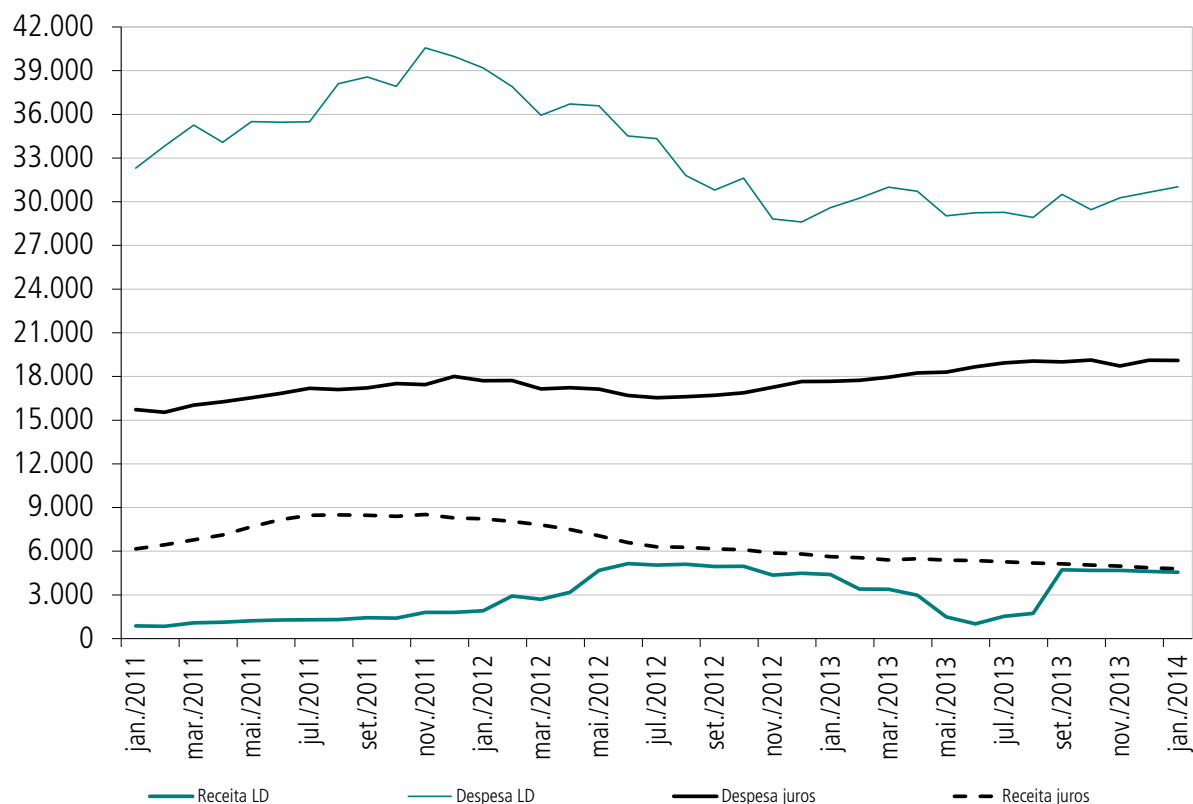
As remessas líquidas de lucros e dividendos aumentaram 8,0% em 2013, com o crescimento das despesas (7,2%) superando o das receitas (2,6%). O gráfico 4.9 ilustra que as despesas com lucros e dividendos caíram de um patamar de US\$ 40 bilhões/ano para cerca de US\$ 30 bilhões entre 2011 e 2012 e fecharam 2013 pouco acima deste patamar. O crescimento tem sido contido principalmente pelas remessas relacionadas a investimentos em ações no país, refletindo o mau desempenho da bolsa de valores no ano. Do lado das receitas, destaca-se a queda expressiva observada a partir de meados de 2012 e a recuperação nos últimos meses de 2013, voltando a um patamar de cerca de US\$ 5 bilhões, montante bastante elevado para os padrões históricos do país.

Em janeiro de 2014, o *deficit* de rendas somou US\$ 4,3 bilhões, com alta de 13,0% em relação ao mesmo mês do ano passado. As despesas continuaram crescendo a um ritmo razoável (8,3%), mas houve redução das receitas (-22,6%), associada principalmente a menores juros de aplicações em títulos de renda fixa no exterior.

GRÁFICO 4.10

Rendas: receita e despesa – médias móveis de doze meses (2011-2014)

(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

FLUXOS DE CAPITAL

O crescimento de 5,4% saldo da conta capital e financeira do balanço de pagamentos foi obtido em virtude principalmente do crescimento dos investimentos estrangeiros em carteira, que tiveram entradas líquidas de US\$ 37,1 bilhões, com aumento de US\$ 26,4 bilhões em relação ao ano anterior. Isso compensou a queda do saldo líquido de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazo, que foi negativo em US\$ 532 milhões, refletindo o forte aumento das amortizações (mais de 50%) e a quase estabilidade das novas captações (+2,7%). Os fluxos de capital também foram pressionados negativamente pelo aumento expressivo dos investimentos brasileiros no exterior, que somaram cerca de US\$ 46 bilhões, contra US\$ 29 bilhões no ano anterior. Os investimentos estrangeiros diretos (IEDs), por sua vez, tiveram queda de 1,9%, mas mantiveram-se em patamares elevados, da ordem de US\$ 64 bilhões.

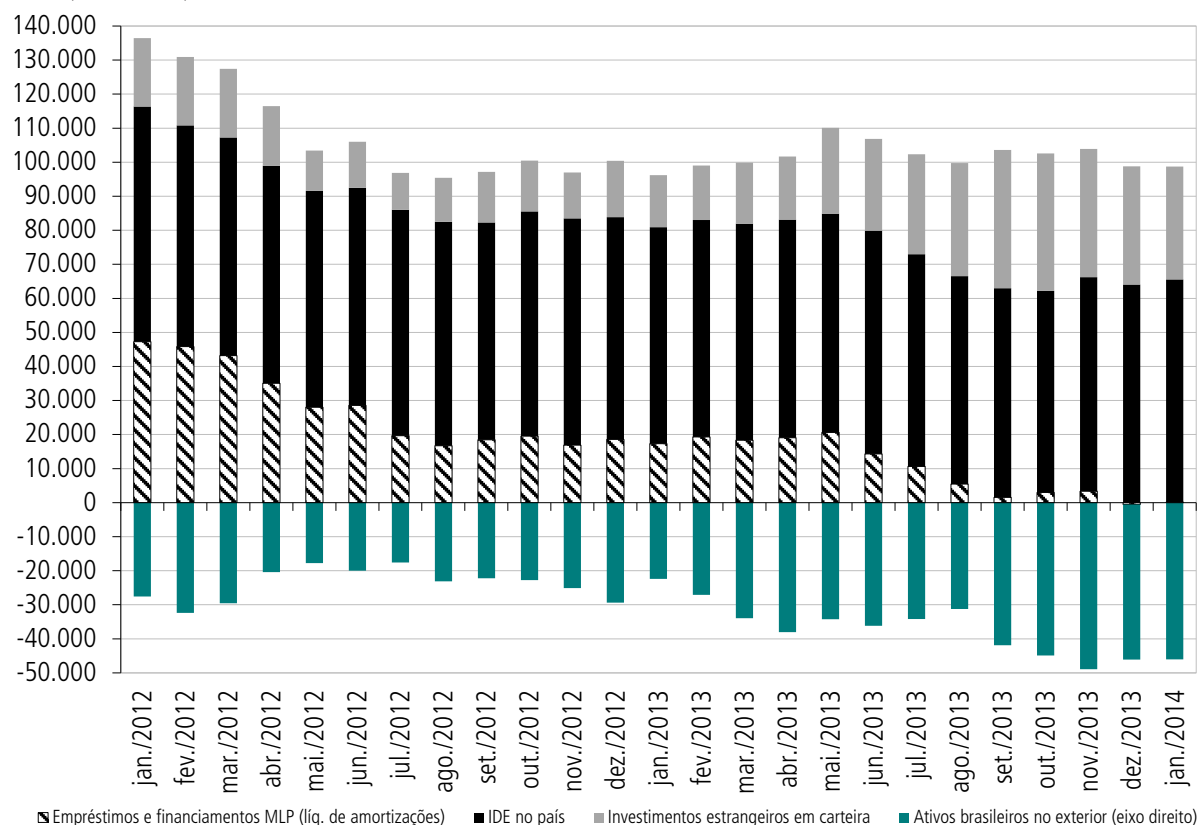
O gráfico 4.11 ilustra a mudança de composição dos fluxos de capital de 2012 para 2013, com aumento da participação dos investimentos em carteira (representaram 47% dos fluxos líquidos em 2013, contra 23,6% em 2012), redução do saldo líquido de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos (de 26,6% em 2012 para -0,7% em 2013) e com os investimentos diretos mantendo sua participação majoritária (da ordem de 90% dos fluxos líquidos). A queda da taxa de rolagem dos empréstimos e financiamentos, que ficou abaixo de 100% pela primeira vez desde a crise internacional de 2008-2009, refletiu, provavelmente, o aperto das condições de liquidez internacional a partir do

anúncio, por parte do Fed, de que o programa de compra de ativos para expandir a oferta monetária seria gradualmente eliminado.

GRÁFICO 4.11

Conta capital e financeira – principais rubricas – valores acumulados em doze meses (2012-2014)

(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

5 MOEDA E CRÉDITO

SUMÁRIO

Na reunião de fevereiro último, o Comitê de Política Monetária (Copom) elevou a meta para a taxa Selic em 25 pontos-base (pb), fazendo-a chegar a 10,75% ao ano (a.a.). Essa redução do ritmo de aumento – os degraus vinham sendo de 50 pb – já era esperada. Sua efetivação e a linguagem adotada no comunicado divulgado logo após a reunião e na ata, uma semana depois, embora não signifiquem compromisso, fizeram prevalecer a interpretação de que a interrupção das elevações da taxa está próxima. As apostas se dividem entre mais um aumento de 25 pb e a interrupção na próxima reunião, que ocorrerá em abril. É oportuno fazer comparações com ciclos anteriores de alta da taxa Selic; ao final desta seção, o box faz algumas comparações com os dois últimos, ocorridos em 2008 e 2010-2011, cotejando o comportamento da inflação nos três casos. As duas diferenças principais que se observam deste último ciclo em relação aos dois anteriores são: *i*) a inflação acumulada em doze meses caiu durante o último ciclo, enquanto, nos outros, subiu e *ii*) nos ciclos 1 e 2, a expectativa de inflação doze meses à frente era, no início e no fim de cada ciclo, menor do que a inflação observada na mesma data. Essa diferença aumentou entre o início e o fim do período; mas, no ciclo 3, a inflação esperada começou mais baixa do que a observada e terminou mais alta do que a observada.

Há também uma atipicidade nas expectativas quanto à evolução futura da meta para a Selic, vale dizer, quanto às decisões do Copom. Enquanto nos dois ciclos anteriores de aperto monetário as expectativas para a meta Selic eram de queda após um período de estabilidade, agora são de elevação a partir de janeiro de 2015, após ficarem estáveis ao longo de 2014, depois de mais um aumento esperado de 25 pb na próxima reunião.

Para os efeitos da política monetária sobre a economia, o que importa são os juros reais. Medidos *ex-post*, tomando a Selic acumulada em doze meses passados e deflacionando pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), os juros reais estão em 3,0% a.a. Nos ciclos anteriores, essa taxa estava em cerca de 5% quando da parada da elevação da Selic nominal, no ciclo 1, e em cerca de 4% ao final do ciclo 2. Medidos *ex-ante*, tomando a taxa prefixada do *swap* DI x pré de 360 dias e descontando o IPCA esperado para os próximos doze meses na pesquisa *Focus*, os juros reais estão, hoje, em 4,8%. Ao final do ciclo 1, estavam em 9% e, do ciclo 2, em 7%. Esses dados podem ser observados no gráfico 5.4.

O contínuo aumento da taxa Selic e, conseqüentemente, o das taxas de juros de longo prazo do mercado futuro (*swap* DI x pré de 360 dias) se fizeram sentir na taxa média dos juros ao crédito em geral e elevaram os juros tanto às empresas quanto às famílias. A elevação dos juros para o crédito veio acompanhada de elevação do *spread* médio das operações, principalmente dos recursos livres. Apesar da elevação dos juros e do *spread* para o tomador de crédito, a taxa de inadimplência, tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica, apresentou comportamento estável em janeiro de 2014. O comprometimento da renda das famílias com o serviço das dívidas, outro indicador que influencia a inadimplência das famílias, apresentou sua segunda elevação consecutiva e pode vir a reverter a tendência de queda na taxa de inadimplência das pessoas físicas. O endividamento das famílias vem crescendo de forma bem mais acelerada do que o comprometimento da renda das famílias com o pagamento dessas dívidas. Uma possível explicação para esse descompasso é o crescente aumento do endividamento das famílias com crédito imobiliário, sendo que estes financiamentos são diluídos ao longo do tempo, por serem de prazos muito longos, e não gerando tanto impacto na renda mensal.

Houve relativa estabilidade na taxa de crescimento do crédito em janeiro de 2014 em relação a dezembro de 2013, repetindo o que já fora verificado em anos anteriores – em janeiro de 2013 a taxa de crescimento em relação ao mês anterior foi negativa em 1%. A explicação para isso é que no final do ano há uma taxa de crescimento de crédito expressivamente mais alta, principalmente das atividades ligados ao comércio e, conseqüentemente, uma retração em janeiro. As instituições públicas continuaram liderando a oferta de crédito em janeiro de 2014, com uma participação de 51,6% em relação ao saldo total *vis-à-vis* uma taxa de participação de 48,2% em janeiro de 2013. O saldo do crédito direcionado segue crescendo a taxas altas e manteve em janeiro de 2014 uma taxa de crescimento de 25% a.a., a mesma taxa verificada, na média, para o ano de 2013. Dentro desta modalidade, o crédito imobiliário às famílias segue se destacando, a despeito de desaceleração na margem. Os empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) às empresas também se destacaram dentro dos recursos direcionados, voltando a ter taxas crescentes e positivas em janeiro de 2014. Corroborando os dados de saldo, as novas concessões de crédito com recursos direcionados também tiveram taxas de crescimento positivas.

Os créditos livres seguem registrando taxas de crescimento baixas em janeiro de 2014, tanto em saldo quanto em novas liberações. A taxa de crescimento para esse período foi de 7,4% (mês/mesmo mês do ano anterior) contra uma média de crescimento de 10% em 2013. A desaceleração do crédito livre foi influenciada, principalmente, pelo crédito destinado às pessoas jurídicas, em especial ao capital de giro. Este, mais uma vez, registrou taxas negativas de crescimento. Os créditos livres destinados às famílias também registraram uma desaceleração em janeiro de 2014, porém mais branda do que para as empresas. Este menor ritmo de crescimento se deu principalmente devido a retrações no crédito pessoal. O menor apetite das pessoas físicas por crédito está ligado também ao índice de confiança do consumidor (ICC) que, embora esteja no campo otimista, segue caindo pelo segundo mês consecutivo, atingindo 108,9 pontos em janeiro de 2014, segundo dados da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

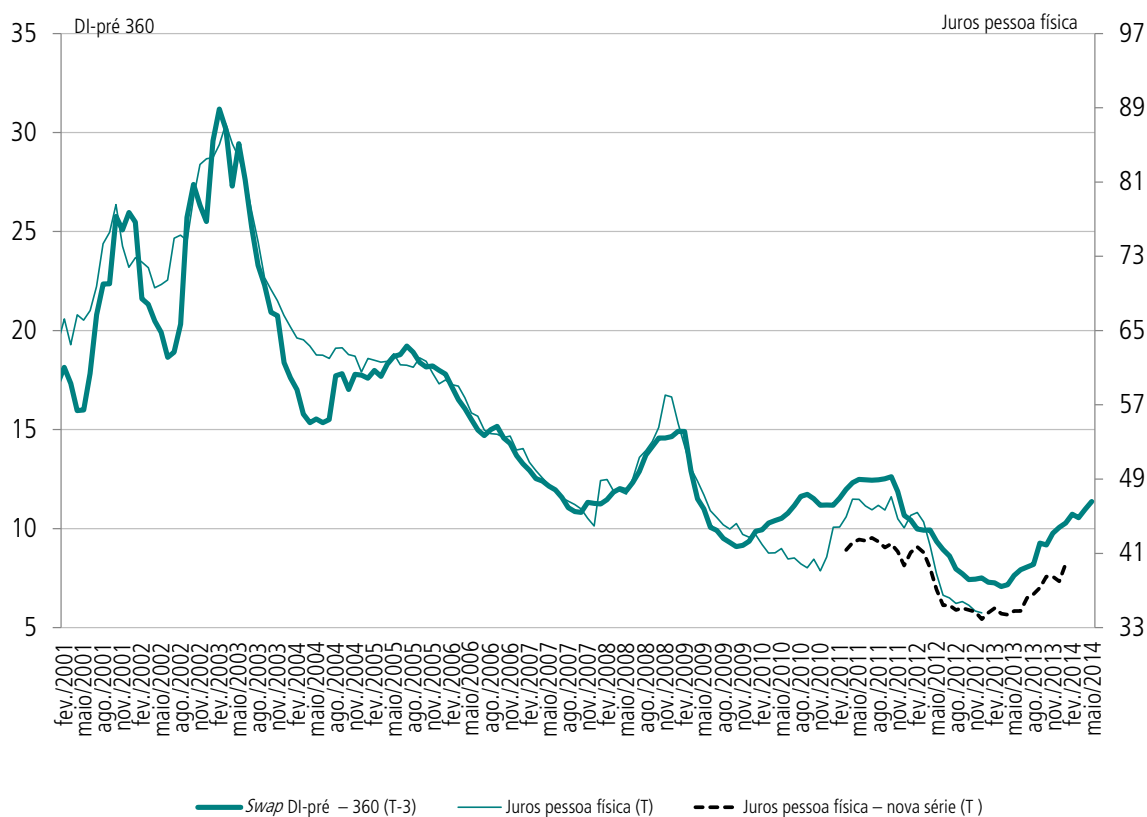
JUROS E SPREAD

As taxas de juros no mercado de crédito continuaram avançando em janeiro de 2014 e atingiram a taxa média de 20,7% a.a., o que representou uma aumento de 1 ponto percentual (p.p.) em relação ao mês imediatamente anterior e a maior taxa média desde maio de 2012. No que tange às empresas, as taxas de juros se elevaram para 15,9% a.a. em janeiro de 2014 (contra 15,1% a.a. em dezembro de 2013). O maior aumento de juros para as pessoas jurídicas se deu nas operações com recursos livres, com elevação de 1,4 p.p. em janeiro de 2014 (22,8% a.a.). As taxas de juros para o crédito destinado às pessoas físicas registraram taxa média de 26,8% a.a. em janeiro de 2014, representando elevação de 1,2 p.p. em relação ao mês imediatamente anterior e de 2,1 p.p. em relação ao mesmo mês do ano anterior. O aumento das taxas de crédito para as famílias de deveu principalmente às operações com recursos livres, que atingiram uma média de 39,9% a.a. em janeiro de 2014, acompanhando o movimento de elevações no mercado de juros futuro (gráfico 5.1). A taxa verificada representou um aumento de quase 2 p.p. em relação ao mês anterior e ficou bem acima da média registrada para os últimos doze meses de 36,4% a.a. No que diz respeito ao crédito direcionado, vale mencionar que a maior taxa para os financiamentos habitacionais havia sido verificada em janeiro de 2012. A oitava elevação consecutiva da taxa para esta modalidade parece sinalizar que está em curso um ajuste de custo para este tipo de crédito.

GRÁFICO 5.1

Taxa média de juros para pessoa física – recursos livres e referenciais *versus* swap DI x pré com prazo de 360 dias (fev./2001-maio/2014)

(Em % a.a.)



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

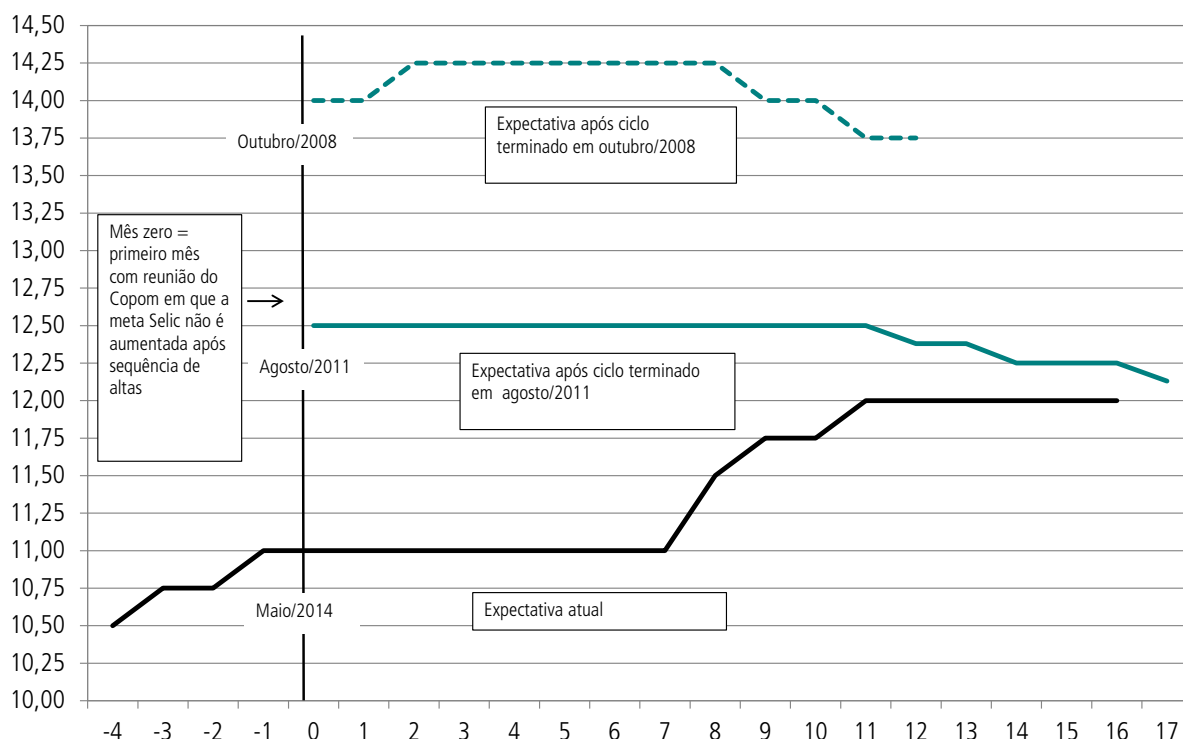
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O comportamento das taxas de mercado certamente reflete, em algum grau, as dúvidas quanto ao rumo que a política monetária tomará, não só nas próximas decisões do Copom, mas também ao longo de 2014 e 2015. O gráfico 5.2 mostra uma atipicidade nas expectativas ilustrando essa incerteza. No ciclo 1, após sete meses para os quais se esperava estabilidade da Selic, a taxa começaria a ser reduzida. No ciclo 2, após um período de doze meses de manutenção, começaria a redução da Selic. No caso atual, porém, após um período de nove meses da taxa estável em 11%, ela voltaria a ser elevada a partir de janeiro de 2015, para se estabilizar novamente, após alguns aumentos, em 12%. Ou seja, a expectativa dos agentes econômicos captada pela pesquisa *Focus* indica que o nível atual dos juros será insuficiente para os objetivos do Banco Central do Brasil (BCB) e que será necessário elevá-lo de novo mais à frente. Isso parece consistente com o que é mostrado no box ao final da seção: nos ciclos 1 e 2, a expectativa de inflação doze meses à frente era, no início e no fim, menor do que a inflação observada na mesma data e essa diferença aumentou entre o início e o fim do período; no ciclo 3, ao contrário, a inflação esperada começou mais baixa e terminou mais alta do que a observada. Isso só vem a adicionar incertezas ao quadro da política monetária, que precisa enfrentar o dilema da necessidade de cumprir o mandato de controle da estabilidade da moeda em contexto de baixo crescimento do produto interno bruto (PIB). É importante ressaltar que, no caso atual, as expectativas apresentadas estão sendo formadas antes do fim do ciclo, diferentemente dos demais casos.

GRÁFICO 5.2

Expectativas *Focus* para meta Selic: comparação com os dois últimos ciclos de alta (jan./2014-set./2015)

(Em %)



Fonte: BCB, Pesquisa *Focus*.

Obs.: As reuniões do Copom para 2014 já estão agendadas; não haverá reunião nos meses de março, junho, agosto e novembro. Para 2015, não há calendário ainda. Para o ciclo encerrado em 2008, não foi possível obter as expectativas para o mesmo horizonte dos outros casos.

O *spread* médio das operações de crédito, assim como as taxas de juros, apresentou elevação no mês de janeiro de 2014 para 11,8 p.p., uma variação positiva de 0,75 p.p. no mês. Houve um aumento de 1,35 p.p. em janeiro de 2014 em relação ao mês anterior no *spread* médio das operações com recursos livres. Como indica o gráfico 5.3, a evolução do *spread* médio parece sofrer uma influência da taxa Selic, que variou 0,5 p.p. no mesmo período. Vale mencionar a variação positiva observada entre dezembro de 2013 e janeiro de 2014, de 1,6 p.p. do *spread* médio do crédito às famílias com recursos livres, após uma queda registrada em outubro e novembro de 2013, de 0,6 p.p. e 0,8 p.p., respectivamente.

O aumento da Selic nominal vem levando ao aumento também da taxa de juros real que, afinal, é a variável de maior interesse em termos de efeito sobre a economia. O gráfico 5.4 mostra dois cálculos de taxa real de juros e também permite uma comparação com os dois ciclos anteriores de aperto (em 2008 e em 2010). Em todos os casos, houve primeiro um aumento da taxa *ex-ante*, ao qual se seguiu aumento da taxa *ex-post*. Nas duas medidas, a taxa de juros real, embora esteja atualmente em um movimento de alta, ainda está relativamente baixa, se comparada, por exemplo, à média da série do período mostrado no gráfico. A questão crucial, ainda a ser respondida, é se a taxa real corrente está ou não acima da taxa de juros neutra – ou seja, se está em patamar suficiente para reduzir a inflação.

GRÁFICO 5.3
Spread em recursos livres versus meta Selic (mar./2011-fev./2014)

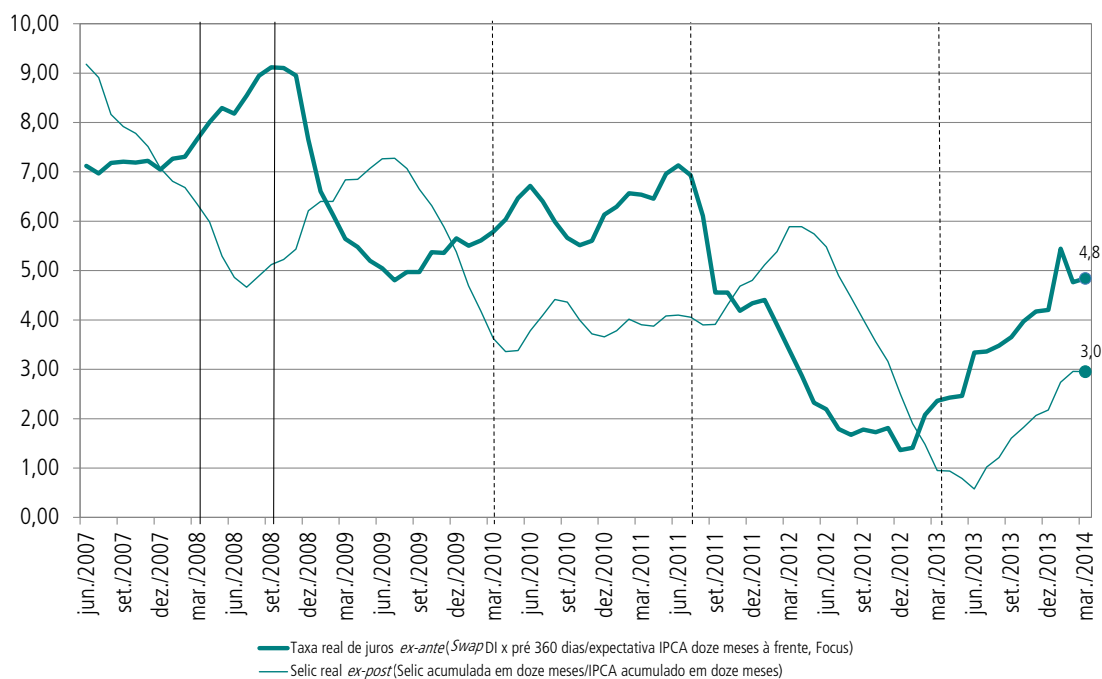
(Em p.p. e % a.a.)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 5.4
Taxas de juros reais ex-ante e ex-post (jun./2007-mar./2014)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

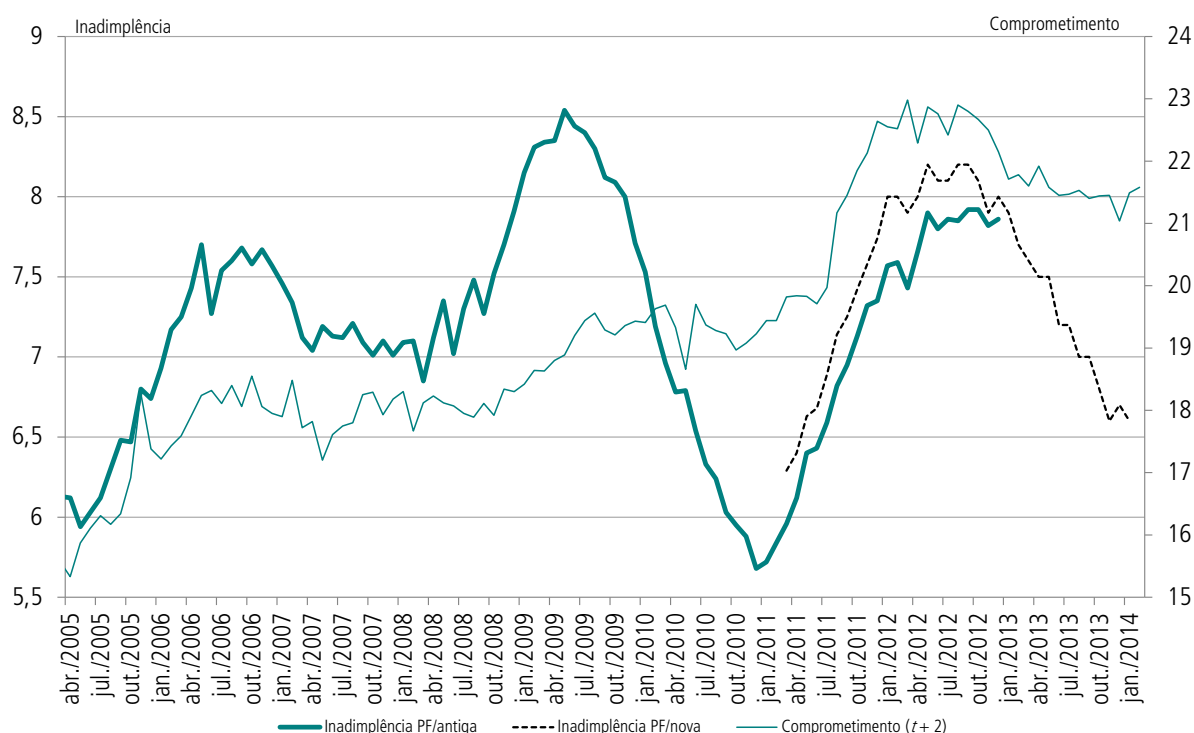
INADIMPLÊNCIA, COMPROMETIMENTO E ENDIVIDAMENTO DAS FAMÍLIAS

Apesar das elevações verificadas nas taxas de juros de crédito e nos *spreads* médios, a taxa de inadimplência do sistema financeiro permaneceu estável em janeiro de 2014. A proporção das operações de crédito com atrasos maiores do que noventa dias se manteve em 3%, mesmo nível observado em dezembro de 2013 – quando se obteve o menor nível observado desde o início da divulgação da série em março de 2011 – e 0,7 p.p. menor do que o mesmo mês de 2013. As taxas de inadimplência para pessoa física e para pessoa jurídica também permaneceram as mesmas quando comparadas a dezembro de 2013, atingindo 4,8% e 1,8%, respectivamente, em janeiro de 2014. O comprometimento das famílias com o serviço das dívidas obteve o segundo aumento consecutivo e em dezembro de 2013 atingiu o nível de 21,58%. Este indicador, que teve um período de quedas entre junho de 2012 (nível aproximado de 23%) e janeiro de 2013 (21,5%), manteve-se razoavelmente estável desde então, como é possível verificar no gráfico 5.5.

GRÁFICO 5.5

Comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida versus taxa de inadimplência para pessoa física com recursos livres e referenciais (abr./2005-jan./2014)

(Em % a.a.)



Fonte: BCB.

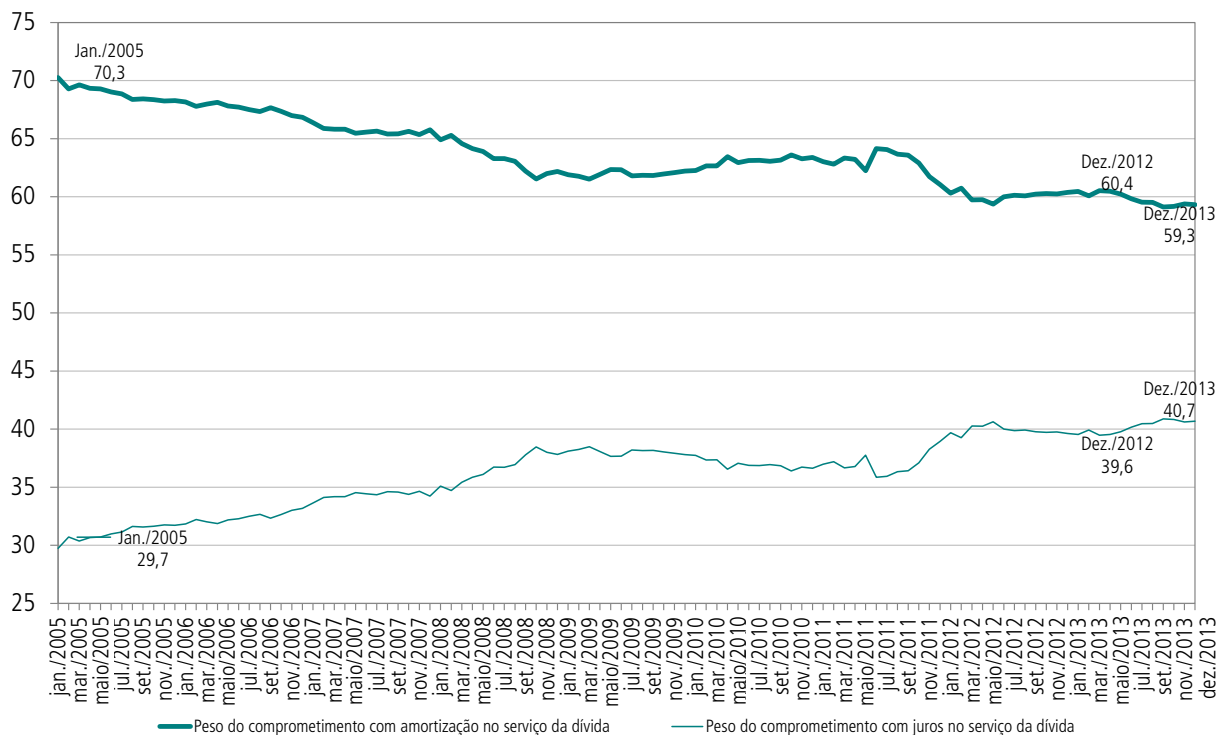
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A parcela do comprometimento da renda das famílias, relativa aos juros, voltou a crescer em dezembro de 2013 e atingiu 40,7%, após queda de 0,2 p.p em novembro de 2013 (gráfico 5.6). Com isto, o peso do comprometimento com amortização do serviço da dívida sofreu uma queda de aproximadamente 1 p.p. de dezembro de 2013 para dezembro de 2014. A parcela crescente de comprometimento da renda das famílias com os juros segue acompanhando as elevações das taxas de juros ao crédito em geral.

GRÁFICO 5.6

Participação dos juros e das amortizações no comprometimento da renda das famílias (jan./2005-dez./2013)

(Em %)



Fonte: BCB.

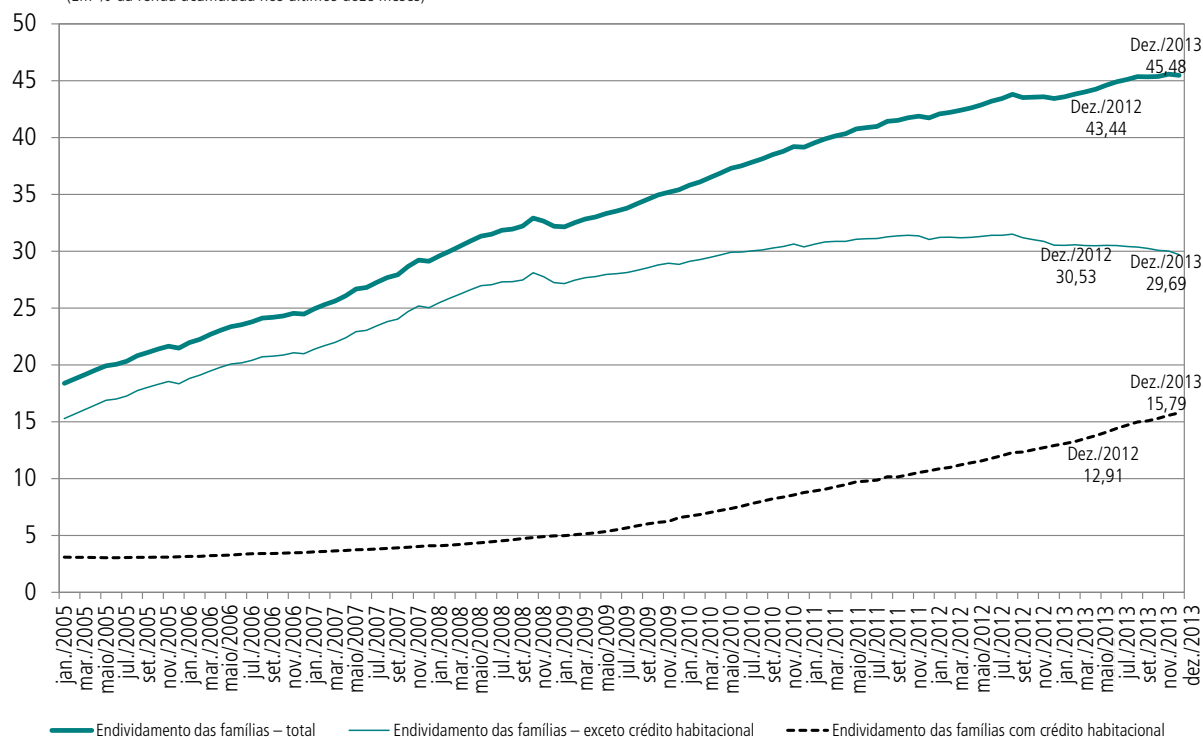
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A razão entre endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional (SFN) e a renda acumulada nos últimos doze meses apresenta uma clara tendência de crescimento desde o início da série do BCB, passando de 18,4% em janeiro de 2005 para 45,5% em dezembro de 2014. Destes, 15,8% correspondem ao endividamento das famílias somente com crédito habitacional, o que representa 2,9 p.p. acima do nível observado no ano anterior e 0,2 p.p. maior do que novembro de 2013. Quando se exclui o crédito habitacional, porém, o endividamento das famílias mostra redução, tendo caído para 29,7% no último mês de 2013 contra 30,5% em dezembro de 2012, conforme se observa no gráfico 5.7. Os dados do BCB mostram que o prazo médio das operações de crédito para pessoa física, que era de aproximadamente 48,6 meses em março de 2011 (início da série), avançou para 70,6 meses em dezembro de 2013, o que pode estar associado a essa mudança de composição.

GRÁFICO 5.7

Endividamento das famílias em relação à renda acumulada em doze meses (jan./2005-dez./2013)

(Em % da renda acumulada nos últimos doze meses)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

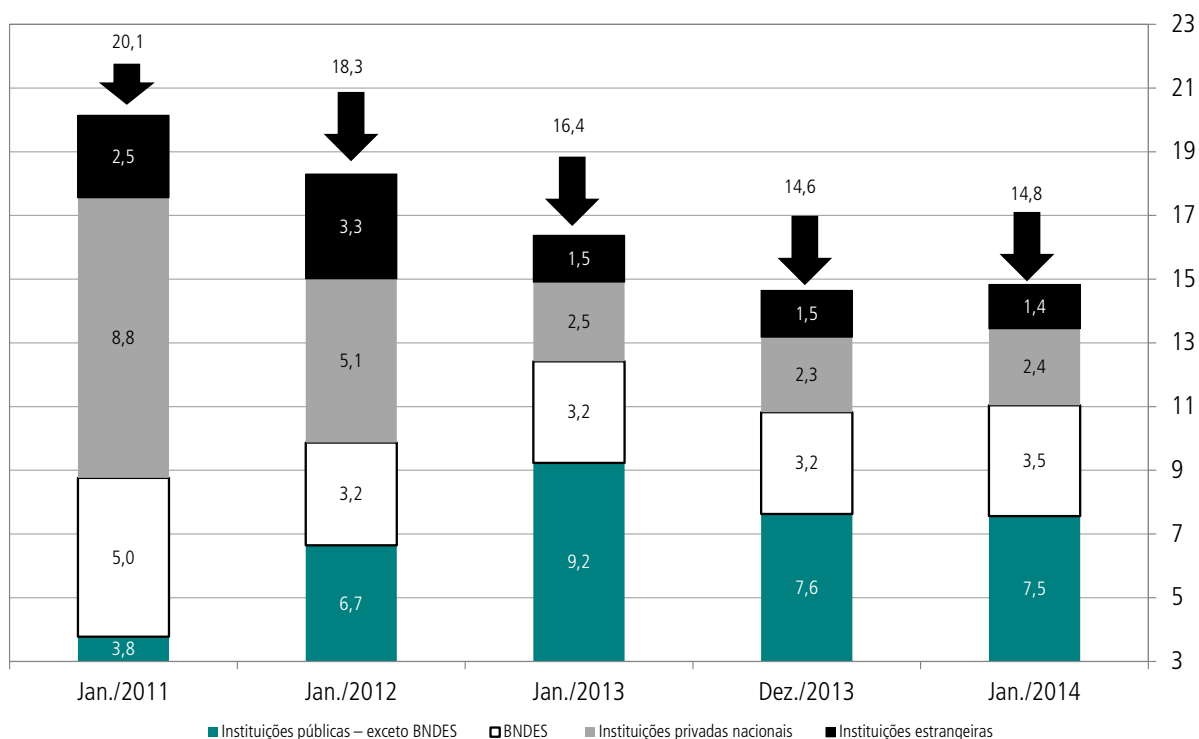
EVOLUÇÃO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO

As operações de crédito do SFN totalizaram R\$ 2,7 trilhões em janeiro de 2014, mantendo o saldo praticamente estável em relação ao mês anterior, mas com taxa de crescimento de 14,8% frente a janeiro de 2013. O saldo do crédito total como proporção do PIB teve uma queda de 0,3 p.p. na margem, indo para 56,1% em janeiro de 2014, o que representou um aumento em relação a janeiro de 2013 (53,3% do PIB). O saldo de crédito dos bancos públicos seguiu aumentando em janeiro de 2014, atingindo taxa de crescimento de 22,9% (mês/mesmo mês do ano anterior), ligeiramente superior à do mês anterior (22,6%, na mesma medida), porém inferior à taxa de janeiro de 2013 (28,4% a.a.) e à média do ano de 2013 (27,1%). A taxa de crescimento da oferta de crédito pelas instituições privadas atingiu 7,3% (mês/mesmo mês do ano anterior) em janeiro de 2014, frente a uma taxa de 7% no mesmo período do ano anterior. A contribuição das instituições públicas para o crescimento do total de crédito do SFN (gráfico 5.8) atingiu 11 p.p. em janeiro de 2014 (contra 10,8 p.p. no mês anterior e 12,4 p.p. em janeiro de 2013).

GRÁFICO 5.8

Contribuição ao crescimento do saldo de crédito do SFN – por controle de capital (jan./2011-jan./2014)

(Mês/mesmo mês do ano anterior, em p.p.)



Fonte: BCB.

Elaboração: Dimac/Ipea/Gecon.

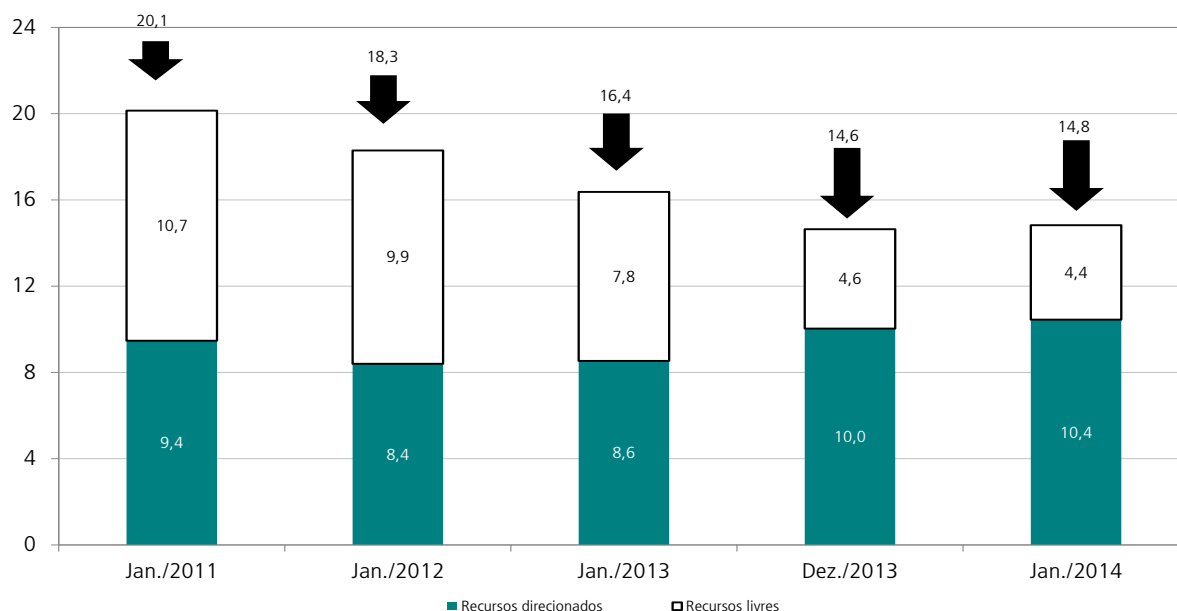
O crédito com recursos direcionados seguiu crescendo a taxa acima daquela observada para os créditos com recursos livres em janeiro de 2014, com 25,3% e 7,5% de aumento, respectivamente (mês/mesmo mês do ano anterior). Deste modo, a contribuição do crédito direcionado para o crescimento do saldo total de crédito do SFN atingiu 10,4 p.p. em janeiro de 2014, frente a 10 p.p. no mês anterior e 8,6 p.p. no mesmo mês do ano anterior (gráfico 5.9).

Os destaques no crédito direcionado em janeiro de 2014 continuaram sendo o financiamento habitacional para as famílias – a despeito da desaceleração de sua taxa de crescimento na margem, que passou de 2,3% (mês/mês anterior) em dezembro de 2013 para 1,8%, na mesma medida – e os financiamentos do BNDES às empresas que, depois de apresentarem duas taxas negativas consecutivas (setembro e outubro de 2013) e alcançarem uma taxa média quase nula para o trimestre encerrado em outubro de 2013, voltaram a apresentar taxas positivas na média para o trimestre encerrado em janeiro de 2014, com 2,4% ao mês. A evolução do bom desempenho da carteira de crédito habitacional para as famílias tem levado este tipo de crédito a conquistar uma importante participação dentro da modalidade de crédito às pessoas físicas, conforme se observa no gráfico 5.10. A participação desta modalidade de crédito no saldo do crédito total que era de 10% em janeiro de 2011 passou para 27,5% em janeiro de 2014, fazendo com que modalidades de crédito típicas como financiamento a veículos e crédito pessoal perdessem espaço.

GRÁFICO 5.9

Contribuição ao crescimento do saldo de crédito do SFN – recursos livres *versus* recursos direcionados (jan./2011-jan./2014)

(Mês/mesmo mês do ano anterior, em p.p.)



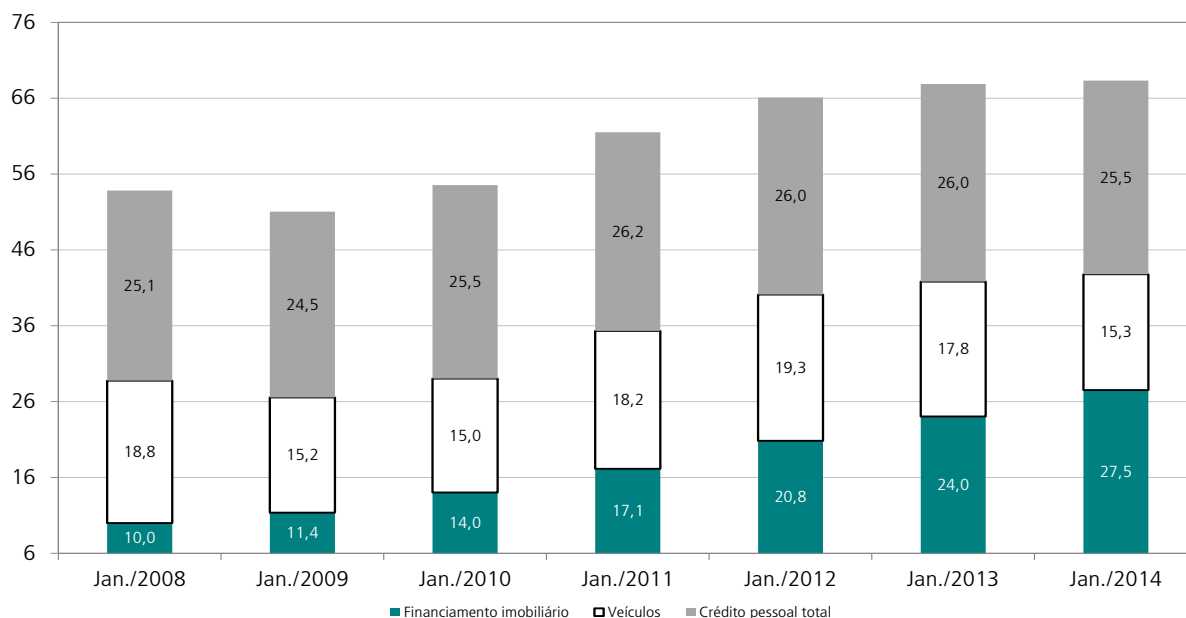
Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 5.10

Participação em relação ao saldo de crédito de pessoa física: financiamento imobiliário e modalidades selecionadas (jan./2008-jan./2014)

(Em % do total de PF)



Fonte: BCB.

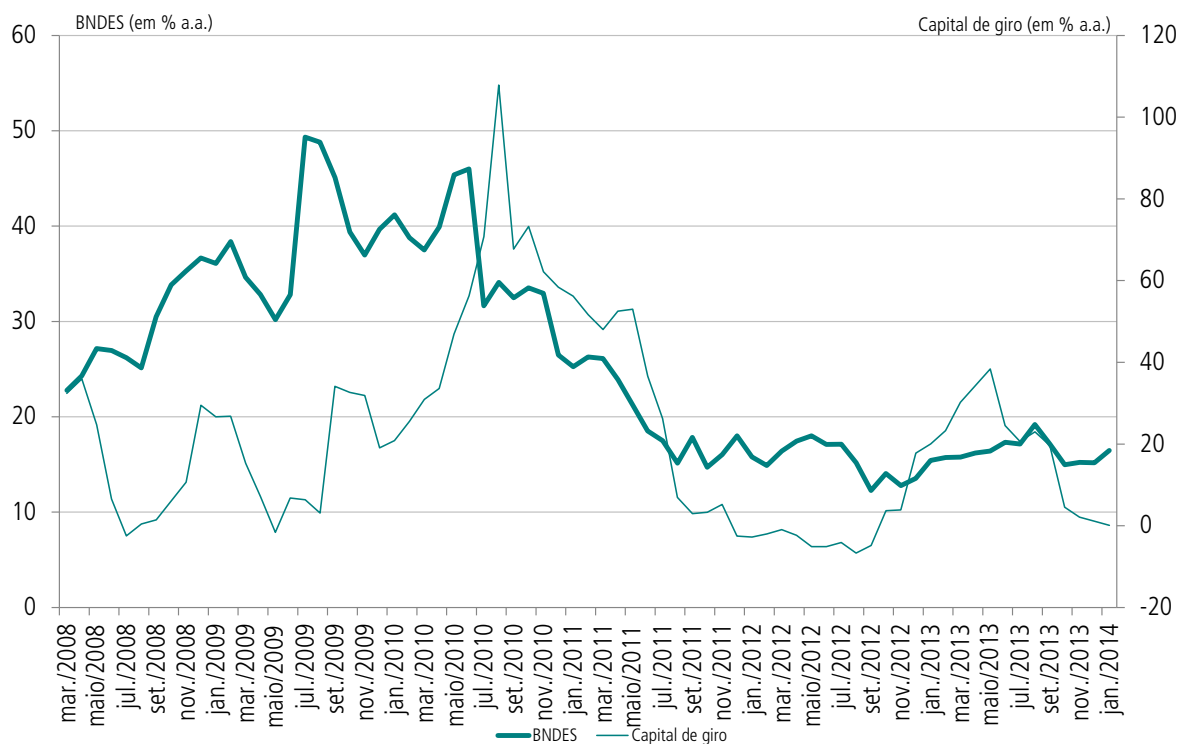
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

No que tange ao crédito direcionado para as empresas, o gráfico 5.11 destaca a quarta desaceleração consecutiva da taxa de crescimento do crédito do BNDES às pessoas jurídicas na modalidade de financiamento de capital de giro – que atingiu taxa praticamente nula em janeiro de 2014 depois de atingir taxa de 20% (mês/mesmo mês do ano anterior) em janeiro de 2013 e manter esta média de crescimento durante a maior parte do ano.

GRÁFICO 5.11

Taxa de crescimento do saldo de crédito do BNDES à pessoa jurídica – total *versus* capital de giro (mar./2008-jan./2014)

(Mês/mês do ano anterior, em % a.a.)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

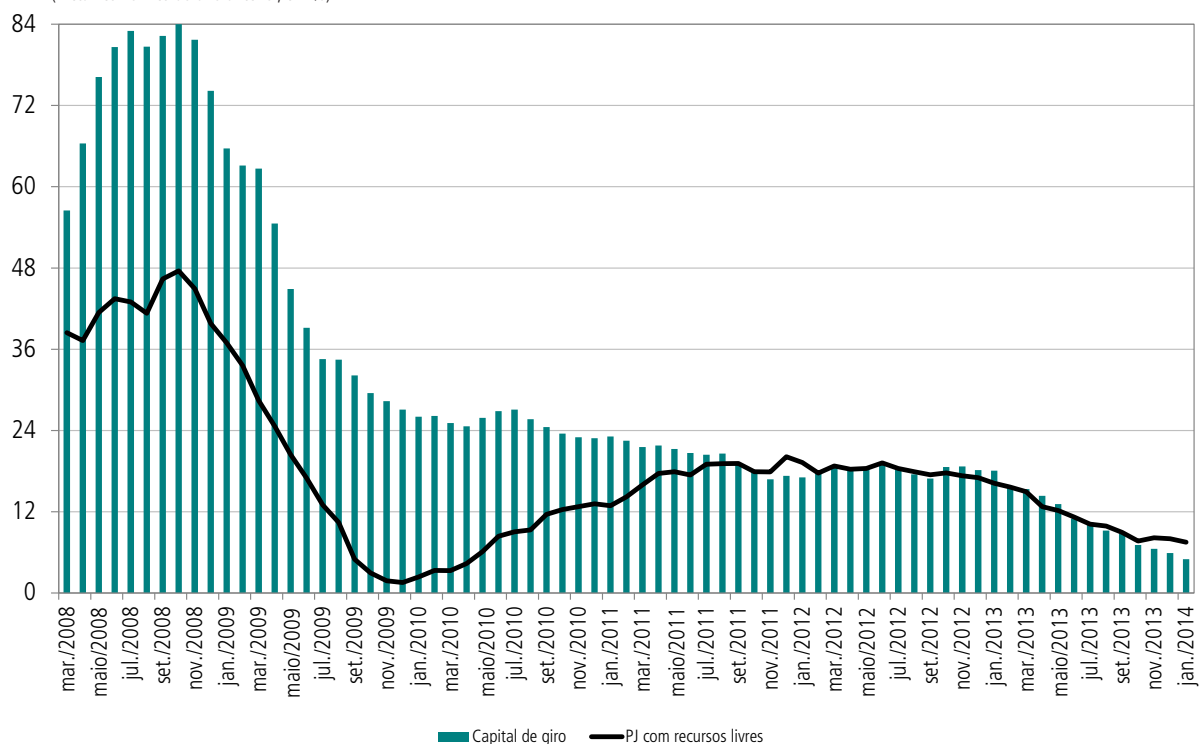
Houve forte desaceleração da oferta de crédito com recursos livres: cresceu 7,5% em janeiro de 2014 (mês/mesmo mês do ano anterior), sendo que, em janeiro de 2012 e 2013, registrou taxas de 16% e 13%, respectivamente, na mesma medida. Essa queda na taxa de crescimento é, em grande parte, atribuída ao crédito às empresas. A desaceleração neste segmento vem sendo acompanhada de perto pelo crédito para capital de giro (assim como se observou no crédito do BNDES). No gráfico 5.12, é possível observar a grande redução no ritmo de crescimento desta modalidade de crédito, que atingiu crescimento de 80% a.a. em agosto de 2008, caindo para uma taxa média de 20% a.a. ao longo de 2011 e alcançando taxa de crescimento de 5% a.a. em janeiro de 2014.

GRÁFICO 5.12

Taxa de crescimento do saldo de crédito dos recursos livres: pessoa jurídica *versus* capital de giro

(mar./2008-jan./2014)

(Mês/mesmo mês do ano anterior, em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

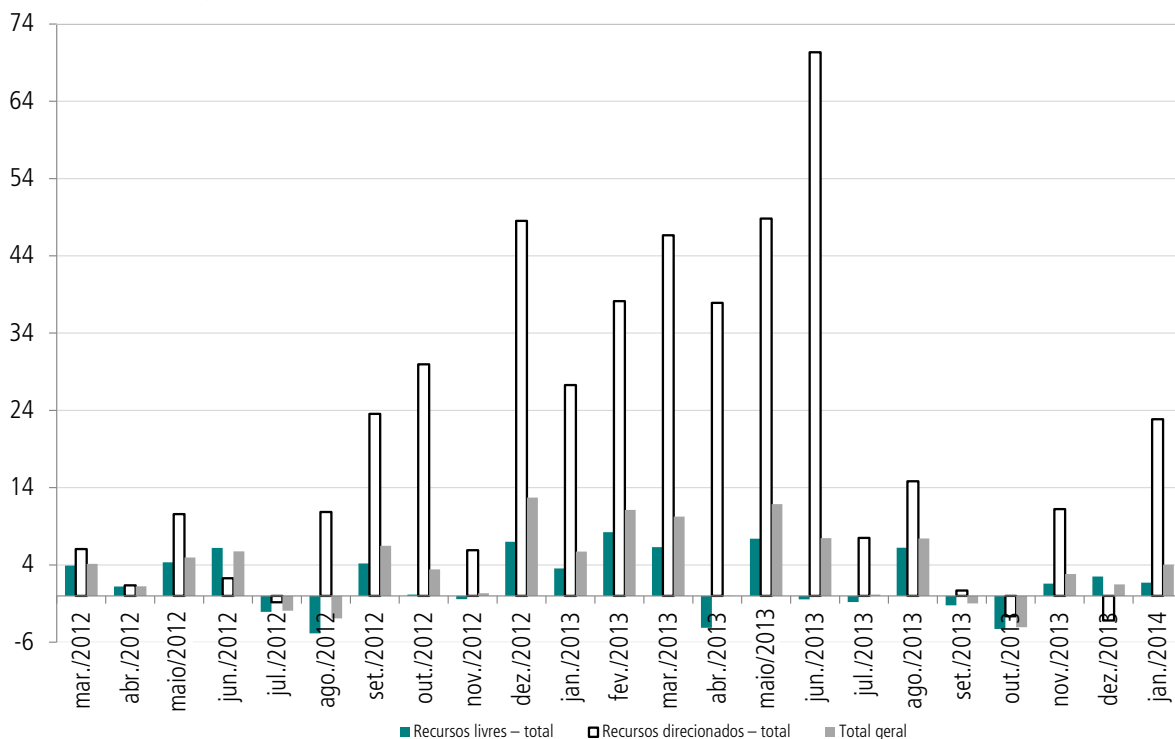
Em janeiro de 2014, as novas liberações de crédito,¹ considerando os dias úteis e em termos reais, tiveram uma queda acentuada, com taxa de crescimento negativa, na margem, de 23% (mês/mês anterior) frente a uma taxa de 10,6%, na mesma medida, em dezembro de 2013. Em comparação ao mesmo mês do ano passado, as concessões de crédito total (média diária, em termos reais) registraram um aumento de 4,1% a.a., frente à taxa de 1,5% a.a. registrada no mês anterior. O desempenho da média diária das concessões de crédito do SFN foi resultado de uma taxa de crescimento positiva de 23% a.a. (mês/mesmo mês do ano anterior) das novas liberações com recursos direcionados, revertendo o desempenho ruim registrado no mês anterior, com taxas negativas de 3,2% a.a. Entretanto, as novas liberações de crédito com recursos livres tiveram desaceleração em sua taxa de crescimento em janeiro de 2014, com 1,7% a.a. (mês/mesmo mês do ano anterior) tanto em relação a janeiro do ano anterior quanto a dezembro de 2013 – 3,5% a.a. e 2,5% a.a., respectivamente (gráfico 5.13).

1. Corresponde ao valor das novas operações de crédito contratadas no período de referência no SFN, isto é, às concessões.

GRÁFICO 5.13

Média diária das concessões de crédito (mar./2012-jan./2014)

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



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

As contribuições positivas para o crescimento das concessões de crédito direcionado, em média diária, em janeiro de 2014 vieram, principalmente, dos recursos do BNDES às empresas e dos financiamentos imobiliários às famílias, contribuindo, respectivamente, com 14,6 p.p. e 1,9 p.p. No que diz respeito à média diária das novas liberações de crédito com recursos livres, as modalidades que contribuíram para o desempenho ruim em janeiro de 2014 foram o crédito pessoal para as pessoas físicas e o capital de giro para as pessoas jurídicas. Enquanto a primeira registrou uma desaceleração (0,2 p.p.) em sua contribuição tanto em relação ao mês anterior (0,6 p.p.) quanto em relação a janeiro de 2013 (1,5 p.p.), a segunda modalidade seguiu contribuindo negativamente (1,9 p.p.) para o crescimento das novas concessões, em média diária, do crédito com recursos livres.

TABELA 5.1

Contribuição ao crescimento das novas concessões, em média diária, de crédito do SFN – principais modalidades (dez./2012-jan./2014)

(Mês/mesmo mês do ano anterior, em p.p.)

Período	Concessões, em média diária, crédito direcionado				Concessões, em média diária, livres				
	PF	Financiamento imobiliário (PF)	PJ	BNDES (PJ)	PF	Crédito pessoal	Cartão de crédito	PJ	Capital de giro
Dez./2012	18,1	6,8	39,1	37,5	8,0	0,6	6,6	5,2	2,3
Jan./2013	14,1	10,1	21,0	21,3	7,5	1,5	5,6	2,5	1,1
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
Dez./2013	5,1	2,5	-2,5	-11,0	6,1	0,6	4,2	2,5	-1,7
Jan./2014	8,5	1,9	21,3	14,6	6,3	0,2	4,9	1,1	-1,9

Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

BOX 5.1

Comparações entre os três últimos ciclos de aperto monetário¹

A possível proximidade do fim dos aumentos da meta para a Selic é oportunidade para um balanço do movimento que a elevou, até o momento, em 350 pontos-base (pb), de 7,25%, em abril de 2013, para 10,75%, após a reunião do Copom de 26 de fevereiro último. Este foi o oitavo aumento consecutivo, tendo sido seis ajustes de 50 pb e dois de 25, o primeiro e o mais recente. O comunicado emitido no dia da decisão e a ata da reunião, divulgada uma semana depois, deixam abertas as possibilidades tanto de interrupção do ciclo de aperto monetário quanto de continuidade no ritmo mais lento, de 25 pontos. Parece provável, porém, que este ciclo esteja chegando ao fim; ou esta etapa do ciclo, se forem levadas em conta as expectativas captadas pela pesquisa *Focus*, que esperam uma retomada das elevações a partir de dezembro de 2014.

As tabelas 1 e 2 comparam algumas variáveis no início e no fim dos três últimos ciclos de aperto monetário. No primeiro ciclo (ciclo 1), de abril de 2008 a outubro do mesmo ano (duração de seis meses), a Selic foi majorada em 250 pb; no segundo, de abril de 2010 a agosto de 2011 (dezesseis meses), em 375 pb. No ciclo 3, que pode não estar encerrado, iniciado em abril de 2013, com dez meses de duração até agora, a Selic subiu 350 pb. Nos dois primeiros casos, a inflação (IPCA) acumulada em doze meses chegou ao final do ciclo maior do que estava no início; no terceiro, chegou ao fim menor do que no início. Já a expectativa de inflação para os doze meses seguintes chegou ao final de todos os ciclos maior do que no início. Para a inflação esperada implícita nas taxas dos títulos públicos prefixados e indexados à inflação, só se dispõe de dados para o segundo e o terceiro ciclos; em ambos, verifica-se que esta variável chegou maior ao final, em relação aos momentos iniciais. Observa-se também a inflação acumulada em doze meses um ano depois do fim do ciclo, pois a política monetária tem efeitos defasados e o efeito total sobre a inflação ocorre depois que o BCB para de elevar a Selic. Neste caso, no ciclo 1, a inflação estava significativamente mais baixa, 191 pb, do que no fim do ciclo e também mais baixa do que no início do ciclo, em 39 pb. No ciclo 2, doze meses após seu final, a inflação estava 128 pb menor do que no fim do aperto monetário, mas 42 pb maior do que no início.

Outra forma de olhar para essas variáveis é comparar a inflação acumulada em doze meses e a esperada para os doze meses seguintes em cada data. No início do primeiro ciclo, a inflação acumulada em doze meses estava em 4,73% e a esperada para doze meses à frente, em 4,52%, isto é, esperava-se queda de 21 pb. No final do ciclo, a queda esperada era maior, de 92 pb. O mesmo ocorreu no ciclo 2: a queda esperada aumentou de 33 pb para 144 pb. No terceiro caso, porém, partiu-se de uma expectativa de redução da inflação de 109 pb para uma expectativa de elevação de 46 pb.

Assim, as duas diferenças principais que se observam deste último ciclo em relação aos dois anteriores são:

- por um lado, a inflação acumulada em doze meses caiu durante o último ciclo, enquanto, nos outros, subiu; e
- por outro lado, nos ciclos 1 e 2, a expectativa de inflação doze meses à frente era, no início e no fim, menor do que a inflação observada na mesma data e essa diferença aumentou entre o início e o fim do período; mas, no ciclo 3, ao contrário, a inflação esperada começou mais baixa e terminou mais alta do que a observada.

Este último fato parece consistente com a expectativa para a meta Selic mostrada no gráfico 2: é esperada uma retomada das elevações da meta Selic a partir de janeiro de 2015, enquanto, nos dois ciclos anteriores, a expectativa era de queda da meta Selic após um período de estabilidade.

(Continua)

(Continuação)

TABELA 1
Comparação entre os três últimos ciclos de aperto monetário – variáveis selecionadas

	Ciclo 1		Ciclo 2		Ciclo 3 ¹	
	16/4/2008	29/10/2008	28/4/2010	31/8/2011	17/4/2013	27/2/2014
Selic	11,25	13,75	8,75	12,5	7,25	10,75
Inflação acumulada de doze meses (A)	4,73	6,25	5,17	6,87	6,59	5,59
Expectativa para doze meses (B)	4,52	5,33	4,84	5,43	5,50	6,05
Inflação acumulada doze meses após o fim do ciclo (C)		4,34		5,59		
(B) – (A)	-0,21	-0,92	-0,33	-1,44	-1,09	0,46
(C) – (A)	-0,39	-1,91	0,42	1,28		
Inflação implícita	n.d.	n.d.	5,37	6,2	5,37	6,12

Fonte: BCB, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ No momento, não é possível saber se o ciclo 3 está encerrado.

Obs.: n.d. = não disponível.

TABELA 2
Comparação entre os três últimos ciclos de aperto monetário – variação entre o início e o fim do ciclo de variáveis selecionadas

	Variação entre o início e o fim do ciclo		
	Ciclo 1	Ciclo 2	Ciclo 3 ¹
Selic	2,50	3,75	3,50
Inflação acumulada de doze meses (A)	1,50	1,70	-1,00
Expectativa para doze meses (B)	0,81	0,59	0,55
(B) – (A)	-0,70	-1,10	1,60
Inflação implícita	n.d.	0,83	0,75

Fonte: BCB, IBGE e Anbima.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ No momento, não é possível saber se o ciclo 3 está encerrado.

Obs.: n.d. = não disponível.

Nota: ¹ Não se sabe se o atual já está encerrado.

6 FINANÇAS PÚBLICAS

SUMÁRIO

A meta de *superavit* primário a ser perseguida pelo governo federal em 2014 será de R\$ 80,77 bilhões, ou 1,55% do produto interno bruto (PIB) previsto para o ano. O Ministério da Fazenda (MF) espera que os governos subnacionais em conjunto tenham um *superavit* primário da ordem de R\$ 18,2 bilhões em 2014, ou 0,35% do PIB esperado, de modo a garantir para o setor público consolidado um *superavit* primário em torno de R\$ 99 bilhões, ou 1,9% do PIB.

O discurso do governo aponta explicitamente para um esforço fiscal em 2014 muito parecido com o verificado em 2013. Além disto, aceita realisticamente que a redução do *superavit* primário dos governos subnacionais, verificada no ano passado, não será revertida no curto prazo e espera continuar contando com significativos aportes de receitas não recorrentes em 2014, ainda que menores que os verificados em 2013 – o Decreto nº 8.197 de 2014 prevê R\$ 37,4 bilhões obtidos com concessões e dividendos, montante inferior aos R\$ 39,2 bilhões registrados em 2013. Some-se a isto a reversão parcial das desonerações tributárias concedidas no biênio 2012-2013, bem como o esforço de contenção de despesas anunciado no Decreto nº 8.197, e chega-se à conclusão de que a meta de 1,9% do PIB para o *superavit* fiscal em 2014 é factível.

Entretanto, além da natural possibilidade de frustração de receitas, há dois riscos que devem ser monitorados. O primeiro refere-se à eventual necessidade de novos repasses de verbas públicas às distribuidoras de energia para compensar o aumento do custo por conta do uso de termelétricas – recentemente, o governo anunciou um aporte do tesouro de R\$ 4 bilhões, que se somam aos R\$ 9 bilhões já originalmente previstos no orçamento. O segundo diz respeito ao *deficit* da previdência social, que é estimado em cerca de R\$ 40 bilhões em 2014, o que implicaria uma redução de cerca de 20% em relação a 2013. A obtenção desta melhoria, porém, dependerá de um crescimento mais acelerado das receitas – que pode beneficiar-se da recente aceleração do ritmo de criação de empregos formais.

ORÇAMENTO DE 2014

De acordo com o Decreto nº 8.197, publicado no Diário Oficial da União (DOU), em 20 de fevereiro de 2014, a meta de *superavit* primário a ser perseguida pelo governo federal em 2014 será de R\$ 80,77 bilhões, ou 1,55% do PIB nominal (de R\$ 5,211 trilhões) previsto para o ano. Além disto, o MF espera que os governos subnacionais em conjunto tenham um *superavit* primário da ordem de R\$ 18,2 bilhões (ou 0,35% do PIB esperado) em 2014, de modo a garantir para o setor público consolidado um *superavit* primário em torno de R\$ 99 bilhões, ou 1,9% do PIB.

A rigor, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2014, aprovada pelo Congresso Nacional em 24 de dezembro de 2013, retira do Executivo federal a obrigação de compensar o resultado primário dos governos subnacionais caso este venha a ser inferior ao planejado. Registre-se, entretanto, que a projeção feita pelo MF é plausível, representando um aumento de cerca 10% em termos nominais em relação aos R\$ 16,56 bilhões alcançados pelos governos subnacionais em 2013. Além disto, os números apresentados no Decreto nº 8.197 foram construídos a partir de uma expectativa de crescimento – da ordem de 2,5% em termos reais – do PIB, mais modesta que as implícitas nos números das leis

orçamentárias (tabela 6.1). Ainda assim, o último relatório *Focus*, do Banco Central do Brasil (BCB), mostrava uma expectativa mediana para o *superavit* primário do setor público consolidado na casa de 1,4% do PIB, refletindo um pessimismo por parte do mercado.

TABELA 6.1
Evolução dos parâmetros macroeconômicos adotados pelo governo em leis e decretos selecionados (2013-2014)

Data de emissão ou publicação	Projeto de LDO/2014	LDO/2014 ¹	Projeto de LOA/2014	LOA/2014 ²	Decreto nº 8.197/2014 ³
	15/4/2013	24/12/2013	29/8/2013	20/1/2014	20/2/2014
Variação real do PIB (%)	4,50	4,50	4,00	3,80	2,50
IPCA ⁴ acumulado (%)	4,50	4,50	5,00	5,80	5,30
Câmbio – fim de período (R\$/US\$)	2,00	2,06	2,19	–	2,44
Taxa Selic – fim de período (% ao ano)	7,30	7,25	9,29	9,50	–

Fonte: Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG) e Casa Civil.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Notas: ¹ LDO nº 12.919, de 24 de dezembro de 2014.

² Lei Orçamentária Anual nº 12.952, de 20 de janeiro de 2014.

³ Decreto de Programação Orçamentária e Financeira nº 8.197, de 20 de fevereiro de 2014.

⁴ Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

É verdade que o Decreto nº 8.197 não substitui – nem altera formalmente – a LDO de 2014 aprovada em 24 de dezembro de 2013. De acordo com esta última lei, a *meta cheia* do *superavit* primário do governo central é de R\$ 116,1 bilhões (ou 2,15% do PIB esperado de R\$ 5,4 trilhões), podendo o governo abater deste valor até R\$ 58 bilhões em investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e mais R\$ 9 bilhões em desonerações fiscais, totalizando 1,24% do PIB esperado em abatimentos. Mas a LOA de 2014, aprovada em janeiro último, já indicava que o governo não pretendia utilizar todo o abatimento permitido pela LDO de 2014. E, de todo modo, já se sabia que os valores da LDO e da LOA de 2014 teriam que ser revistos em algum momento, tendo em vista que eram baseados em expectativas excessivamente otimistas quanto ao crescimento do PIB e também quanto ao *superavit* primário dos governos subnacionais (tabela 6.1). Daí a importância do Decreto nº 8.197, que explicitou aos agentes econômicos a disposição do governo federal de abater apenas R\$ 35,3 bilhões dos R\$ 67 bilhões permitidos pela LDO de 2014 (tabela 6.2), mesmo em um cenário de crescimento mais conservador que o previsto nas leis orçamentárias.

TABELA 6.2
Evolução da composição e do tamanho do *superavit* primário do setor público em legislações selecionadas (2014)

	LDO/2014		LOA/2014		Decreto nº 8.197/2014 ¹	
	R\$ bilhões	% do PIB	R\$ bilhões	% do PIB	R\$ bilhões	% do PIB
Resultado primário do setor público consolidado	167,4	3,2	167,4	3,2	134,3	2,5
Governo central ¹ (1)	116,1	2,2	116,1	2,2	116,1	2,2
Empresas estatais federais (2)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abatimento do governo central previsto ² (3)	67,0	1,2	58,0	1,1	35,3	0,7
Governo central – líquido (4) = (1+2)-(3)	49,1	1,0	58,1	1,1	80,8	1,6
Governos regionais, inclusive suas estatais (5)	51,3	1,0	51,3	1,0	18,2	0,3
Meta mínima efetiva do setor público consolidado (6) = (4+5)	100,4	2,0	109,4	2,1	99,0	1,9

Fonte: MPOG e Casa Civil.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Notas: ¹ Meta mínima para fins de cumprimento da LDO.

² No caso da LDO, trata-se do máximo permitido. Na LOA e no decreto, trata-se do máximo que está previsto.

GOVERNO FEDERAL

As receitas não recorrentes foram fundamentais para o fechamento das contas públicas em 2013. Com efeito, apenas com a reabertura do Programa de Recuperação Fiscal (Refis) em outubro passado, o governo central arrecadou 0,45% do PIB (tabela 6.3). Caso se adicione a este valor o 0,82% do PIB arrecadado com concessões e dividendos (com destaque para o bônus recebido com o leilão do campo petrolífero de Libra), obtendo-se com isto uma aproximação – ainda que grosseira – das receitas não recorrentes do governo central,¹ tem-se que estas receitas responderam por 1,27% do PIB, ou 82% de todo o resultado primário do governo central e 67% de todo o resultado primário do setor público consolidado (tabela 6.3). Somando-se a isto o *superavit* primário (de 0,15% do PIB) obtido pelo governo central apenas com suas receitas recorrentes, e o *superavit* primário dos governos subnacionais (0,35% do PIB), chega-se ao valor oficial de 1,9% do PIB para o *superavit* primário do setor público consolidado em 2013.

TABELA 6.3
Resultado primário do setor público consolidado, segundo seus principais componentes (2013)

<i>Superavit</i> primário	Em % do PIB	Peso em relação ao total (%)
1) Governo central	1,55	0,82
Com receitas recorrentes ¹	0,28	0,15
Com receitas do Refis ²	0,45	0,24
Com demais receitas não recorrentes ³	0,82	0,43
2) Governos subnacionais	0,35	0,18
3) Setor público consolidado (= 1+2)	1,90	-

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN), BCB e Receita Federal do Brasil (RFB).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Notas: ¹ Receitas recorrentes = receita primária total - (receitas do Refis) - (receitas não recorrentes).

² Receitas do Refis: conforme a Lei nº 12.865/2013, recolhidas em códigos específicos, entre outubro e dezembro de 2013.

³ Demais receitas não recorrentes = (receita com concessões, dividendos, Fundo Soberano do Brasil – (FSB) e capitalização da Petrobras).

Observando-se o comportamento da taxa de crescimento das receitas (exclusive dividendos e concessões, mas inclusive as receitas do Refis) e das despesas públicas federais desde 2008, dois fatos saltam aos olhos, conforme ilustra o gráfico 6.2. Primeiro, a despeito do óbvio esforço de contenção verificado desde 2011, as despesas têm crescido mais rapidamente que as receitas desde meados de 2012, tendo fechado o ano de 2013 em um valor 6,92% maior em termos reais que o verificado no ano anterior. Segundo, o crescimento das receitas vem recuperando-se desde meados do ano passado, acompanhando a retomada da atividade econômica. A taxa de crescimento das receitas primárias, no acumulado em doze meses, foi de 4,15% em dezembro 2013 – ainda que seja importante notar que este resultado foi impactado pela arrecadação extraordinária do Refis, que explica também a reversão da tendência de queda do *superavit* primário verificada recentemente (gráfico 6.1). O baixo crescimento das receitas está associado, em grande medida, ao desempenho moderado da economia e ao programa de desonerações tributárias implementado pelo governo com o intuito de estimular o nível de atividade econômica e evitar demissões.

1. A inclusão das receitas obtidas pelo Refis entre as receitas não recorrentes se deve ao fato de que as condições do programa formatado no ápice da crise econômica mundial em 2009 são particularmente favoráveis aos devedores. Entretanto, nem todos os dividendos recebidos pelo governo podem ser classificados como receitas não recorrentes. Daí que a soma da arrecadação do Refis com as receitas de concessões e dividendos provavelmente sobrestima o valor efetivo das receitas não recorrentes.

GRÁFICO 6.1

Superávit primário do setor público consolidado (exclusive Petrobras e Eletrobras), acumulado em doze meses e dividido pelo PIB acumulado em doze meses (2008-2014)

(Em %)



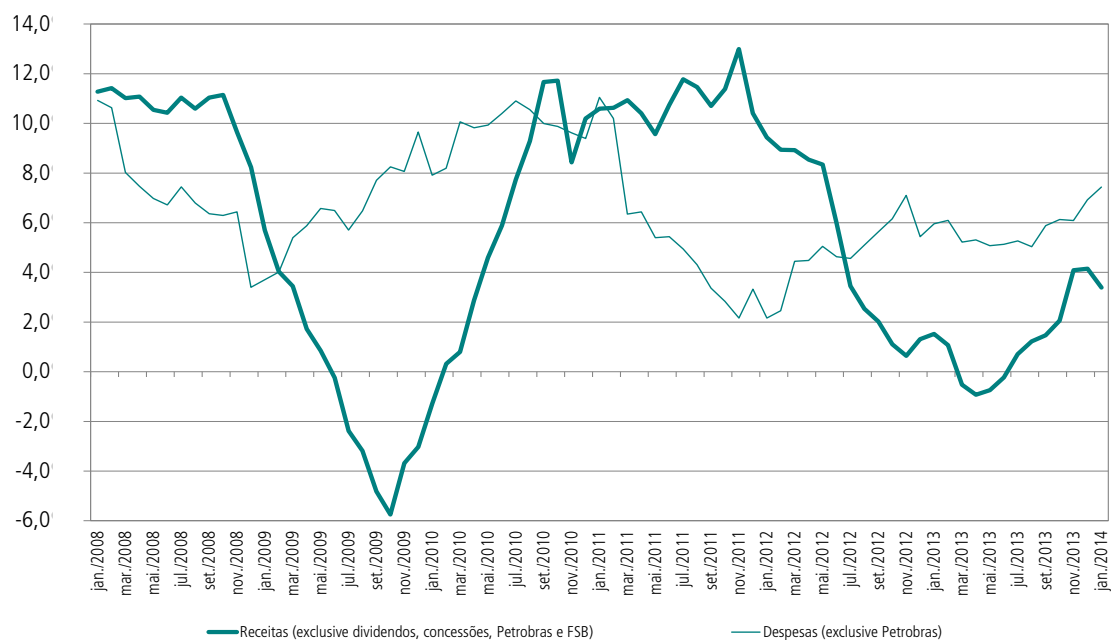
Fonte: BCB e STN.

Elaboração: Ipea/Dima/Gecon.

GRÁFICO 6.2

Taxas de crescimento reais – deflacionadas pelo IPCA – das receitas e das despesas primárias da União, acumuladas em doze meses (exclusive dividendos, concessões, FSB e capitalização da Petrobras) (2008- 2014)

(Em %)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dima/Gecon.

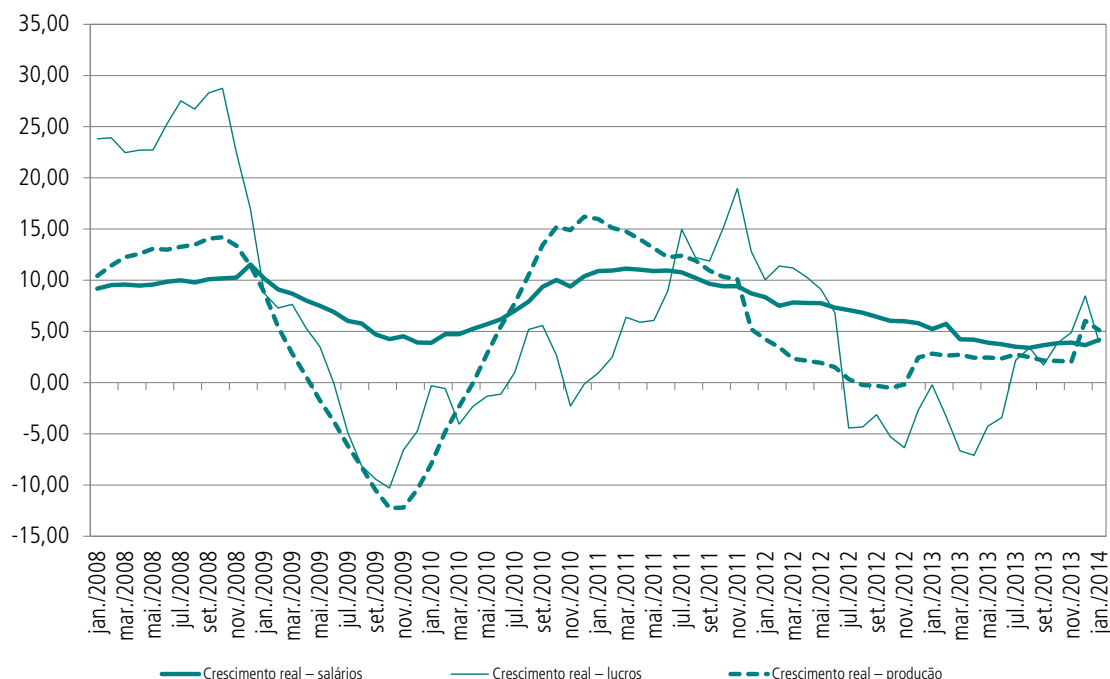
A desagregação das receitas federais é apresentada na tabela 6.4. Os destaques pelo lado positivo são as receitas provenientes da tributação sobre os grupos salários, lucros, produção e importação. O desempenho dos três primeiros, em particular, é fundamental para a dinâmica do comportamento total das receitas primárias, visto que, juntos, representam 75% de toda a receita primária federal total (RPFT). O gráfico 6.3 apresenta a evolução da taxa de crescimento em doze meses destes principais grupos de receita nos últimos cinco anos.

A despeito da estabilização da taxa de desemprego metropolitano, do crescimento menor da massa salarial e das desonerações sobre a folha de pagamentos, a tributação sobre os salários teve um crescimento real de 4,4% no quarto trimestre em relação ao mesmo trimestre do ano anterior e um aumento real de 3,66% ao final de 2013, no acumulado em doze meses – foram criados, afinal, 1,1 milhão de empregos formais no último ano. Por outro lado, os grupos lucros e produção vinham exibindo baixas taxas de crescimento ao longo do ano. Como já mencionado, isto ocorreu tanto por conta do programa de desonerações – que privilegiou os tributos sobre a produção, notadamente o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), a Contribuição para o Programa de Integração Social (PIS), a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) – quanto pelo baixo desempenho da atividade econômica. Entretanto, no quarto trimestre de 2013 houve um forte crescimento destas receitas devido ao programa de refinanciamento de dívidas tributárias (*Refis da crise*). Com efeito, de acordo com a RFB, o PIS e a Cofins (55,54%) e o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) (35,20%) foram diretamente responsáveis por mais de 90% da arrecadação total – de cerca de R\$ 21,7 bilhões – com o Refis no final do ano passado. Por isso as arrecadações dos tributos sobre lucros e produção, no acumulado em doze meses, fecharam 2013 com aumentos reais de 8,46% e 6,04%, respectivamente.

GRÁFICO 6.3

Evolução dos principais componentes das RPFTs: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (2008-2014)

(Em %)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O crescimento das receitas oriundas do grupo importação ao longo de todo o ano de 2013 refletiu, por seu turno, o aumento do valor em reais das importações, enquanto o grupo dividendos, concessões, FSB e Petrobras caiu em termos reais no ano passado. O forte crescimento das receitas com concessões – incrementado pelo recebimento pelo governo de um bônus de R\$ 15 bilhões no leilão do campo petrolífero de Libra ocorrido em novembro passado – foi menos que suficiente para compensar a queda nominal ocorrida nas receitas de dividendos e o fato de que o governo não auferiu qualquer receita do Fundo Soberano em 2013 (contra R\$ 12,7 bilhões “sacados” em 2012). Por fim, as receitas do grupo operações financeiras fecharam o ano em queda em relação a 2012 em função das reduções de IOF praticadas no ano.

TABELA 6.4

Desempenho das receitas primárias federais – totais e desagregadas por componentes: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (2012-2013)

(Em %)

Período	RPFT	Salários (IRPF trabalho + salário-educação + previdência)	Lucros (CSLL + IRPJ)	Produção (Cofins + PIS/ PASEP + IPI)	Importação	Operações financeiras (CPMF + IOF)	Dividendos, concessões, FSB e Petrobras	Outras
1º trimestre/2012	7,55	7,32	13,49	0,96	11,24	15,04	46,04	5,50
2º trimestre/2012	-0,99	7,18	-6,84	4,07	16,84	-7,80	-61,61	-5,83
3º trimestre/2012	-1,90	4,71	-19,48	1,17	10,66	-18,25	61,20	-12,06
4º trimestre/2012	6,89	4,40	-0,11	3,62	4,50	-16,00	330,52	-6,42
1º trimestre/2013	-2,24	0,85	-1,00	2,11	11,23	-17,61	-81,09	-6,19
2º trimestre/2013	4,39	4,97	9,30	2,55	8,87	-10,55	156,12	-5,87
3º trimestre/2013	2,58	4,29	0,50	0,33	15,98	-8,27	-13,39	9,79
4º trimestre/2013	8,64	4,40	28,53	18,53	13,74	-4,22	-23,08	1,97
Em proporção da RPFT	-	34,24	16,10	25,35	3,17	2,48	3,33	15,33
Em proporção do PIB	25,19	8,63	4,06	6,38	0,80	0,63	0,84	3,86
Taxas anuais reais de crescimento								
2011	10,41	8,72	12,82	5,22	18,68	12,15	-59,57	18,33
2012	1,31	5,81	-2,68	2,46	10,48	-7,91	67,18	-4,88
2013	4,15	3,66	8,46	6,04	12,57	-10,36	-13,01	-0,86

Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: IRPF significa Imposto de Renda da Pessoa Física; PASEP, Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público; e CPMF, Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira.

Tão ou mais importantes que o desempenho passado são, naturalmente, as perspectivas futuras das receitas federais ao longo de 2014. Neste sentido, cumpre notar que as projeções apresentadas no Decreto nº 8.197 (anexo VIII) são compatíveis com as produzidas independentemente pela Dimac/Ipea, com base em modelos de séries temporais.

Quanto à desagregação das despesas primárias federais totais (DPFTs), nota-se que o seu aumento tem sido crescentemente influenciado pelo comportamento das despesas com transferências às famílias (tabela 6.5). Com efeito, no ano passado a taxa de crescimento real com transferências às famílias foi de 6,6%, e a das DPFTs, de 6,9%. Em grande medida, isto se deve ao peso cada vez maior destas transferências no total das DPFTs – que já atinge a casa dos 44%.

TABELA 6.5

Desempenho das despesas primárias federais – totais e desagregadas por componentes: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (2012-2013)

(Em %)

Período	DPFT ¹	Pessoal e encargos sociais	Transferências às famílias	Subsídios e subvenções econômicas	PAC e demais investimentos	Outras despesas de custeio e capital (exclusive PBF e PAC e demais investimentos)	Outras	Transferências totais aos estados e municípios
1º trimestre/2012	5,81	-2,35	8,05	57,41	23,94	1,76	-1,86	3,99
2º trimestre/2012	7,63	-2,47	8,70	23,04	40,84	5,54	-5,32	2,50
3º trimestre/2012	5,11	-1,15	7,68	-71,38	9,83	10,19	-0,71	-3,99
4º trimestre/2012	3,49	-0,28	6,34	-12,63	-13,63	12,35	-4,13	-3,68
1º trimestre/2013	4,88	-2,06	9,08	-36,26	5,48	8,20	4,37	0,27
2º trimestre/2013	7,09	4,13	7,51	-12,67	-5,50	18,57	11,65	-4,48
3º trimestre/2013	8,01	4,11	5,84	121,76	5,26	8,47	243,23	7,69
4º trimestre/2013	7,49	3,91	4,65	-19,34	7,48	14,52	151,58	-6,47
Em proporção da DPFT	-	21,31	44,13	1,36	9,29	22,52	1,38	-
Em proporção do PIB	19,19	4,24	9,56	0,22	1,38	3,47	0,32	4,06
Taxas anuais reais de crescimento								
2011	3,33	1,03	4,52	22,38	1,44	1,79	25,46	15,08
2012	5,44	-1,54	7,65	2,17	11,57	7,47	-3,14	-0,23
2013	6,92	2,56	6,65	-15,62	2,71	12,51	109,22	-1,35

Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: ¹ Exclui o FSB e a capitalização da Petrobras.

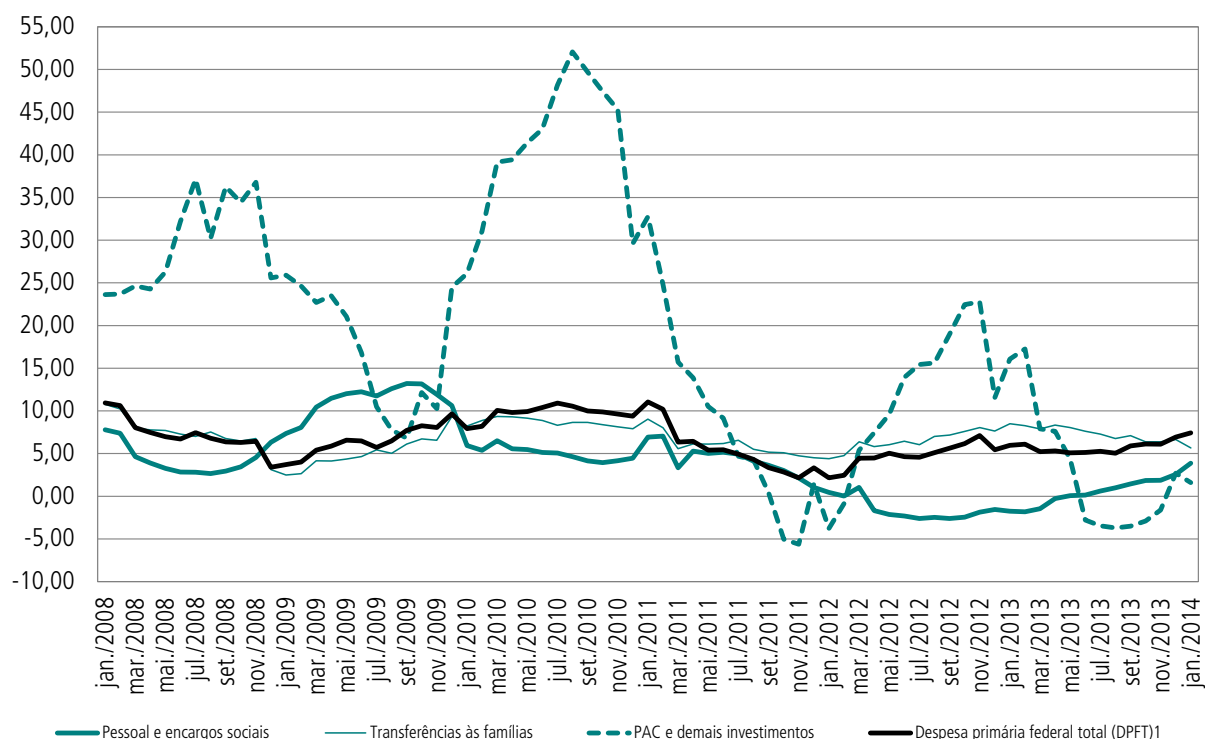
O grupo pessoal e encargos sociais teve um crescimento real em 2013 de 2,56% e de 3,9% no último trimestre de 2013 em relação ao mesmo período em 2012, enquanto o grupo PAC e demais investimentos teve alta de 2,7% no ano, apenas ligeiramente superior à taxa de crescimento do PIB (2,3%). Juntos, os grupos transferências às famílias, pessoal e encargos sociais, e investimentos e PAC compõem cerca de 75% do total da DPFT. O gráfico 6.4 apresenta a evolução da taxa de crescimento em doze meses destes principais grupos da despesa primária nos últimos cinco anos. Destaca-se o ritmo razoavelmente estável de expansão das despesas com transferências às famílias – afetado pela evolução do salário mínimo (SM) e por significativo crescimento do número de benefícios, e bastante próximo do ritmo de crescimento da despesa total.

As elevadas taxas de crescimento verificadas no heterogêneo grupo outras despesas de custeio e capital exclusive PAC, investimentos e Programa Bolsa Família (PBF), por seu turno, aparentemente se devem a dois fatores básicos. Primeiro, a substituição da tributação sobre a folha de pagamentos pela tributação sobre o faturamento de diversos setores econômicos, regulamentada pelas Leis nº 12.546/2011 e nº 12.715/2012, criou a necessidade de o Tesouro compensar o Regime Geral da Previdência Social (RGPS), cujas receitas estão associadas primordialmente à tributação sobre a folha de pagamentos. Estas compensações – essencialmente contábeis, ou seja, dinheiro que o governo paga a si mesmo – passaram de menos de R\$ 2 bilhões em 2012 para R\$ 9 bilhões em 2013, de acordo com dados do sistema SigaBrasil do Senado Federal. Em segundo lugar, vários itens classificados nesta rubrica, essencialmente residual, sofreram aumentos significativos, notadamente os gastos com saúde (medicamentos e serviços médico-hospitalares), com auxílios a pesquisadores e estudantes de pós-graduação e com sentenças judiciais.

GRÁFICO 6.4

Evolução dos principais componentes das DPFTs: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, no acumulado em doze meses (2008-2014)

(Em %)



Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Dito isto, reitera-se que o principal fato relacionado à dinâmica recente das despesas públicas federais é o crescimento das transferências públicas às famílias. Estas são detalhadas na tabela 6.6, cujos dados deixam claro o maior crescimento relativo das transferências que afetam mais diretamente as camadas menos favorecidas da população – particularmente os gastos com o PBF e com os benefícios de prestação continuada (BPCs) previstos na Lei Orgânica da Assistência Social (Loas). Mas são dignas de nota, também, as taxas de crescimento das despesas com o RGPS e com o abono salarial e o seguro-desemprego.

Cumprir registrar ainda a redução das transferências federais aos entes subnacionais ocorrida em 2013 – que vem tendo um impacto importante sobre a dinâmica recente das finanças públicas destes governos. De acordo com a STN, o valor real das transferências aos estados e aos municípios foi menor em 2013 que o verificado em 2012. Isto ocorreu em grande medida por conta do baixo dinamismo da arrecadação do IPI, mas é importante destacar também as quedas de 15,7% dos recursos do Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais de Educação (FUNDEB); de 2,9% do salário-educação; e de 2,4% dos *royalties* transferidos aos governos regionais.

TABELA 6.6

Desempenho das transferências federais às famílias (exclusive de servidores inativos) – totais e desagregadas por componentes: taxa de crescimento dos valores reais, deflacionados pelo IPCA, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (2012-2013)

(Em %)

Período	Transferências às famílias (1)+(2)+(3)+(4)	Benefícios do RGPS (1)	Abono e seguro- desemprego (2)	Benefícios da Loas e da RMV (3)	PBF (4)
1ª trimestre/2012	8,05	6,90	5,98	11,95	25,16
2ª trimestre/2012	8,70	7,43	19,37	12,84	7,88
3ª trimestre/2012	7,68	7,26	4,96	12,54	16,57
4ª trimestre/2012	6,34	5,45	6,38	7,85	19,13
1ª trimestre/2013	9,08	7,52	21,69	6,85	18,36
2ª trimestre/2013	7,51	6,50	8,56	10,67	17,03
3ª trimestre/2013	5,84	5,48	7,00	7,31	6,31
4ª trimestre/2013	4,65	5,55	-3,60	7,44	1,52
Em proporção das transferências às famílias	-	73,24	14,13	7,43	5,20
Em proporção do PIB	9,56	7,41	0,96	0,69	0,50
Taxas anuais reais de crescimento					
2011	4,52	3,53	7,45	5,05	15,85
2012	7,65	6,73	8,01	11,30	16,88
2013	6,65	6,21	7,26	8,08	10,32

Fonte: STN.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: RMV significa renda mensal vitalícia.

GOVERNOS SUBNACIONAIS

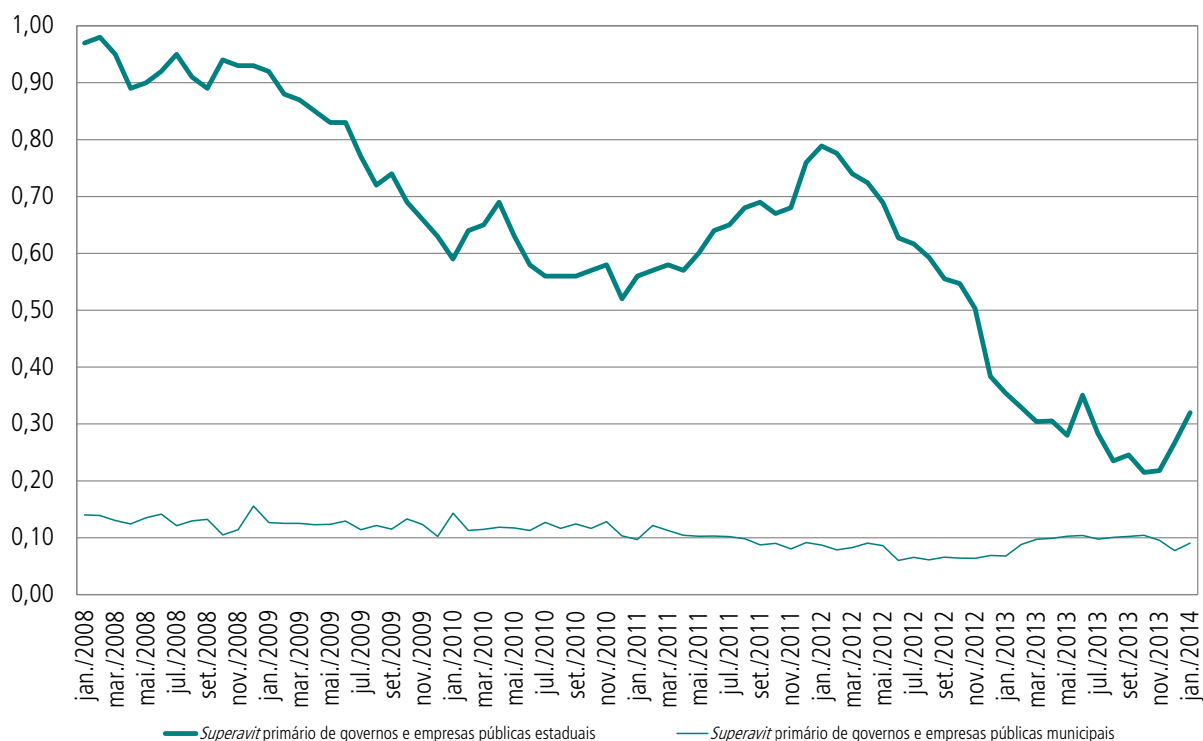
Um fato estilizado clássico da dinâmica das finanças públicas brasileiras é a pequena importância relativa da contribuição dos municípios para o *superavit* primário do setor público consolidado. Outro, relativamente mais recente, é a progressiva deterioração do *superavit* primário dos estados desde a eclosão da crise mundial de 2008. Ambos aparecem claramente no gráfico 6.5.

Em edições passadas da *Carta de conjuntura*, argumentou-se que a deterioração do *superavit* primário dos estados resultava da combinação de um crescimento relativamente modesto das receitas estaduais com um crescimento bastante rápido dos gastos primários. Para o fraco crescimento das receitas tem contribuído o baixo dinamismo das transferências federais aos estados nos últimos anos. Por seu turno, o incremento dos gastos primários tem ocorrido especialmente com pessoal e encargos sociais, desde 2010 e, a partir de 2013, diante da proximidade do final dos mandatos, também com investimentos. Registre-se, adicionalmente, que as outras despesas correntes estaduais – isto é, as despesas aproximadas dos estados com compras de bens e serviços exclusive bens de capital – vinham tendo um crescimento bem mais modesto, menor mesmo que o das receitas, desde 2011, que quase se tornou negativo em 2013. Os dados mais recentes – resultado de um esforço de pesquisa conjunto entre técnicos da Dimac/Ipea e da STN –, apresentados na tabela 6.7, essencialmente corroboram este diagnóstico básico.

GRÁFICO 6.5

Superavit primário dos estados e dos municípios brasileiros (inclusive empresas estatais), acumulado nos últimos doze meses (2008-2014)

(Em % do PIB acumulado nos últimos doze meses)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 6.7

Itens selecionados de receitas e despesas primárias dos estados: taxa de crescimento real deflacionada pelo IPCA (2013)

(Em %)

	Crescimento real	Peso no agregado (de despesa ou receita) relevante
Receita total	3,45	-
IRRF	12,62	3,02
IPVA	0,06	3,95
ICMS	1,69	48,85
Outras receitas tributárias e de contribuições	6,76	10,94
Transferências correntes	-0,23	20,45
Outras receitas correntes	22,97	9,65
Despesa total	5,53	-
Pessoal e encargos	11,76	49,45
Investimento	30,91	7,68
Transferências aos municípios	2,71	15,00
Outras despesas correntes	-10,43	26,14

Fonte: Ipea/Dimac/Coordenação de Finanças Públicas.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Obs.: ICMS significa Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços; IPVA, Imposto sobre Veículos Automotores.

Dados da Pesquisa de Informações Básicas Estaduais (ESTADIC) do IBGE mostram uma redução de 0,3% na quantidade de servidores públicos ativos nas administrações públicas direta e indireta estaduais em 2013, de modo que o crescimento nas despesas estaduais com pessoal e encargos sociais certamente se deve em grande medida a aumentos salariais dados aos funcionários públicos ativos. Dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD/IBGE) até 2012, por sua vez, sugerem que o perfil dos funcionários públicos estaduais está mudando, com a participação crescente de profissionais na área de saúde pública – relativamente mais bem remunerados que a média. Outro vetor de aumento das despesas com pessoal e encargos sociais estaduais tem sido os repasses crescentes destes governos para os seus regimes próprios de previdência social, tal como medidos no anexo relevante dos relatórios resumidos de execução orçamentária destes entes. Por fim, a modesta expansão das outras despesas correntes e o rápido crescimento das outras receitas correntes sugerem que os estados têm procurado manter alguma disciplina fiscal, a despeito das pressões salariais que têm sofrido. De todo modo, estudos mais aprofundados são necessários para que se tenha um quadro mais claro da real situação fiscal dos estados brasileiros.

DÍVIDA PÚBLICA

A dívida líquida do setor público (DLSP) encerrou 2013 no patamar de 33,8% do PIB, com queda de 1,5 ponto percentual (p.p.) em relação ao ano anterior (gráfico 6.6). Conforme aponta o BCB,² os principais fatores que influenciaram positivamente este resultado foram: *i*) o crescimento do PIB no ano, contribuindo em 3 p.p. para esta queda; *ii*) o *superavit* primário obtido, com redução de 1,9 p.p.; *iii*) o reconhecimento líquido de ativos, reduzindo a DLSP em 0,1 p.p.; e *iv*) a desvalorização cambial de 14,6% no ano, contribuindo para uma queda de 2 p.p. Por sua vez, contribuíram para aumentar a DLSP: *i*) os juros nominais apropriados, 5,2 p.p.; e *ii*) o ajuste de cestas de moeda, 0,4 p.p.

GRÁFICO 6.6
Evolução da DLSP (2008-2014)



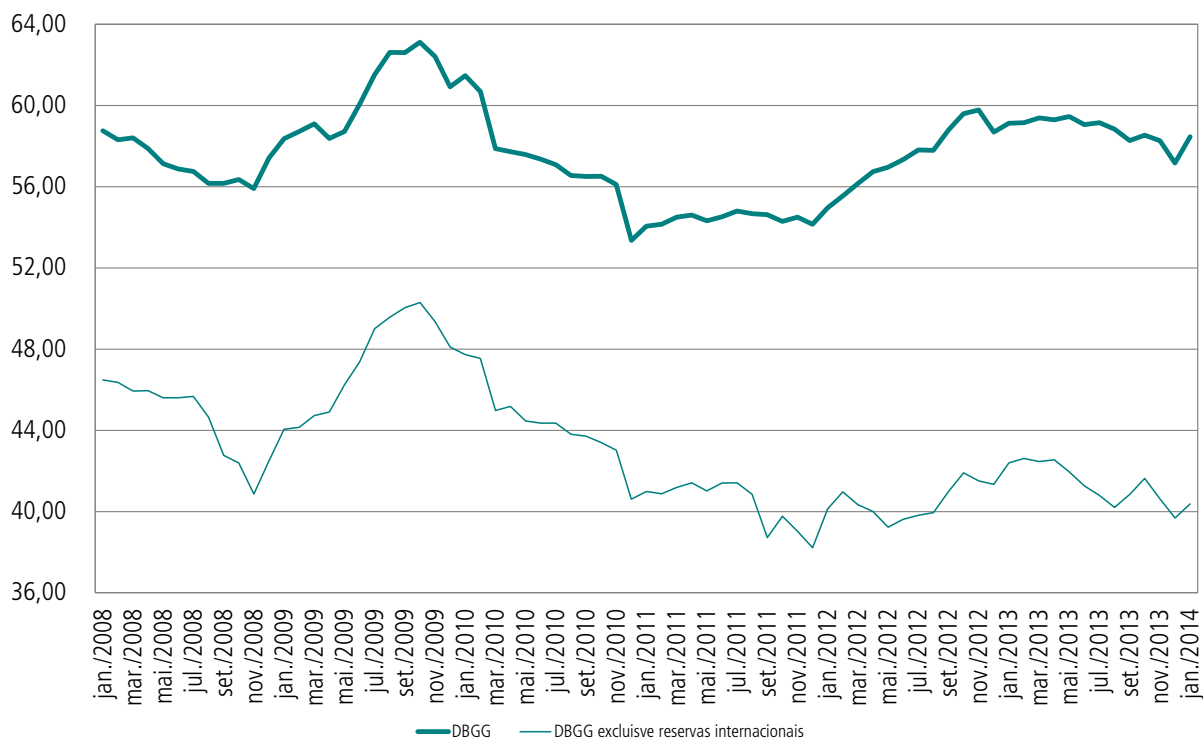
Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

2. BCB – Banco Central do Brasil. *Política fiscal*. Brasília: 31 jan. 2014. (Notas econômico-financeiras para a imprensa).

A dívida bruta do governo geral (DBGG) também fechou 2013 em queda. Isto ocorreu, principalmente, em função da redução das operações compromissadas realizadas no ano. A DBGG atingiu R\$ 2,75 trilhões em dezembro último, ou seja, 57,2% do PIB. A dinâmica da DBGG há tempos tem seguido basicamente os movimentos das operações compromissadas e da aquisição de reservas por parte do BCB. Nesse sentido, pode-se ver no gráfico 6.7 a relação DBGG/PIB excluindo-se as reservas internacionais do cálculo. Por esta ótica, a DBGG se encontra em torno de 40% do PIB.

GRÁFICO 6.7
Evolução da DBGG (2008-2014)
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

7 ECONOMIA MUNDIAL

SUMÁRIO

A situação econômica mundial evoluiu de maneira favorável no final de 2013, consolidando sinais de recuperação do crescimento nos países desenvolvidos. Mesmo que o desempenho econômico desses países nos primeiros meses de 2014 tenha se revelado menos dinâmico, as perspectivas se mantêm favoráveis a uma aceleração do crescimento este ano. Do ponto de vista dos mercados emergentes, contudo, uma situação já instável ao longo de 2013 degenerou em uma “quase crise” no início de 2014, diante da fuga de capitais decorrente da perspectiva de reversão do quadro de abundante liquidez financeira internacional que vigorou desde 2009. Para esses países, cuja taxa de crescimento já vinha desacelerando, a mudança de sinal da política monetária norte-americana foi um choque anunciado que implicou mudanças nas políticas econômicas domésticas visando principalmente neutralizar os efeitos das fortes desvalorizações cambiais ocorridas em janeiro e fevereiro. Isso significou, entre outras coisas, elevação das taxas de juros e adoção de uma política fiscal mais contracionista para reduzir as necessidades de financiamento externo e manter os fluxos de capital. Como decorrência, as perspectivas de crescimento nesses países também acabaram sendo ainda mais negativamente afetadas.

A instabilidade financeira das primeiras semanas do ano foi ainda intensificada pela deterioração na Argentina, onde o peso passou por acentuada desvalorização. A partir de meados de fevereiro, contudo, houve uma acomodação nesse quadro extremamente volátil. Por um lado, contribuiu para a redução da instabilidade a reação, já mencionada, da política econômica dos países afetados. Por outro, dados de atividade econômica nos Estados Unidos divulgados no período mostraram um quadro menos positivo que o esperado, amenizando um pouco as expectativas relativas ao ritmo de reversão da política de afrouxamento do Federal Reserve (FED). Não obstante, o ambiente ainda permanece carregado de incertezas, especialmente pelas dúvidas que ressurgiram mais recentemente quanto ao desempenho da China diante de dados de atividade econômica que indicam desaceleração do crescimento.

O Fundo Monetário Internacional (FMI), na atualização de janeiro de seu Panorama da Economia Mundial (*World Economic Outlook – WEO*), reviu ligeiramente para cima o crescimento da economia mundial em 2014, para 3,7% (3,6% no WEO de outubro de 2013). Essa perspectiva representa uma aceleração em relação ao desempenho dos dois anos anteriores, quando a economia mundial cresceu em média 3% ao ano (a.a.). A maior contribuição para essa aceleração virá dos países desenvolvidos, cujo crescimento deve passar de uma média de 1,4% a.a. em 2012-2013 para 2,2% em 2014 – projeção revista para cima em 0,2 ponto percentual (p.p.) relativamente ao WEO de outubro de 2013.

No caso dos países emergentes e em desenvolvimento, também se projeta uma aceleração do crescimento: de 4,8% a.a. em 2012-2013 para 5,1% em 2014. Porém, além de menos intensa do que no caso dos países desenvolvidos, essa aceleração parece mais sujeita a incertezas diante dos eventos recentes. De qualquer modo, a contribuição dos países emergentes e em desenvolvimento para o crescimento da economia mundial continuará superior a 70%.

Para 2015, a perspectiva é de que a economia mundial continue acelerando, com crescimento projetado de 3,9%, resultado de expansão de 2,3% nos países avançados e de 5,4% nos países emergentes e em desenvolvimento.

Do ponto de vista do comércio mundial, a perspectiva, segundo o FMI, é de aceleração do crescimento, projetando-se aumento de 4,5% do volume de importações de bens e serviços em 2014 e de 5,2% em 2015, ante 2,7% a.a. em média em 2012 e 2013. Vale notar que houve redução nessas projeções em relação ao WEO de outubro de 2013 – de –0,5 e –0,3 p.p., respectivamente –, possivelmente refletindo a percepção de que a recuperação recente da economia mundial vem se dando com menor impacto sobre os fluxos internacionais de comércio. Por sua vez, seja pela perspectiva de redução da liquidez internacional à medida que avançar o processo de *tapering* (isto é, redução das compras de ativos pelo FED, nos Estados Unidos) seja pela desaceleração do crescimento na China, grande consumidora de matérias-primas e alimentos, as projeções do FMI apontam para uma queda de preços de *commodities* no mercado internacional, particularmente das *commodities* não petróleo, cuja variação projetada é de –6,1% em 2014 e –2,4% em 2015.

A tabela a seguir resume as projeções da atualização de janeiro do WEO, enquanto o restante da seção comenta a situação de alguns países específicos, importantes por seu peso para a economia mundial.

TABELA 7.1
Crescimento do PIB: observado e projeções do FMI
(Em %)

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

Fonte: FMI.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

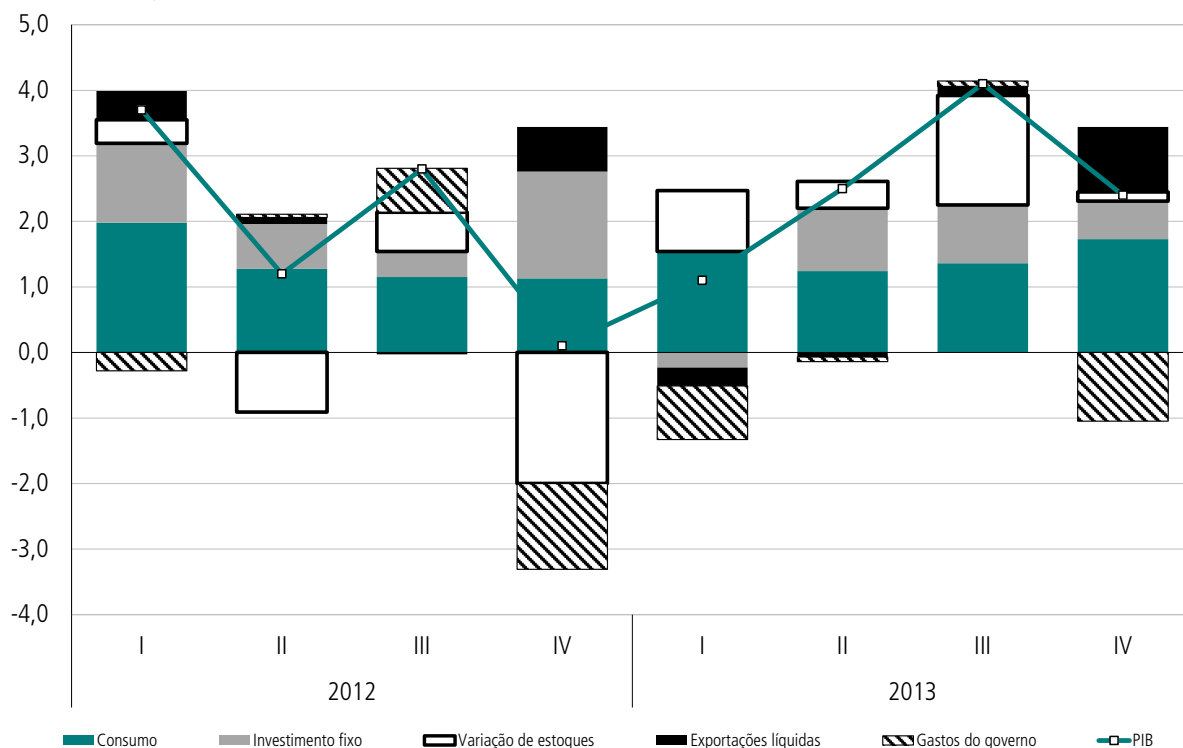
ESTADOS UNIDOS

As razões para o otimismo em relação ao crescimento da economia norte-americana podem ser encontradas no desempenho da segunda metade de 2013. Embora o crescimento médio no ano como um todo tenha sido quase um p.p. menor do que em 2012 (1,9%, contra 2,8%), houve forte aceleração entre o final de 2012, quando a variação anualizada do produto interno bruto (PIB) no último trimestre foi de apenas 0,1% a.a., e o terceiro trimestre de 2013, quando aquela variação atingiu 4,1% (gráfico 7.1). O último trimestre do ano passado voltou a registrar desaceleração, para 2,4% a.a., mas esse resultado foi bastante influenciado pelo impasse em torno da aprovação do orçamento do governo federal, que acabou levando à paralisação de diversas atividades governamentais. A contribuição dos gastos do governo para o PIB do quarto trimestre de 2013 foi de –1,05 p.p.

GRÁFICO 7.1

Estados Unidos: contribuições à variação trimestral do PIB

(Dados com ajuste sazonal e anualizados)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

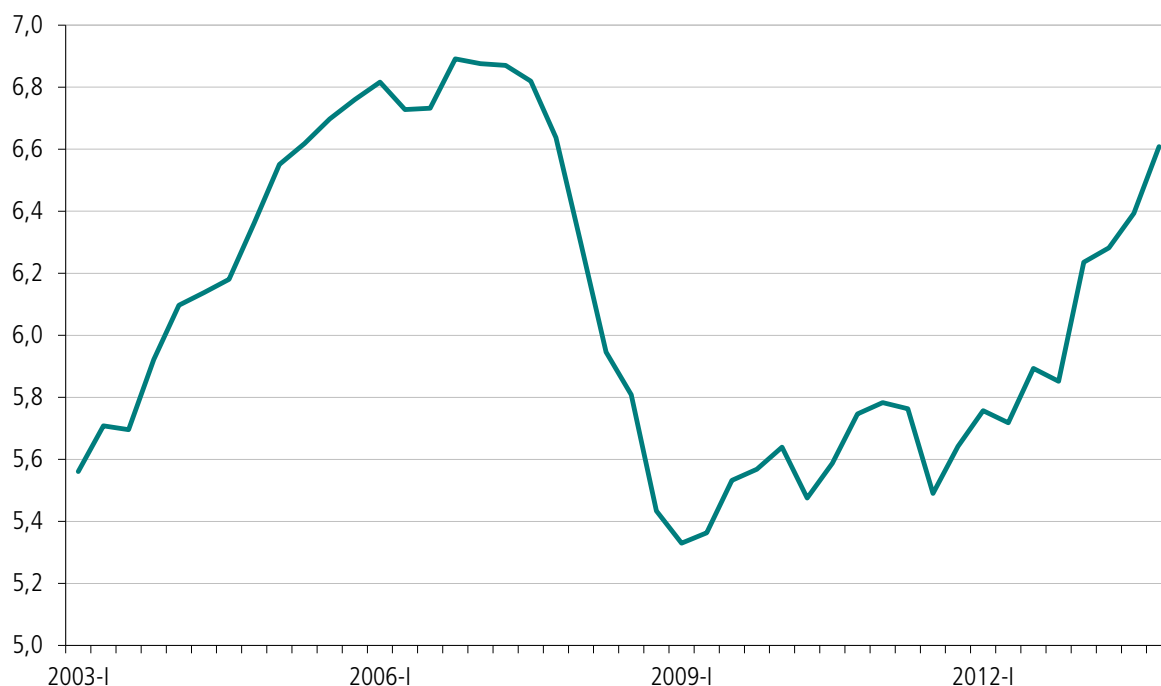
Essa aceleração do crescimento ao longo de 2013 refletiu desempenhos favoráveis tanto do consumo quanto do investimento. No caso do consumo, a taxa média de crescimento no ano foi inferior à de 2012, mas houve uma aceleração a partir do segundo trimestre, de modo que, no último trimestre, o crescimento alcançou 2,6%, a taxa mais elevada desde o início de 2011. No caso do investimento fixo, a trajetória foi inversa à do consumo, com a taxa de crescimento declinando a partir do segundo trimestre, embora se mantendo relativamente elevada. O fato a destacar, no entanto, é o desempenho do investimento residencial, cujo crescimento em 2013 (12,1%) sustentou a recuperação iniciada no ano anterior, quando a variação havia sido de 12,9%. Por fim, vale notar que houve também uma contribuição positiva da variação de estoques para o crescimento de 2013 (0,17 p.p.), a exemplo do que já havia ocorrido em 2012 (0,20 p.p.).

Como visto acima, os gastos do governo vêm puxando para baixo o crescimento diante dos impasses relacionados à aprovação do orçamento e à ampliação dos limites da dívida pública. Essa contribuição já havia sido negativa em 2011 e 2012 (-0,7 p.p. e -0,2 p.p., respectivamente), e voltou a sê-lo em 2013 (-0,4 p.p.), com ênfase no quarto trimestre. Esse movimento reflete a preocupação em implantar uma política fiscal de longo prazo que assegure a sustentabilidade da dívida pública, ainda que ao custo de algum sacrifício em termos de crescimento no curto prazo. As projeções do *Congressional Budget Office* (CBO), escritório do Congresso norte-americano para questões de orçamento, são de que o *deficit* de 4,1% do PIB registrado em 2013 se reduza até 2015, para 2,6%, voltando a crescer a partir daí para a faixa de 4% em meados da década de 2020. A dívida pública em poder do público, atualmente de 72% do PIB, permaneceria em torno desse patamar nos próximos anos, mas cresceria na década de 2020, para cerca de 80% do PIB, devido a pressões sobre o sistema previdenciário.

O comportamento favorável do consumo para o crescimento a partir do primeiro trimestre de 2013 decorre, entre outros fatores, da recomposição do balanço das famílias, com aumento do seu patrimônio líquido em proporção à sua renda disponível. Esse processo, por seu turno, reflete o aumento do valor dos ativos, em particular do mercado acionário e, mais recentemente, do valor dos imóveis residenciais. O gráfico 7.2 mostra a evolução do patrimônio líquido das famílias nos últimos dez anos: nota-se uma queda acentuada após a crise que começa em 2007, de um valor próximo a sete vezes à renda disponível para algo próximo a cinco. O movimento de recomposição começou já em 2009, mas foi errático até o terceiro trimestre de 2011, quando ganhou impulso, aprofundando-se ao longo do último ano.

GRÁFICO 7.2

Estados Unidos: patrimônio líquido das famílias – em relação à renda disponível

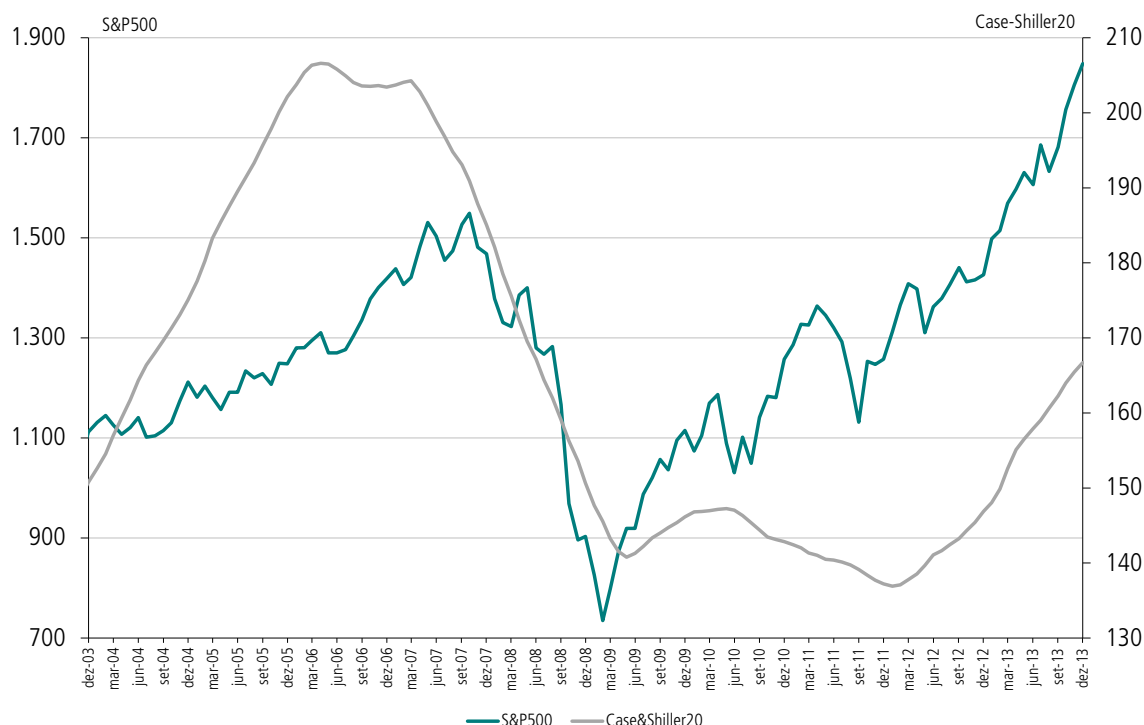


Fonte: BEA.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O gráfico 7.3 mostra a trajetória do preço dos principais ativos que compõem o balanço das famílias: ações (medido pelo índice S&P 500) e imóveis (índice Case & Shiller20). No final de 2013, as ações representavam 32% dos ativos das famílias, e os imóveis, 23%. Do início de 2009 ao final de 2013, o mercado acionário valorizou 150%, com aproximadamente dois terços dessa valorização ocorrendo a partir do terceiro trimestre de 2011. O preço dos imóveis reagiu mais lentamente, recuperando-se apenas a partir de 2012, acumulando desde então valorização de 22%, o que equivale a cerca de metade da perda realizada desde o pico registrado no início de 2007.

GRÁFICO 7.3
Estados Unidos: mercado acionário e preço dos imóveis



Fonte: Standard & Poor's (S&P).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Essa valorização dos ativos das famílias está estreitamente relacionada à política monetária seguida após a crise financeira de 2008. Esta política implicou uma taxa de juros muito próxima de zero e políticas de expansão quantitativa via aquisição de ativos pelo FED – títulos de longo prazo do Tesouro americano e títulos lastreados por hipotecas – que triplicou o valor de seu balanço. A liquidez criada nesse processo acabou por alimentar os mercados de ativos – incluindo os mercados emergentes – e certamente foi um fator decisivo para permitir que o efeito riqueza, associado à valorização observada, contribuísse para estimular a demanda de consumo.

Desde meados do ano passado, contudo, o FED vinha sinalizando uma reversão gradual dessa política, mudança que se concretizou a partir de dezembro, com a redução do volume mensal de aquisição de ativos. Dois fatores parecem ter influenciado a decisão: dados positivos da economia americana, especialmente no mercado de trabalho, e a avaliação de que cresciam os riscos de formação de bolhas nos mercados de ativos, além do temor de um eventual efeito inflacionário no futuro – possivelmente distante, dadas as defasagens com que opera a política monetária.

Em relação ao primeiro ponto, a criação de postos de trabalho ao longo de 2013 vinha sendo próxima de 200 mil por mês, média semelhante à observada entre 2004 e 2006. Além disso, a taxa de desemprego já se reduzira de um pico de 10% em outubro de 2009 para 6,7% em dezembro. No entanto, parte dessa queda da taxa de desemprego refletiu uma redução expressiva da taxa de participação – de 66% antes da crise para menos de 63% em dezembro último –, havendo incerteza em relação à parcela dessa redução que seria permanente. Por isso, é razoável esperar um comportamento bastante cauteloso por parte do FED no que se refere à retirada dos estímulos atualmente em vigor.

Da mesma forma, o comportamento recente bastante contido da inflação – com o índice cheio acumulando variação de 1% em doze meses até fevereiro último, e o núcleo, aumento de 1,5% – reforça bastante a perspectiva de uma normalização gradual da política monetária norte-americana. O gráfico 7.4 mostra a trajetória recente da taxa de juros dos títulos de dez anos do Tesouro norte-americano. Observa-se que, a partir do segundo trimestre do ano passado, essas taxas passaram a subir de forma acentuada em relação aos patamares extremamente baixos em que se encontravam, aproximando-se de 3% a.a. No entanto, diante da percepção de que o FED será bastante cauteloso com a normalização das condições monetárias, as taxas voltaram a recuar, oscilando nos dois últimos meses em torno de 2,7% a.a.

GRÁFICO 7.4
Taxa de juros: títulos do Tesouro norte-americano de dez anos
 (Em % a.a.)



Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED).

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

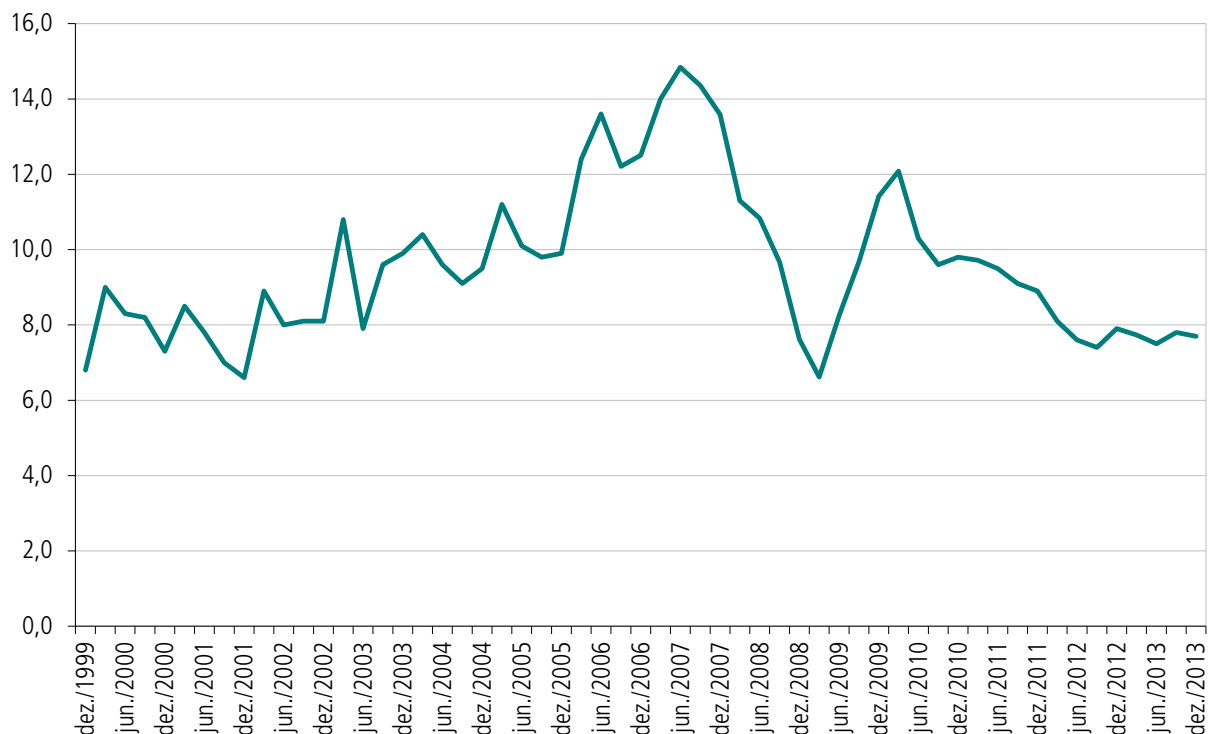
CHINA

Embora o crescimento da economia chinesa no último trimestre de 2013 tenha sido relativamente elevado, de 7,7% ante igual trimestre de 2012, acentuaram-se as dúvidas quanto à real intensidade da desaceleração da atividade econômica. Essa desaceleração começou em meados de 2007, quando o crescimento atingiu quase 15% a.a., acentuou-se durante a crise de 2008, mas foi revertida em função das medidas de estímulo adotadas em 2009 – centradas em forte expansão do crédito e uma ampliação do gasto público equivalente a 12% do PIB em dois anos. Como decorrência, o crescimento voltou a acelerar, atingindo 12% no início de 2010, quando começa nova desaceleração. Desde o terceiro trimestre de 2012, o crescimento oscilou entre 7,5 e 8% a.a. (gráfico 7.5)

GRÁFICO 7.5

China: PIB trimestral – variação contra igual trimestre do ano anterior

(Em %)



Fonte: CEIC.

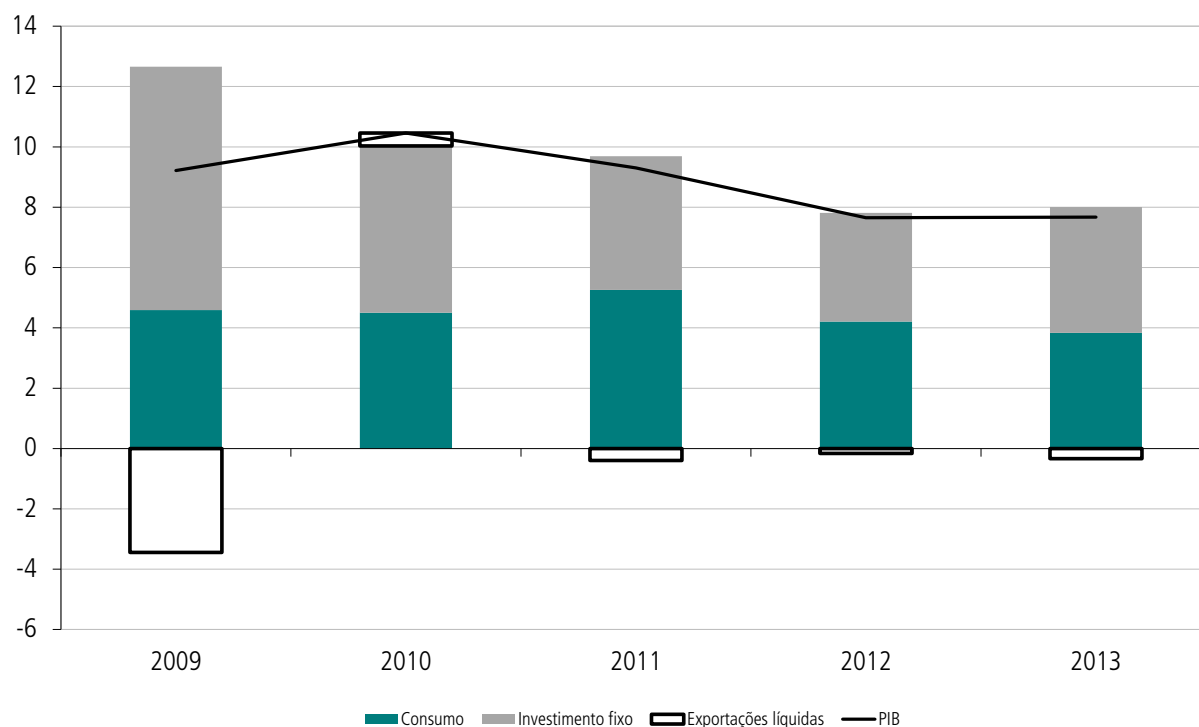
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O gráfico 7.6 mostra que o crescimento anual passou de 10,5% em 2010 para 7,7% em 2012 e 2013, ainda com forte contribuição do investimento e impacto ligeiramente negativo das exportações líquidas. Há, contudo, indicações de que o significativo impulso dado à economia em 2009 para contrapor-se à crise financeira internacional e ao encolhimento das exportações (a contribuição das exportações líquidas para o crescimento naquele ano foi de -3,5 p.p.) pode ter produzido excessos do ponto de vista do crédito e do investimento.

Os investimentos explicaram 88% do crescimento em 2009 e, apesar de sua contribuição percentual ao aumento do PIB ter diminuído, em 2013 ainda foram responsáveis por mais de 50% do crescimento. No entanto, o dinamismo do investimento parece vir se reduzindo, ao mesmo tempo em que tensões financeiras surgiram em decorrência de uma expansão aparentemente exagerada do crédito. Os dados mais recentes da economia chinesa sinalizam para uma redução do crescimento, não obstante a meta do governo de mantê-lo em torno de 7,5% a.a.

GRÁFICO 7.6

China: crescimento do PIB (% a.a.) e contribuições componentes da demanda (p.p.)



Fonte: CEIC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Assim, a produção industrial no período janeiro-fevereiro de 2014 cresceu 8,6% ante igual período do ano passado, contra taxas que oscilaram em torno de 10% a.a. ao longo de 2013. Da mesma forma, os investimentos em capital fixo cresceram 17,9% em janeiro-fevereiro de 2014, relativamente a igual período de 2013, quando cresciam acima de 20% no início do ano passado. As vendas no varejo aumentaram 11,8%, a menor taxa de variação em dez anos. Ou seja, há indicações de que a demanda doméstica vem perdendo ímpeto, tanto no que se refere ao consumo quanto ao investimento – neste caso, especialmente no setor imobiliário. O gráfico 7.7 ilustra o comportamento do investimento total e do residencial no período recente, indicando taxas de crescimento bem menores do que as observadas até o início de 2012 e, pelo menos no caso do investimento total, com tendência de declínio na margem.

Uma das causas da desaceleração recente parece ser um esforço deliberado de política econômica no sentido de corrigir os excessos de expansão de crédito observados no período pós-crise. O gráfico 7.8 mostra as taxas interanuais de variação do estoque de crédito, destacando-se a forte expansão após 2008. Esse crescimento teria gerado distorções na alocação de recursos e aumentado o risco do sistema financeiro, inclusive pelo recurso a mecanismos de financiamento não supervisionados pelo banco central chinês. Na margem, portanto, essa política de saneamento do sistema financeiro estaria gerando uma redução da taxa de expansão do crédito que, no entanto, continua bastante elevada.

GRÁFICO 7.7

China: Investimentos em ativos fixos – variação da média móvel de três meses ante igual período do ano anterior

(Em %)



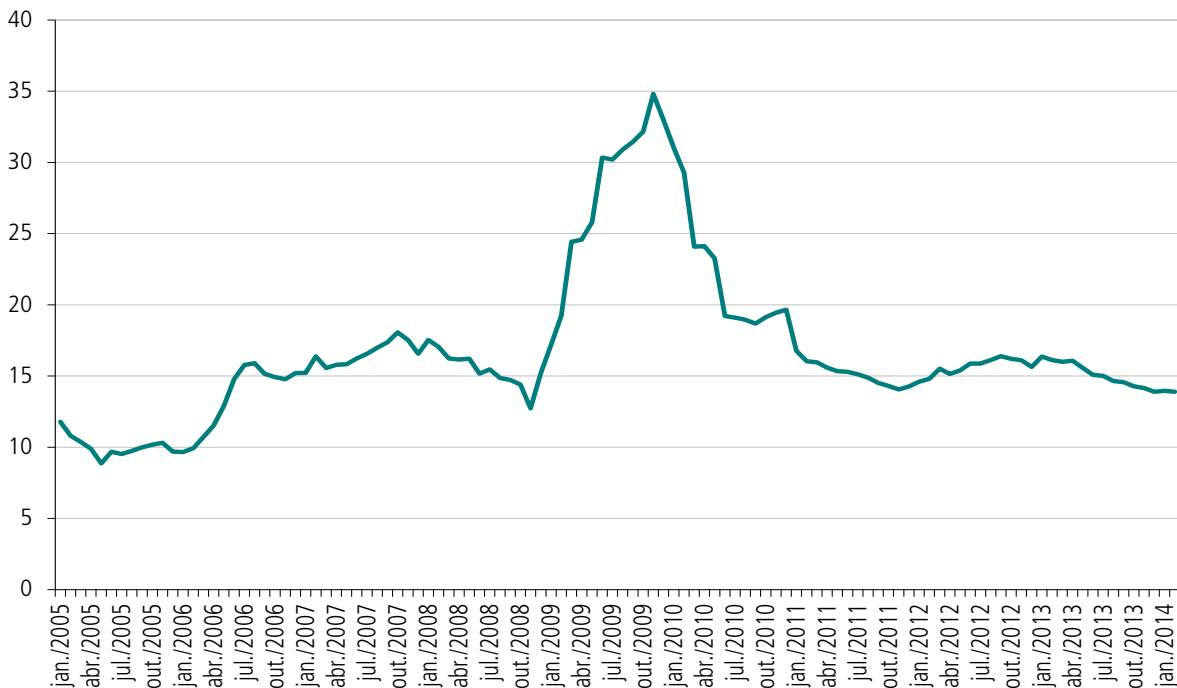
Fonte: CEIC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 7.8

China: estoque de crédito total – variação ante igual período do ano anterior

(Em %)

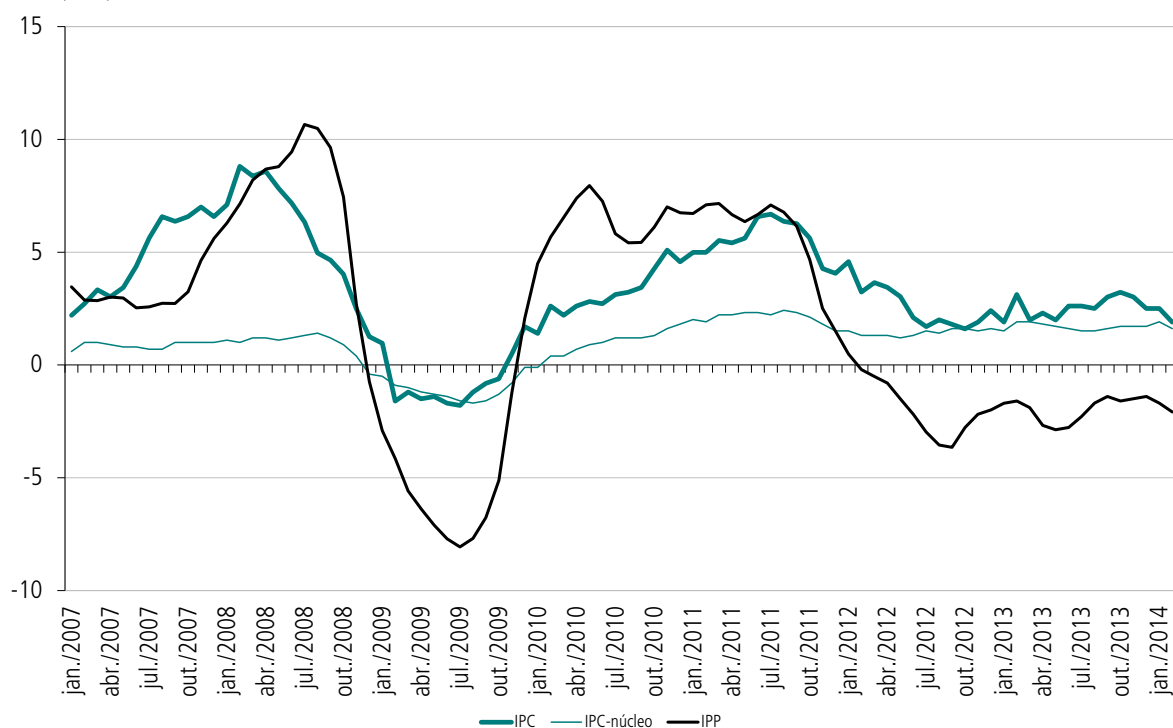


Fonte: CEIC.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Embora os dados recentes indiquem essa desaceleração, o cenário de uma queda muito acentuada do crescimento (*hard landing*) não parece ser o mais provável. Entre outros motivos, as taxas ainda baixas de inflação abrem espaço para uma política monetária acomodativa que assegure a continuidade do crescimento nos níveis atuais, ou que promova sua desaceleração de forma gradual. Como se pode ver no gráfico 7.9, a taxa de inflação tem se mantido estável no que se refere ao núcleo dos preços ao consumidor (isto é, excluindo alimentação e energia) e apresentado deflação sistemática nos preços ao produtor.

GRÁFICO 7.9
China: índice de inflação – variação acumulada em doze meses
 (Em %)



Fonte: CEIC

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Não obstante, a nova liderança chinesa que assumiu o comando do país no ano passado parece determinada a promover reformas na área financeira que aumentem a influência das forças de mercado na determinação das taxas de juros, de câmbio e na alocação do crédito. Esse processo, ainda que venha a promover maior eficiência a longo prazo, pode gerar instabilidade no curto prazo. O calote recente no pagamento dos juros de debêntures emitidas por uma firma de mineração por meio de um fundo financeiro não regulado (*trust fund*) parece indicar o sentido das mudanças em curso.

NOTAS TÉCNICAS

PRESSÃO INFLACIONÁRIA NO SETOR DE SERVIÇOS: DECOMPOSIÇÃO SETORIAL E IMPLICAÇÕES PARA O REGIME DE METAS

Thiago Sevilhano Martinez

PRODUTIVIDADE DO TRABALHO NOS SETORES FORMAL E INFORMAL: UMA AVALIAÇÃO DO PERÍODO RECENTE

Gabriel Coelho Squeff

A VOLATILIDADE DO FLUXO DE CAPITAL PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES

Katia Rocha
Ajax Moreira

NOTA TÉCNICA

PRESSÃO INFLACIONÁRIA NO SETOR DE SERVIÇOS: DECOMPOSIÇÃO SETORIAL E IMPLICAÇÕES PARA O REGIME DE METAS

Thiago Sevilhano Martinez*

1 INTRODUÇÃO

Nesta nota técnica, discute-se o papel dos serviços na composição da inflação brasileira e seus efeitos sobre a política monetária. Primeiramente, é apresentada a literatura novo-keynesiana de política monetária ótima sob mudanças de preços relativos. O principal resultado é que, se existe heterogeneidade setorial quanto à rigidez de preços, a reação da autoridade monetária a choques de preços relativos deve ser diferenciada conforme as características do setor, priorizando aqueles com preços mais rígidos.

A seguir, a influência relativa dos serviços sobre a inflação é comparada com a de outros três setores principais – alimentação e bebidas, produtos industriais e preços monitorados – do início do regime de metas ao final de 2013. Utiliza-se o Índice de Contribuição para o Desvio da Meta de Inflação (ICMI), um indicador que mede a contribuição de uma categoria de preços para o cumprimento da meta de inflação, cuja metodologia foi apresentada em nota técnica da *Carta de conjuntura*, n. 19, de junho de 2013. O ICMI também é empregado para decompor a pressão inflacionária dos serviços em subsetores.

Por fim, nas considerações finais, são discutidas as implicações da inflação de serviços para a condução do regime de metas de inflação à luz da literatura exposta.

2 PREÇOS RELATIVOS E POLÍTICA MONETÁRIA ÓTIMA EM MODELOS NOVO-KEYNESIANOS

A reação desejável da política monetária a mudanças de preços relativos é um tema bastante relevante para a configuração de regimes de metas de inflação. De início, fundamenta a própria discussão sobre qual deve ser o índice estabelecido como meta, se a inflação cheia ou um núcleo que expurgue preços mais voláteis. Entretanto, mesmo para o caso brasileiro, em que a meta é estabelecida para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) sem expurgo de nenhuma categoria de preços, o

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

Banco Central do Brasil (BCB) pode permitir desvios do centro da meta, dentro da banda de tolerância, para acomodar de forma diferenciada pressões inflacionárias de origens distintas. Conforme Armínio Fraga, presidente do BCB à época da implantação do regime de metas, no início, o BCB procurava deixar claro que o intervalo de flutuação era utilizado somente para suavizar a correção de desvios causados por choques de natureza particular, especialmente choques de oferta (Fraga, 2011, p. 31).

Na teoria novo-keynesiana, que é a base conceitual dos regimes de metas de inflação,¹ ao menos no seu modelo básico, só há conflito entre os objetivos de estabilização da inflação e do produto na presença de choques de oferta (Woodford, 2010).

Conforme a apresentação de Woodford (2010), no modelo novo-keynesiano básico de um setor, a inflação e o crescimento do produto são determinados por duas equações. A oferta agregada de acordo com a chamada “curva de Phillips novo-keynesiana”:

$$\pi_t = \kappa x_t + \beta E_t \pi_{t+1} + u_t$$

e a demanda agregada seguindo a “relação IS intertemporal”:

$$x_t = E_t x_{t+1} - \sigma(i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^n)$$

onde x_t é o chamado hiato do produto (o desvio do crescimento observado do produto em relação à sua taxa de crescimento de longo prazo, a taxa natural de produto), π_t a taxa de inflação, i_t a taxa de juros de curto prazo, r_t^n a taxa natural de juros (definida como a taxa de juros real necessária para que o produto seja mantido na sua taxa de crescimento natural) e E_t o operador de expectativas. Os termos σ , κ e β são parâmetros do modelo, os quais são estritamente positivos e, no caso de β , inferior à unidade. Choques de demanda exógenos são representados por ρ_t .

Essas equações estruturais do modelo novo-keynesiano básico são derivadas a partir de modelos microfundamentados, com agentes representativos otimizadores intertemporalmente. A diferença para os modelos *real business cycles* (RBC) é o acréscimo de características como firmas com poder monopolístico e rigidez de preços, que tornam a moeda não neutra no curto prazo. O mecanismo mais usual para gerar a rigidez de preços nesses modelos é o proposto por Calvo (1983), no qual a cada período é sorteada aleatoriamente uma parcela $(1 - \alpha)$ das firmas que pode reajustar seus preços, enquanto são mantidos fixos os preços da fração α restante, com $0 < \alpha < 1$.

A política monetária ótima pode ser derivada como um problema de minimização de uma função perda descontada a valor presente, a qual é microfundamentada na função de utilidade do agente representativo e deve abranger variáveis que afetem o bem-estar dos agentes e possam ser afetadas pela política monetária. Tipicamente, a função perda tem o seguinte formato:

$$E_{t_0} \sum_{t=t_0}^{\infty} \beta^{t-t_0} [\pi_t^2 + \lambda(x_t - x^*)^2]$$

onde x^* é uma meta para o hiato de produto e $\lambda > 0$ é a importância relativa atribuída aos objetivos de controle da inflação e estabilização do produto.

1. Ver, por exemplo, a literatura de referência da equipe que implantou o regime de metas no Brasil, mencionada em Bogdanski, Tombini e Werlang (2000, p. 9-10).

Considerando que o banco central tem controle direto da taxa de juros i_t , seu instrumento de política monetária, o problema consiste em minimizar a função perda, sujeita à restrição imposta pela curva de Phillips. A solução de equilíbrio com expectativas racionais determinará o caminho ótimo das variáveis $\{\pi_t, x_t\}$. Demonstra-se que a taxa ótima de inflação de longo prazo deve ser zero, independentemente dos valores atribuídos a x^* e λ , e também que a inflação ótima é sempre zero se $x^* = 0$. Os dois objetivos somente são conflitantes quando os choques de oferta u_t não são nulos, mas mesmo assim a política ótima deve reverter seus efeitos sobre os preços assim que eles se dissiparem.

Nos modelos de um setor, mudanças de preços relativos relevantes usualmente são introduzidas como choques de oferta na curva de Phillips. É o procedimento adotado em Roberts (1995), por exemplo, ao estimar uma curva de Phillips novo-keynesiana em que termos de variação de preços de petróleo são destacados como choques de oferta. Já Ball e Mankiw (1995) testam empiricamente a representação de choques de oferta por medidas mais gerais de assimetria de preços relativos, associadas ao terceiro momento da distribuição de variações de preços desagregados. Encontram que estas capturam grande parte dos deslocamentos na curva de Phillips de curto prazo e superam medidas usuais de choques de oferta, como variações nos preços de alimentos e energia.

Os efeitos de mudanças de preços relativos sobre a política monetária ótima são discutidos em um modelo novo-keynesiano de dois setores por Aoki (2001). Um dos setores é caracterizado por preços completamente flexíveis e mercados competitivos, enquanto o outro tem firmas monopolísticas e rigidez de preços ao estilo de Calvo (1983). Define-se para cada setor uma medida de preços relativos como a proporção entre o nível de preços do setor e o nível de preços médio da economia. Os preços relativos dependem da estrutura de preferências e do diferencial de crescimento do produto natural de cada setor, associado a fatores tecnológicos. Na curva de Phillips para o setor rígido, os preços relativos do setor flexível entram de forma análoga a choques de oferta. No modelo, o mecanismo pelo qual os preços de um setor afetam o outro é por um efeito substituição: um choque que aumenta os preços do setor flexível induz o consumidor a aumentar sua demanda pelos bens do setor rígido, provocando a elevação de seus preços.

Derivando a política monetária ótima, Aoki (2001) conclui que as variáveis relevantes para o bem-estar são: o hiato de produto agregado, a inflação específica do setor rígido e o desvio dos preços relativos de seu valor eficiente. Este último corresponde aos preços relativos observados quando ambos os setores crescem à sua taxa natural. Mostra-se que quando a inflação do setor rígido é nula, as outras duas variáveis também têm seus desvios zerados. Dessa forma, enquanto nos modelos de um setor com preços rígidos o nível de bem-estar da economia sem fricções pode ser obtido se o banco central estabiliza a inflação agregada, neste modelo de dois setores tal resultado é obtido se a meta é uma medida de núcleo de inflação correspondente à inflação do setor rígido. Nesta situação, ocorre somente a mudança eficiente de preços relativos, que depende apenas do diferencial de progresso técnico entre os setores (as preferências são consideradas dadas). Assim como no modelo de um setor o choque de oferta introduz um conflito de curto prazo entre os objetivos de estabilização dos preços e do produto, no modelo de dois setores a inflação agregada ótima não é zero em todos os momentos pela ocorrência das mudanças de preços relativos.

O modelo de dois setores de Aoki é generalizado por Woodford (2003, 2010), considerando que ambos os setores têm rigidez de Calvo na precificação, mas com diferentes probabilidades de reajuste. A dinâmica dos preços é dada por curvas de Phillips específicas a cada setor j :

$$\pi_{j,t} = \kappa_j x_t + \gamma_j (p_t - p_t^n) + \beta E_t \pi_{j,t+1} + u_{j,t}$$

onde $\pi_{j,t}$ é a taxa de inflação específica do setor, x_t o hiato do produto agregado, $(p_t - p_t^n)$ o desvio do preço relativo em relação a seu nível natural e os dois termos seguintes são a inflação específica ao setor esperada para o período seguinte e um choque de oferta também específico ao setor. Mostra-se que o parâmetro κ_j , que mede a sensibilidade da inflação setorial ao hiato de produto, é inversamente proporcional ao parâmetro de rigidez de Calvo α_j , que é a probabilidade de uma firma do setor não poder remarcar seu preço a cada período. Designando por $j = R$ o setor com preços mais rígidos e $j = F$ o setor de preços mais flexíveis, tem-se então que $\alpha_R > \alpha_F$ e $\kappa_R < \kappa_F$. A medida de preços relativos é definida como $p_t \equiv \log(P_{R,t}/P_{F,t})$, em que $P_{j,t}$ é o nível de preços do setor $j = R, F$. O preço relativo natural p_t^n se altera quando há diferentes taxas de crescimento da produtividade ou variações nas preferências entre os bens produzidos pelos setores.

A função perda da autoridade monetária terá a seguinte especificação:

$$E_{t_0} \sum_{t=t_0}^{\infty} \beta^{t-t_0} \left[\sum_{j=R,F} w_j \pi_{j,t}^2 + \lambda_x (x_t - x^*)^2 + \lambda_p (p_t - p_t^n)^2 \right]$$

na qual os pesos relativos das duas taxas setoriais específicas de inflação serão dados por:

$$w_j = \frac{n_j \kappa}{\kappa_j} > 0$$

onde n_j é o peso do bem no gasto agregado e κ é uma média ponderada das inclinações κ_j das curvas de Phillips específicas.

Woodford (2003, 2010) mostra que, em geral, a política monetária não pode estabilizar simultaneamente os quatro termos da função perda caso haja variações recorrentes no preço relativo natural. Nessas condições, embora não seja possível estabilizar simultaneamente o nível de preços dos dois setores, é possível encontrar um índice de preços que, no longo prazo, pode ser mantido constante sob a política monetária ótima. Além disso, se em longo prazo este índice for constante, o hiato de produto e o desvio do preço relativo natural serão zerados. O peso dado a cada setor neste índice é igual ao respectivo w_j da função perda. Ou seja, quanto maiores o peso no gasto agregado e a rigidez de preços do bem, mais relevância deve dar o banco central ao setor correspondente na sua função de reação. O resultado é similar ao obtido por Benigno (2004) ao considerar uma união monetária, caso em que a autoridade monetária única deve dar mais peso à inflação das economias que sejam maiores e cujos preços sejam mais rígidos.

Os modelos de dois setores mencionados analisam a resposta da política monetária a choques temporários de aumento de preços relativos do setor mais flexível, que tipicamente é associado a *commodities* como alimentos e combustíveis. Wolman (2011) considera uma economia de dois setores em que a mudança nos preços relativos é uma tendência, que é de crescimento relativo dos preços do setor mais rígido. Este é associado ao setor de serviços, seguindo o observado em microdados de preços para os Estados Unidos por Bils e Klenow (2004): os preços de serviços são reajustados com menos frequência que os preços dos bens, e seus preços relativos crescem ao longo do tempo. Ademais, o autor considera duas possíveis formas de modelar a rigidez de preços: ajustes dependentes do tempo do último reajuste, sob uma forma que generaliza a precificação de Calvo (1983) e Taylor (1980), e ajustes dependentes do estado da economia.

O resultado encontrado por Wolman (2011) é coerente com o obtido pelos outros estudos. A política ótima deve manter próxima de zero a tendência de variação dos preços nominais do setor

rígido e deixar que os preços do setor flexível flutuem mais para acomodar a mudança tendencial de preços relativos. Ou seja, a inflação específica do setor rígido deve ser trazida para próximo de zero, e a do setor mais flexível será negativa. Isso deve ocorrer porque os custos de um mesmo desvio do nível de preços ótimo são maiores no setor rígido que no setor flexível, seja este custo oriundo de dispersão de preços interna ao setor (no modelo de ajuste dependente do tempo) ou de custos fixos de reajuste (no modelo dependente do estado).

Os textos apresentados nesta seção corroboram que a compreensão dos processos de mudanças de preços relativos é importante para a condução adequada da política monetária em modelos novo-keynesianos, que fundamentam teoricamente os regimes de metas para a inflação. Nas próximas seções deste texto, desenvolve-se uma decomposição da contribuição de diferentes setores para os desvios do IPCA em relação ao centro da meta de inflação desde a adoção do regime de metas no Brasil. As considerações teóricas desta seção serão retomadas na conclusão do texto, para a discussão das implicações para o regime de metas dos resultados encontrados.²

3 DECOMPOSIÇÃO SETORIAL DO DESVIO DO CENTRO DA META DE INFLAÇÃO: CATEGORIAS PRINCIPAIS

Nesta seção, apresenta-se a decomposição em quatro setores do desvio da inflação acumulada em doze meses em relação ao centro da meta desde a adoção do regime de metas. É empregado o Índice de Contribuição para o Desvio da Meta de Inflação (ICMI), cuja metodologia foi apresentada em

2. Neste texto, é apresentada somente a discussão sobre preços relativos e política monetária ótima em modelos com heterogeneidade setorial originada em diferentes frequências de reajustes de preços, que é o tipo mais comum. Há, contudo, modelos novo-keynesianos com outras fontes possíveis de heterogeneidade setorial, das quais as mais destacadas são a durabilidade dos bens e ligações de insumo-produto. Erceg e Levin (2006) introduzem um setor de bens de consumo duráveis, os quais entram na função de utilidade pelo estoque acumulado em vez do fluxo e são adquiridos por crédito em vez de saldos monetários. Mostram que os preços de bens duráveis são muito mais voláteis e sensíveis à taxa de juros que os de não duráveis e que regras monetárias que desconsiderem especificidades setoriais podem ter um bom desempenho. Contudo, tal resultado é obtido sob a hipótese de que a rigidez de preços é igual nos dois setores. Considerando um setor de bens intermediários além do setor de bens finais, Huang e Liu (2005) concluem que uma regra de juros simples deve considerar uma média ponderada dos dois setores, com o peso do setor intermediário diretamente proporcional à sua participação na conexão de insumo-produto.

Alguns resultados adicionais são apresentados em textos para discussão recentes. Petrella, Rossi e Santoro (2013) juntam esses três tipos de heterogeneidades – frequência de reajustes, durabilidade e insumos – em um modelo de dois setores. O bem de consumo não durável tem maior participação no gasto, maior rigidez de preços e é um ofertante líquido de insumos, enquanto o bem durável tem as características opostas e responde mais a choques. Resulta que o índice de preços a ser perseguido pela política monetária ótima é mais próximo da inflação cheia que no caso sem insumos intermediários, pois os bens duráveis herdaram parte da rigidez dos bens não duráveis pelo elo de insumo-produto, o que torna sua curva de Phillips específica menos inclinada. O resultado é análogo ao obtido por Kösem-Alp (2010), que considera outra fonte de heterogeneidade além da frequência de reajustes: a presença de firmas que formam preços olhando para a inflação passada, cuja proporção em comparação com as firmas de expectativas racionais varia entre os setores. Nesta situação, um mesmo grau de persistência inflacionária pode ser produzido com diferentes combinações de frequência de reajustes e fração de firmas que olham para o passado, de forma tal que deixa de haver uma relação monotônica entre persistência inflacionária endógena e o peso do setor na política monetária ótima. Porém, assim como em Petrella, Rossi e Santoro (2013), essa relação direta é válida para a inclinação da curva de Phillips novo-keynesiana, de tal maneira que é sempre ótimo aumentar o peso na regra ótima do setor cuja inflação específica é menos sensível ao hiato de produto. Por fim, cabe mencionar o trabalho de Resende, Dib e Kichian (2010), que considera custos heterogêneos de mobilidade de fatores de produção em um modelo com quatro setores estimado para o Canadá. Simulando diferentes especificações de regras monetárias, encontram que, em razão dos custos de ajuste do capital, a meta em termos de inflação cheia gera menor perda de bem-estar que regras que só consideram cada uma das quatro inflações setoriais específicas. Cabe ressaltar, porém, que não foram testadas regras com pesos intermediários para os setores.

Ao longo deste texto, no qual as perspectivas para a política monetária são consideradas sob a ótica da decomposição setorial da inflação ao consumidor, serão mantidas somente as referências aos modelos que apresentam o resultado mais consolidado da literatura, a relação direta entre rigidez de preços e peso na política monetária ótima. Nestes modelos, menor frequência de reajustes equivale a menor inclinação da curva de Phillips. As implicações de outros tipos de heterogeneidades para a política monetária no Brasil serão aprofundadas em trabalhos posteriores.

nota técnica publicada na *Carta de conjuntura*, n. 19, de junho de 2013 (Martinez, 2013). O ICMI de cada categoria de preços indica o quanto a categoria contribuiu para o desvio da inflação em relação ao centro da meta.

Sinteticamente, a construção do índice consiste em calcular mensalmente o desvio da taxa de variação de preços de cada categoria em relação ao centro da meta de inflação do IPCA, convertida a uma escala mensal. Os desvios são acumulados em doze meses, ponderando-se pelo peso da categoria no IPCA a cada mês. Categorias cujas taxas de variação de preços acumuladas em doze meses são maiores que o centro da meta – igual a 4,5% entre 2005 e 2013 – apresentarão ICMI positivo, enquanto categorias com taxas de variação de preços inferiores ao centro da meta apresentarão ICMI negativo. A soma dos ICMI calculados para cada categoria resulta no desvio total da inflação em relação ao centro da meta.

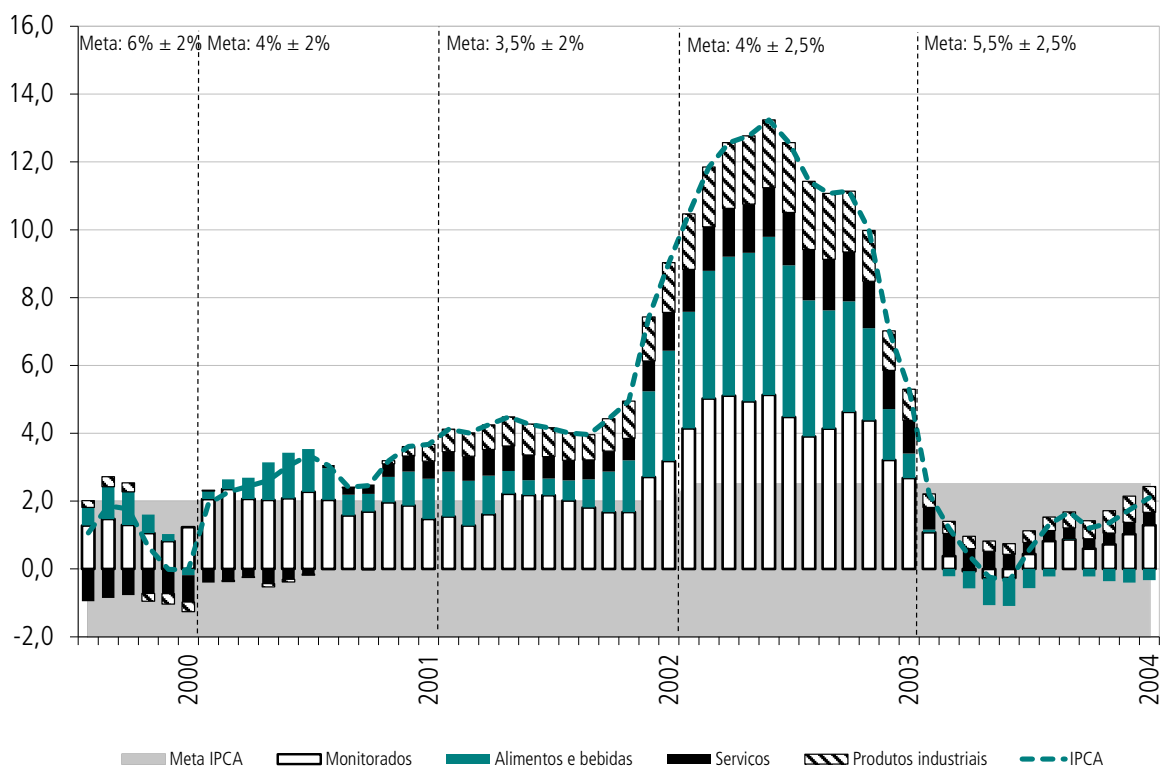
Os quatro setores considerados – alimentação e bebidas, produtos industriais, serviços e preços monitorados – correspondem ao primeiro nível da desagregação do IPCA por natureza dos produtos exposta em Martinez (2013). Esta decomposição em quatro setores, que já foi apresentada em Martinez (2013) para os meses de junho de 2007 a maio de 2013, é estendida aqui para o período de julho de 2000 a dezembro de 2013 e discutida com mais detalhes. O ICMI do setor de serviços é decomposto também no segundo nível da classificação na próxima seção.³

O gráfico 1 mostra a decomposição nas quatro categorias principais do desvio da inflação em relação ao centro da meta pelo ICMI, de julho de 2000 a dezembro de 2004. Este período foi destacado do restante pelas frequentes mudanças no valor do centro da meta de inflação, as quais, por definição, provocam alterações no valor do ICMI. As mudanças de meta, que estão destacadas no gráfico por linhas pontilhadas verticais, são consideradas a partir do mês de janeiro do ano de vigência da nova meta.⁴ Os valores mensais de ICMI de cada uma das categorias principais são indicados por barras, cujo tamanho indica o valor do respectivo ICMI no mês. As barras estão empilhadas para indicar que a soma dos ICMI resulta no desvio da inflação acumulada em doze meses em relação ao centro da meta, indicado pela linha tracejada sobreposta às barras e rotulada como “IPCA” na legenda. A área em cor diferenciada ao fundo, indicada como “Meta IPCA” na legenda, representa a banda de tolerância da meta de inflação. Os rótulos dos anos são indicados nos respectivos meses de dezembro, por ser o mês em que se verifica o cumprimento da meta.

3. Os gráficos correspondentes ao terceiro nível da desagregação, assim como a tabela completa com os rótulos atribuídos a todos os subitens, estarão disponíveis em *Texto para discussão* do Ipea e podem ser obtidos junto ao autor.

4. A taxa de inflação acumulada em doze meses é igual ao centro da meta mais a soma dos ICMI. Assim, para a série “IPCA” do gráfico, o eixo esquerdo aponta o desvio em relação ao centro da meta; e o eixo direito, a inflação acumulada em doze meses correspondente, que é exatamente igual a 4,5% mais o desvio. A mesma leitura pode ser feita para os valores de referência da meta de inflação, o centro e as bandas superior e inferior. Essa informação não é exibida no gráfico 1 por não ser constante a meta. Também não faz parte dos gráficos setoriais, apresentados na próxima seção, porque essa correspondência entre a taxa de inflação e a soma da meta com o ICMI só é válida para o agregado do IPCA.

GRÁFICO 1
 ICMI: categorias principais (jul./2000-dez./2004)

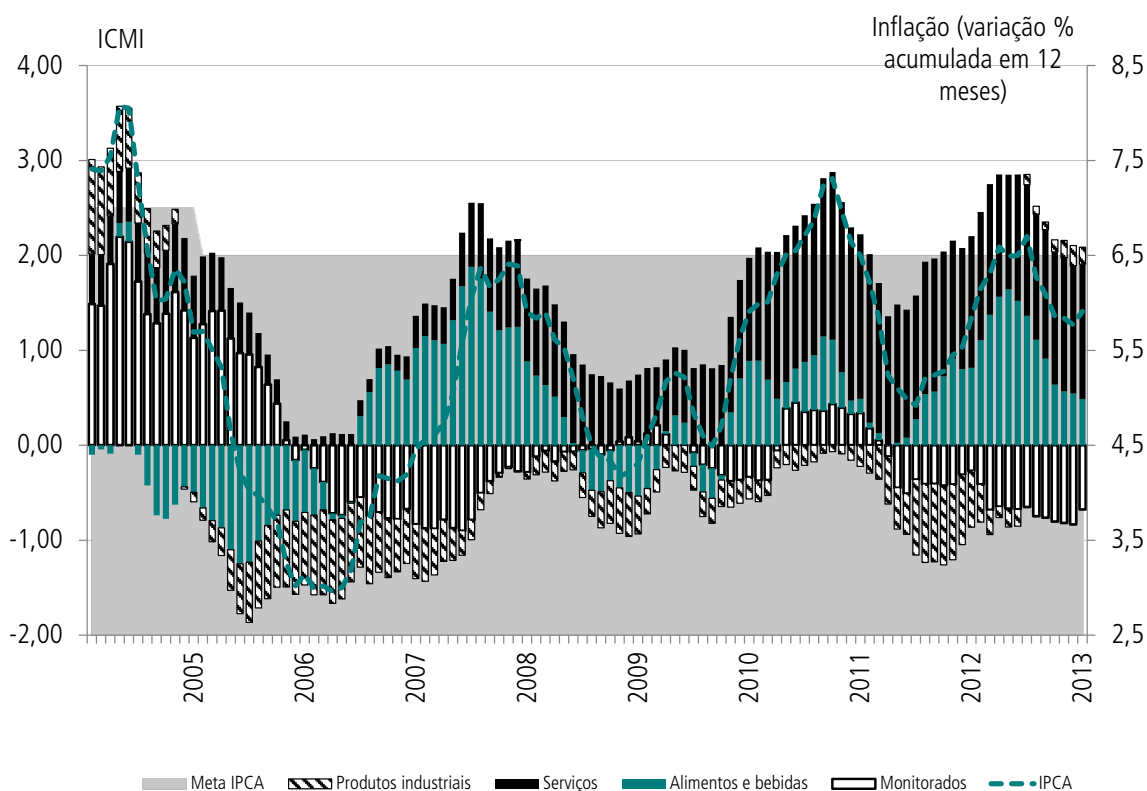


Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Elaboração do autor.

A mesma decomposição é apresentada no gráfico 2 para o período de janeiro de 2005 a dezembro de 2013, caracterizado pela permanência do centro da meta em 4,5% ao ano (a.a.). Apenas a banda de tolerância foi reduzida, de 2,5% para 2,0%, em 2006. Este gráfico deve ser lido da mesma maneira que o anterior, com a diferença de contar com uma informação adicional, referente ao eixo vertical à direita. Neste eixo, podem ser lidos os valores de inflação acumulada em doze meses observados (série “IPCA”) e a banda de tolerância da meta (série “meta IPCA”).

GRÁFICO 2
ICMI: categorias principais (jan./2005-dez./2013)



Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

Observando os dois gráficos, constata-se que houve mudanças de preços relativos consideráveis desde a adoção do regime de metas, e que se alteraram os grupos que mais pressionam a inflação. Notam-se ao menos dois subperíodos com comportamentos claramente distintos.

Até 2006, o setor que mais pressionou a inflação foi o dos preços monitorados, que cresceram acima do centro da meta a taxas elevadas em todos esses anos. Os alimentos foram o segundo grupo mais influente, com contribuições para cima do centro da meta até 2003 e para baixo de 2004 a 2006. Os preços dos produtos industriais tipicamente cresceram acima da meta até 2005. A contribuição dos serviços foi sempre para cima do centro desde meados de 2001, mas, em geral, com magnitude moderada em comparação com os outros grupos. Nesse período, a inflação acumulada em doze meses esteve acima do teto da meta de fevereiro de 2001 a dezembro de 2003, quando a contribuição dos quatro grupos foi para cima do centro da meta; e entre janeiro e junho de 2005, considerando-se a mudança de meta válida a partir de janeiro. Destacaram-se os meses finais de 2002 e o ano de 2003 em razão da forte depreciação cambial relacionada às incertezas da transição presidencial, com desvio especialmente intenso dos monitorados e alimentos.

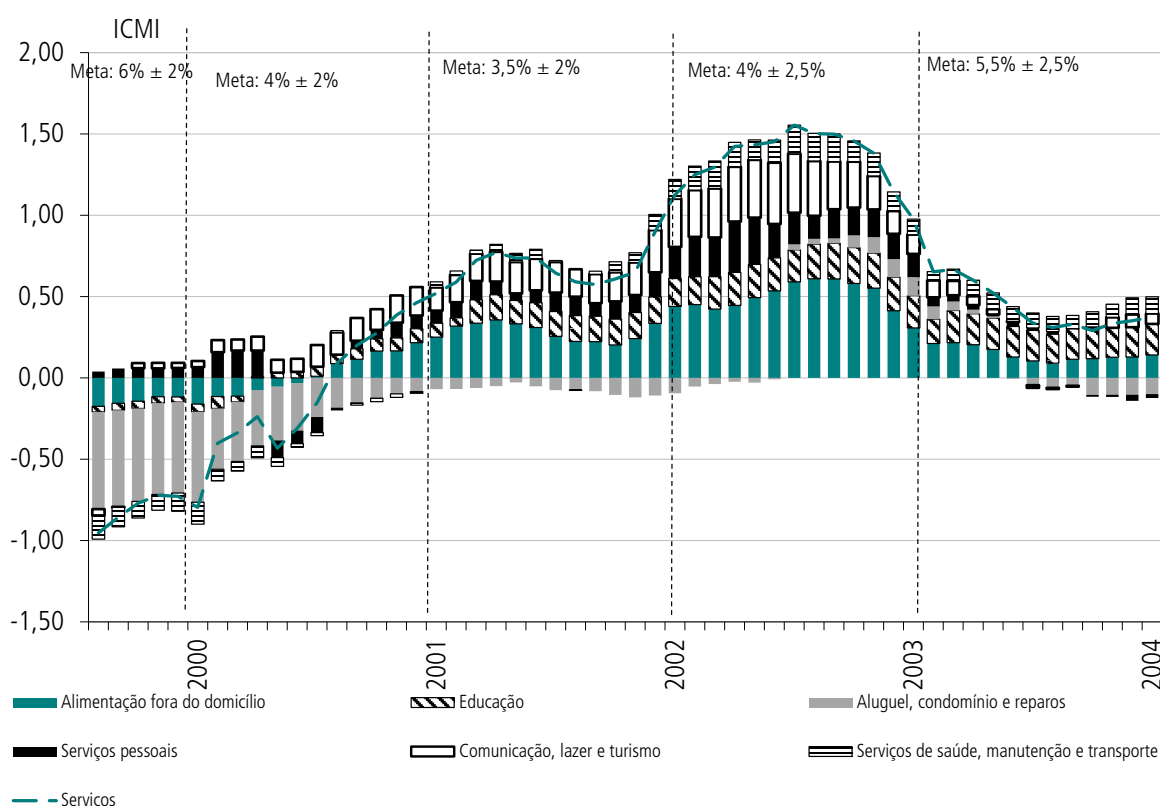
Após 2006, as contribuições de monitorados e produtos industriais foram marcadamente para baixo do centro da meta, enquanto os alimentos e serviços tipicamente pressionaram para cima. Contudo, a pressão dos alimentos foi bastante volátil, com picos de ICMI acima de 1,5 ponto, em 2008 e 2013, e valores baixos e até negativos em outros momentos. Já a pressão inflacionária dos serviços cresceu bastante desde 2008 e notabiliza-se pela rigidez, pois apesar de ter ocorrido um recuo

após o pico de 1,83 ponto alcançado em novembro de 2011, desde fevereiro de 2010 o ICMI dos serviços permaneceu acima de 1,20 ponto percentual (p.p.). Nota-se neste período, portanto, uma tendência de aumento de preços relativos dos serviços perante os demais preços, principalmente monitorados e produtos industriais. A inflação acumulada em doze meses ficou acima do teto da meta de abril a novembro de 2011 e nos meses de março e junho de 2013.

4 DECOMPOSIÇÃO EM SUBSETORES DA PRESSÃO INFLACIONÁRIA DOS SERVIÇOS

As contribuições das categorias que compõem os serviços no segundo nível da classificação podem ser observadas nos gráficos 3 e 4.

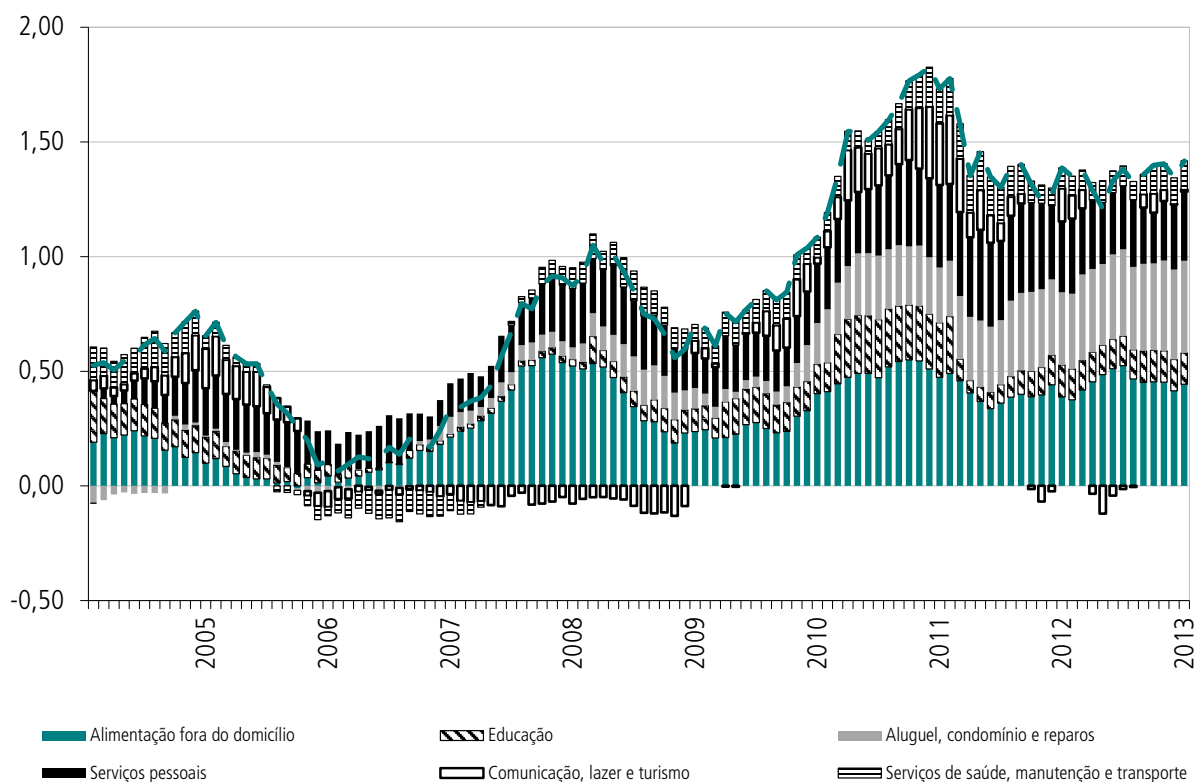
GRÁFICO 3
ICMI: serviços (jul./2000-dez./2004)



Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

GRÁFICO 4
ICMI: serviços (jan./2005-dez./2013)



Observando o período todo, constata-se o crescimento da pressão inflacionária oriunda dos serviços. Até 2006, embora os valores de ICMI do grupo tenham sido sempre positivos desde meados de 2001, a pressão só foi mais elevada no período de maior instabilidade cambial e ainda assim inferior à dos grupos de monitorados e alimentos. Em 2007 e 2008, o crescimento do ICMI do grupo de 0 p.p. para 1 p.p. deveu-se em grande medida à alimentação fora do domicílio, influenciada pela alta das *commodities* alimentícias. O recuo parcial durante a crise internacional de 2009, que levou o ICMI do grupo a quase 0,5 p.p., também teve grande influência desses preços.

Na aceleração inflacionária dos serviços ocorrida em 2010 e 2011, contudo, nota-se que o crescimento das pressões foi generalizado por todas as categorias. Saindo de 0,56 ponto em outubro de 2009, o ICMI dos serviços chegou a 1,83 ponto em novembro de 2011. Em 2012 e 2013, o ICMI dos serviços estabilizou-se em um patamar elevado, oscilando ao redor de uma média de 1,38 ponto. A redução de patamar ocorrida no início de 2012 deveu-se basicamente a duas categorias: educação e turismo. A redução da pressão inflacionária dos gastos com educação é explicada pela revisão da estrutura de ponderação ocorrida em janeiro de 2012, na qual a participação da categoria no IPCA caiu quase pela metade. Na categoria “comunicação, lazer e turismo”, a contração do ICMI foi ditada principalmente pelos gastos com turismo, seguindo os reajustes de passagens aéreas, que se tornaram mais moderados após chegarem a quase 70% no acumulado em doze meses, ao final de 2011.

Remonta a Kuznets (1957, 1973) a descrição da mudança estrutural típica que acompanha o crescimento continuado das economias maduras, com um redirecionamento de recursos da agricultura

para a indústria e, posteriormente, desta para os serviços. A tendência observada nessas economias de aumento nos preços relativos dos serviços é explicada por Baumol (1967) como um resultado da combinação entre participação alta do setor na composição da demanda e crescimento da produtividade inferior ao da indústria. Com o salário médio da economia subindo para acompanhar o crescimento da produtividade da indústria, os serviços sofrem uma pressão de custos, que é repassada para os preços do setor porque sua participação na demanda agregada não cai. Essa estabilidade da demanda por serviços, mesmo com preços crescentes, ocorre porque a demanda do setor é mais elástica à renda que aos preços.

A elevada pressão inflacionária dos serviços nos anos recentes, claramente acima da observada para os demais setores, indica uma tendência de aumento dos preços relativos deste setor no Brasil. A magnitude desta tendência parece ter sido determinada pela robusta melhora das condições sociais e do mercado de trabalho.⁵ De acordo com a decomposição em Ipea (2013a), o principal fator por trás da redução da desigualdade de renda foi o rendimento do trabalho, seguido dos benefícios previdenciários e, depois, o Programa Bolsa Família (PBF). Os sucessivos aumentos reais do salário mínimo são importantes na explicação desses resultados, pois afetam diretamente os pisos de remuneração de postos de trabalho formais e benefícios previdenciários e, indiretamente, os rendimentos não atrelados ao mínimo.

Os preços dos serviços são atingidos duplamente: pelo lado da demanda, pois o crescimento acentuado do poder aquisitivo das classes de menor renda permite que possam adquirir diversos serviços antes fora de seu alcance; e pelo lado da oferta, uma vez que a mão de obra é o principal item de custo do setor, que sofre forte pressão dos aumentos salariais. Braga (2011) observa que o salário mínimo e os preços de serviços têm uma tendência semelhante e estima que os salários foram a principal variável explicativa dos preços de serviços na década de 2000. A regra de indexação do salário mínimo adotada a partir de 2007, segundo a qual os reajustes devem seguir a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do ano anterior mais a taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) real de dois anos antes, impõe uma variação salarial desvinculada do crescimento da produtividade.

Ou seja, percebe-se uma versão alterada do mecanismo clássico descrito por Baumol de aumento de preços relativos dos serviços em decorrência do desenvolvimento econômico. Em Baumol (1967), os salários acompanham a produtividade da economia e pressionam os preços dos serviços, cuja produtividade aumenta abaixo da média e cuja demanda é estável. Já na economia brasileira, os salários crescem mesmo se não houver aumento de produtividade, o que intensifica a pressão de custos sobre os serviços. Ademais, a demanda do setor é crescente, pois o crescimento da renda é mais intenso nos extratos inferiores da distribuição de renda, e a demanda por serviços geralmente é elástica à renda. Assim, é gerada uma forte tendência de crescimento dos preços relativos de serviços.

5. Conforme dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do IBGE, apresentados em Ipea (2013a), a desigualdade de renda medida pelo índice de Gini tem caído continuamente desde 2002, de 0,587 naquele ano para 0,526 em 2012; a proporção de pobres na população foi reduzida a uma taxa de 12,1% a.a. de 2002 a 2011, contra uma redução de 2,1% a.a. de 1992 a 2002. No mercado de trabalho, segundo dados da PNAD discutidos em Ipea (2013b), a taxa de desemprego caiu de 10,2% em 2005 para 6,7% em 2012, com elevação somente no ano de 2009; o grau de informalidade caiu em todos os anos de 2002 a 2012, indo de 51,6% a 39,3%; e o rendimento médio do trabalho cresceu ininterruptamente de 2004 a 2012, a uma média de 4,7% a.a.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS: IMPLICAÇÕES PARA O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

A decomposição dos desvios do centro da meta de inflação aponta que de 2000 a 2005 os quatro grupos principais – alimentação e bebidas, produtos industriais, serviços e monitorados – pressionaram a inflação para cima do centro da meta na maior parte do tempo, especialmente na fase de alta volatilidade cambial, entre 2002 e 2003. Os monitorados foram os preços que mais afetaram a inflação, seguidos dos alimentos.

A partir de 2006, há um descolamento dos grupos, com monitorados e produtos industriais puxando a inflação para baixo do centro da meta, enquanto serviços e alimentos pressionam para cima. O comportamento dos monitorados e produtos industriais explica-se pelos efeitos da revisão de procedimentos regulatórios de diferentes preços monitorados e da apreciação continuada da taxa de câmbio. Os alimentos e bebidas responderam à alta dos preços de *commodities*, que também explica a apreciação da taxa de câmbio, além de afetarem os serviços de alimentação fora do domicílio. Mas o aumento persistente dos preços de serviços tem relação principalmente com o mercado de trabalho aquecido e o robusto crescimento da renda, em especial dos mais pobres. Tais efeitos aparentemente foram acentuados com o anúncio, em 2007, de uma regra de indexação anual do salário mínimo à inflação e ao crescimento do PIB.

Principalmente nos anos de 2010 e 2011, houve uma aceleração da inflação de serviços, que se disseminou por seus componentes e estabilizou-se desde então em um patamar elevado acima do centro da meta. No mesmo período, a taxa de câmbio tem se depreciado, afetando os preços de bens comercializáveis com o exterior. Em particular, a taxa de variação em doze meses dos preços industriais foi superior ao centro da meta no segundo semestre de 2013, o que não ocorria desde o final de 2004. Ações para contenção de reajustes ou redução de preços monitorados, como observado para combustíveis e energia elétrica, e também desonerações fiscais pontuais, a exemplo da zeragem da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico-Combustíveis (Cide-Combustíveis) e da extensão da redução de Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre automóveis e eletrodomésticos, têm ajudado a segurar a inflação. Contudo, seus custos são consideráveis; e seus efeitos, provisórios. O choque de oferta que atingiu os alimentos não comercializáveis no início de 2013, levando a inflação acumulada em doze meses a ultrapassar o teto da meta, mostrou que o alto patamar da inflação de serviços não deixa espaço para a acomodação de choques oriundos dos setores mais voláteis.

A literatura novo-keynesiana sobre política monetária ótima em modelos de dois setores, apresentada na segunda seção do texto, aponta as consequências da heterogeneidade setorial na rigidez de preços quando há mudanças de preços relativos. Para a aplicação dessas recomendações, contudo, é necessário reconhecer com clareza as diferenças entre os conceitos de rigidez de preços e mudança de preços relativos.

Os setores com maior rigidez de preços são aqueles em que a frequência de reajustes é menor, isto é, aqueles em que os preços permanecem mais tempo sem ser alterados, o que torna mais lenta a resposta do setor à política monetária. Essa rigidez pode ser verificada, empiricamente, em estudos ao estilo de Bils e Klenow (2004), que investigam o comportamento dos microdados de índices de preços ao consumidor (IPCs). Para os Estados Unidos e outras economias, observa-se que os preços de serviços oscilam menos, portanto são mais rígidos que os preços dos bens. Para o Brasil, os resultados apresentados em estudos desse tipo não são diferentes. Até o momento não há pesquisas nesta linha para o IPCA, mas existem estudos com microdados do IPC calculado pela Fundação Getúlio Vargas

(IPC-FGV) (Gouvea, 2007; Matos e Barros, 2009; Barros *et al.*, 2009; Matos, 2010) e do IPC da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (IPC-Fipe) (Lopes, 2008). Uma medida sintética de rigidez dos preços de cada setor reportada em todos eles é a duração, que indica quanto tempo os preços do setor permanecem sem alterações (é inversa à frequência de reajustes). Em termos gerais, considerando categorias similares ao primeiro nível de desagregação deste texto, os preços com menor duração são os alimentos, cujos preços tipicamente permanecem entre um e dois meses sem alterações, seguidos dos produtos industriais, com duração de dois a três meses. Os monitorados não são apresentados em todos os estudos, e sua composição pode diferir da adotada neste texto. Pode-se afirmar, porém, que sua duração é em geral próxima ou um pouco menor que a dos serviços, com valores entre cinco e dez meses. Por fim, em todos os trabalhos apontados o grupo mais rígido é o dos serviços, com duração média ou mediana entre seis e doze meses. Ou seja, constata-se que os preços de serviços estão entre os mais rígidos da economia brasileira.

Já a mudança de preços relativos se deve a fatores como diferenças de progresso tecnológico entre setores e mudanças no padrão de consumo da população. Setores com progresso técnico mais lento, ou menor crescimento da produtividade, sofrem um aumento de custos comparativamente aos outros setores e, com isso, seus preços relativos tendem a subir. Nessa categoria também se enquadra um choque de custos que afete mais um setor que os outros. Alterações na estrutura de preferências, que podem ser entendidas como mudanças no padrão de consumo da sociedade, também podem gerar esse efeito, elevando relativamente os preços dos bens pelos quais a demanda cresce mais. Ressalte-se ainda que a mudança de preços relativos pode ser caracterizada como um choque, caso em que o afastamento dos preços entre setores é temporário, ou como uma tendência, situação em que os efeitos são prolongados e as taxas de inflação específicas dos setores permanecem distintas por mais tempo.

Pelo exposto neste estudo, como nos anos recentes o grupo dos serviços tem sido o principal responsável pelo afastamento da inflação em relação ao centro da meta, com uma medida de pressão inflacionária estabilizada em patamar bastante alto, pode-se dizer que há uma tendência de aumento dos preços relativos dos serviços. Essa tendência é causada tanto por um aumento dos custos relativos do setor, que é intensivo em trabalho e assim mais afetado pelo crescimento dos salários, quanto por mudanças no padrão de consumo, pois a melhora da distribuição de renda tornou os serviços mais acessíveis à boa parte da população.

Conforme as recomendações teóricas dos textos mencionados, a autoridade monetária deve estabilizar um índice de preços que atribua aos setores pesos diferentes de sua participação na cesta de consumo. Sob choques de preços relativos, a reação deve ser mais intensa a desvios do nível ótimo de inflação que ocorram em setores com preços mais rígidos, pois neles a reação à política monetária é lenta e os desvios são mais custosos. Se a mudança de preços relativos for uma tendência, de tal forma que seja necessário haver um descolamento da variação de preços entre setores por um tempo longo, ainda assim a resposta ótima será manter o preço do setor rígido próximo do nível ótimo e deixar que o afastamento ocorra no setor mais flexível. Isso é válido mesmo se a tendência for de aumento de preços relativos no setor mais rígido e, nesse caso, a resposta ótima é manter a inflação específica do setor rígido perto da meta e lançar a inflação do setor flexível para baixo da meta.

Estas considerações teóricas podem ser adaptadas para um regime de metas como o brasileiro, em que o alvo do BCB é a taxa de inflação ao consumidor cheia, com nível acima de zero e uma banda de tolerância. Neste caso, ainda que a meta não seja estabelecida para um índice de núcleo de inflação, a tolerância a desvios do centro da meta de inflação deve ser diferenciada não só conforme a participação de cada setor na cesta do IPCA, mas também de acordo com sua rigidez. Especificamente,

o BCB deve reagir mais fortemente para coibir desvios do centro da meta provenientes de setores com preços mais rígidos e maior participação na cesta do IPCA, ainda que estejam sofrendo um aumento tendencial de preços relativos. Portanto, dado que os preços de serviços estão entre os mais rígidos da economia e que há uma tendência de aumento desses preços em relação aos outros setores, a resposta ótima do BCB seria praticar uma política monetária contracionista o suficiente para trazer a inflação específica dos serviços para perto do centro da meta e pressionar a inflação específica dos outros grupos para baixo do centro da meta.

Contudo, o desafio posto é que isso implicaria uma sobrecarga muito pesada para a política monetária. O BCB iniciou no segundo trimestre de 2013 um ciclo intenso de elevação de juros cuja maior parte dos efeitos ainda está por se manifestar, dada a defasagem da política monetária, e cujos reflexos sobre os preços de serviços devem ser observados com especial atenção. A ação de política mais recomendável claramente na circunstância atual é que haja um aprofundamento nas reflexões sobre as causas do aumento tendencial dos preços relativos dos serviços e o papel desempenhado por políticas governamentais nesse processo. Em especial, há que se rever o mecanismo da regra do salário mínimo, que impõe aumentos salariais desvinculados da produtividade e indexação à inflação passada.

REFERÊNCIAS

- AOKI, K. Optimal monetary policy responses to relative-price changes. **Journal of monetary economics**, v. 48, n. 1, p. 55-80, 2001.
- BALL, L.; MANKIW, N. G. Relative price changes as aggregate supply shocks. **Quarterly journal of economics**, v. 110, n. 1, p. 161-193, 1995.
- BARROS, R. *et al.* **Price setting in a variable macroeconomic environment: evidence from Brazilian CPI**. In: MEETING OF THE BRAZILIAN ECONOMETRIC SOCIETY, FGV CONFERENCES, 31. Rio de Janeiro, 2009.
- BAUMOL, W. J. Macroeconomics of unbalanced growth: the anatomy of urban crisis. **The American economic review**, p. 415-426, 1967.
- BENIGNO, P. Optimal monetary policy in a currency area. **Journal of international economics**, v. 63, n. 2, p. 293-320, 2004.
- BILS, M.; KLENOW, P. J. Some evidence on the importance of sticky prices. **Journal of political economy**, v. 112, n. 5, p. 947-985, 2004.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. **Implementing inflation targeting in Brazil**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. (Working Paper Series, n. 1).
- BRAGA, J. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 39., 2011, Foz do Iguaçu, Paraná. **Anais...** Foz do Iguaçu: ANPEC, 2011.
- CALVO, G. A. Staggered prices in a utility-maximizing framework. **Journal of monetary economics**, v. 12, n. 3, p. 383-398, 1983.
- ERCEG, C.; LEVIN, A. Optimal monetary policy with durable consumption goods. **Journal of Monetary Economics**, v. 53, n. 7, p. 1341-1359, 2006
- FRAGA, A. Dez anos de metas para a inflação. **Dez anos de metas para a inflação – 1999-2009**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011. p. 23-34.
- GOUVEA, S. **Nominal price rigidity in Brazil: a micro evidence approach**. Brasília: Banco Central do Brasil, 2007. (Working Paper Series, n. 143).

HUANG, K. X.; LIU, Z. Inflation targeting: What inflation rate to target? **Journal of Monetary Economics**, v. 52, n. 8, p. 1435-1462, 2005.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Duas décadas de desigualdade e pobreza no Brasil medidas pela Pnad/IBGE**. Brasília: Ipea, 2013a. (Comunicado do Ipea, n. 159).

_____. **Um retrato de duas décadas do mercado de trabalho brasileiro utilizando a PNAD**. Brasília: Ipea, 2013b. (Comunicado do Ipea, n. 160).

KÖSEM-ALP, S. **Optimal Monetary Policy under Sectoral Heterogeneity in Inflation Persistence**. Ancara: Central Bank of the Republic of Turkey, 2010. (Working Paper, n. 10/04).

KUZNETS, S. Quantitative aspects of the economic growth of nations: II. Industrial distribution of national product and labor force. **Economic development and cultural change**, v. 5, p. 1-111, 1957.

_____. Modern economic growth: findings and reflections. **The American economic review**, v. 63, p. 247-258, 1973.

LOPES, L. T. **A rigidez nominal de preços na cidade de São Paulo**: evidências baseadas em microdados do índice de preços ao consumidor da Fipe. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

MARTINEZ, T. S. Índice de contribuição para o desvio da meta de inflação e desagregação do IPCA por natureza dos produtos. **Carta de conjuntura**, Brasília: Ipea, n. 19, 2013. (Nota Técnica).

MATOS, S.; BARROS, R. Comportamento dos preços no Brasil: evidências utilizando microdados de preços ao consumidor. **Pesquisa e planejamento econômico**, Rio de Janeiro, v. 39, n. 3, 2009.

MATOS, S. M. **Micro evidence on Brazilian price stickiness and its consequences for sectoral real exchange rate and inflation persistence**. 2010. Tese (Doutorado) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2010.

PETRELLA, I.; ROSSI, R.; SANTORO, E. **Monetary policy with sectoral trade-offs**. Mimeo, University of Copenhagen, 2013. Disponível em: <http://web.econ.ku.dk/esantoro/images/PRS_Manuscript.pdf>.

RESENDE, C.; DIB, A.; KICHIAN, M. **Alternative optimized monetary policy rules in multi-sector small open economies**. Ottawa: Bank of Canada, 2010. (Working Paper, 2010-9).

ROBERTS, J. New Keynesian economics and the Phillips curve. **Journal of money, credit, and banking**, v. 27, n. 4, p. 84-975, 1995.

TAYLOR, J. B. Aggregated dynamics and staggered contracts. **Journal of political economy**, v. 88, n. 2, p. 1-24, 1980.

WOLMAN, A. L. The optimal rate of inflation with trending relative prices. **Journal of money, credit and banking**, v. 43, n. 2-3, p. 355-384, 2011.

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

_____. Optimal monetary stabilization policy. *In*: FRIEDMAN, B. M.; WOODFORD, M. (Org). **Handbook of monetary economics**. Elsevier, 2010. p. 723. v. 3.

NOTA TÉCNICA

PRODUTIVIDADE DO TRABALHO NOS SETORES FORMAL E INFORMAL: UMA AVALIAÇÃO DO PERÍODO RECENTE

Gabriel Coelho Squeff*

1 INTRODUÇÃO

Um dos fatos estilizados mais notórios da economia brasileira na década de 2000 foi a substancial redução da pobreza, da desigualdade de renda e da informalidade no mercado de trabalho. Entre 2001 e 2009, o coeficiente de Gini de desigualdade de renda caiu quase 9%, de 0,596 para 0,543, a taxa de pobreza se reduziu em quase 14 pontos percentuais (p.p.), de 35,08% para 21,43%, e o grau de informalidade caiu de 58,4% para 50,4%.

Como contrapartida destas dinâmicas, verificou-se um forte crescimento da renda média do décimo mais pobre, da ordem de 72%, *vis-à-vis* um crescimento médio da renda de 23,3%. Consequentemente, houve um forte crescimento do consumo das famílias, que foi em larga medida atendido pelas importações, uma vez que a produção doméstica, notadamente de manufaturados, não acompanhou o crescimento da demanda.

Desse modo, tanto a sustentabilidade deste processo de redução das iniquidades distributivas brasileiras quanto a redução dos vazamentos externos requerem o aumento da produtividade doméstica. Nesse sentido, o objetivo geral deste trabalho é avaliar a dinâmica dos setores formal e informal na última década a partir dos dados das Contas Nacionais. Especificamente, almeja-se avaliar a produtividade do trabalho no setor formal comparativamente ao informal, visando destacar em que medida o comportamento deste último contribuiu para a dinâmica da produtividade do trabalho agregada.

Para tanto, este artigo está estruturado em três seções, além desta introdução. Na seção 2 é descrita a metodologia utilizada de construção dos dados e de decomposição da variação da produtividade do trabalho. Em seguida, na seção 3, são discutidos os principais resultados. Na seção 4, como de praxe, são apresentadas algumas considerações finais.

2 METODOLOGIA

O atual Sistema de Contas Nacionais brasileiro é constituído por dois blocos distintos de informações: as Contas Econômicas Integradas (CEIs) e as Tabelas de Recursos e Usos (TRUs). As CEIs constituem o corpo central do sistema, nas quais “a unidade de investigação é a unidade institucional, caracterizada

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

por autonomia de decisão e unidade patrimonial”, ao passo que nas TRUs “o objeto de investigação é a unidade de produção [na qual] o agrupamento das unidades produtivas (empresas ou unidades locais), classificadas pela homogeneidade no processo produtivo, define os setores de atividades” (IBGE, 2008). Neste sentido, é importante destacar que existe uma articulação entre estes dois blocos, de modo que as CEIs e as TRUs resultam nas mesmas estimativas de produto interno bruto (PIB) e de valor adicionado (Feijó, 2004).

Adicionalmente, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) publica as chamadas *Tabelas sinóticas*, nas quais são apresentados dados sintéticos provenientes tanto das TRUs e das CEIs individualmente quanto do cruzamento de informações desses dois blocos. Neste trabalho foram utilizadas como fonte de dados apenas as tabelas sinóticas 9, 13 e 21, sendo que para esta última foi necessária uma tabulação especial. A tabela 9 apresenta o valor adicionado bruto (VA), a preços correntes e a preços constantes do ano anterior, para 56 atividades econômicas entre 2000 e 2009. A tabela sinótica 13 apresenta o total de ocupações também no nível 56. Já na tabela sinótica 21 tem-se o VA a preços correntes, por setor institucional – empresas não financeiras; empresas financeiras; administração pública; famílias; e instituições sem fins de lucro a serviço das famílias – conforme as doze atividades econômicas entre 2000 e 2009. A tabulação especial dessa tabela consistiu na inserção do total de ocupações, uma vez que a tabela sinótica 21 disponível no sítio do IBGE na internet apresenta apenas as informações de produção, consumo intermediário e valor adicionado.¹

Em conformidade com a metodologia do IBGE, a construção das séries de VA, ocupações e produtividade do trabalho requereu inicialmente que os dados fossem agrupados segundo o setor de produção em: formal, informal e outras unidades familiares, à semelhança do empreendido por Hallak Neto, Namir e Kozovits (2012). Dada a disponibilidade de informações, a desagregação por atividade econômica só pôde ser feita no nível 12. Deste modo, as doze atividades econômicas do setor formal foram obtidas pelo somatório de cada uma destas respectivas atividades nos setores institucionais empresas não financeiras, empresas financeiras, administração pública e instituições sem fins de lucro a serviço das famílias.

A informalidade da economia é um subconjunto do setor institucional famílias, no qual estão as unidades produtivas não agrícolas, ao passo que o subconjunto restante pertence ao setor outras unidades familiares e está relacionado à agricultura mercantil ou para autoconsumo, ao aluguel imputado e efetivo e às famílias que empregam trabalhadores domésticos remunerados. Assim, as doze atividades do setor institucional famílias foram distribuídas da seguinte forma. Outras unidades familiares possuem três atividades: agropecuária; atividades imobiliárias e aluguéis; e serviços domésticos, sendo esta última disponível somente no nível 56 e, portanto, retirada da tabela sinótica 9 (no caso do VA) e da tabela sinótica 13 (no caso das ocupações). A totalidade de atividades imobiliárias e aluguéis foi incluída em outras unidades familiares, em decorrência de não estarem disponíveis desagregações da produção desta atividade por setor institucional. Entretanto, como a maior parte da produção desta atividade é composta pelo produto aluguel imputado, cujo valor não diz respeito à atividade de produção informal das famílias, a adoção da hipótese de que todo o VA desta atividade pertence a outras unidades familiares não implica aproximação muito imprecisa da realidade e, ademais, foi a única possível.

Por exclusão, o setor informal é composto por oito atividades econômicas, das quais sete advieram diretamente do setor institucional famílias: indústria extrativa; indústria de transformação; construção civil; comércio; transporte, armazenagem e correio; serviços de informação; e intermediação financeira,

1. O autor agradece à equipe da Coordenação de Contas Nacionais (CONAC) do IBGE pelo envio desta tabela.

seguros e previdência complementar e serviços relacionados. A oitava atividade, denominada outros serviços ajustado, foi obtida a partir da subtração do VA e das ocupações de serviços domésticos do total de outros serviços verificado no setor institucional famílias. Vale dizer, neste sentido, que outros serviços no nível 12 correspondem às seguintes atividades no nível 56: serviços de manutenção e reparação; serviços de alojamento e alimentação; serviços prestados às empresas; educação mercantil; saúde mercantil; serviços prestados às famílias e associativas; e serviços domésticos. Logo, a dedução desta última atividade do total de outros serviços requereu uma nova taxonomia.

Deste modo, obtiveram-se 23 unidades de análise neste trabalho, sendo doze pertencentes ao setor formal, oito ao setor informal e três ao setor de produção outras unidades familiares. Não obstante, têm-se treze atividades econômicas, pois, conforme mencionado, foi necessário criar a atividade outros serviços ajustado.

Em seguida, os dados da tabela sinótica 9 foram agrupados nestas treze atividades econômicas, resultando numa tabela com VA a preços correntes e preços do ano anterior entre 2000 e 2009. A partir destas informações foram calculadas as variações de preços entre os anos 2001 e 2009, de modo que se obteve uma tabela com as variações de preços do VA segundo as treze atividades econômicas. O procedimento de apuração da variação de preços do VA adotado pelo IBGE é chamado de dupla deflação, pois os deflatores do VA são calculados implicitamente após a deflação da produção e da deflação do consumo intermediário por índices específicos. A próxima etapa consistiu em deflacionar o VA corrente da tabela 21 pelas correspondentes variações de preços antes mencionadas, devidamente encadeadas tendo como ano-base 2000. Implicitamente, portanto, assumiu-se que a inflação/deflação do VA de uma determinada atividade econômica independe do setor institucional.² Assim, construiu-se uma série de VA a preços constantes de 2000 para as 23 unidades de análise entre 2000 e 2009.³

Como as contas nacionais brasileiras são construídas por meio da utilização de números-índice do tipo base móvel, a transformação dos dados de VA para uma base fixa implica a chamada perda de aditividade: a soma dos VAs desagregados a preços constantes não é igual ao VA agregado a preços constantes (IBGE, 2008; Feijó, 2004). Para tratar deste fenômeno é possível ajustar as séries desagregadas ao total agregado ou tornar o total agregado igual à soma das partes desagregadas. A adoção destes procedimentos implicaria ao menos dois problemas, quais sejam, a modificação dos dados originais do IBGE e a não utilização de informações sobre a mudança de preços relativos. Para evitar tais problemas, optou-se por manter a perda de aditividade e lidar com a mudança de preços relativos explicitamente no procedimento de decomposição da variação da produtividade do trabalho.

De posse destas informações, foi possível calcular a produtividade do trabalho para cada uma das 23 unidades de análise conforme a equação (1):

$$X_t^{ij} = \frac{Y_t^{ij}}{L_t^{ij}} \quad (1)$$

2. *A priori*, não há razão para que o índice de preços de uma atividade de um determinado setor institucional, por exemplo, famílias, seja igual àquele verificado para esta mesma atividade em outro setor institucional, por exemplo, empresas não financeiras. Entretanto, inexistem dados de variação de preços discriminados por setor institucional para nenhum nível de agregação por atividade econômica – as únicas CEIs disponíveis estão no nível 12 apenas a preços correntes.

3. Em 2003 e 2004 havia R\$ 3 milhões de VAs da atividade indústria de transformação no setor institucional empresas financeiras. Como inexistem ocupações na referida atividade econômica/setor institucional, optou-se por adicionar estes R\$ 3 milhões de VAs ao setor institucional empresas não financeiras.

onde X é a produtividade do trabalho, Y é o valor adicionado a preços constantes de 2000, L é o total de ocupações, o sobrescrito i denota a atividade econômica e o subscrito t indica o ano.

Para a decomposição da variação da produtividade do trabalho agregada (ou total) utilizou-se a metodologia inicialmente proposta por Diewert (2013), a partir do trabalho seminal de Tang e Wang (2004). Caso se denomine Q o VA nominal agregado, P o deflator do VA agregado, P^i o deflator do VA da unidade i , L o total de ocupações ($L_t = \sum_{ij} L_t^{ij}$), tem-se que a produtividade do trabalho agregada pode ser dada por:

$$X_t = \frac{\sum_{ij} Q_t^{ij}}{P_t L_t} = \frac{\sum_{ij} \left(\frac{Y_t^{ij} P_t^{ij} L_t^{ij}}{L_t^{ij}} \right)}{P_t L_t} = \frac{\sum_{ij} (P_t^{ij} L_t^{ij} X_t^{ij})}{P_t L_t} = \sum_{ij} (p_t^{ij} s_t^{ij} X_t^{ij}) \quad (2)$$

onde $p_t^{ij} = P_t^{ij} / P_t$ é o preço relativo e $s_t^{ij} = L_t^{ij} / L_t$ é a participação da unidade i no total de ocupações (*share* de ocupações).

Definindo $q_t^{ij} = Q_t^{ij} / Q_t$ como a participação da unidade i no VA agregado a preços correntes no ano t (*share* de VA); $\Gamma = (X_t - X_{t-1}) / X_{t-1}$ como sendo a variação da produtividade agregada entre os anos t e $t-1$; $\gamma^{ij} = (X_t^{ij} - X_{t-1}^{ij}) / X_{t-1}^{ij}$ como a variação da produtividade da unidade de análise i entre os anos t e $t-1$; $\sigma^{ij} = (s_t^{ij} - s_{t-1}^{ij}) / s_{t-1}^{ij}$ como sendo a variação no *share* de ocupações entre os anos t e $t-1$; e, finalmente, $\rho^{ij} = (p_t^{ij} - p_{t-1}^{ij}) / p_{t-1}^{ij}$ como a variação dos preços relativos entre os anos t e $t-1$, tem-se, após algumas manipulações algébricas, que a variação da produtividade do trabalho é igual a:

$$\Gamma = \sum_{ij} q_{t-1}^{ij} \gamma^{ij} + \sum_{ij} q_{t-1}^{ij} \sigma^{ij} + \sum_{ij} q_{t-1}^{ij} \rho^{ij} + \sum_{ij} q_{t-1}^{ij} \gamma^{ij} \rho^{ij} + \sum_{ij} q_{t-1}^{ij} \gamma^{ij} \sigma^{ij} + \sum_{ij} q_{t-1}^{ij} \rho^{ij} \sigma^{ij} + \sum_{ij} q_{t-1}^{ij} \gamma^{ij} \rho^{ij} \sigma^{ij} \quad (3)$$

Como pode ser visto, a variação da produtividade do trabalho agregada é uma média ponderada do *share* de VA. O primeiro termo do lado direito da equação, denominado efeito direto, mede a contribuição da variação da produtividade de cada unidade de análise para o resultado agregado. Esta contribuição será positiva (negativa) quando houver aumento (queda) da produtividade desta unidade de análise e é proporcional ao *share* de VA. Este componente também é denominado “puro”, na medida em que seu efeito independe do *share* de ocupações e de mudanças nos preços relativos. O segundo termo é chamado de efeito-ocupação e mede a contribuição da variação do *share* de ocupação, independentemente da mudança das variações de produtividade ou de preços relativos. Assim, toda vez que houver aumento do *share* de ocupações de uma determinada unidade de análise, haverá contribuição positiva para a variação da produtividade agregada, proporcionalmente ao *share* de VA.

Já o terceiro componente é denominado efeito-preço, uma vez que, como o próprio nome sugere, ele capta o efeito da mudança de preços relativos para a dinâmica da produtividade agregada. Analogamente, variações positivas (negativas) de preços relativos contribuem positivamente (negativamente) para o resultado agregado de maneira proporcional ao *share* de VA. Conforme mencionado anteriormente, este efeito existe justamente para captar a perda de aditividade decorrente da passagem de um sistema de contas nacionais de base móvel para um sistema de base fixa. Por fim, os demais quatro componentes são tratados em conjunto e denominados efeito-interação, uma vez que decorrem do próprio processo de manipulação algébrica e, adicionalmente, possuem difícil interpretação econômica.

Destacam-se ainda dois pontos com relação à equação (3). Primeiro, como esta formulação requer índices de preços relativos defasados em um período (p^j), a análise da decomposição da variação da produtividade agregada foi realizada somente entre 2001 e 2009, uma vez que não existem dados de preços relativos em 2000 nas contas nacionais brasileiras. Adicionalmente, é possível identificar a contribuição de cada unidade de análise i e, portanto, dos setores formal, informal e outras unidades familiares para a variação da produtividade agregada por meio da identificação dos elementos i correspondentes a estes setores na equação (3).

Finalmente, ressalta-se que não faz muito sentido avaliar a produtividade de administração, saúde e educação públicas e seguridade social do setor formal, uma vez que se trata de uma atividade não mercantil cujo valor adicionado é praticamente igual aos salários. Logo, políticas de valorização da remuneração de servidores públicos podem culminar no aumento de produtividade. Igualmente complicado é discutir a produtividade do trabalho em intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados, pois uma parcela considerável da produção desta atividade decorre dos chamados serviços de intermediação financeira indiretamente medidos (Sifim). O Sifim corresponde “ao total de rendimentos de propriedade a receber pelos intermediários financeiros líquidos dos juros totais a pagar, excluindo o valor de qualquer rendimento de propriedade a receber de investimentos de fundos próprios” e é calculado “pelo diferencial dos juros recebidos e dos juros pagos, com base na aplicação nas contas ativas e passivas geradoras de Sifim, de taxas médias de juros selecionadas de acordo com a transação e (...) a Selic – Sistema Especial de Liquidação e Custódia –, média do ano” (IBGE, 2010). Desta forma, a produtividade desta atividade pode aumentar em função da capacidade de arbitragem das instituições financeiras, o que usualmente não decorre da quantidade de ocupações lotadas nesta atividade. Por fim, o mesmo pode ser dito das três atividades que compõem outras unidades familiares, haja vista que a produção neste setor diz respeito à agricultura mercantil ou para autoconsumo, ao aluguel imputado e efetivo e às famílias que empregam trabalhadores domésticos remunerados. Seja como for, optou-se por manter todas estas atividades neste trabalho, uma vez que, em alguma medida, suas dinâmicas contribuíram para os crescimentos do VA, das ocupações e da produtividade agregadas.

3 RESULTADOS

Os dados das contas nacionais mostram que houve uma inequívoca redução da informalidade na economia brasileira em termos de geração de valor adicionado e ocupações (tabela 1). No que concerne ao primeiro, constata-se que a participação do setor formal passou de 72,8% em 2000 para 80% em 2009, à custa da redução dos setores informal e outras unidades familiares. Conforme esperado, as atividades que mais ganharam *share* de VA são formais – *comércio e administração, saúde e educação públicas e seguridade social*. As que mais perderam foram *atividades imobiliárias e aluguéis*, de outras unidades familiares, e a atividade informal *outros serviços ajustado*. Com relação às ocupações, o aumento da formalidade de 6,5 p.p. entre 2000 e 2009 decorreu, sobretudo, das atividades formais indústria de transformação, outros serviços, e, novamente, comércio. Dentre as atividades cujas participações nas ocupações totais mais se reduziram, é importante destacar a queda de 1 p.p. da agricultura do setor formal. Como será demonstrado mais adiante (tabela 3), este comportamento culminou num robusto crescimento da produtividade do trabalho na agropecuária formal.

TABELA 1

Composição do valor adicionado e das ocupações, segundo setor de produção e atividade econômica (2000 e 2009)

(Em %)

Setor de produção e atividade econômica	Valor adicionado		Ocupações	
	2000	2009	2000	2009
Formal	72,8	80,0	47,5	54,0
Agropecuária	2,9	2,9	5,2	4,2
Indústria extrativa	1,6	1,8	0,2	0,2
Indústria de transformação	16,0	15,8	7,8	9,0
Produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	3,4	3,1	0,4	0,4
Construção civil	3,8	4,0	1,8	2,6
Comércio	7,5	10,4	8,2	10,3
Transporte, armazenagem e correio	3,5	3,9	2,1	2,5
Serviços de informação	3,0	3,1	0,9	1,1
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	5,9	7,2	1,0	0,9
Atividades imobiliárias e aluguéis	0,5	0,8	0,3	0,4
Outros serviços	9,8	10,5	9,3	11,3
Administração, saúde e educação públicas e seguridade social	14,9	16,3	10,2	11,0
Informal	12,4	8,4	28,1	25,2
Indústria extrativa	0,0	0,0	0,1	0,1
Indústria de transformação	1,2	0,8	4,2	3,7
Construção civil	1,7	1,2	4,9	4,6
Comércio	3,1	2,0	7,5	6,1
Transporte, armazenagem e correio	1,3	0,9	2,0	1,6
Serviços de informação	0,6	0,5	0,7	0,8
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	0,1	0,1	0,1	0,1
Outros serviços ajustado	4,4	2,9	8,6	8,3
Outras unidades familiares	14,7	11,6	24,4	20,8
Agropecuária	2,7	2,7	17,1	13,1
Atividades imobiliárias e aluguéis	10,8	7,5	0,4	0,3
Serviços domésticos	1,2	1,3	7,0	7,3

Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

Não obstante este processo de aumento da formalidade com relação ao total da economia, é digno de nota que ainda prevalece no país uma alta informalidade dentro de algumas atividades econômicas (tabela 2). Ademais, nas atividades serviços de informação e, em menor medida, construção civil e indústria de transformação, houve aumento da participação das ocupações informais nas ocupações totais de 9 p.p., 2,4 p.p. e 1,4 p.p., respectivamente. Com relação às duas primeiras atividades, chamam atenção também os elevados níveis de informalidade no mercado de trabalho, ao passo que a dinâmica verificada nas manufaturas qualifica a discussão acerca da hipótese de desindustrialização no Brasil, indicando que, embora a participação da indústria de transformação como um todo nas ocupações tenha se mantido constante entre 1995 e 2009, aproximadamente um terço destas ocupações é informal. Obviamente, esta evidência tem fortes e severas implicações não apenas na produtividade do trabalho, foco deste artigo, mas, também, do ponto de vista fiscal, uma vez que existe um enorme contingente populacional que não contribuía para a previdência e que muito provavelmente demandou ou demandará recursos de proteção e seguridade social.

TABELA 2

Participação da informalidade no valor adicionado e nas ocupações, segundo atividade econômica (2000 e 2009)
(Em %)

Atividade econômica	Valor adicionado		Ocupações	
	2000	2009	2000	2009
Indústria extrativa	1,4	0,7	34,0	31,5
Indústria de transformação	6,9	4,8	35,0	36,4
Construção civil	30,7	23,8	72,8	75,2
Comércio	29,6	16,4	47,9	47,8
Transporte, armazenagem e correio	27,7	18,0	48,8	48,3
Serviços de informação	15,4	12,8	44,1	53,1
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	1,4	0,7	7,7	7,6

Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

No que concerne à produtividade do trabalho, observando inicialmente o resultado obtido para o agregado, isto é, para os setores formal e informal conjuntamente, constata-se que a produtividade do trabalho total passou de R\$ 12,9 mil para R\$ 13,9 mil entre 2000 e 2009, perfazendo um crescimento de 7,8% no período (tabela 3). Com relação aos totais dos setores formal e informal,⁴ observou-se que em 2000, conforme esperado, a produtividade do primeiro (R\$ 20 mil) é bem maior que a do segundo (R\$ 5,7 mil). O ponto de maior destaque reside no fato de que as dinâmicas destes setores foram díspares: enquanto a produtividade formal permaneceu estagnada ao longo dos anos 2000, no setor informal houve queda de quase 20%. O crescimento de 27% em outras unidades familiares deve ser avaliado com cautela, uma vez que, conforme destacado anteriormente, as atividades que compõem este setor não estão ligadas majoritariamente à produção, mas sim à agricultura mercantil ou para autoconsumo no caso de agropecuária; ao aluguel imputado e efetivo no caso de atividades imobiliárias e aluguéis; e às famílias que empregam trabalhadores domésticos remunerados, no que diz respeito à atividade serviços domésticos.

Outra aplicação possível com os dados de produtividade desagregados diz respeito à escola estruturalista, notadamente com relação ao conceito de heterogeneidade estrutural (HE). Utilizando como *proxy* o desvio-padrão da produtividade do trabalho, verifica-se o aumento da HE na economia brasileira, tanto para as 23 unidades de análise em conjunto, quanto para o setor formal, ao passo que dentro do setor informal houve uma leve queda da HE (tabela 3).

4. Este tipo de comparação deve ser realizado com cautela, uma vez que as atividades econômicas produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana e administração, saúde e educação públicas e seguridade social existem apenas no setor formal.

TABELA 3

Produtividade do trabalho, segundo setor de produção e atividade econômica (2000 e 2009) e nível e variação (2000)

(Em milhares de reais constantes e em %)

Setor de produção e atividade econômica	2000	2009	Variação %
Total	12,9	13,9	7,8
Formal	19,9	19,9	0,0
Agropecuária	7,2	10,2	41,1
Indústria extrativa	103,1	106,2	3,0
Indústria de transformação	26,5	22,2	-16,3
Produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	101,6	108,6	6,9
Construção civil	26,9	20,5	-23,9
Comércio	11,8	12,1	2,8
Transporte, armazenagem e correio	21,8	20,9	-4,0
Serviços de informação	44,3	47,5	7,1
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	77,3	109,7	41,9
Atividades imobiliárias e aluguéis	18,7	40,2	114,5
Outros serviços	13,6	14,1	3,7
Administração, saúde e educação públicas e seguridade social	19,0	18,2	-4,4
Informal	5,7	4,6	-19,7
Indústria extrativa	2,8	2,4	-11,3
Indústria de transformação	3,7	2,8	-24,1
Construção civil	4,5	3,6	-19,5
Comércio	5,4	4,0	-26,0
Transporte, armazenagem e correio	8,7	7,2	-18,0
Serviços de informação	10,3	9,0	-12,6
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	13,3	11,2	-16,0
Outros serviços ajustado	6,6	5,4	-18,3
Outras unidades familiares	7,8	9,9	26,8
Agropecuária	2,0	3,0	46,9
Atividades imobiliárias e aluguéis	370,9	528,4	42,4
Serviços domésticos	2,2	2,3	2,6
Desvio-padrão total	76,5	107,8	-
Desvio-padrão formal	33,3	38,4	-
Desvio-padrão informal	3,4	2,9	-

Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

No que tange aos determinantes do crescimento da produtividade agregada da economia brasileira, destaca-se inicialmente que a análise será realizada confrontando-se o ano de 2009 com 2001, e não com 2000. Conforme apontado na metodologia, isso decorre da ausência de dados sobre o comportamento dos preços relativos em 2000, uma vez que, conforme a equação (3), esta informação é necessária. Adicionalmente, visando a uma melhor compreensão da decomposição da variação da produtividade do trabalho aqui empreendida, é importante explicitar os componentes da tabela 4. Na primeira coluna foram apresentadas as atividades econômicas segundo setor de produção. Na segunda coluna foram reportadas as respectivas variações de produtividade entre 2001 e 2009. Na terceira, a variação da produtividade agregada foi decomposta segundo atividade econômica. Já nas demais colunas a variação da produtividade agregada foi decomposta nos quatro componentes: direto (quarta coluna), ocupação (quinta coluna), preço (sexta coluna) e interação (sétima coluna).

Desse modo, tem-se que o crescimento da produtividade agregada entre 2001 e 2009 de 7,0% decorreu da dinâmica do setor formal, cuja contribuição foi de 11,6%, uma vez que o setor informal contribuiu negativamente (-2,7%). No que concerne às atividades, verificou-se que este padrão se repetiu: as atividades formais contribuíram positivamente e as informais, negativamente. Isto posto, tem-se que comércio foi a atividade que mais contribuiu para o crescimento da produtividade agregada. Vale destacar, ainda, que atividades que apresentaram variação negativa de produtividade podem ter contribuição positiva para a produtividade agregada, desde que o somatório dos efeitos ocupação, preços relativos e interação seja maior que o efeito direto. Este foi o caso da indústria de transformação formal.

TABELA 4

Varição e decomposição da produtividade do trabalho agregada entre 2001 e 2009, segundo setor de produção e atividade econômica
(Em %)

Setor de produção e atividade econômica	Variação da produtividade	Decomposição				
		Atividade	Direto	Ocupação	Preço	Interação
Total	7,0	7,0	4,8	4,0	0,6	-2,4
Formal	1,4	11,6	1,9	8,2	2,7	-1,2
Agropecuária	34,8	0,1	1,1	-0,6	-0,2	-0,2
Indústria extrativa	2,7	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0
Indústria de transformação	-17,4	1,0	-2,8	2,7	1,6	-0,5
Produção e distribuição de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	19,0	0,3	0,6	-0,1	-0,1	0,0
Construção civil	-16,9	0,6	-0,6	1,1	0,2	-0,2
Comércio	6,5	3,5	0,5	1,5	1,1	0,4
Transporte, armazenagem e correio	-4,0	0,5	-0,1	0,5	0,1	0,0
Serviços de informação	-2,0	0,4	-0,1	0,7	-0,2	-0,1
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	42,6	1,0	2,9	-0,4	-1,0	-0,5
Atividades imobiliárias e aluguéis	91,2	0,4	0,4	0,1	-0,1	0,0
Outros serviços	6,3	1,6	0,6	1,7	-0,7	-0,1
Administração, saúde e educação públicas e seguridade social	-3,4	2,0	-0,5	0,7	1,8	0,0
Informal	-16,2	-2,7	-1,9	-1,1	0,3	0,0
Indústria extrativa	-20,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Indústria de transformação	-23,8	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,0
Construção civil	-18,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	0,0
Comércio	-22,3	-0,8	-0,7	-0,5	0,4	0,0
Transporte, armazenagem e correio	-13,1	-0,4	-0,2	-0,3	0,0	0,0
Serviços de informação	-14,0	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0
Intermediação financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Outros serviços ajustado	-11,7	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	0,1
Outras unidades familiares	17,8	-1,9	4,8	-3,1	-2,4	-1,2
Agropecuária	29,4	0,0	0,9	-0,5	-0,2	-0,2
Atividades imobiliárias e aluguéis	38,5	-2,1	3,9	-2,6	-2,4	-1,1
Serviços domésticos	4,8	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0

Fonte: IBGE.

Elaboração do autor.

No que tange à decomposição da variação da produtividade, segundo componente, constatou-se a proeminência do efeito direto (4,8%), em decorrência do setor formal (1,9%) e, sobretudo, do setor outras unidades familiares (4,8%). Desconsiderando a grande contribuição de intermediação

financeira, seguros e previdência complementar e serviços relacionados, do setor formal, e de atividades imobiliárias e alugueis, destacou-se apenas agropecuária no efeito direto. O efeito-ocupação, com contribuição de 4%, foi o segundo componente mais importante. Concorreu para este resultado uma forte contribuição positiva do setor formal (8,2%) *vis-à-vis* uma contribuição negativa dos demais setores de produção. Neste sentido, as principais contribuições advieram de indústria de transformação e de outros serviços, pois estas atividades possuíam uma elevada participação no valor adicionado e, sobretudo, porque houve forte crescimento do *share* de ocupação.⁵ O efeito-preço contribuiu com apenas 0,6%, e, entre as atividades, novamente, a dinâmica decorreu do setor formal, com contribuição de 2,7%. Por fim, a interação entre os efeitos direto, ocupação e preço contribuiu negativamente para crescimento de 7,0% da produtividade agregada.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Objetivou-se neste trabalho avaliar a dinâmica dos setores formal e informal na última década a partir dos dados das Contas Nacionais, notadamente no que concerne à produtividade do trabalho, visando destacar em que medida o comportamento desta variável no setor informal contribuiu para a dinâmica da produtividade do trabalho agregada.

Entre as atividades econômicas que mais contribuíram para a redução da informalidade em termos de valor adicionado, destacaram-se comércio e administração, saúde e educação públicas e seguridade social do setor formal. Com relação às ocupações, indústria de transformação, outros serviços e, novamente, comércio foram relevantes. Não obstante, dentro de algumas atividades econômicas ainda se constata uma elevada informalidade, uma vez que serviços de informação, construção civil e indústria de transformação houve aumento da participação das ocupações informais nas ocupações totais, sendo que para as duas primeiras atividades foram encontrados elevados níveis de informalidade no mercado de trabalho. A dinâmica verificada nas manufaturas qualifica a discussão acerca da hipótese de desindustrialização no Brasil, indicando que, embora a participação da indústria de transformação como um todo nas ocupações tenha se mantido constante entre 1995 e 2009, aproximadamente um terço destas ocupações é informal.

No que concerne à produtividade do trabalho agregada, constatou-se inicialmente um fraco crescimento entre 2000 e 2009, de apenas 7,8% – 0,8% ao ano (a.a.). Em termos desagregados, evidenciou-se a heterogeneidade estrutural que caracteriza a economia brasileira, tanto nos níveis quanto nas taxas de variação da produtividade. Com relação à decomposição da variação da produtividade, verificou-se que o crescimento de 7,0% da produtividade agregada entre 2001 e 2009 adveio do setor formal, cuja contribuição foi 11,6%, uma vez que as atividades informais em conjunto contribuíram com –2,7%. Complementarmente, verificou-se que este crescimento de 7,0% decorreu, sobretudo, do chamado efeito direto (4,8%), que mede a contribuição da variação da produtividade dentro das atividades econômicas, com destaque para o efeito direto do setor formal (1,9%). As mudanças na composição das ocupações contribuíram com 4%, em decorrência do setor formal (8,2%). O efeito-preço contribuiu com apenas 0,6%, e, entre as atividades, novamente, a dinâmica decorreu do setor formal, com contribuição de 2,7%. Por fim, a interação entre os efeitos direto, ocupação e preço contribuiu negativamente para o crescimento da produtividade agregada entre 2001 e 2009.

5. Por questões de espaço, não foi reportada a composição do valor adicionado e das ocupações em 2001. O leitor interessado pode solicitar estes dados ao autor. Não obstante, é importante ressaltar que a dinâmica ocorrida entre 2000 e 2009 é muito similar à verificada entre 2001 e 2009, de modo que a tendência apreendida pelas tabelas 1 e 2 serve de referência para ilustrar argumento acerca dos determinantes dos componentes direto, ocupação, preço e interação.

Depreende-se, portanto, que as políticas públicas adotadas nos anos 2000 visando melhorar a distribuição de renda resultaram não somente na redução da pobreza e da informalidade, mas também contribuíram para o crescimento da produtividade do trabalho agregada. Todavia, a constatação de que ainda existe uma considerável parcela da produção e do emprego no setor informal configura um grande empecilho à obtenção de taxas mais elevadas de crescimento da produtividade. Neste sentido, a continuidade das referidas políticas requer a adoção de medidas complementares visando ao aumento da produtividade do trabalho agregada, uma vez que esta contribui sobremaneira para evitar que parte do crescimento da demanda em decorrência do aumento da renda das classes menos favorecidas seja atendida pelas importações.

REFERÊNCIAS

DIEWERT, W. E. **Decomposition of productivity growth into sectoral effects**. IARIW-UNSW Conference on Productivity: Measurement, Drivers and Trends. Sydney, 2013.

FEIJÓ, C. A. **Contabilidade social**: o novo sistema de contas nacionais do Brasil. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

HALLAK NETO, J.; NAMIR, K.; KOZOVITS, L. Setor e emprego informal no Brasil: análise dos resultados da nova série do sistema de contas nacionais – 2000/2007. **Revista economia e sociedade**, v. 44, 2012.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema de contas nacionais Brasil**. Rio de Janeiro: IBGE, 2008. (Séries relatórios metodológicos, n. 24).

TANG, J.; WANG, W. Sources of aggregate labour productivity growth in Canada and the United States. **Canadian journal of economics/revue canadienne d'économique**, v. 37, n. 2, p. 421-444, 2004.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

INTER-SECRETARIAT WORKING GROUP ON NATIONAL ACCOUNTS. **System of National Accounts 1993**. Washington: IMF; Brussels: EUROSTAT, 1993.

NOTA TÉCNICA

A VOLATILIDADE DO FLUXO DE CAPITAL PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES

Katia Rocha*
Ajax Moreira**

1 INTRODUÇÃO

Recentemente, o debate sobre os fluxos de capital para as economias emergentes retornou à pauta dos gestores de políticas públicas, trazendo diversos desafios relacionados ao gerenciamento da política macroeconômica e à melhor forma de se apropriar dos benefícios da entrada do fluxo de capital, limitando-se os riscos de instabilidade financeira e do ambiente macroeconômico. Esta conjuntura tem sido motivada por preocupações quanto ao aquecimento econômico, à competitividade externa, à estabilidade financeira, ao custo de esterilização da acumulação de reservas internacionais, à política monetária expansiva adotada nas economias desenvolvidas, entre outras questões.

Segundo relatório do Instituto de Finanças Internacionais (IIF, 2014), o fluxo de capital privado para as economias emergentes atingirá US\$ 1,079 trilhão e US\$ 1,138 trilhão, respectivamente, em 2014 e 2015, valores inferiores aos atingidos em 2012 e 2013, de US\$ 1,231 trilhão e US\$ 1,119 trilhão. Com projeções de maior volatilidade, a entrada líquida de capital para os mercados emergentes deverá refletir nos determinantes globais e locais (*push and pull effects*). A redução dos estímulos monetários na economia americana e o aumento de juros internacionais deverão impactar os mercados emergentes, fazendo com que os investidores estrangeiros sejam mais criteriosos na alocação de capital entre os emergentes. Os determinantes locais de cada país (*pull effects*) predominarão na visão dos investidores, que continuarão a remunerar países com fortes fundamentos e pressionar aqueles de economia vulnerável.

Na literatura de fluxo de capital, muitos estudos já abordaram questões sobre os determinantes globais e locais (*push and pull effects*) do fluxo de capital para economias emergentes.¹ Entre os resultados comuns, está a ênfase dos fatores globais – em especial, a liquidez internacional e a diminuição da aversão ao risco – como determinantes do fluxo de capital. Aliadas a isto, as expectativas de crescimento

* Técnica de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. Correio eletrônico: <katia.rocha@ipea.gov.br>.

** Coordenador de Economia Financeira da Dimac do Ipea. Correio eletrônico: <ajax.moreira@ipea.gov.br>.

1. Entre os trabalhos seminais nesta linha de pesquisa, destacam-se Fernández-Arias (1996), Calvo, Leiderman e Reinhart (1993; 1996), Eichengreen e Mody (1998) e Ferrucci *et al.* (2004). Entre os trabalhos recentes, após a crise das hipotecas americanas em 2008, citem-se BIS (2009), Fratzscher (2011), Forbes e Warnock (2011) e Milesi-Ferretti e Tille (2011).

das economias emergentes aparecem como importante fator local, assim como a heterogeneidade da resposta relativa ao tipo de fluxo, ao país afetado e ao período analisado.

Há, todavia, poucos trabalhos empíricos sobre os determinantes da volatilidade do fluxo de capital nas economias emergentes.² Tais estudos se justificam, na medida em que possibilitam a recomendação de políticas públicas de forma a limitar os riscos de instabilidade financeira e macroeconômica, ao reduzirem a volatilidade relacionada ao fluxo de capital. Estes artigos se diferenciam quanto aos critérios para medir a volatilidade, às variáveis determinantes, ao tipo de fluxo de capital e ao modelo econométrico utilizado.

O objetivo desta nota técnica consiste em explicar, empiricamente, a volatilidade dos tipos de fluxo de entrada de capital, com um painel de dezoito economias emergentes no período 2000-2011. Enfatiza-se o papel de indicadores da qualidade institucional do país (governança) e do desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, que engloba as instituições financeiras, como bancos e seguradoras, e o mercado de capitais, como os de ações, de títulos e de derivativos.

São dezoito as economias emergentes analisadas³ neste estudo: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, República Tcheca, Hungria, Índia, Indonésia, Malásia, México, Peru, Filipinas, Polônia, Rússia, África do Sul, Tailândia, Turquia e Venezuela. Elas representavam, em janeiro de 2013, aproximadamente 95% do índice Emerging Markets Bond Index Global (EMBIG), do banco J. P. Morgan (J. P. Morgan, 2004). Constituem as maiores economias emergentes para destino do fluxo de capital internacional, segundo relatório do Banco de Compensações Internacionais (BIS, 2009).

O gráfico 1 apresenta o fluxo de entrada de capital desagregado por tipo – investimento de portfólio e em derivativos; fluxo de investimento direto (FDI); e outros investimentos – para as dezoito economias emergentes consideradas neste trabalho.⁴

A próxima seção apresenta o cálculo das volatilidades dos fluxos, a seção 3 descreve o modelo dos determinantes da volatilidade do fluxo de capital e a seção 4 apresenta os resultados. A última seção apresenta as considerações finais.

2. Broner e Rigobon (2005), Alfaro, Ka lemlí-Ozcan e Volosovych (2005), IMF (2007), Neumann, Penl e Tanku (2009) e Broto, Díaz-Cassou e Erce (2011) são relevantes sobre o tema.

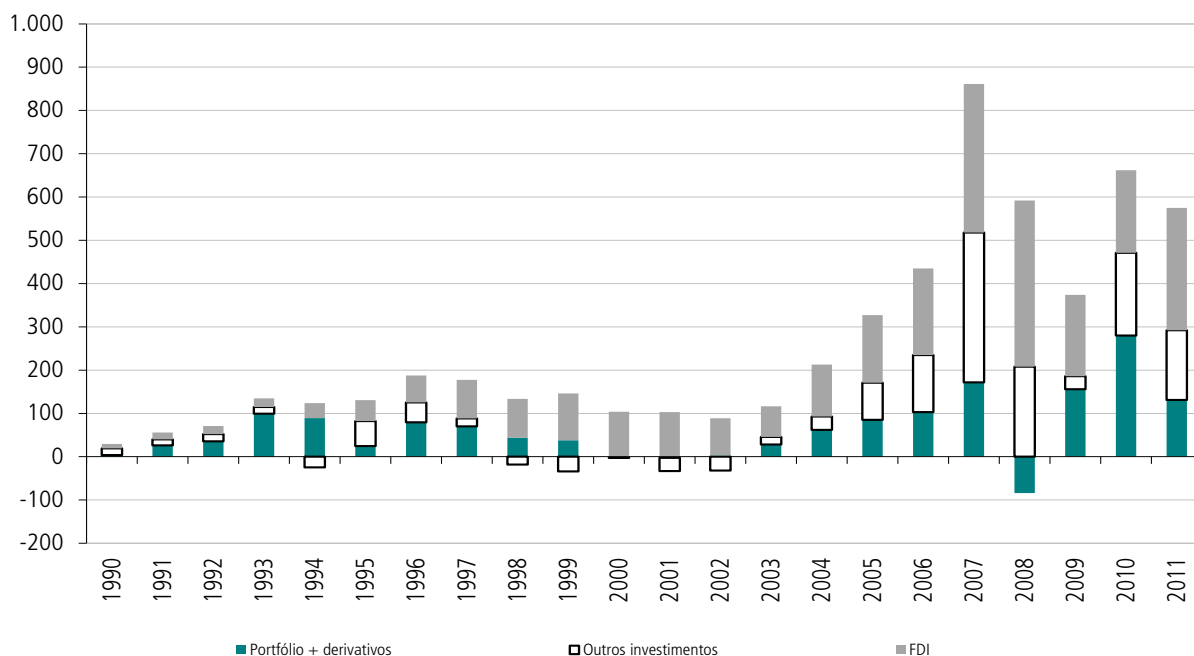
3. A escolha da amostra de países se baseou na disponibilidade de dados trimestrais no banco de dados International Financial Statistics (IFS), do Fundo Monetário Internacional (FMI).

4. A atual estrutura do balanço de pagamentos internacionais adotada pelos países segue uma orientação do FMI estabelecida no documento *Balance of payments and international investment position manual* (IMF, 2009) e registra as transações econômicas de determinado país com o exterior (residentes e não residentes). Sua estrutura é definida a partir da natureza das transações, que se agrupam em duas grandes categorias de contas – transações correntes e conta capital e financeira. Em especial, a conta financeira registra fluxos decorrentes de transações com ativos e passivos financeiros entre residentes e não residentes, sendo dividida em quatro grupos: *i*) investimento direto; *ii*) investimentos em carteira; *iii*) derivativos; e *iv*) outros investimentos.

GRÁFICO 1

Fluxo de entrada de capital: economias emergentes selecionadas (1990-2011)

(Em US\$ bilhões)



Fonte: IFS/FMI. Disponível em: <<http://elibrary-data.imf.org/>>.

Elaboração dos autores.

2 ESTIMANDO A VARIÁVEL DEPENDENTE: VOLATILIDADE DO FLUXO DE CAPITAL

Na literatura, diversas alternativas têm sido propostas com o intuito de estimar a volatilidade de séries macroeconômicas. Entre as mais importantes, destacam-se as seguintes:

- o modelo autorregressivo (AR), em que a volatilidade corresponde à variância local do desvio em relação ao valor esperado do fluxo, dados os valores defasados do fluxo, estimado considerando-se um modelo AR(2) para cada país;
- o modelo de média móvel, no qual a volatilidade corresponde à variância local do desvio em relação à média móvel local do fluxo;
- o modelo de painel, em que a volatilidade corresponde à variância local do desvio em relação ao valor esperado do fluxo – dadas as variáveis explicativas defasadas –, estimado supondo-se um modelo de painel com efeito fixo por país e com as mesmas variáveis explicativas; e, finalmente,
- o modelo de alisamento exponencial (EWMA), popular entre os modelos de gestão de risco no mercado financeiro.

De forma a verificar a robustez dos resultados, esses quatro modelos foram adotados neste trabalho. As respectivas equações encontram-se no apêndice A. Cabe ressaltar que a correlação entre as quatro medidas de volatilidade propostas em cada modelo, em porcentagem do produto interno bruto (PIB), por tipo de fluxo, é relativamente alta.

A tabela 1 apresenta a volatilidade média por país no período analisado, para os quatro tipos de fluxos de capital examinados, segundo os quatro modelos propostos para o cálculo da volatilidade. Observa-se que a volatilidade é diferenciada entre os países, mas semelhante entre os modelos para um mesmo país.

TABELA 1

Média das medidas de volatilidade propostas: economias emergentes selecionadas (2000-2011)

(Em %)

	Portfólio + derivativos						Outros investimentos						FDI						Fluxo total			
	Painel		Média móvel		EWMA		Painel		Média móvel		EWMA		Painel		Média móvel		EWMA		AR	Média móvel	EWMA	
	AR	EWMA	AR	EWMA	AR	EWMA	AR	EWMA	AR	EWMA	AR	EWMA	AR	EWMA	AR	EWMA	AR	EWMA	AR	Média móvel	EWMA	
Argentina	3,58	3,76	4,59	4,49	2,97	2,73	3,33	3,29	3,09	2,65	2,72	2,69	4,02	4,09	6,14	6,76						
Brasil	2,08	2,27	2,62	2,22	1,97	2,20	2,47	2,35	2,45	1,14	1,38	1,41	4,04	3,46	3,32	3,60						
Chile	2,58	2,20	2,08	2,16	3,58	3,54	3,40	3,48	3,98	4,15	4,09	4,18	5,94	6,01	5,75	5,89						
Colômbia	2,23	1,75	1,65	1,68	2,11	2,12	1,98	1,80	3,26	2,12	2,09	2,37	5,04	3,82	3,66	3,73						
República Tcheca	2,87	2,64	2,53	2,61	4,17	4,64	4,82	4,72	5,10	4,51	4,55	4,66	7,39	6,14	6,35	6,49						
Hungria	7,08	7,10	6,46	6,82	7,80	4,88	5,12	5,27	20,47	14,36	13,56	14,39	26,50	17,69	17,13	18,28						
Índia	1,37	0,94	0,91	0,97	3,81	1,36	1,33	1,46	2,45	0,49	0,57	0,61	7,10	1,79	1,79	1,89						
Indonésia	2,22	2,44	2,51	2,39	4,28	1,99	2,15	1,95	1,88	1,12	1,56	1,65	7,14	3,52	4,29	3,98						
Malásia	5,97	6,81	5,01	8,79	5,73	5,37	4,38	6,07	7,98	1,84	2,00	1,93	12,84	9,52	7,03	11,65						
México	2,07	0,50	0,56	0,45	3,55	0,33	0,34	0,32	2,24	0,31	0,31	0,30	7,26	0,64	0,70	0,60						
Peru	2,63	2,57	2,20	2,38	4,67	3,45	3,22	3,37	2,90	2,23	2,23	2,14	4,59	4,15	4,06	4,33						
Filipinas	3,42	3,83	3,57	3,76	4,15	3,82	4,00	3,99	2,07	1,30	1,28	1,34	6,82	6,22	6,25	6,47						
Polônia	3,48	3,16	2,62	3,89	3,62	3,03	2,51	4,47	3,08	2,34	2,41	2,46	7,82	4,67	4,52	5,38						
Rússia	2,68	2,88	2,91	2,80	4,48	4,64	4,36	4,83	2,53	1,44	1,27	1,43	5,45	6,08	5,96	6,55						
África do Sul	5,26	1,22	1,19	1,33	5,65	0,64	0,59	0,62	6,45	0,79	0,76	0,79	4,99	1,32	1,27	1,45						
Tailândia	2,44	1,90	1,95	2,10	4,68	4,72	6,41	6,38	4,90	1,30	1,49	1,56	10,15	5,27	6,94	7,26						
Turquia	2,39	2,56	2,54	2,68	3,77	3,02	3,44	3,73	2,68	1,12	1,09	1,23	6,38	4,06	4,84	5,32						
Venezuela	3,09	2,78	2,60	2,68	2,16	2,06	2,05	2,12	3,69	1,99	2,12	1,63	5,86	4,05	4,01	3,80						

Elaboração dos autores.

3 MODELO

O modelo proposto para a análise dos determinantes da volatilidade do fluxo de entrada de capital (portfólio, outros investimentos, FDI e fluxo total) é apresentado na equação (1). Nela, a variável dependente à esquerda (σ_{it}) corresponde à volatilidade, calculada por meio de cada um dos quatro modelos propostos na seção 2; (α_i) corresponde ao efeito fixo do país; Z corresponde aos indicadores da qualidade institucional de governança do país e de características do sistema financeiro doméstico; e G e L correspondem às variáveis de controle que descrevem o estado do ambiente econômico global e local do país. Para evitar críticas quanto à possível endogeneidade de algumas das variáveis explicativas, todas estas variáveis foram defasadas de um trimestre, quando trimestrais, ou de um ano, quando anuais.

$$\sigma_{it} = \alpha_i + \beta G_{t-1} + \gamma L_{i,t-1} + \delta Z_{i,t-1} + e_{it} \quad (1)$$

Em relação à governança, adotou-se a primeira componente da decomposição canônica da matriz de covariância dos indicadores de governança do Banco Mundial, proposta por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2010).⁵ Tais indicadores incluem o processo pelo qual os governos são selecionados, monitorados e substituídos; a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas com eficácia; e o respeito às instituições que regem as interações socioeconômicas. Englobam seis grandes dimensões de governança e captam os principais elementos desta definição: *i*) voz e responsabilidade; *ii*) estabilidade política; *iii*) eficácia do governo; *iv*) qualidade normativa; *v*) regime de direito; e *vi*) controle da corrupção.

Com relação a características do sistema financeiro doméstico, utilizou-se o banco de dados proposto por Levine *et al.* (2013),⁶ disponível no Banco Mundial, que inclui extensiva cobertura das características das instituições financeiras (bancos e seguradoras) e do mercado financeiro (ações, títulos e derivativos), por meio de medidas de: *i*) profundidade; *ii*) eficiência; e *iii*) estabilidade. O quadro 1 resume esta seleção.

QUADRO 1
Indicadores de desenvolvimento financeiro doméstico

	Instituições financeiras (IFs)	Mercado financeiro (MF)
Profundidade	Crédito privado/PIB Ativos bancários/PIB	Capitalização bursátil/PIB
Eficiência	<i>Spread</i> bancário Indicador Boone	Volume de giro (%)
Estabilidade	<i>Z-score</i> Razão capital/ativos	Volatilidade das ações

Fonte: Levine *et al.* (2013).

Elaboração dos autores.

5. O Banco Mundial desenvolve, desde 1996, banco de dados relativo a seis diferentes aspectos da governança de aproximadamente duzentos países: governança; qualidade regulatória; validade da lei; controle da corrupção; estabilidade política; e transparência e democracia. Estes indicadores anuais apresentam elevado grau de correlação entre si. Isto sugere a construção de um indicador que sintetiza a informação destes seis itens. Para tal, efetuou-se a decomposição canônica da matriz de covariância destes indicadores e definiu-se a primeira componente como este indicador. Verificou-se que este fator explica 78% da variância total, e entre 72% e 92% da variância de cada uma das componentes. Tal abordagem já foi utilizada em Baldacci, Gupta e Mati (2008) para fins similares.

6. O Banco Mundial desenvolve indicadores do sistema financeiro (instituições financeiras e mercado financeiro) desde 1960, para cerca de duzentos países que abrangem medidas de: tamanho; grau de eficiência; e estabilidade. Segundo Levine (2004), um grande número de evidências sugere que o sistema financeiro doméstico, incluindo instituições financeiras (bancos e seguradoras) e mercado financeiro (ações, títulos e derivativos), exerce grande influência no desenvolvimento econômico, na estabilidade econômica e na diminuição do nível de pobreza.

As variáveis globais são: *i*) liquidez internacional, medida pela relação entre o volume de saída de capital dos Estados Unidos, normalizada pelo PIB; *ii*) volatilidade da liquidez internacional; *iii*) *yield* dos *treasury bonds* americanos de dez anos; *iv*) índice de aversão ao risco (VIX);⁷ e *v*) crescimento real do PIB americano.

As variáveis locais são: *i*) crescimento do PIB real; *ii*) taxa de inflação; *iii*) volatilidade da taxa de inflação; *iv*) reservas internacionais como proporção do PIB; *v*) grau de abertura comercial – soma da exportação e da importação como proporção do PIB; e *vi*) grau de abertura financeira: KAOPEN.⁸

No modelo proposto na equação (1), a definição da volatilidade implica correlação serial entre as observações. Por isto, foi utilizado o estimador proposto por Driscoll-Kraay (1998), disponível no programa Stata na rotina *xtscc*, que corrige os estimadores para a presença de correlação serial de até três defasagens.⁹

4 RESULTADOS

O modelo foi estimado para diversas variáveis que medem a governança e o grau de desenvolvimento financeiro doméstico. A tabela 2 apresenta os resultados, e a tabela 3, as estatísticas descritivas do modelo. Apresentam-se os resultados de forma resumida para os tipos de fluxo de capital e para as quatro medidas de volatilidade, indicando-se o sinal do coeficiente significativo, diferenciado segundo o seu grau de significância.¹⁰

Espera-se que as variáveis relativas ao desenvolvimento do sistema financeiro em geral influenciem mais os tipos de fluxos financeiros – ou seja, os fluxos de portfólio, derivativos e outros investimentos – que os FDI, estes últimos mais influenciados pelo ambiente de qualidade institucional e governança do país.

7. O índice VIX é comumente utilizado como *proxy* da aversão ao risco de mercado. Foi introduzido em 1993 pela Chicago Board Option Exchange (CBOE, 2009) e consiste na volatilidade diária implícita nas opções sobre o índice Standard & Poor's (S&P) 500 para os próximos trinta dias, considerando-se diversas ponderações sobre preços de opções de diversos preços de exercício.

8. Indicador construído por Chinn e Ito (2008), baseado nos dados publicados pelo FMI no *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions* (Areaer). Inclui diversas variáveis, como presença de múltiplas taxas de câmbio, restrições nas transações de conta corrente e de conta capital, e requerimentos sobre o ingresso de receitas de exportações. O índice corrige certas distorções quanto à intensidade, à extensão e à efetividade do controle de capitais, estando disponível para 181 países desde 1970.

9. Até o momento, os autores têm conhecimento de dois estimadores para dados em painel que consideram a autocorrelação dos resíduos. O primeiro inclui no modelo um termo defasado para o resíduo, mas, na forma que se encontra implementado no Stata, considera apenas uma defasagem. O segundo é o estimador proposto por Driscoll e Kraay (1998), que ajusta a matriz de covariância dos estimadores para a autocorrelação de até três defasagens. Neste trabalho, optou-se por utilizar o segundo estimador, dado que este considera um maior número de defasagens. A rigor, apenas se mitigou o efeito da autocorrelação, pois a volatilidade é, por construção, correlacionada até dezesseis defasagens.

10. Os resultados completos encontram-se em Rocha e Moreira (2013).

TABELA 2
Resumo dos resultados de governança e desenvolvimento financeiro

	FDI			Outros investimentos			Portfólio + derivativos			Fluxo total		
	Painel	AR	Média móvel	Painel	AR	Média móvel	Painel	AR	Média móvel	Painel	AR	Média móvel
	EWMA			EWMA			EWMA			EWMA		
Atributos de governança	---	--	---	---	---	--	---	---	-	--	---	---
Profundidade do MF: capitalização bursátil/PIB	--	---	---	---	---	.	---	---
Profundidade das IFS: crédito privado/PIB	+++	+++	+++	--	.	.	---	---	.	+	+++	+
Eficiência das IFS: <i>spread</i> bancário	++	++	++	+++	++	++
Eficiência do MF: volume de giro (%)	+++	+++	+++	+++	+	.	+++	.	.	.	++	+++
Estabilidade das IFS: capital/ativos	++	+	+	.	---	---	---	++
Estabilidade do MF: volatilidade de ações/média	+++	++	++	.	.	+++	.	+++	+++	+++	+++	++

Elaboração dos autores.

Obs.: ponto (x) indica coeficiente não significativo; três sinais de soma (+++), significativo a 1% e positivo; dois sinais de soma (++), significativo a 5% e positivo; um sinal de soma (+), significativo a 10% e positivo; três traços (---), significativo a 1% e negativo; dois traços (--), significativo a 5% e negativo; e um traço (-) significativo a 10% e negativo.

TABELA 3
Estatísticas descritivas do modelo

	FDI			Outros investimentos			Portfólio + derivativos			Fluxo total		
	Painel	AR	Média móvel	EWMA	Painel	AR	Média móvel	EWMA	Painel	AR	Média móvel	EWMA
Número de observações	469	535	500	557	463	529	494	551	463	529	494	551
Número de países	17	17	16	17	17	17	16	17	17	17	16	17
<i>F</i>	76	486	210	403	254	544	302	250	404	578	475	589
<i>P-F</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>R</i> ²	0,37	0,39	0,42	0,37	0,35	0,46	0,45	0,41	0,31	0,29	0,24	0,33

Elaboração dos autores.

Os resultados permitem concluir que:

- os valores são, em geral, estáveis para as quatro medidas de volatilidade propostas no texto;
- quanto maior a qualidade institucional ou a governança do país, menor a volatilidade de todos os tipos de fluxos de capital;
- quanto maior a profundidade do mercado financeiro (capitalização bursátil/PIB), menor a volatilidade do fluxo de FDI e do fluxo total;
- quanto maior a estabilidade do mercado financeiro (menor volatilidade do mercado), menor a volatilidade de todos os tipos de fluxo;
- quanto maior a eficiência das instituições financeiras (menor *spread* bancário), menor a volatilidade do FDI e do fluxo total;
- quanto maior a estabilidade das instituições financeiras (razão capital/ativos dos bancos), menor a volatilidade do fluxo relativo a outros investimentos; e
- quanto maior a profundidade das instituições financeiras (crédito privado/PIB), menor a volatilidade do fluxo de portfólio e derivativos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta nota apresentou um modelo de painel para os determinantes da volatilidade do fluxo de capital (*inflows*) para um grupo de dezoito economias emergentes no período 2000-2011. Diferentemente de outros estudos similares, o texto avalia a robustez do modelo em relação a diferentes medidas de volatilidade e analisa vários tipos de fluxo de capital. Ainda enfatiza o papel dos indicadores de qualidade institucional do governo – governança e desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, o qual inclui instituições financeiras, como bancos e seguradoras, e o mercado de capitais, como os de ações, de títulos e de derivativos.

Os principais resultados sugerem uma redução da volatilidade do fluxo de capital mediante a adoção de políticas voltadas para melhorias na qualidade institucional do governo (governança) e para a promoção do desenvolvimento, da estabilidade e da eficiência do sistema financeiro doméstico.

Entre os atributos de governança, destacam-se uma maior eficácia do governo, com qualidade na formulação das políticas e dos serviços públicos; a competência da administração pública e sua independência das pressões políticas; uma maior transparência, que inclui liberdade de expressão e meios de comunicação livres; o regime de direito, que abrange a qualidade da execução de contratos, os direitos de propriedade e o controle da corrupção; e a qualidade normativa, que identifica a capacidade do governo de desenvolver políticas e normas sólidas que habilitem e promovam o desenvolvimento do setor privado.

Com relação ao sistema financeiro doméstico, destacam-se políticas de desenvolvimento, estabilidade e eficiência das instituições e dos mercados financeiros, como incentivos voltados ao aumento do volume e da competitividade do mercado financeiro doméstico; contínuo acompanhamento da estabilidade das instituições financeiras, com adoção de índices conservadores de adequação de capital e risco; além da promoção da eficiência das instituições financeiras, mediante políticas que estimulem a concorrência e a contínua diminuição do *spread* bancário.

REFERÊNCIAS

- ALFARO, Laura; KALEMLI-OZCAN, Sebnem; VOLOSOVYCH, Vadym. **Capital flows in a globalized world: the role of policies and institutions**. Cambridge, United States: NBER, 2005. (NBER Working Paper, n. 11.696).
- BALDACCI, E.; GUPTA, S.; MATI, A. **Is it (still) mostly fiscal?** Determinants of sovereign spreads in emerging markets. Washington: IMF, 2008. (IMF Working Paper, WP/08/259).
- BEKAERT, Geert; HARVEY, Campbell R.; LUNDBLAD, Christian. **Growth volatility and financial liberalization**. Cambridge, United States: NBER, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.560).
- BIS – BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. **Capital flows and emerging market economies**. Basel: CGFS/BIS, 2009. (CGFS Papers, n. 33).
- BRONER, Fernando A.; RIGOBON, Roberto. **Why are capital flows so much more volatile in emerging than in developing countries?** Santiago de Chile: Central Bank of Chile, 2005. (Working Papers, n. 328).
- BROTO, Carmen; DÍAZ-CASSOU, Javier; ERCE, Aitor. Measuring and explaining the volatility of capital flows to emerging countries. **Journal of banking & finance**, v. 35, p. 1.941-1.953, 2011.
- CALVO, Guillermo; LEIDERMAN, Leonardo; REINHART, Carmen. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. **IMF staff papers**, v. 40, n. 1, 1993.
- _____. Inflows of capital to developing countries in the 1990s. **Journal of economic perspectives**, v. 10, n. 2, p. 123-139, 1996.
- CBOE – CHICAGO BOARD OPTIONS EXCHANGE. **The CBOE Volatility Index**. Chicago: CBOE, 2009. Disponível em: <<http://www.cboe.com/micro/vix/vixwhite.pdf>>.
- CHINN, Menzie D.; ITO, Hiro. A new measure of financial openness. **Journal of comparative policy analysis**, v. 10, n. 3, p. 307-320, 2008.
- DRISCOLL, John C.; KRAAY, Aart C. Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data. **Review of economics and statistics**, v. 80, p. 549-560, 1998.
- EICHENGREEN, Barry J.; MODY, Ashoka. Interest rates in the North and capital flows to the South: is there a missing link? **International finance**, v. 1, n. 1, p. 35-57, 1998.
- FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo. The new wave of private capital inflows: push or pull? **Journal of development economics**, v. 48, p. 389-418, 1996.
- FERRUCCI, Gianluigi *et al.* Understanding capital flows to emerging market economies within a push/pull framework? **Bank of England financial stability review**, June 2004.
- FORBES, Kristin J.; WARNOCK, Francis E. **Capital flow waves: surges, stops, flight and retrenchment**. Cambridge, United States: NBER, 2011. (NBER Working Paper, n. 17.351).
- FRATZSCHER, Marcel. **Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis**. Cambridge, United States: NBER, 2011. (NBER Working Paper, n. 17.357).
- IIF – INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE. **Capital flows to emerging market economies**. Washington: IIF, 2014. Disponível em: <<http://www.iif.com/emr/capflows201401.php>>.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. **Global financial stability report**. Financial market turbulence. Causes, consequences, and policies. Washington: IMF, Oct. 2007. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf>>.
- _____. **Balance of payments and international investment position manual (BPM6)**. Washington: IMF, 2009. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>>.

J. P. MORGAN. **Embi global and Embi Global Diversified**: rules and methodology. New York: J. P. Morgan, 2004.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. **The worldwide governance indicators**: methodology and analytical issues. Washington: The World Bank, 2010. (Policy Research Working Paper Series, n. 5.430). Disponível em: <<http://tinyurl.com/nsd4mld>>.

LEVINE, Ross. **Finance and growth**: theory and evidence. Cambridge, United States: NBER, 2004. (NBER Working Paper, n. 10.766).

LEVINE, Ross *et al.* **Financial development in 205 economies, 1960 to 2010**. Cambridge, United States: NBER, 2013. (NBER Working Paper, n. 18.946).

MILESI-FERRETTI, Gian-Maria; TILLE, Cédric. The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis. **Economic policy**, v. 26, n. 66, p. 289-346, 2011.

NEUMANN, Rebecca M.; PENL, Ron; TANKU, Altin. Volatility of capital flows and financial liberalization: do specific flows respond differently? **International review of economics & finance**, v. 18, n. 3, p. 488-501, 2009.

ROCHA, Katia; MOREIRA, Ajax. **Fluxo de capital para economias emergentes**: o papel da qualidade institucional do governo e do desenvolvimento do sistema financeiro doméstico. Rio de Janeiro: Ipea, out. 2013. (Texto para Discussão, n. 1.893).

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

BOLLERSLEV, Tim. Generalized autoregressive conditional heteroskedasticity. **Journal of econometrics**, n. 31, p. 307-327, 1986.

ENGLE, Robert F.; RANGEL, Jose G. The spline GARCH model for unconditional volatility and its global macroeconomic causes. **Review of financial studies**, v. 21, p. 1.187-1.222, 2008.

APÊNDICE

APÊNDICE A

ESTIMANDO A VOLATILIDADE DO FLUXO DE CAPITAL

Os modelos propostos para o valor esperado do fluxo estão definidos pelas equações (A.1-A.4), onde Y_{it} corresponde ao tipo de fluxo de capital de entrada do país i no trimestre t . A equação (A.1) corresponde ao modelo autorregressivo (AR) do fluxo para cada país, semelhante ao proposto por Broto, Díaz-Cassou e Erce (2011).¹¹ A equação (A.2) corresponde ao modelo de média móvel do fluxo em uma janela de dezesseis trimestres (quatro anos), como utilizado por Bekaert, Harvey e Lundblad (2004). A equação (A.3) corresponde ao modelo econométrico de painel, conforme proposto por Bekaert, Harvey e Lundblad (2004). Finalmente, a equação (A.4) corresponde ao modelo de alisamento exponencial (EWMA), adotado amplamente no mercado financeiro.¹² Associado a cada modelo, fica definido um valor esperado do fluxo e, implicitamente, o erro de previsão, denominados, respectivamente, uy , uw , ux e uz .

$$Y_{it} = a_i + b_i Y_{it-1} + c_i Y_{it-2} + uy_{it} \quad (\text{A.1})$$

$$Y_{it} = \frac{Y_{it-1} + Y_{it-2} + \dots + Y_{it-j}}{j} + uw_{it} \quad (\text{A.2})$$

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta Z_{it} + ux_{it} \quad (\text{A.3})$$

$$m_{it} = \rho \cdot m_{it-1} + (1 - \rho) \cdot Y_{it}, \quad uz_{it} = Y_{it} - m_{it} \quad \rho = 0.92 \quad (\text{A.4})$$

Os modelos propostos de volatilidade ($\sigma_{x_{it}}$, $\sigma_{y_{it}}$, $\sigma_{w_{it}}$, $\sigma_{z_{it}}$) para o país i no trimestre t correspondem ao desvio-padrão do erro de previsão de cada modelo descrito, calculado por meio de uma média móvel de dezesseis trimestres para os três primeiros modelos – equações (A.5-A.7) –, e de um alisamento exponencial para o último modelo – equação (A.8).

$$\sigma_{x_{it}} = \left(\sum_{k=0 \dots 15} \frac{ux_{it-k^2}}{16} \right)^{1/2} \quad (\text{A.5})$$

$$\sigma_{y_{it}} = \left(\sum_{k=0 \dots 15} \frac{uy_{it-k^2}}{16} \right)^{1/2} \quad (\text{A.6})$$

11. Broto, Díaz-Cassou e Erce (*op. cit.*) propuseram um modelo Arima, que foi aproximado por um modelo AR com duas defasagens. A versão aqui proposta corresponde a um modelo mais robusto e mais adequado para lidar com dados, supostamente, heterocedásticos.

12. O parâmetro ρ igual a 0,92 foi escolhido de forma a produzir uma meia vida de dezesseis trimestres.

$$\sigma w_{it} = \left(\sum_{k=0 \dots 15} \frac{w_{it-k}^2}{16} \right)^{1/2} \quad (\text{A.7})$$

$$\sigma z_{it} = (\rho \cdot \sigma z_{it-1}^2 + (1 - \rho) \cdot (u z_{it})^2)^{1/2} \quad (\text{A.8})$$

As vantagens de cada modelo de volatilidade proposto se contrapõem às respectivas desvantagens. Para o modelo AR, cite-se a vantagem de o valor esperado depender somente do fluxo de capital, e a desvantagem de estimarem-se muitos parâmetros, o que introduz imprecisões. O modelo de média móvel tem como vantagem adicional ser o modelo mais adotado na literatura, o que aumenta a comparabilidade dos resultados; entretanto, perdem-se dezesseis trimestres da amostra. O modelo de painel apresenta a vantagem de poder ser explicado economicamente por meio de um modelo econométrico, porém, devido à falta de observações das variáveis explicativas, implica uma amostra cerca de 30% menor. Finalmente, o modelo EWMA possui a vantagem de o valor esperado depender somente do fluxo de capital, mas introduz a arbitrariedade na escolha do parâmetro de decaimento ρ .

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Carlos Eduardo Gonçalves de Melo
Cristina Celia Alcantara Possidente
Edylene Daniel Severiano (estagiária)
Elisabete de Carvalho Soares
Lucia Duarte Moreira
Luciana Bastos Dias
Luciana Nogueira Duarte
Miriam Nunes da Fonseca

Editoração

Roberto das Chagas Campos
Aeromilson Mesquita
Aline Cristine Torres da Silva Martins
Carlos Henrique Santos Vianna
Hayra Cardozo Manhães (estagiária)

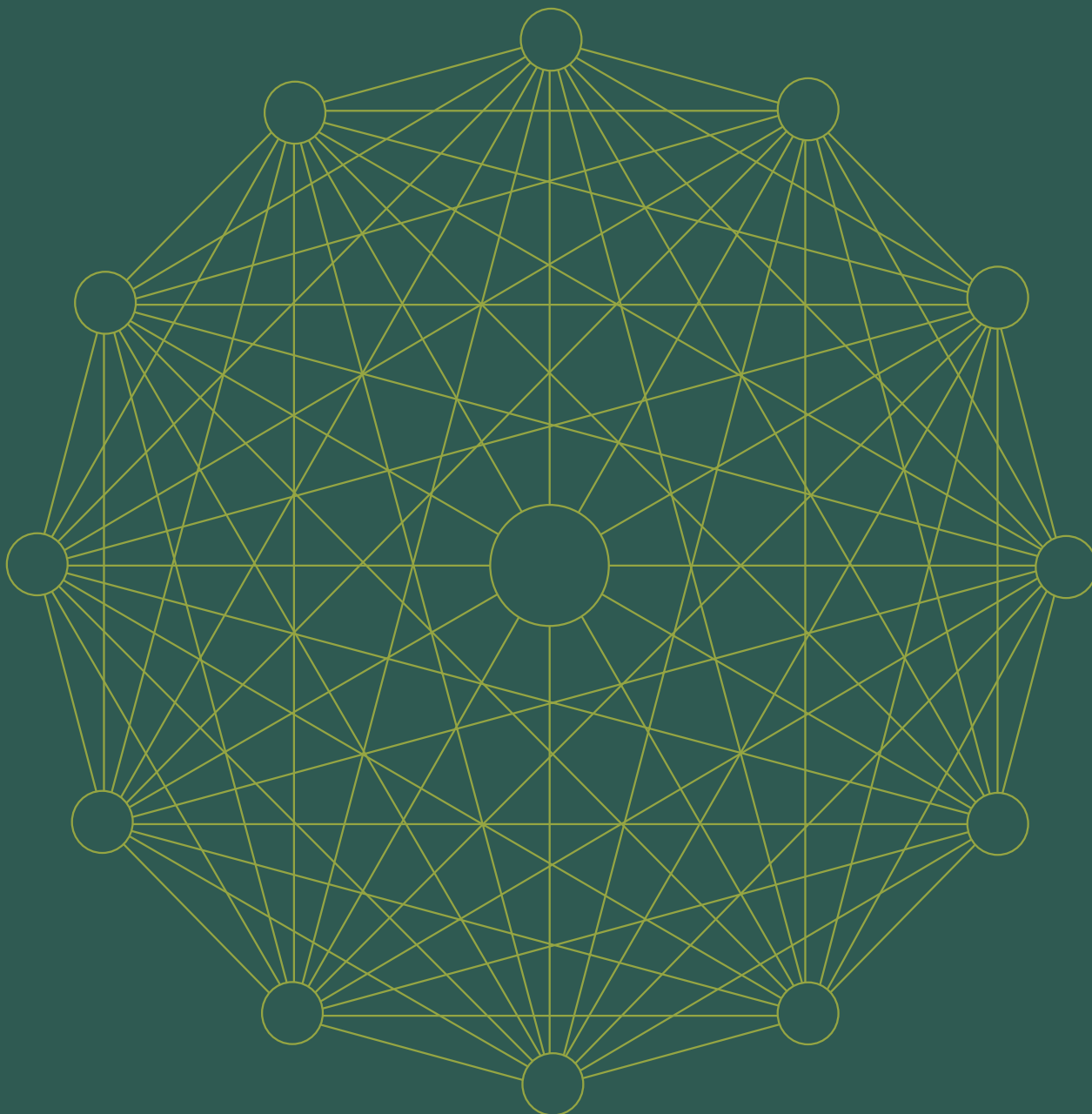
*The manuscripts in languages other than
Portuguese published herein have not been
proofread.*

Livraria

SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES - Térreo
70076-900 - Brasília - DF
Tel.: (61) 3315-5336
Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Missão do Ipea

Produzir, articular e disseminar conhecimento para aperfeiçoar as políticas públicas e contribuir para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.



ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Secretaria de
Assuntos Estratégicos

GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA