

Março

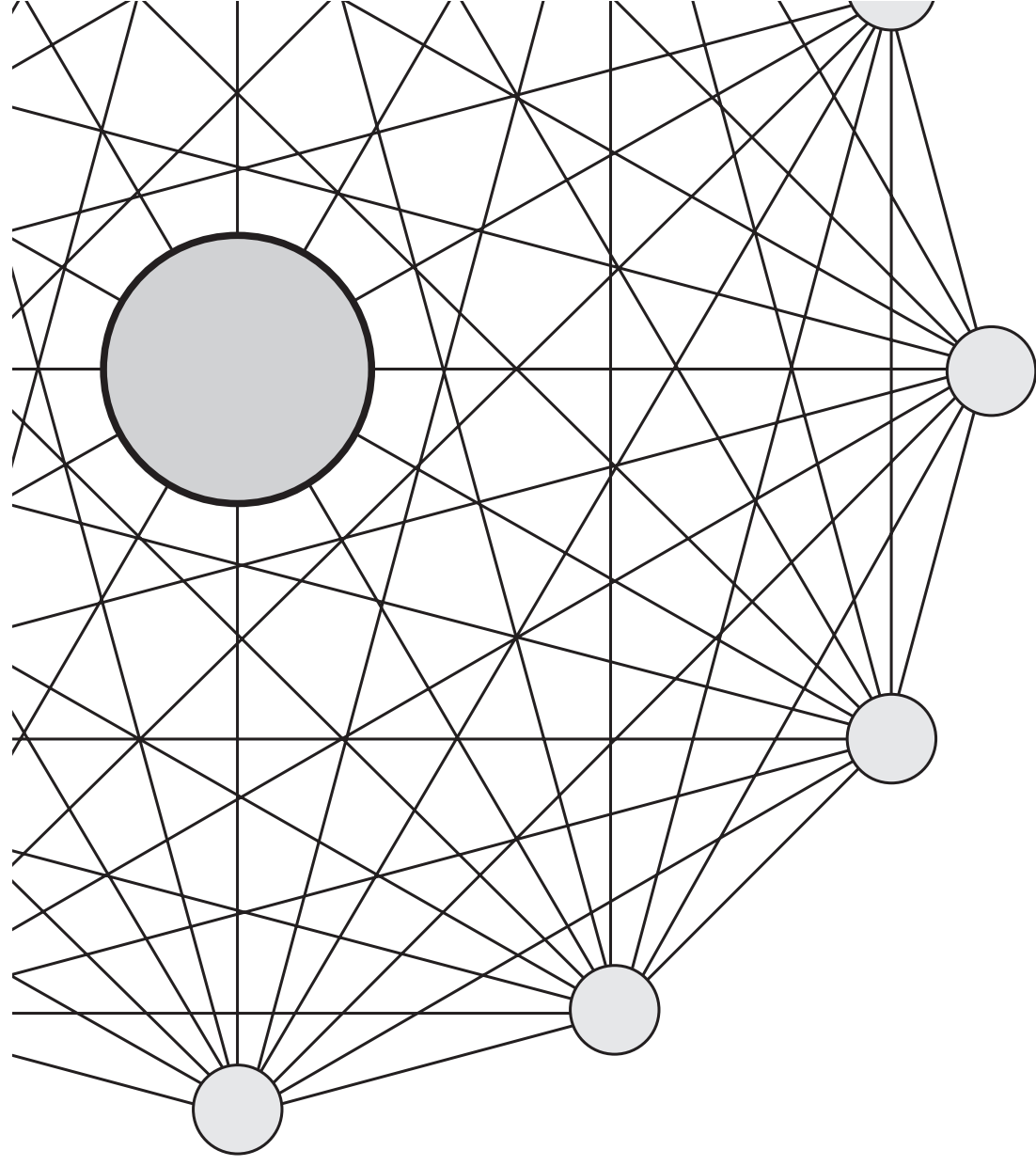
2013

18



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  
Macroeconômicos

**Gecon – Grupo de Estudos de  
Conjuntura**

**Equipe Técnica**

Fernando José da Silva Paiva Ribeiro (Coordenador)

Leonardo Mello de Carvalho

Maria Andréia Parente Lameiras

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

**Colaboradores**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Marco Antonio Freitas de Holanda Cavalcanti

**Equipe de Apoio**

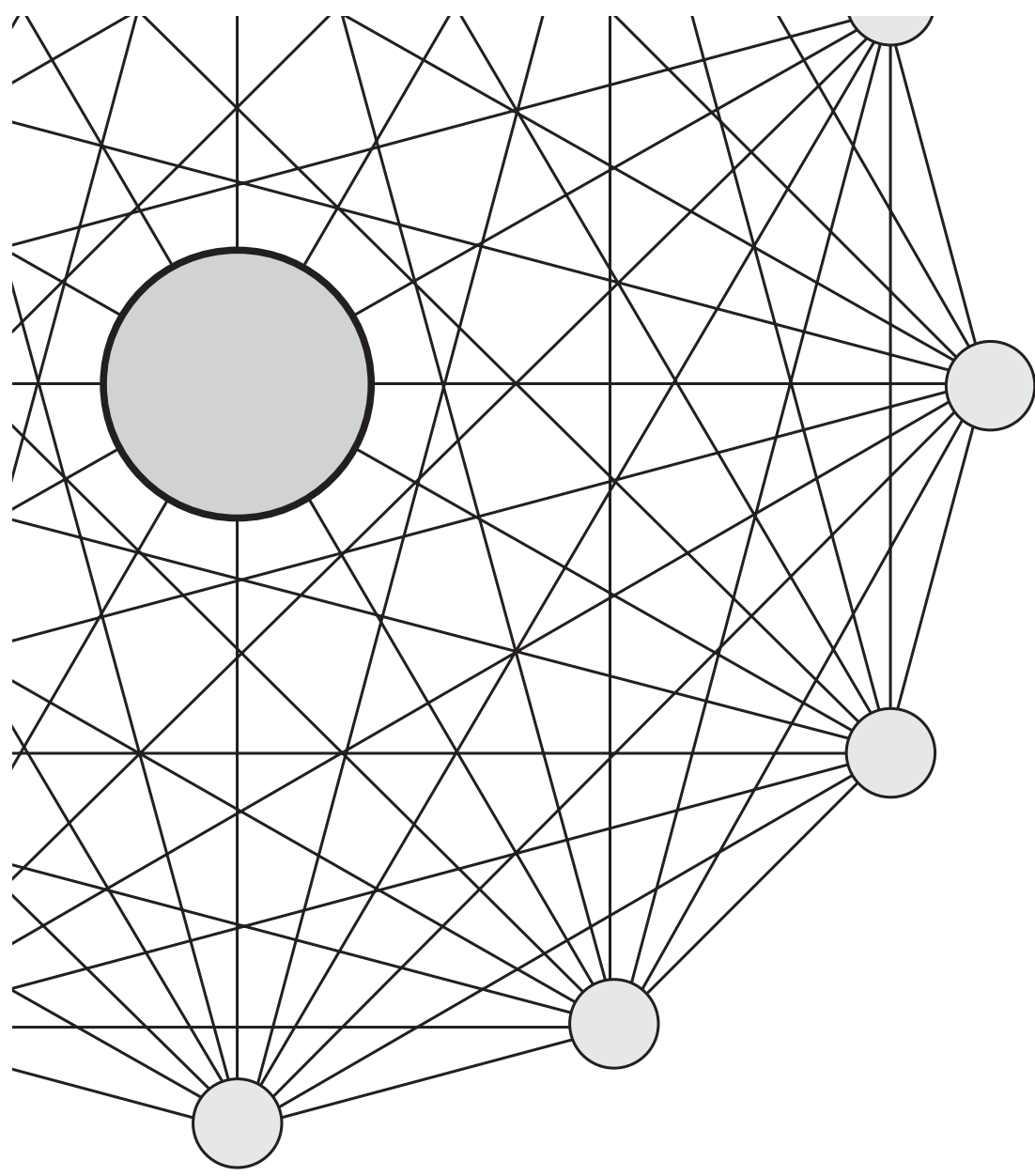
Angelo Santos Alves

Janine Pessanha de Carvalho

Juliana Nascimento da Silva

Patrícia Vivas da Silva Fontes

As seções desta carta foram produzidas com informações disponíveis em 22 de março de 2013.



março

2013

18

# 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

<b>SÍNTESE DA CONJUNTURA</b>	<b>7</b>
<b>ATIVIDADE ECONÔMICA</b>	<b>11</b>
<b>MERCADO DE TRABALHO</b>	<b>25</b>
<b>INFLAÇÃO</b>	<b>33</b>
<b>SETOR EXTERNO</b>	<b>41</b>
<b>MOEDA E CRÉDITO</b>	<b>47</b>
<b>FINANÇAS PÚBLICAS</b>	<b>55</b>
<b>ECONOMIA MUNDIAL</b>	<b>63</b>
<b>NOTAS TÉCNICAS</b>	
<b>IDENTIFICANDO A DEMANDA E A OFERTA DE CRÉDITO BANCÁRIO NO BRASIL</b> Mário Jorge Mendonça Adolfo Sachsida	<b>73</b>
<b>UMA ANÁLISE ECONOMÉTRICA DA EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA NO PERÍODO 2002-2012</b> Marco A. F. H. Cavalcanti	<b>79</b>
<b>O COMPORTAMENTO E OS DETERMINANTES DAS REMESSAS DE LUCROS E DIVIDENDOS NO BRASIL</b> Fernando J. Ribeiro Leonardo Mello de Carvalho	<b>89</b>



## SÍNTESE DA CONJUNTURA

A atividade econômica brasileira encontra-se em um processo de recuperação cíclica, com o PIB tendo registrado taxas de variação crescentemente positivas nos últimos três trimestres do ano passado, na série dessazonalizada, após um movimento de desaceleração que se iniciou no segundo semestre de 2010. Mas o atual ciclo possui características bem distintas daqueles observados em outros momentos da história recente do país. Primeiro, porque não se originou (ao menos não claramente) de crises externas e/ou de fortes medidas de aperto monetário, como os anteriores. Segundo, porque o mercado de trabalho não sofreu impactos significativos. Na verdade, a taxa de desemprego manteve-se em queda contínua, e alcançou seu mínimo histórico em 2012 (5,5%), caindo mais um pouco em janeiro último, na série dessazonalizada (5,4%). E a geração de empregos formais manteve-se forte, ainda que com alguma desaceleração nos últimos meses. Terceiro, porque a inflação manteve-se sempre acima da meta oficial, ao passo que em outros momentos de desaceleração teve reduções importantes. E quarto, porque a atividade não reagiu da maneira esperada às reduções de taxas de juros e a um amplo conjunto de estímulos fiscais. Além disso, verificou-se alguma desaceleração do consumo, contudo bem mais discreta do que nos ciclos anteriores.

Esse fato complica um pouco a tarefa de projetar a evolução futura da atividade econômica e a própria formulação da política econômica. O caso da política monetária é hoje, certamente, o mais ilustrativo. A taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) reduziu-se para o nível mais baixo da história, mas seu impacto sobre a atividade acabou não sendo tão intenso quanto se esperava. A aceleração recente do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) – a taxa em doze meses até fevereiro alcançou 6,3%, aproximando-se do teto da meta –, o aumento da difusão das pressões inflacionárias e a persistência de taxas elevadas em serviços e alimentos vêm alterando o discurso do Banco Central do Brasil (BCB), que já admite a possibilidade de aumento da taxa básica, hipótese que até pouco tempo atrás era considerada implausível inclusive pelo mercado financeiro. Mas a autoridade monetária ainda se mostra reticente em alterar o rumo da política, tendo em vista o risco de que um eventual aperto monetário possa comprometer o atual processo de recuperação da atividade econômica.

Do lado da política fiscal, há o desejo explícito de aumentar os investimentos públicos para estimular a formação bruta de capital fixo (FBCF) e, principalmente, para eliminar importantes gargalos de infraestrutura. Mas a desaceleração da atividade e as desonerações fiscais vêm reduzindo o crescimento das receitas, limitando, em consequência, o espaço para expansão de despesas.

Quanto à política cambial, a desvalorização ocorrida em 2012 acabou por não promover o crescimento das exportações e da produção industrial que se esperava, e houve inclusive uma deterioração da balança comercial (ajudada pela redução dos termos de troca) que levou ao aumento do déficit em transações correntes. Aparentemente, a fraqueza da demanda externa e problemas relacionados à competitividade sobrepuseram-se a qualquer possível estímulo dado pelo câmbio.

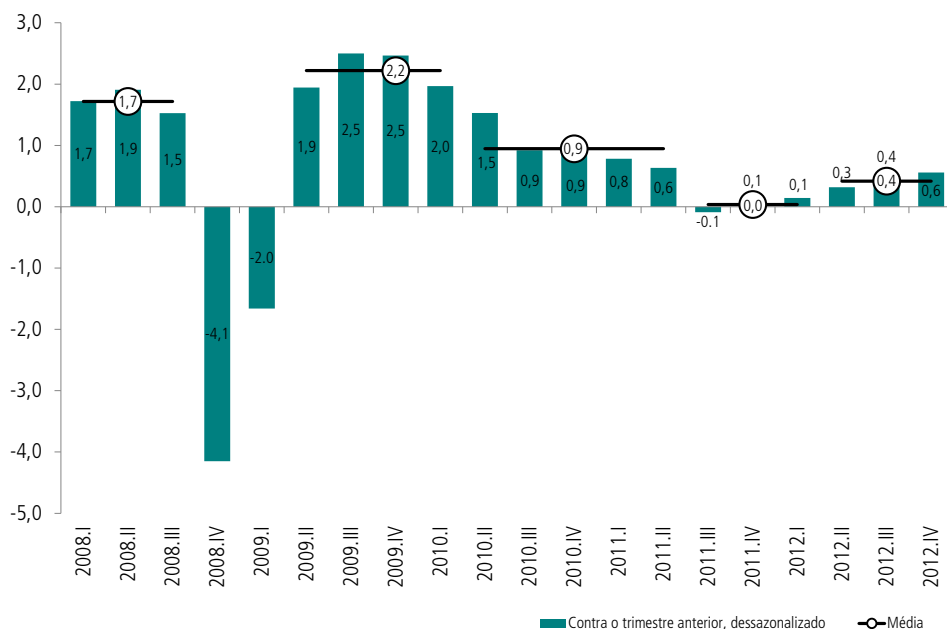
Isso significa que a política econômica está transitando em um caminho razoavelmente estreito de forma a compatibilizar três objetivos principais: impulsionar o (ainda frágil) ritmo de crescimento econômico, especialmente no que tange aos investimentos; mitigar os riscos associados à inflação; e preservar a robustez do mercado de trabalho. Isso em um contexto em que o governo procura preservar o equilíbrio fiscal, ainda que com níveis mais baixos de superávit primário, e evitar um aumento mais expressivo do déficit externo.

Felizmente, a economia já superou o momento mais difícil em termos da atividade econômica, apresentando sinais de recuperação. O crescimento dessazonalizado de 0,6% do Produto Interno Bruto (PIB) observado no quarto trimestre, na comparação com o trimestre imediatamente anterior, foi o melhor resultado dos últimos seis trimestres. O gráfico 1 ilustra que o ritmo de crescimento, embora ainda inferior ao observado no triênio 2009-2011, vem apresentando gradual aceleração desde o segundo trimestre deste ano, superando três trimestres de virtual estagnação. Embora o crescimento acumulado no ano tenha sido baixo, de apenas 0,9%, a variação do quarto trimestre na comparação com o mesmo trimestre de 2011 foi de 1,4%, a taxa mais alta do ano.

Um dos desafios da atual recuperação é promover um crescimento mais balanceado entre os diversos componentes do PIB. Do lado da demanda, a FBCF teve alta de 0,5% no quarto trimestre em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série dessazonalizada. Foi a primeira taxa positiva após quatro trimestres consecutivos de queda. Entretanto, ainda há um importante caminho a percorrer para consolidar a recuperação deste indicador, tendo em vista a queda de 4,0% observada em todo o ano de 2012. Nesse período, o crescimento foi sustentado pelo consumo das famílias (3,1%) e pelo consumo das administrações públicas (3,2%).



GRÁFICO 1  
**PIB: evolução das taxas de crescimento (dessazonalizado)**  
 (Em %)



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

Outros dois elementos também merecem destaque nesse quadro. Primeiro, as exportações líquidas deram contribuição nula ao crescimento do PIB no ano, pois o *quantum* das exportações e das importações de bens e serviços tiveram variações semelhantes, e bastante próximas de zero (0,5% e 0,2%, respectivamente). Foi a primeira vez que isso aconteceu em muitos anos (com exceção de 2009), visto que desde 2005 o ritmo de crescimento das importações tem sido mais elevado do que o das exportações. O segundo elemento diz respeito à variação de estoques, item normalmente pouco valorizado nas análises do PIB, mas que em 2012 teve comportamento atípico: houve contribuição negativa em todos os trimestres, de forma que, no acumulado do ano, a contribuição foi de -0,9 ponto percentual (p.p.) – ou seja, na ausência deste fator, o PIB teria crescido 1,8% no ano.

Esse segundo elemento pode ajudar a explicar o mau desempenho da indústria em 2012, que sofreu queda de 0,8%, influenciada principalmente pela indústria de transformação (-2,5%). O PIB de 2012 foi sustentado pelo setor de serviços, que cresceu 1,7%, enquanto a agropecuária sofreu retração de 2,3%.

Com efeito, o gráfico 2 mostra que há uma forte correlação entre a variação de estoques, conforme medidos pela Fundação Getulio Vargas (FGV), e a taxa de crescimento da indústria de transformação. A desacumulação de estoques ao longo de 2012 também ajuda a explicar, pelo menos em parte, a diferença entre o forte crescimento das vendas no varejo de bens industriais, medidas pela Pesquisa Mensal de Comércio (PMC) do IBGE, e a queda do consumo aparente de bens de consumo, na série calculada pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). Como o nível atual dos estoques na indústria já se encontra regularizado, tanto pelo indicador da Confederação Nacional da Indústria (CNI) quanto pelo da FGV, é provável que a produção industrial volte a crescer, diante da perspectiva de continuidade da expansão da demanda final.

Pelo lado da oferta, os dados mais recentes apresentam sinais encorajadores. No quarto trimestre de 2012 a indústria cresceu 0,4% na comparação com o trimestre anterior, seguindo-se a uma expansão de 0,8% no trimestre anterior. Em janeiro de 2013, a produção industrial teve alta de 2,5% em relação a dezembro, na série livre de influências sazonais, sendo esta a maior taxa de expansão mensal desde março de 2010. Em relação a janeiro de 2012, a alta foi de 5,6%. É verdade que este crescimento foi inflado pela produção de caminhões, que havia sofrido queda excepcional em janeiro do ano passado. De fato, a produção de bens de capital cresceu 17,3% na comparação interanual e 8,2% em relação a dezembro. Entretanto, houve crescimento em todas as demais categorias de uso, inclusive nos bens intermediários (4,0% em relação a janeiro de 2012 e 0,9% em relação a dezembro). Destaca-se, ainda, o crescimento dos bens de consumo duráveis (10,3% e 2,5%, respectivamente), impulsionado pela expansão da produção de automóveis.

Outros indicadores de atividade também tiveram bom desempenho em janeiro, como o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) da indústria medido pela CNI, que alcançou 84,0% em termos dessazonalizados, o mais alto em dois anos; e a manutenção do crescimento das vendas reais no varejo, que tiveram alta de 7,1% no comércio ampliado, em comparação com janeiro de 2012.

GRÁFICO 2

**Indústria de transformação: evolução do nível de estoques *versus* produção industrial**

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



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

O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-BR), série que possui forte correlação com o PIB, avançou 1,1% na passagem entre dezembro e janeiro na série dessazonalizada e 3,8% em comparação com janeiro de 2012. Esse número deixa uma boa perspectiva para o crescimento do primeiro trimestre, pois traz um carregamento estatístico de 1,1%. Embora alguns indicadores antecedentes de fevereiro apontem para uma retração da produção em relação ao mês anterior (-2,0% na série dessazonalizada, conforme o Indicador Ipea), é bastante provável que o PIB mantenha a trajetória de aceleração no primeiro trimestre.

De qualquer forma, o desafio para 2013 não é simples. Mesmo partindo de um *carry-over* positivo de 0,7%, para que se alcance uma variação de 3,0% do PIB no fechamento do ano, é necessário que haja um crescimento de 0,9% a cada trimestre, em relação ao trimestre imediatamente anterior. Esse resultado deve ser alcançado e até ultrapassado no primeiro trimestre, mas sua continuidade ao longo do ano não está garantida, sendo condicionada por diversos fatores relacionados tanto à demanda quanto à oferta.

Do lado da oferta, tanto a indústria quanto os serviços têm se deparado, nos últimos tempos, com aumento significativo do custo unitário do trabalho, pela combinação de aumentos reais de salários com quedas da produtividade. Esse problema é especialmente relevante na indústria, em vista da pressão competitiva dos produtos importados. De fato, embora o setor ainda disponha de capacidade ociosa para expandir rapidamente sua produção, o aumento do custo unitário tende a reduzir o impacto da expansão da demanda sobre a produção industrial, levando parte desta a recair sobre as importações, em que pese o fato de que a taxa de câmbio deve se manter, ao longo deste ano, em um nível médio superior ao que prevaleceu em 2012.

Nesse quadro, reforça-se a ideia de que a sustentação de um ritmo de crescimento econômico mais robusto depende diretamente do aumento dos investimentos, tanto por seus impactos sobre a produtividade (médio e longo prazos) quanto por seu papel dinamizador da demanda agregada (curto prazo), com impactos mais diretos sobre a atividade industrial. A despeito de alguns números recentes favoráveis, ainda não há sinais sólidos de recuperação da FBCF da economia. Mas alguns indicadores positivos, em especial o aumento do Nuci na indústria, o fim do ciclo de ajuste de estoques e a própria recuperação da produção industrial devem propiciar uma retomada gradual dos investimentos em 2013, cujo crescimento neste ano se beneficiará também de uma base de comparação baixa.

De qualquer forma, a exemplo do que ocorreu nos últimos anos, a demanda de consumo deverá continuar exercendo papel preponderante para impulsionar a economia este ano, com base em baixo desemprego, aumento de renda real e expansão de crédito. Esse quadro será reforçado pelo crescimento dos gastos do governo, especialmente aqueles classificados como Transferências de Assistência e Previdência Social (TAPS) que, em última instância, serão incorporadas à renda das famílias para financiar o consumo. Mas há que se considerar alguns aspectos que podem reduzir o dinamismo do consumo este ano: a desaceleração das concessões de crédito (exceto o habitacional), o maior comprometimento de renda das famílias com pagamento de dívidas, o menor aumento conferido ao salário mínimo (SM) e a redução ou eliminação de incentivos

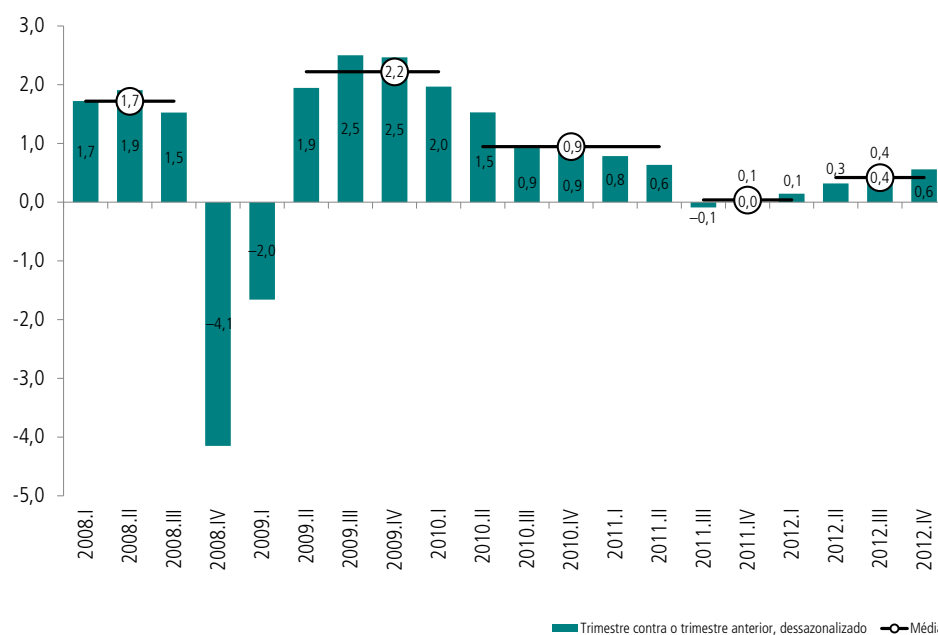
fiscais ao consumo, como é o caso do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) de automóveis. Os indicadores vêm captando uma redução da confiança dos consumidores, embora esta ainda se mantenha elevada em termos históricos.

Por fim, não se deve esperar contribuições positivas do setor externo para a economia este ano, a exemplo do que ocorreu em 2012. As projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) ainda mostram um cenário de crescimento relativamente fraco e de incerteza elevada, especialmente na Europa. Na verdade, levando-se em conta a esperada recuperação da atividade industrial brasileira no ano, é provável que as exportações líquidas voltem a dar contribuição negativa para o crescimento do PIB, por meio de um aumento do *quantum* importado de bens e serviços.

# 1 ATIVIDADE ECONÔMICA

Os números do Produto Interno Bruto (PIB) do quarto trimestre de 2012 confirmaram o processo de recuperação da atividade econômica, caracterizada por uma gradual e moderada aceleração das taxas de crescimento ao longo de 2012. No quarto trimestre, registrou-se avanço de 0,6% em relação ao terceiro, na série livre de influências sazonais. Este resultado correspondeu a uma expansão anualizada de 2,2%, acima da taxa referente a todo o ano de 2012, que foi de apenas 0,9%. De fato, o gráfico 1.1 ilustra que o crescimento médio nos últimos três trimestres foi de 0,4%, em contraste com a virtual estagnação nos três trimestres anteriores. Além disso, ao contrário do que ocorreria no ano passado, o PIB inicia 2013 com um *carry-over* (carregamento estatístico) positivo de 0,7%, ou seja, mesmo que permaneça estagnado durante os próximos quatro trimestres, na série com ajuste sazonal, o PIB em 2013 será 0,7% maior em termos reais do que o registrado em 2012.

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



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

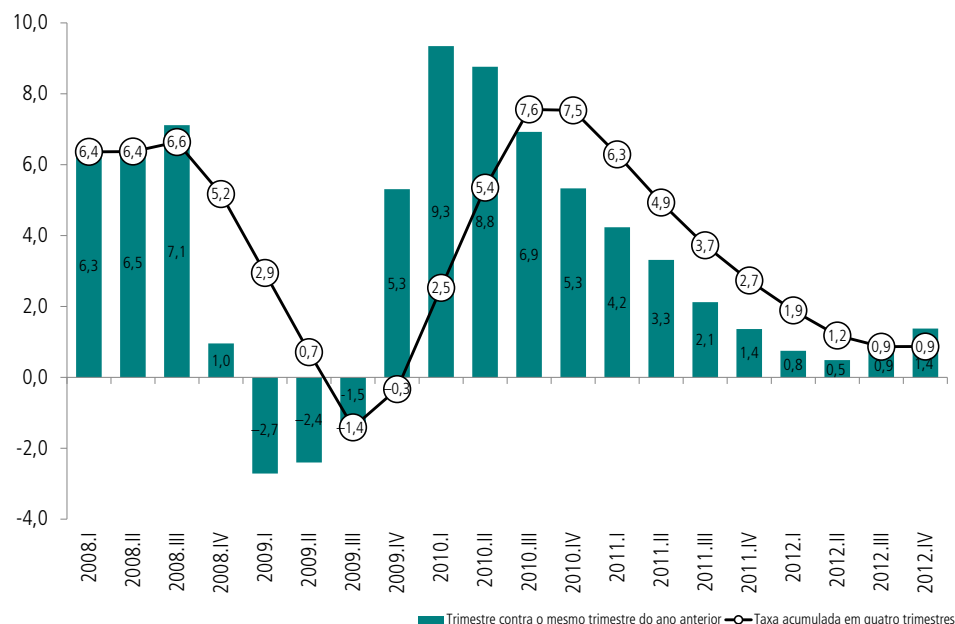
Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, a taxa de crescimento do PIB acelerou pelo segundo período consecutivo, passando de 0,9% para 1,4% no quarto trimestre. Este resultado se refletiu na expansão acumulada em quatro trimestres, a qual, após desacelerar durante oito períodos consecutivos, manteve-se estável em 0,9%, sinalizando que o ciclo de baixo crescimento econômico pode estar ficando para trás (gráfico 1.2).

Os primeiros números, referentes ao ano de 2013, em especial à produção industrial, corroboraram o cenário de recuperação da atividade, e o quadro geral é favorável à manutenção dessa trajetória de recuperação, especialmente quando se consideram os juros historicamente baixos, o crescimento dos rendimentos reais dos trabalhadores, a normalização dos estoques na indústria e o recente aumento do Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci) industrial. Entretanto, permanecem alguns riscos relevantes, tanto do lado da demanda quanto do lado da oferta, que podem reduzir o ímpeto dessa recuperação.

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**

Dentre os componentes do PIB pelo lado da oferta, destacam-se, na comparação entre o quarto trimestre de 2012 e o mesmo período do ano anterior, a evolução da indústria e dos serviços (tabela 1.1). A primeira cresceu 0,1% ante o quarto trimestre de 2011, o que representou um avanço em vista dos trimestres anteriores, quando houve variações negativas de -2,4% e -0,9%. O crescimento da indústria no trimestre, contudo, deveu-se integralmente à alta de 4,1% do setor de eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana. Com efeito, as indústrias extrativa mineral e de transformação tiveram recuos de 1,9% e 0,5%, respectivamente. Esta última já acumula seis trimestres consecutivos de queda.

TABELA 1.1

**PIB: taxa real de crescimento trimestral e acumulado no ano**

(Em %)

	2011				2012				Variação acumulada no ano	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2011	2012
PIB pm	4,2	3,3	2,1	1,4	0,8	0,5	0,9	1,4	2,7	0,9
Imposto s/produtos	6,5	5,9	3,0	2,0	1,6	0,7	1,2	2,7	4,3	1,6
Agropecuária	3,3	-0,6	6,9	8,4	-8,5	1,7	3,6	-7,5	3,9	-2,3
Indústria	3,8	2,1	1,0	-0,4	0,1	-2,4	-0,9	0,1	1,6	-0,8
Serviços	4,0	3,7	2,0	1,4	1,6	1,5	1,4	2,2	2,7	1,7
Consumo – total	4,9	5,1	2,4	2,0	2,8	2,6	3,4	3,7	3,5	3,1
Famílias	6,0	5,6	2,8	2,1	2,5	2,4	3,4	3,9	4,1	3,1
Governo	1,8	3,5	1,2	1,3	3,4	3,1	3,2	3,1	1,9	3,2
FBCF <sup>1</sup>	8,8	6,2	2,5	2,0	-2,1	-3,7	-5,6	-4,5	4,7	-4,0
Exportação	4,0	6,2	4,1	3,7	6,6	-2,5	-3,2	2,1	4,5	0,5
Importação	13,4	14,8	5,8	6,4	6,3	1,6	-6,4	0,4	9,7	0,2
PIBpm var. dessaz. (%)	0,8	0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	0,6		

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

Nota: <sup>1</sup> Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

No acumulado do ano, o setor industrial contraiu 0,8%, sendo este o pior resultado desde 2009, quando os efeitos associados à crise financeira internacional provocaram uma queda de 5,6%. Este fraco desempenho traduziu-se numa contribuição negativa do setor ao PIB, subtraindo 0,2 ponto percentual (p.p.) ao crescimento anual. Em relação ao *carry-over*, o crescimento da indústria herdado para 2013 ficou em apenas 0,1%.

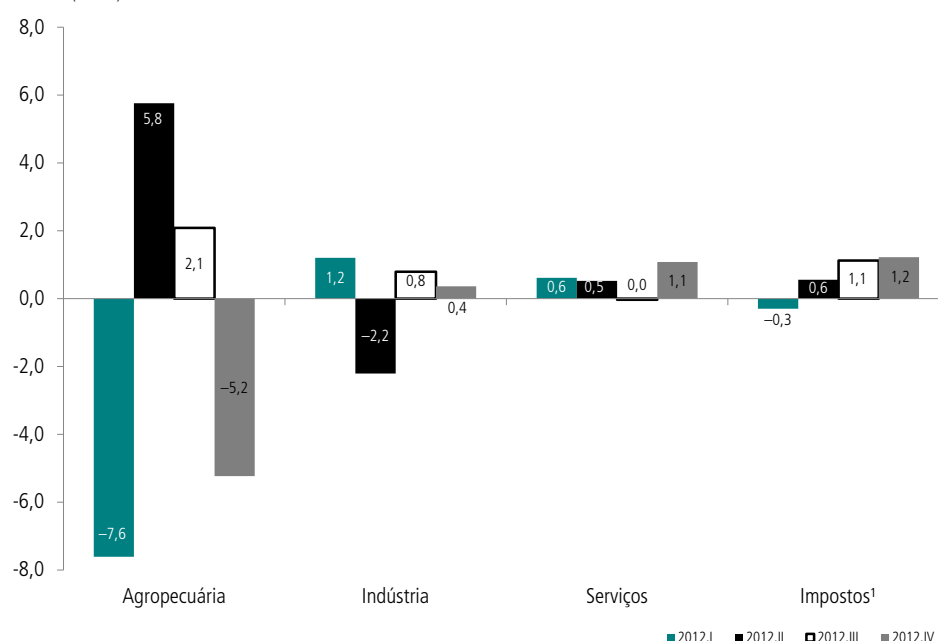
O setor de serviços, por seu turno, acelerou a sua taxa de expansão, passando de 1,4% para 2,2%. Com este resultado, o setor foi o que mais contribuiu para o crescimento do PIB, adicionando 1,2 p.p. à variação interanual. O bom desempenho do setor foi reflexo de uma expansão generalizada entre as atividades que o compõem, com destaques para

outros serviços, serviços de informação e administração, saúde e educação pública, que registraram altas de 3,8%, 2,8% e 2,5%, respectivamente. Com isso, os serviços voltaram a acelerar no acumulado em quatro trimestres, encerrando o ano com uma expansão de 1,7%. Este resultado, além de significar uma contribuição com 0,9 p.p. ao crescimento anual do PIB, deixa para o ano de 2013 um carregamento estatístico de 0,9%.

A agropecuária foi o destaque negativo na comparação interanual. Após se recuperar parcialmente da queda verificada no primeiro trimestre, quando recuou 8,5%, o setor voltou a sofrer forte revés no último período do ano, registrando queda de 7,5% contra o quarto trimestre de 2011. Com isso, retirou 0,3 p.p. da taxa trimestral do PIB. Além de perdas na produtividade, este resultado pode ser explicado pelo fraco desempenho de alguns produtos da lavoura, que concentraram suas safras neste período, como, por exemplo, trigo (-23,3%), fumo (-15,6%), cana (-5,6%), laranja (-4,3%) e mandioca (-4,0%). No acumulado de 2012, o setor agropecuário caiu 2,3%, contribuindo com -0,1 p.p. ao resultado apresentado pelo PIB no ano. Já o *carry-over* para 2013 ficou em -1,6%.

Na comparação do quarto trimestre com o terceiro, na série dessazonalizada, a indústria registrou expansão pelo segundo período consecutivo, avançando 0,4%. O resultado, no entanto, representou uma desaceleração em relação ao período anterior, quando o setor cresceu 0,8% (gráfico 1.3). A atividade eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana novamente foi o destaque, com alta de 1,8%, influenciada pelo maior uso das térmicas na geração de energia. Por sua vez, a indústria de transformação recuou 0,5% na margem, devolvendo um terço do crescimento verificado no terceiro trimestre.

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



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

Nesta mesma comparação, o setor de serviços registrou expansão de 1,1% na margem, após ter permanecido estagnado no terceiro trimestre, tendo sido negativamente influenciado pela retração de 0,6% na atividade Intermediação financeira e seguros. A agropecuária decepcionou nesta comparação, contraindo 5,6% sobre o terceiro trimestre.

### COMPONENTES DA DEMANDA

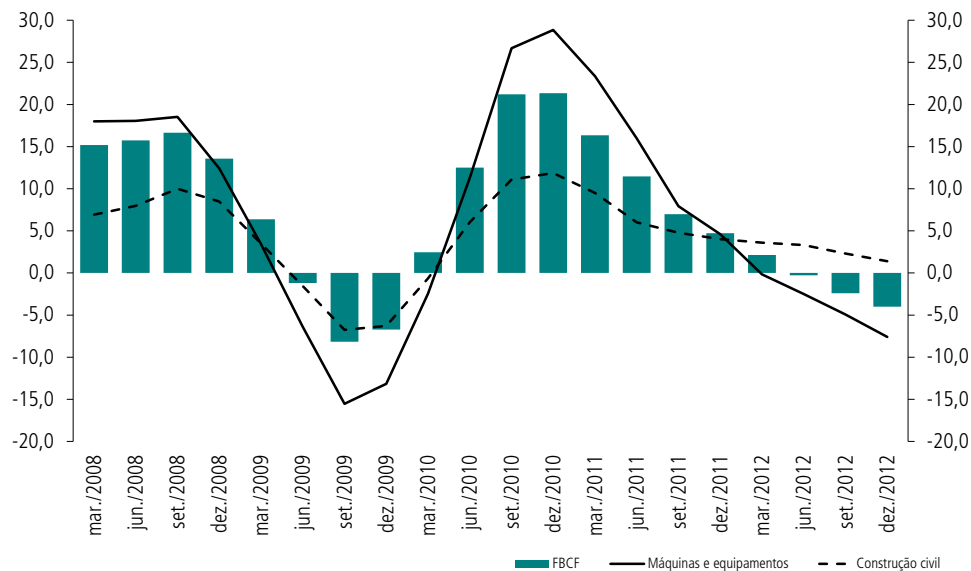
O consumo das famílias cresceu pelo 37<sup>o</sup> trimestre seguido, registrando expansão de 3,9% na comparação entre o quarto trimestre de 2012 e o mesmo período do ano anterior. Este foi o segundo avanço na taxa de crescimento interanual, que ficou 0,5 p.p. acima do resultado atingido no terceiro trimestre. Com isso, o consumo das famílias voltou a ser o destaque entre os componentes pelo lado da demanda, contribuindo com 2,3 p.p. no resultado trimestral do PIB. No acumulado do ano de 2012, o consumo das famílias teve crescimento de 3,1%, contribuindo com 1,9 p.p. ao resultado do PIB no ano. A trajetória ascendente, apresentada pela taxa de crescimento dessazonalizada, ao longo do ano, acabou elevando o *carry-over* para 2013, que ficou em 1,5%.

A FBCF registrou queda de 4,5% na comparação entre o quarto trimestre de 2012 e o mesmo período do ano anterior. Este resultado foi o quarto recuo consecutivo da taxa trimestral e retirou 0,8 p.p. do crescimento interanual

do PIB. Com isso, a taxa de expansão acumulada no ano apresentou recuo de 4,0%, resultado este que se aproxima das contrações observadas em momentos de crise, como foi o caso da queda de 6,7% em 2009. O carregamento estatístico para 2013 ficou em -0,8%.

A retração verificada em 2012 foi reflexo principalmente do mau desempenho do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came), variável historicamente mais volátil, embora a construção civil também tenha arrefecido sua expansão (gráfico 1.4). Enquanto a taxa de crescimento anual do Came passou de 4,6% para -7,6%, o setor da construção civil cresceu apenas 1,4%, na mesma base de comparação. Com isso, a taxa de investimentos líquida a preços correntes acumulada em quatro trimestres sofreu queda significativa, passando de 19,3% em 2011 para 18,1% em 2012. Ainda nesta base de comparação, a taxa de poupança também retraiu, ficando em 14,8% do PIB.

GRÁFICO 1.4  
**FBCF e componentes**  
 (Taxa de crescimento real acumulada em quatro trimestres, em %)



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

Vale destacar, ainda, a influência negativa exercida pela variação de estoques sobre o desempenho do PIB em 2012. Reflexo do lento processo de ajustamento ocorrido ao longo do ano passado, o desacúmulo de estoques reduziu a taxa trimestral do PIB em todos os períodos, culminando com a subtração de 1,0 p.p. no último trimestre. No acumulado do ano, os estoques retiraram 0,9 p.p. do PIB, superando, inclusive, a contribuição negativa da FBCF, que foi de -0,7 p.p.

A absorção doméstica, composta pelo consumo total (famílias e governo) e pela formação bruta de capital (FBC), voltou a crescer num ritmo inferior ao PIB no último trimestre, implicando uma contribuição positiva das exportações líquidas pelo segundo período consecutivo, que adicionaram +0,2 p.p. ao crescimento interanual do PIB. Este resultado foi reflexo da expansão de 2,1% das exportações de bens e serviços, enquanto as importações cresceram apenas 0,4%.

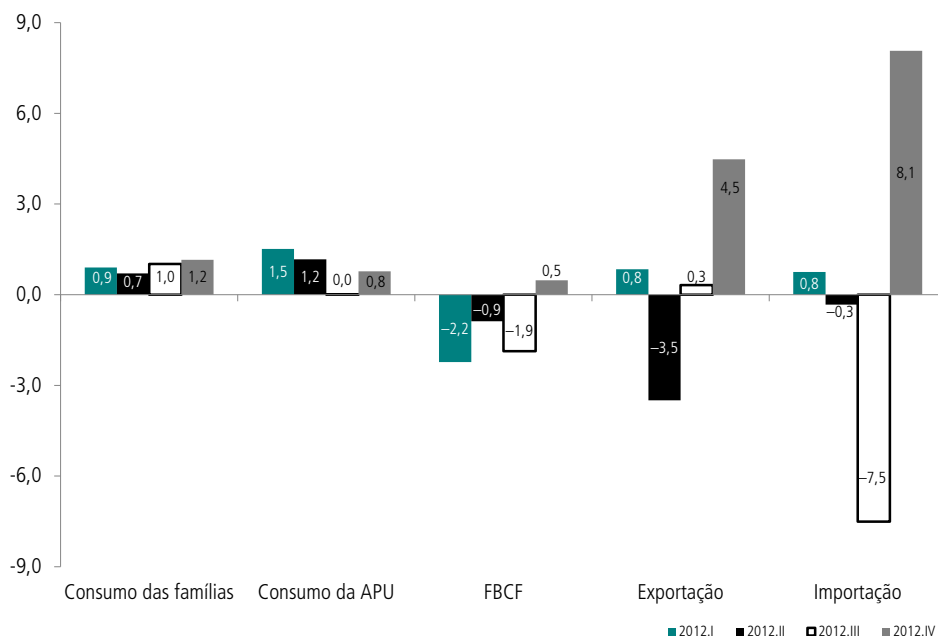
Considerando a variação do PIB no quarto trimestre, em comparação com o terceiro, na série livre de influências sazonais, o consumo teve crescimento de 1,2%, mantendo-se em uma trajetória de aceleração moderada (gráfico 1.5). A taxa de expansão média, na margem, ao longo dos quatro trimestres de 2012 foi de 0,9%, nível superior àquele observado em 2011, quando a taxa média foi de apenas 0,5%. Mas o dado de maior relevância foi, certamente, o crescimento de 0,5% da FBCF, interrompendo quatro trimestres de queda na margem, quando acumulou uma perda de 5,6%. Os números indicam ainda que o vazamento externo foi negativo na passagem do terceiro para o quarto trimestre, tendo em vista que o crescimento da absorção interna<sup>1</sup> foi 0,1 p.p. inferior ao resultado do PIB.

1. Dessazonalização própria.

GRÁFICO 1.5

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

(Em %)



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

**PRODUÇÃO INDUSTRIAL**

De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF)/IBGE, a indústria registrou forte crescimento na passagem entre os meses de dezembro e janeiro, avançando 2,5% na série livre de influências sazonais (tabela 1.2). Este foi o segundo avanço consecutivo nesta base de comparação e a maior taxa de expansão desde março de 2010, quando a produção cresceu 3,4%.<sup>2</sup> Com isso, após dois meses de queda, a variação da média móvel trimestral voltou a crescer na margem, passando de -0,1% para 0,4%. O resultado de janeiro foi importante, pois, ainda que a produção apresente alguma acomodação no próximo mês, já garante um arrasto estatístico de 2,2% para o primeiro trimestre, em termos dessazonalizados.

TABELA 1.2  
**PIM-PF**  
(Variação, em %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado <sup>1</sup>			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Nov./2012	Dez./2012	Jan./2013	Nov./2012	Dez./2012	Jan./2013	No ano	Em doze meses
Geral	-1,3	0,2	2,5	-0,8	-3,5	5,6	5,6	-1,9
Classes								
Extrativa mineral	-6,9	5,2	-6,6	-3,7	1,3	2,6	2,6	0,3
Transformação	-0,8	0,5	2,8	-0,6	-3,8	5,9	5,9	-2,1
Categorias de uso								
Capital	-0,6	-0,1	8,2	-9,7	-15,3	17,3	17,3	-9,7
Intermediários	-0,8	0,2	0,9	-0,7	-2,2	4,0	4,0	-1,0
Consumo	-0,1	0,5	1,2	1,8	-1,2	4,6	4,6	-0,4
Duráveis	-1,2	0,5	2,5	5,9	-4,2	10,3	10,3	-2,1
Semi e não duráveis	-0,4	0,9	0,2	0,6	-0,5	2,9	2,9	0,1
Insumos da construção civil	-0,8	-0,8	1,3	-0,1	-4,1	1,7	1,7	1,2

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

Nota: <sup>1</sup> Sazonalmente ajustado pelo IBGE (método X-12), exceto construção civil, cuja dessazonalização é realizada pelo Ipea através do método X-11.

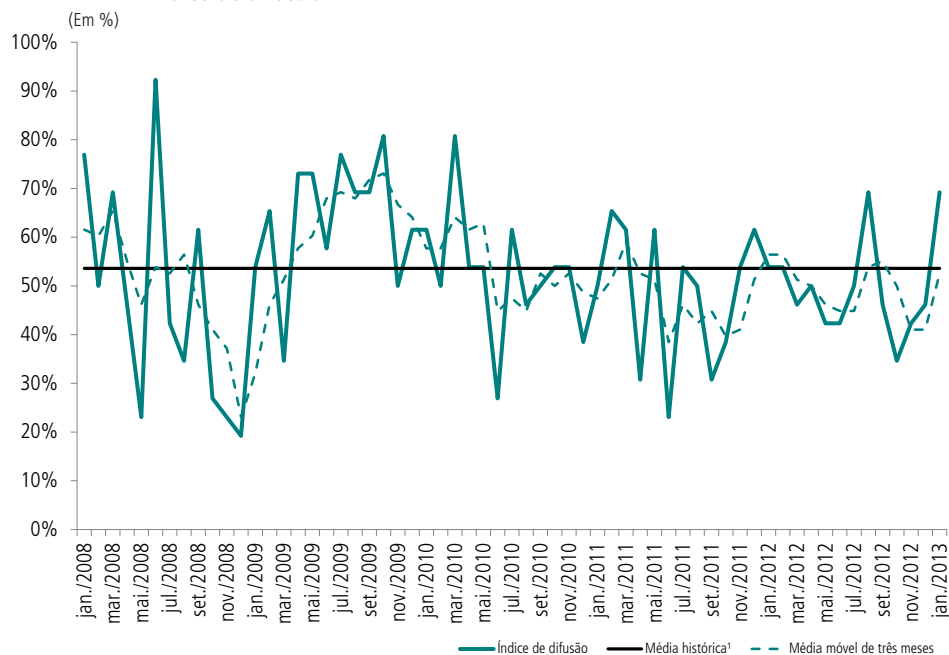
Na comparação com o mesmo período do ano passado, a produção industrial também registrou bom desempenho, atingindo um patamar 5,6% superior àquele observado em janeiro de 2012. Por sua vez, o resultado acumulado em doze meses registrou queda menos acentuada que a do mês anterior, passando de -2,6% para -1,9%, indicando que o pior momento da atividade industrial já foi superado.

2. As taxas de variação dessazonalizadas, referentes aos meses de outubro e dezembro, foram revisadas de 0,6% para 0,9% e de 0,0% para 0,2%, respectivamente.



Dentre as classes de produção, a indústria de transformação avançou 2,8% ante o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Este crescimento foi bastante disseminado entre as atividades industriais, com o índice de difusão<sup>3</sup> atingindo 69,2% (gráfico 1.6). Com relação ao mesmo mês do ano anterior, a indústria de transformação também apresentou resultado positivo, com alta de 5,9%, sendo este o melhor resultado desde fevereiro de 2011. A indústria extrativa mineral, ao contrário, registrou forte queda na margem em janeiro, recuando 6,6% ante o mês anterior. Desde outubro último, o setor vem apresentando uma trajetória caracterizada por elevada volatilidade, e o resultado de janeiro mais do que compensou a expansão registrada em dezembro, quando o setor avançou 5,2%.

GRÁFICO 1.6  
PIM-PF: índice de difusão



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

Nota <sup>1</sup> Janeiro de 2003 a janeiro de 2013.

A análise por categorias de uso também revela um crescimento generalizado na indústria de transformação. Tomando por base a série livre de influências sazonais, o principal destaque positivo ficou por conta da produção de bens de capital, que registrou crescimento de 8,2% na passagem entre dezembro e janeiro. Este resultado, o melhor desde junho de 2008, quando a produção expandiu 8,8%, foi reflexo do bom desempenho dos setores voltados para construção, peças agrícolas e uso misto, com altas de 68,8%, 11,2% e 7,6%, respectivamente. Já a produção de bens de capital para fins industriais voltou a decepcionar e, após recuar 7,5% no último mês ano, contraiu 0,2% em janeiro.

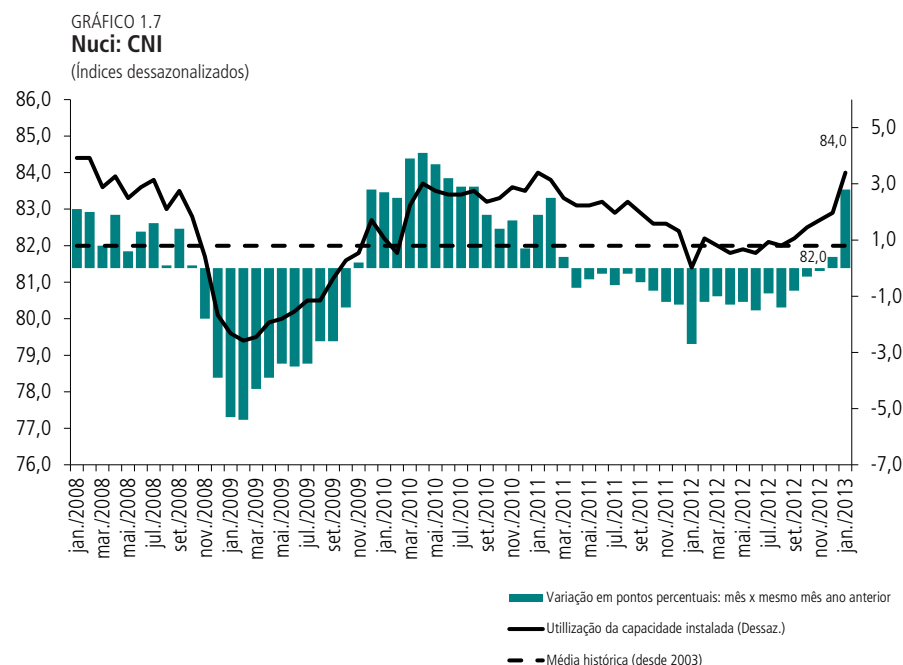
A produção de bens de consumo duráveis também se destacou no primeiro mês do ano, registrando a segunda maior taxa de crescimento entre as categorias de uso, na série ajustada. O avanço de 2,5% na margem foi influenciado, particularmente, pelo bom desempenho do setor de veículos automotores, que precisou recompor estoques em virtude do aumento das vendas no final de 2012, atingindo expansão de 4,0% na margem. Por sua vez, o setor de bens de consumo semiduráveis e não duráveis ficou praticamente estável em janeiro, registrando alta de apenas 0,2% sobre o mês anterior. Por fim, a produção de bens intermediários registrou a quinta variação positiva em sete meses, assinalando alta de 0,9% em janeiro, na série sem sazonalidade. Neste período, o setor acumulou um ganho de 3,1%.

Na comparação dos números de janeiro com os do mesmo mês do ano passado, destaca-se a alta de 17,3% dos bens de capital, que pode ser creditada aos setores voltados para equipamentos de transporte (+61,3%) e peças agrícolas (60,5%). No acumulado em doze meses, a produção de bens de capital completou um ano de variações negativas, embora a queda registrada em janeiro (-9,7%) tenha sido menor que a do mês anterior (-11,8%).

Na mesma base de comparação, a produção de bens de consumo duráveis voltou a crescer após a queda no mês anterior, passando de -0,1% em dezembro para +6,5% em janeiro. O destaque mais uma vez foi a produção de veículos, que aumentou 39,3% contra janeiro de 2012. Com isso, a variação acumulada em doze meses passou de -3,4% para -2,1%. Já nos bens de consumo semiduráveis e não duráveis, a alta foi de 2,9%, enquanto a variação acumulada em doze meses encontra-se virtualmente estagnada desde novembro de 2011. Por fim, a categoria de intermediários também registrou crescimento, atingindo patamar 4,0% superior ao de janeiro de 2012. Com isso, o crescimento acumulado em doze meses passou de -1,5% para -1,0%.

3. Mede a porcentagem dos setores com aumento na comparação com o período anterior, após ajuste sazonal.

Com relação ao uso dos fatores de produção, a pesquisa Indicadores Industriais da Confederação Nacional da Indústria (CNI) mostra que o Nuci do setor manufatureiro sofreu forte aceleração na passagem entre os meses de dezembro e janeiro, na série livre de influências sazonais (gráfico 1.7). Desde julho último, a capacidade ociosa da indústria de transformação vem se reduzindo, e o patamar de 84,0% já se encontra 2,0 p.p. acima da média histórica da série, estando bastante próximo do pico de 84,4%, atingido em janeiro de 2008. O crescimento recente da utilização de capacidade pode agir como importante estímulo à retomada dos investimentos na indústria.



## COMÉRCIO

De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE, as vendas reais do varejo restrito cresceram 0,6% em janeiro em relação ao mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Na avaliação dos dados setoriais, houve alta em seis dos oito segmentos levantados. Apresentaram variações negativas apenas os setores móveis e eletrodomésticos e tecidos, vestuário e calçados, registrando quedas de 2,6% e 0,4%, respectivamente. Já os destaques positivos ficaram por conta dos setores equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, com crescimento de 18,5%, e outros artigos de uso pessoal e doméstico, que cresceu 4,7%.

Na comparação entre janeiro de 2013 e o mesmo período de 2012, o volume de vendas no varejo restrito avançou 5,9%. No acumulado em doze meses, na comparação com o mesmo período do ano anterior, o crescimento do varejo foi de 8,3% (tabela 1.3). É importante destacar que a alta é generalizada entre os diversos tipos de produtos.

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

	Mês/mês anterior dessazonalizado <sup>1</sup>			Mês/igual Mês do ano anterior			Acumulado	
	Nov./2012	Dez./2012	Jan./2013	Nov./2012	Dez./2012	Jan./2013	No ano	Em doze meses
Comércio varejista (restrito) <sup>2</sup>	0,3	-0,4	0,6	8,4	5,1	5,9	5,9	8,3
Comércio varejista ampliado <sup>3</sup>	-0,6	0,8	0,3	7,2	5,0	7,1	7,1	7,9
1. Combustíveis e lubrificantes	-1,7	0,1	0,6	7,5	5,6	8,8	8,8	7,7
2. Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo	0,6	-0,1	1,4	8,3	6,8	3,4	3,4	8,0
2.1 Hipermercados e supermercados	0,5	0,1	1,1	8,7	7,5	3,3	3,3	8,4
3. Tecidos, vestuário e calçados	1,9	0,6	-0,4	6,5	3,8	5,0	5,0	3,7
4. Móveis e eletrodomésticos	-0,4	2,7	-2,6	8,5	8,4	5,8	5,8	11,5
5. Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	0,4	-2,3	3,1	9,6	4,1	10,4	10,4	10,4
6. Livros, jornais, revistas e papelaria	4,7	-3,8	0,5	11,1	5,3	5,4	5,4	4,9
7. Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-5,8	-10,3	18,5	-0,8	-23,0	8,8	8,8	5,6
8. Outros artigos de uso pessoal e doméstico	4,5	-5,2	4,7	18,5	9,0	13,9	13,9	9,4
9. Veículos, motos, partes e peças	-2,5	3,3	-1,2	4,6	6,8	8,1	8,1	7,3
10. Materiais de construção	-1,0	3,4	1,3	5,6	7,1	11,6	11,6	7,8

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

Notas: <sup>1</sup> Sazonalmente ajustado pelo IBGE (método X-12).

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

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

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado, o mês de janeiro registrou avanço de 0,3% em relação a dezembro, na série dessazonalizada. Enquanto o setor veículos, motos, partes e peças apresentou decréscimo de 1,2%, o setor materiais de construção cresceu 1,3%. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, o varejo ampliado apresentou alta de 5,9%, com destaque para outros artigos de uso pessoal e doméstico (13,9%) e materiais de construção (11,6%). Na variação acumulada em doze meses, o crescimento foi de 7,9%.

O quadro de estagnação que caracteriza a produção industrial desde o terceiro trimestre de 2010 tem contrastado com a trajetória de forte crescimento das atividades ligadas ao comércio varejista, conforme apontam os dados da PMC. Este possível excesso de demanda pode ser suprido, no curto prazo, por desacúmulo de estoques, mas, em períodos mais longos de tempo, tal diferença leva, necessariamente, ao aumento da produção industrial ou a um crescimento das importações e/ou a uma contração das exportações, implicando a redução das exportações líquidas. A análise do comportamento dos indicadores de consumo aparente da indústria, ao longo de 2012, indica que uma parte considerável da demanda por bens industriais tem sido atendida pela queima de estoques. Com efeito, as exportações líquidas deram contribuição nula para o crescimento do PIB em 2012.

No acumulado em doze meses, até janeiro último, as vendas no varejo cresceram 7,9%, mas todas as categorias de uso da indústria apontaram retração de seu consumo aparente, com exceção do setor de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, que acusou crescimento de 0,8% (tabela 1.4).

TABELA 1.4  
**Indicadores de consumo aparente**  
(Variação %)

	Mês/mês anterior dessazonalizado <sup>1</sup>			Mês/igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Nov./2012	Dez./2012	Jan./2013	Nov./2012	Dez./2012	Jan./2013	No ano	Em doze meses
Geral	-0,4	1,6	5,5	-1,6	-3,0	7,1	7,1	-1,9
Classes								
Extrativa mineral	-	-	-	-	-	-	-	-
Transformação	-0,4	1,0	3,7	-1,3	-3,4	6,8	6,8	-2,0
Categorias de uso								
Capital	-6,4	9,9	8,0	-14,7	-8,6	12,1	12,1	-6,5
Intermediários	1,0	0,9	4,2	-1,6	-2,4	4,8	4,8	-1,9
Consumo	-0,9	2,2	-0,6	1,5	2,3	7,0	7,0	-0,4
Duráveis	-0,9	-2,0	3,9	-5,9	-14,4	4,0	4,0	-3,5
Semi e não duráveis	0,0	4,9	-3,1	4,4	8,5	8,7	8,7	0,8

Fontes: IBGE e Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: <sup>1</sup> Sazonalmente ajustado pelo Ipea através do método X-12.

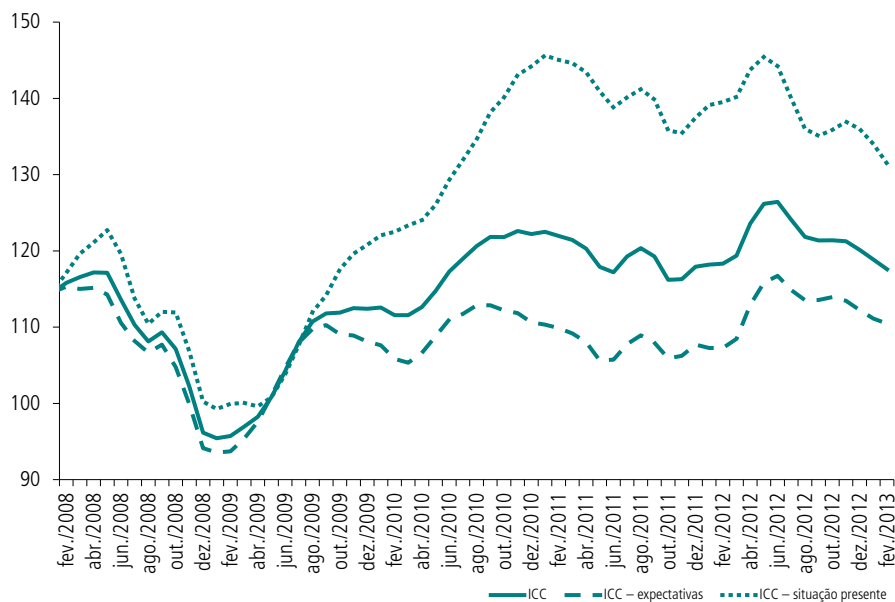
## PERSPECTIVAS

Tomando por base o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-BR), série que possui forte correlação com o PIB, o avanço de 1,3% na passagem entre dezembro e janeiro, na série dessazonalizada, deixa uma boa perspectiva para o crescimento do primeiro trimestre, traduzida num carregamento estatístico de 1,1%. Este resultado já era esperado e refletiu o bom desempenho tanto da produção industrial quanto do comércio varejista, no primeiro mês do ano. As perspectivas para este ano são favoráveis para a recuperação da atividade econômica, embora ainda haja dúvidas sobre a intensidade desta recuperação.

Com relação à demanda por bens, apesar da expectativa de manutenção dos fundamentos que servem de estímulo para a sua sustentação, resumidos no tripé emprego-renda-crédito, alguns fatores têm aumentado o grau de incerteza a respeito da trajetória do consumo. Em primeiro lugar, alguns dos incentivos adotados pelo governo para estimular as vendas estão sendo reduzidos e/ou retirados, como é o caso das desonerações relativas ao Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) para alguns setores de bens duráveis. Em segundo lugar, os níveis de comprometimento da renda das famílias com os serviços de dívidas passadas continuam elevados, o que pode estar restringindo o espaço para novas compras. Em terceiro lugar, o menor aumento conferido ao salário mínimo (SM) este ano, associado ao comportamento recente dos níveis de preços, pode vir a suavizar os ganhos reais de renda ao longo de 2013.

É possível que alguns desses fatores estejam por trás da queda observada nos níveis de confiança das famílias. Segundo a pesquisa Sondagem do Consumidor, da Fundação Getúlio Vargas (FGV), o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) registrou em fevereiro a quinta queda consecutiva na margem, recuando 1,4% frente ao mês de janeiro. Enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente caiu 2,3%, o índice referente às expectativas em relação aos próximos meses retraiu 0,8%. A queda no otimismo verificada nos últimos meses também pode ser vista na média móvel trimestral do indicador, em que os níveis de confiança já se encontram no mesmo patamar do período que antecedeu ao início da crise de 2008 (gráfico 1.8).

GRÁFICO 1.8  
**ICC (média móvel três meses)**  
 (Setembro de 2005 = 100)



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

Corroborando este cenário mais incerto, o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC), produzido pela CNI, registrou a terceira queda seguida em fevereiro, recuando 0,9% na comparação com o mês anterior, na série ajustada. Já na comparação com fevereiro de 2012, o indicador encontra-se num patamar 0,7% superior. Dentre os componentes da pesquisa, as expectativas se tornaram mais pessimistas com relação à inflação, ao desemprego e à avaliação da situação financeira e do endividamento. Já os índices de expectativa com relação à própria renda e de compras de bens de maior valor permaneceram inalterados frente ao registrado em janeiro de 2013.

Ao mesmo tempo em que o otimismo dos consumidores continua arrefecendo, os resultados preliminares a respeito do desempenho do comércio varejista no mês de fevereiro sugerem alguma acomodação. Segundo os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), o número de licenciamentos no setor automotivo contraiu 12,2% ante o mês anterior, na série com ajuste sazonal. Este resultado responde, por um lado, ao início da retirada gradual dos descontos no IPI e, por outro, à antecipação de consumo ocorrida nos meses anteriores. Já o indicador Serasa Experian de atividade do comércio, construído a partir de consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, também apontou retração na série ajustada, com recuo de 0,5% na passagem de janeiro para fevereiro. Houve queda em quatro dos seis setores pesquisados,<sup>4</sup> com destaque negativo para o setor veículos, motos e peças (-2,1%). Por sua vez, de acordo com a Associação Nacional dos Comerciantes de Material de Construção (Anamac), as vendas de materiais de construção também encolheram em fevereiro, com queda de 7% em relação a janeiro e 4% na comparação com igual período do ano anterior.

No que diz respeito à demanda por serviços, os indicadores antecedentes também apontam para alguma desaceleração em fevereiro. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), medido pela FGV, registrou queda de 2,7% na margem, mais que compensando o aumento de 1,1% verificado no período anterior. Além disso, o resultado foi bastante disseminado entre os setores, indicando um aumento de incerteza em relação à trajetória de retomada do setor de serviços. A piora da confiança resultou da queda de 4,4% no Índice de Situação Atual (ISA-S) e do recuo de 1,5% no Índice de Expectativas (IE-S). O Índice de Gerentes de Compras – Purchasing Managers' Index (PMI) –, relacionado ao setor de serviços, também desacelerou em fevereiro, recuando para 52,1 pontos ante 54,5 verificados no mês anterior.<sup>5</sup>

Com relação à indústria, apesar do bom início de ano, o setor ainda se confronta com uma série de restrições, que explicam boa parte da sua trajetória de estagnação, sejam elas relacionadas à oferta ou à demanda (box ao final da seção). Tais fatores podem estar afetando os níveis de confiança dos empresários que, embora permaneçam em terreno positivo, ainda carecem de um aumento mais robusto.<sup>6</sup> De acordo com a Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) cresceu apenas 0,1% entre janeiro e fevereiro, e encontra-se estagnado

4. Supermercados, hipermercados, alimentos e bebidas; móveis, eletrodomésticos, eletroeletrônicos e informática; combustíveis e lubrificantes; veículos, motos e peças; tecidos, vestuário, calçados e acessórios; material de construção.

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

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

desde dezembro, considerando-se a série com ajuste sazonal. Enquanto o ISA retraiu 1,0%, após se manter estável desde outubro do ano passado, o IE aponta alguma melhora, com avanço de 1,4% na margem. Em outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (IcEI) registrou aumento em fevereiro, passando de 56,7 pontos para 58,1 pontos, embora o indicador que avalia a percepção da situação atual se encontre na zona de pessimismo (gráficos 1.9A e 1.9B).

GRÁFICO 1.9A  
**ICI**  
(Índice dessazonalizado)

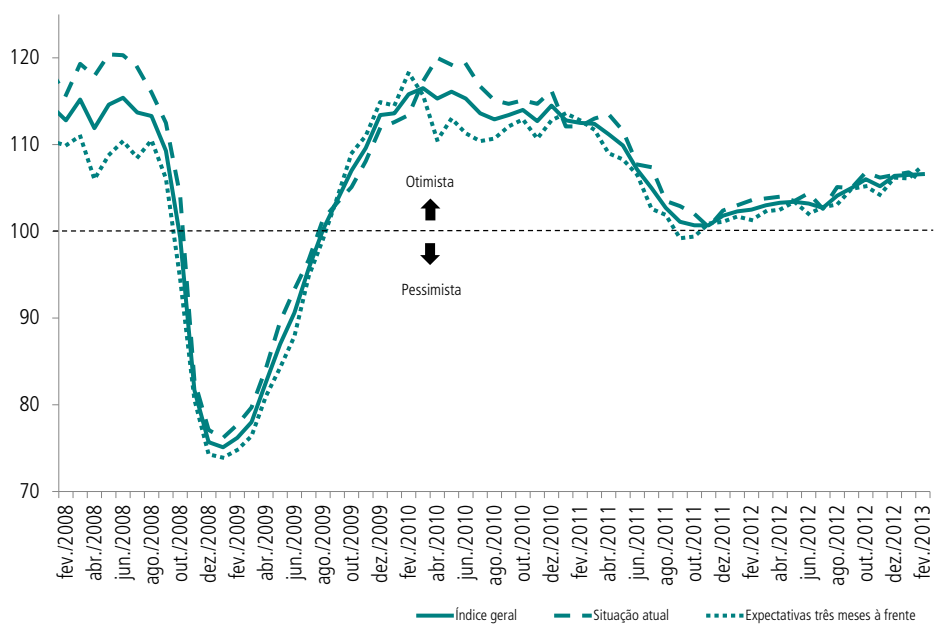
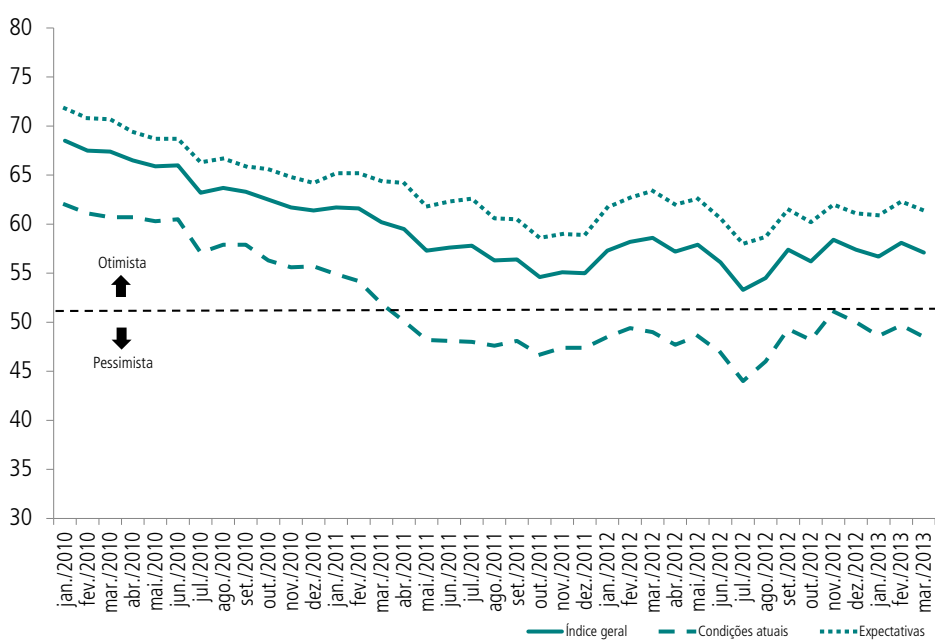


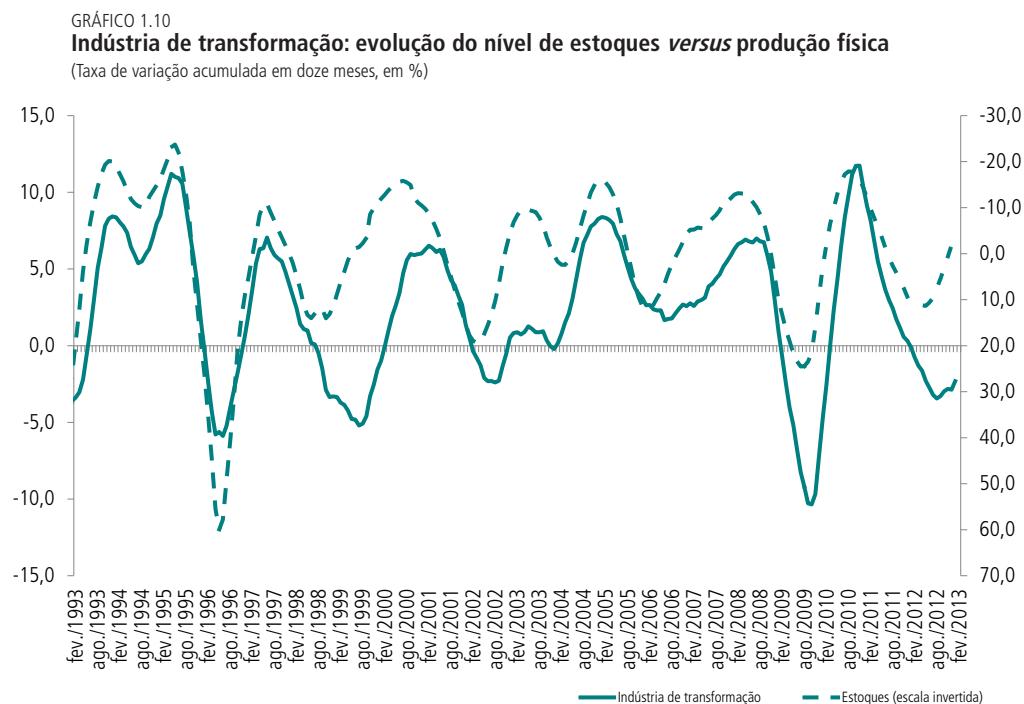
GRÁFICO 1.9B  
**IcEI**  
(Índice)



Além da aparente estagnação dos níveis de confiança, os resultados divulgados até agora, referentes aos indicadores antecedentes da produção industrial de fevereiro sugerem alguma acomodação. O PMI do Brasil, indicador que mede as condições operacionais da indústria, recuou de 53,2 pontos em janeiro para 52,5 pontos em fevereiro, ainda sinalizando aumento da produção (permanece acima de 50 pontos), mas a um ritmo mais lento. Já a produção de automóveis, de

acordo com os dados divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), cedeu em fevereiro, recuando 9,3% ante o mês anterior na série ajustada sazonalmente. Outro indicador importante para anteceder o comportamento da produção industrial é o fluxo de veículos pesados em estradas com pedágio, que também recuou em fevereiro, registrando retração de 2,2%, após ajuste sazonal.

Entretanto, com o fim do processo de ajustamento dos estoques, é provável que a produção industrial responda de maneira mais expressiva aos estímulos provenientes da demanda. Isso porque uma parte importante da dinâmica de curto prazo da produção está bastante associada aos movimentos de acúmulo e desacúmulo dos estoques (gráfico 1.10). A manutenção do crescimento das vendas de bens industriais no varejo deverá redundar, daqui para adiante, em um aumento da produção e/ou das importações. Neste contexto, será necessário monitorar cuidadosamente a evolução dos indicadores de consumo aparente.



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

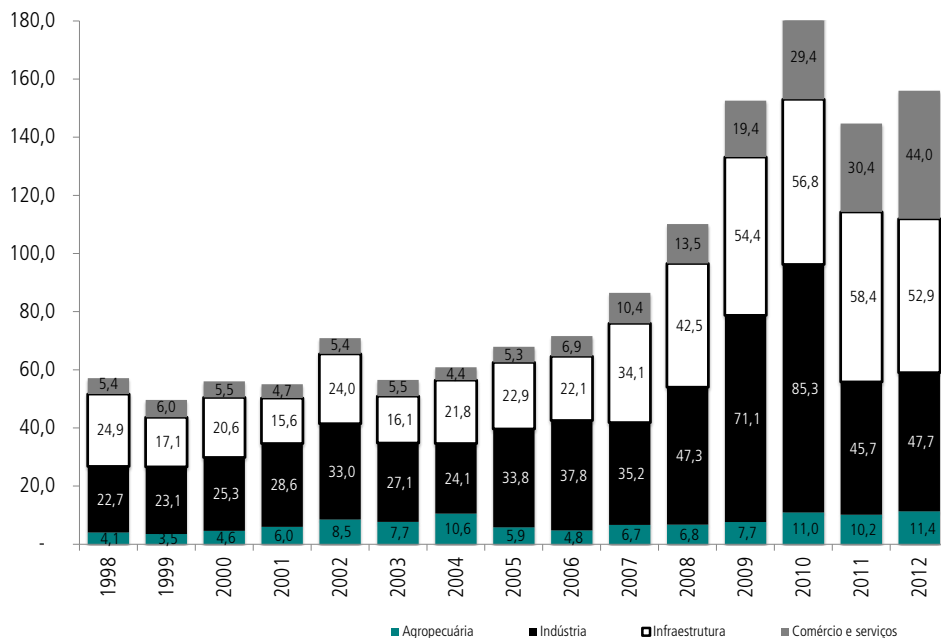
Por fim, no que tange à FBCF, a análise dos indicadores antecedentes aponta para um bom desempenho dos investimentos no início do primeiro trimestre de 2013, com avanço de 3,9% do Indicador Ipea de FBCF em janeiro, após ajuste sazonal. Este bom resultado se explica, em grande medida, pela evolução do consumo aparente de máquina e equipamentos, que apresentou alta de 8,0% na série dessazonalizada. De acordo com os dados divulgados pela Funcex, enquanto as importações de bens de capital em volume avançaram 2,4%, na mesma base de comparação, as exportações retraíram 10,5%. Somado a isso, a produção doméstica de bens de capital avançou 8,2% no mesmo período, segundo a PIM-PF.

Outro indicador importante diz respeito à aceleração do volume de consultas para novos empréstimos junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que encerraram 2012 com aumento de 53,6%<sup>7</sup> na comparação com 2011. Entre os setores produtivos, os principais destaques foram a agropecuária e a indústria, que aumentaram a procura por financiamento em 67,3% e 64,8%, respectivamente. Além deles, os setores de comércio e serviços (55,7%) e infraestrutura (38,8%) também registraram altas importantes.

Já com relação aos desembolsos, que se relacionam aos investimentos efetivamente realizados no período, o total de R\$ 156,0 bilhões no acumulado de 2012, a preços constantes, significou um avanço de 7,8% em relação ao ano anterior. O grande destaque foi o setor de comércio e serviços, para o qual os desembolsos registraram alta de 45,0%, corroborando o bom desempenho destes componentes no resultado do PIB. Já o setor industrial recebeu R\$ 47,7 bilhões, o que correspondeu a um aumento de 4,4% em relação a 2011. Por sua vez, o setor de infraestrutura foi o único a apresentar retração na comparação com o ano anterior, com recuo de 9,5% no volume de desembolsos (gráfico 1.11).

7. As informações sobre consultas e desembolsos foram calculadas a preços constantes de 2012, com base no deflator implícito da FBCF, referente à pesquisa *Contas nacionais trimestrais*.

GRÁFICO 1.11  
**BNDES: total de desembolsos**  
 (Em R\$ bilhões de 2012)



Fontes: BNDES. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Já a produção de insumos da construção civil (também divulgada na PIM-PF), utilizada como *proxy* para outro importante componente da FBCF, avançou 1,3% na passagem de dezembro para janeiro, recuperando-se de duas quedas seguidas nos meses anteriores. Apesar disso, o ICI de construção sugere um desempenho ainda fraco no primeiro trimestre. Nos três meses, encerrados em fevereiro, o indicador recuou 6,9%, na comparação com o mesmo período do ano anterior. A queda foi disseminada entre os subsetores, com destaque negativo para obras de infraestrutura para engenharia elétrica e de telecomunicações (-6,0%) e construção de edifícios e obras de engenharia civil (-6,8%).

BOX

### Condicionantes da evolução recente da produção industrial

Segundo os dados da PIM-PF/IBGE, a indústria encerrou o ano de 2012 acumulando uma retração de 2,6%, reforçando o quadro de estagnação que caracteriza o setor desde o início do segundo semestre de 2010. Embora seu desempenho tenha apresentado alguma melhora nos últimos meses, com destaque para o resultado de janeiro, quando registrou crescimento de 2,5% na série com ajuste sazonal, tem havido ampla discussão sobre a real capacidade de o setor iniciar um novo e robusto ciclo de expansão, reagindo de forma mais acentuada aos estímulos provenientes tanto do mercado doméstico quanto das medidas de política econômica adotadas pelo governo.

Tal discussão envolve, necessariamente, um entendimento sobre quais seriam os fatores que estariam restringindo o desempenho recente da indústria. Com grande frequência, argumenta-se que as principais restrições estariam do lado da oferta, tendo em vista que os níveis de consumo permanecem em expansão – seja quando se consideram os dados de consumo das famílias no PIB seja ainda com base nos dados das vendas no varejo da PMC. Entre esses fatores de oferta, destacam-se o aumento do custo unitário do trabalho (pela combinação de queda de produtividade com aumento dos salários reais); o mau desempenho da FBCF; e um conjunto de fatores estruturais que estariam prejudicando a competitividade sistêmica do país, em geral reunidos no termo “Custo Brasil”.

Com relação ao custo unitário do trabalho, o aumento observado nos últimos anos resulta da combinação de queda de produtividade com aumento de salários reais. Dado que os repasses de custos a preços, no setor manufatureiro, encontram-se limitados pela competição dos produtos importados, há uma consequente redução da margem de lucro na indústria. Esse aumento de custo torna-se ainda mais problemático em um contexto de valorização da taxa de câmbio real. Mesmo tendo sofrido uma desvalorização da ordem de 17,0% em 2012, a taxa de câmbio permaneceu por algum tempo num patamar considerado excessivamente apreciado, o que teria reduzido a competitividade dos produtos nacionais no mercado externo, além de acirrar a concorrência entre a produção voltada para o mercado doméstico e os similares importados.

Com efeito, após se recuperar da forte queda causada pela crise financeira internacional de 2008, que interrompeu um longo período de crescimento, os níveis de produtividade do trabalho na indústria passaram a declinar, acompanhando a trajetória da produção. Grande parte deste comportamento está associada à resiliência apresentada pelo emprego industrial, a despeito da queda da produção. Ou seja, há um claro componente cíclico na queda recente da produtividade, que pode vir a se recuperar mediante a recuperação dos níveis de produção. Paralelamente, os rendimentos auferidos pelos trabalhadores mantiveram uma trajetória ascendente, num ambiente caracterizado por uma taxa de desemprego historicamente baixa, com a pressão proveniente dos aumentos salariais em outros setores (especialmente comércio e serviços) se espalhando para os demais ramos da economia.

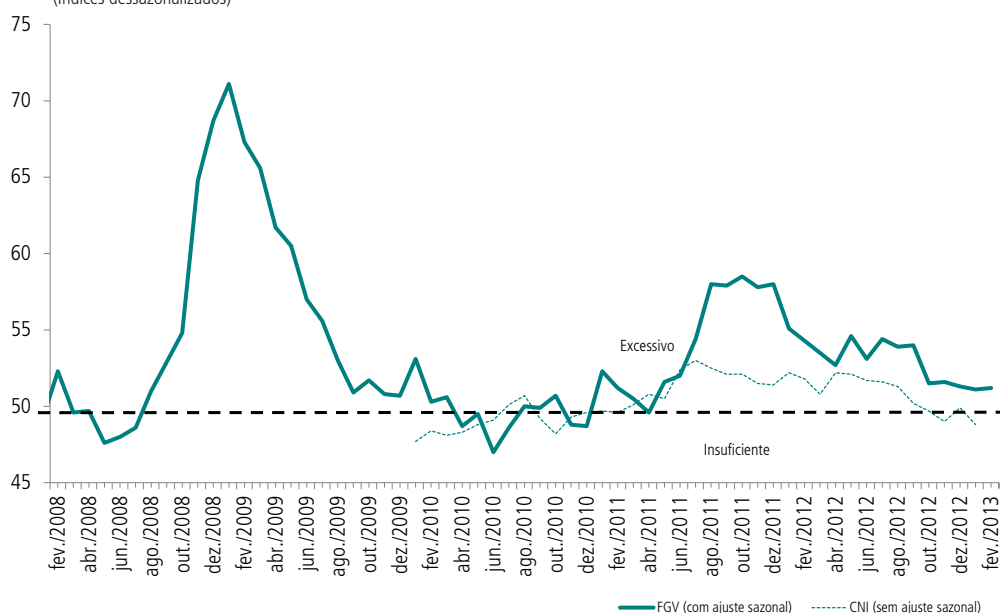
(Continua)

Quanto à formação de capital, é fato que a taxa de investimento do país tem permanecido há muitos anos em nível considerado insuficiente não só para promover um aumento mais expressivo da capacidade produtiva, mas também para permitir ganhos mais consistentes de produtividade. Adicionalmente, verifica-se também baixo investimento das empresas privadas em projetos de pesquisa e desenvolvimento (P&D), limitando o desenvolvimento de novas atividades.

Quanto aos fatores estruturais que estariam prejudicando a competitividade sistêmica do país, destacam-se: *i)* os gargalos associados a uma infraestrutura precária, caracterizada pela má conservação das estradas, baixa eficiência dos portos, e pela tributação excessiva da energia; *ii)* a alta carga tributária, eleita nas sondagens industriais como um dos principais fatores restritivos para o desempenho da produção industrial; *iii)* o elevado grau de burocracia existente na economia, representando um sério entrave para o surgimento, em particular, das empresas de menor porte; *iv)* o baixo nível de escolaridade e capacitação da população, tendo como consequência um contingente de capital humano com baixa produtividade; e *v)* o baixo investimento das empresas do setor privado em projetos de P&D.

As explicações para o fraco desempenho recente da indústria também podem estar associadas a fatores de demanda. Um deles diz respeito aos estoques. Com efeito, a análise do indicador de consumo aparente de bens industriais reporta uma queda de 2,5% em 2012, a qual foi de 1,0% no caso específico dos bens de consumo. Isso significa que houve queda do volume de bens industriais ofertados no país no período, sejam eles de origem nacional ou importados. Tais números contrastam, por exemplo, com o crescimento vigoroso das vendas no comércio varejista, que encerraram o ano de 2012 com uma expansão acumulada de 8,0%. Contrastam também com a expansão do consumo das famílias no PIB. A explicação para esse “descolamento” recai na desacumulação de estoques, hipótese que é corroborada pelas pesquisas qualitativas presentes nas Sondagens Industriais realizadas pela FGV e pela CNI. Os números mostram que houve uma importante acumulação durante o ano de 2011, que bancou a diferença entre demanda e oferta em 2012 (gráfico B.1).

GRÁFICO B.1  
**Evolução do nível de estoques na indústria de transformação: efetivo *versus* planejado**  
(Índices dessazonalizados)



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

É possível argumentar também que grande parte do aumento recente do consumo das famílias no país tenha recaído sobre os serviços, e não sobre os bens industriais, o que estaria de acordo com o que se verifica nos índices de preços, que mostram uma inflação persistentemente mais elevada nos serviços – da ordem de 8% ao ano (a.a.) no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) –, enquanto os bens de consumo duráveis registram deflação e os bens semi e não duráveis apresentam taxas de inflação razoavelmente estáveis e inferiores ao IPCA total. A demanda de bens industriais também poderia estar sendo limitada pelos desdobramentos recentes do mercado de crédito, com a desaceleração das novas concessões (que ainda se mantêm fortes no setor imobiliário) e com o nível já relativamente elevado de endividamento das famílias, que já comprometem mais de 20% de sua renda com o serviço dessas dívidas.

Por fim, há a questão do impacto do cenário externo sobre a indústria. O fato é que o mundo ainda não se recuperou plenamente da crise financeira de 2008-2009, e ainda há inúmeras incertezas pairando sobre o quadro econômico, associadas ao agravamento da crise fiscal e financeira dos países europeus, à desaceleração da economia chinesa, aos problemas fiscais nos Estados Unidos e à capacidade de sustentação do crescimento em diversas regiões de economia emergente. Em termos práticos, o mundo vem crescendo a taxas significativamente inferiores às observadas antes de 2008, com impactos negativos sobre os fluxos de comércio mundial e outras variáveis relevantes. No caso brasileiro, a despeito de as exportações representarem menos de 10% do PIB e apenas 18% do faturamento do setor industrial, parece haver uma correlação bastante forte entre a produção industrial doméstica e o comércio mundial, mais especificamente o *quantum* das importações mundiais (gráfico B.2).

Se, por um lado, a lenta recuperação da economia mundial, refletida num fraco desempenho das importações mundiais, retrai a demanda externa pelos nossos produtos, por outro torna o país um dos alvos preferenciais para a entrada de produtos estrangeiros, dado o potencial do mercado interno brasileiro. Além disso, o contágio do ambiente externo pode estar ocorrendo pelo canal das expectativas, na medida em que um aumento dos níveis de incerteza afeta negativamente a confiança dos empresários, adiando as decisões por novos investimentos.

Os determinantes do desempenho industrial no país no período recente são explorados de forma mais aprofundada em Nota Técnica anexa a esta Carta.

(Continua)



(Continuação)

GRÁFICO B.2  
**Evolução das importações mundiais versus indústria de transformação**  
(Variação acumulada em doze meses, em %)



## 2 MERCADO DE TRABALHO

### TAXA DE DESEMPREGO

Após registrar novo recorde histórico em 2012, ao atingir 5,5% na média do ano, a taxa de desocupação medida pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) foi de 5,4% em janeiro de 2013, mostrando estabilidade na margem (gráfico 2.1). Desta forma, o mercado de trabalho mantém-se aquecido, mesmo em face do baixo dinamismo da atividade econômica. Se, no médio prazo, os resultados do emprego no Brasil já impressionam (entre 2003 e 2012, o desemprego passou de 12,4% para 5,5%), no curto prazo, a dinâmica da ocupação também é robusta. No ano passado, enquanto a economia expandiu-se 0,9%, a população ocupada (PO) cresceu 2,2%.

GRÁFICO 2.1  
Taxa de desocupação dessazonalizada



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

O forte crescimento da PO, ao longo dos últimos meses, tem sido o principal fator responsável pelo recuo nas taxas de desemprego. Tendo em vista que a População Economicamente Ativa (PEA) vem crescendo acima da sua tendência histórica, a criação de novos postos de trabalho tem sido grande o suficiente não só para abarcar os novos entrantes na força de trabalho como, também, para incluir um significativo contingente de trabalhadores até então desocupados (gráfico 2.2). De fato, a elevação da PEA, no período mais recente, vem pressionando a taxa de atividade – relação entre a PEA e a População em Idade Ativa (PIA) –, impedindo uma queda ainda maior da taxa de desemprego.

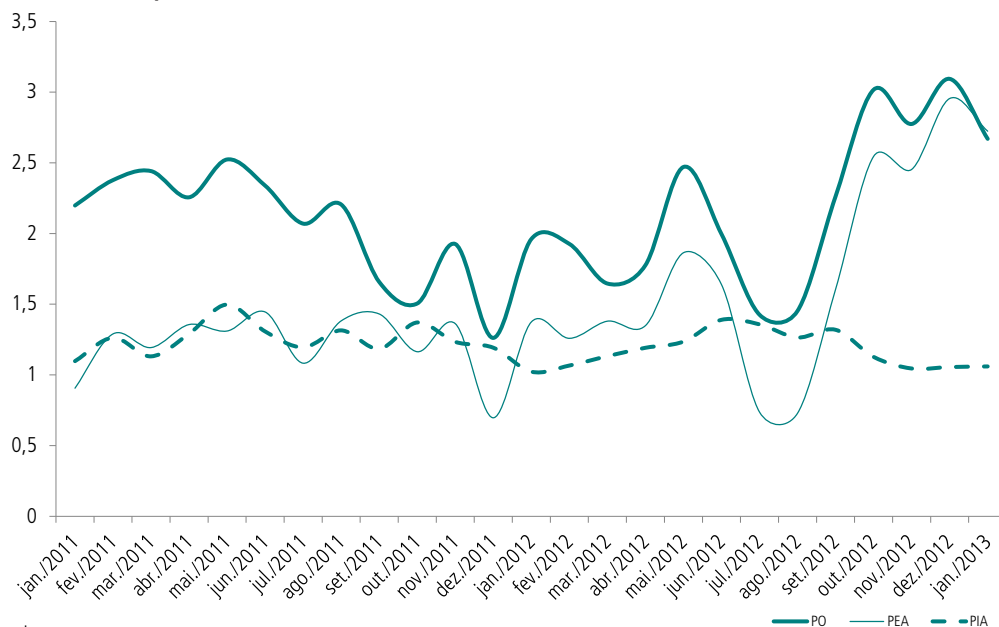
Em janeiro de 2013, o contingente de desempregados foi de 5,4% da PEA, mantendo-se praticamente estável em relação a janeiro do ano passado (5,5%). Entretanto, a taxa de atividade acelerou quase 1,0 ponto percentual (p.p.) nesta mesma base de comparação. Sendo assim, se em janeiro de 2013 fosse observada a mesma taxa de participação de janeiro de 2012, a desocupação seria de apenas 4,0%.

Na desagregação da taxa de desemprego por grau de instrução do trabalhador (tabela 2.1), nota-se que a parcela que apresenta menor desocupação é a dos trabalhadores com baixa qualificação (de 0 a 8 anos de estudo), o que vai ao encontro do fato de que grande parte das novas vagas geradas na economia está concentrada nos setores de serviços e comércio, cujas funções, na sua maioria, não requerem alto grau de especialização.

Assim como já vinha ocorrendo sistematicamente durante os últimos anos, a PO com carteira cresceu acima da PO total em 2012, intensificando o processo de formalização da economia: enquanto a PO registrou uma expansão de 2,2%, o número de empregados com carteira teve um incremento de 3,5%. Este aumento da formalização no mercado de trabalho tende a aumentar também a estabilidade da taxa de desocupação, pois, mesmo em períodos de baixo dinamismo, o empregador tem mais incentivos em manter o trabalhador formal do que o informal, tendo em vista que o custo da demissão e de uma possível recontração no momento da retomada da atividade econômica é mais elevado no caso de trabalhadores formais.

GRÁFICO 2.2  
PO, PEA e PIA

(Taxa de variação interanual, em %)



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

TABELA 2.1

População desocupada por anos de estudo

(Em %)

	Total	Menos de 8	De 8 a 10	Mais de 11
2007	9,3	8,1	12,6	8,8
2008	7,9	6,7	10,6	7,5
2009	8,1	6,6	10,5	8,0
2010	6,7	5,5	9,0	6,5
2011	6,0	5,0	8,1	5,8
2012	5,5	4,5	7,5	5,3
2013	5,4	4,4	7,6	5,2

Fontes: IBGE/PME. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

RENDIMENTOS

Seguindo a mesma tendência da ocupação, os rendimentos reais também apresentam um comportamento bastante favorável. Em 2012, os rendimentos reais habitualmente recebidos registraram alta de 4,1%, ante 2011, atingindo a maior taxa de crescimento anual desde o início da pesquisa, em 2002 (tabela 2.2). Esta forte expansão dos rendimentos foi certamente ajudada pelo aumento de 14,1% do salário mínimo (SM). Ao longo dos últimos anos, mesmo tendo diminuído consideravelmente a parcela dos empregados que recebem apenas um SM, este ainda continua sendo um balizador para os reajustes de muitas categorias, especialmente a dos empregados domésticos.

Como consequência desta elevação conjunta de emprego e renda, a massa salarial real vem se expandindo fortemente ao longo dos anos (gráfico 2.3), registrando um incremento de 6,3%, em 2012, em relação ao ano anterior. Em janeiro de 2013, na comparação interanual, a taxa de variação da massa salarial desacelerou para 5,1%, ante 6,4% observada em dezembro último, decorrente de um desempenho mais fraco dos rendimentos reais, cuja variação recuou de 3,2% para 2,4%.

TABELA 2.2

**Rendimentos reais habitualmente recebidos: por setores**

(Taxa de variação anual, em %)

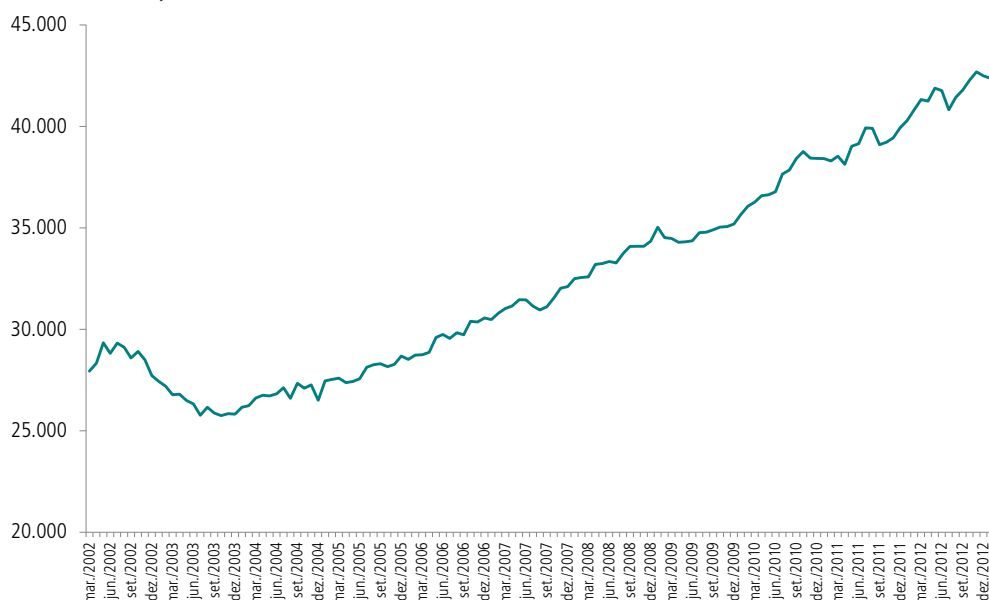
	Total	Indústria de transformação	Construção	Comércio	Serviços	Educação	Serviços domésticos	Outros serviços
2008	3,4	1,3	4,5	1,6	3,1	3,6	4,5	3,3
2009	3,2	2,7	5,6	2,8	2,7	5,2	5,2	0,4
2010	3,8	1,3	10,9	5,0	2,6	2,9	5,9	2,4
2011	2,7	5,1	5,0	1,7	-1,8	1,2	5,6	5,7
2012	4,1	3,6	4,6	4,2	3,5	3,4	7,6	3,8

Fontes: IBGE/PME. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 2.3

**Massa salarial habitualmente recebida, dessazonalizada**

(Em R\$ mil de janeiro de 2013)



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

**EMPREGOS FORMAIS**

Se, pelos dados da PME, não há sinais de que o baixo crescimento da atividade econômica vem arrefecendo o mercado de trabalho brasileiro, o mesmo não se pode afirmar ao se analisar as estatísticas de emprego do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED), divulgadas pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) (gráfico 2.4). Em janeiro foram geradas no país 28,9 mil novas vagas formais, resultado substancialmente inferior à média histórica observada para este mês (85,9 mil). No acumulado dos doze meses, encerrados em janeiro, houve uma criação líquida de 778,2 mil novos postos de trabalho, o que significa uma desaceleração tanto em relação a dezembro (868 mil) quanto a janeiro de 2012 (1,5 milhão), seguindo o mesmo critério de comparação.

Em termos setoriais, os dados do CAGED mostram que a desaceleração no ritmo de criação de vagas vem ocorrendo em todos os segmentos da economia. O setor de serviços continua sendo o maior gerador de empregos, sendo responsável por 57,8% de todas as vagas criadas em 2012, seguido pelo comércio, com participação de 31,1%. Já a construção civil e a indústria de transformação contribuíram com 8,2% e 3,8%, respectivamente.

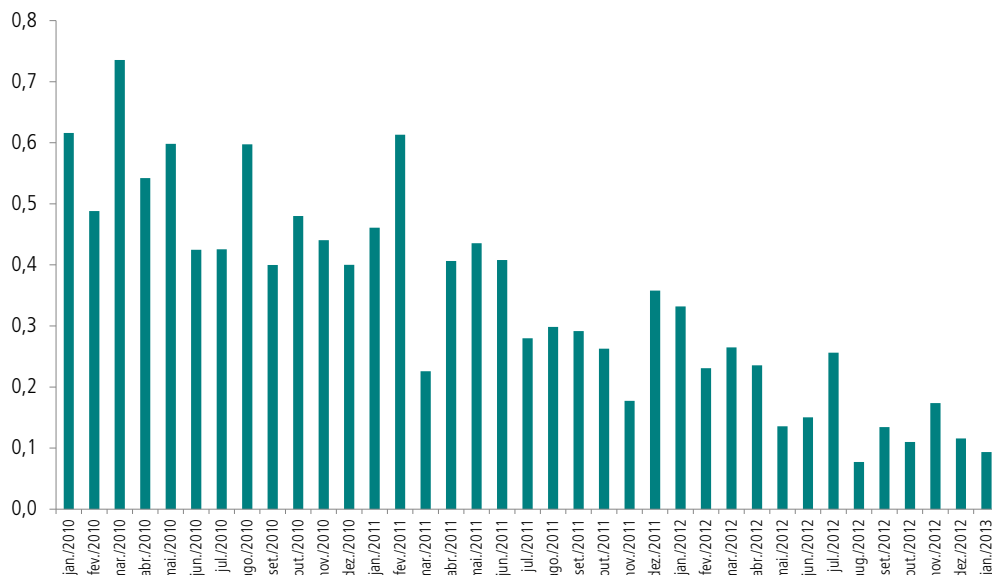
O cenário relativamente mais fraco do emprego no setor industrial é corroborado pelos dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes)/IBGE. Nos doze meses, encerrados em janeiro, a PO na indústria de transformação recuou 1,4%, respondendo à retração de 1,9% da produção industrial, no mesmo período (gráfico 2.5). Analogamente, o número de horas pagas na produção também apresentou variação negativa de 1,9% entre fevereiro de 2012 e janeiro de 2013. A despeito desta retração do número de empregados e de horas pagas, a folha de pagamento real por trabalhador manteve a sua trajetória de aceleração e registrou alta de 5,6% no mesmo período.

O crescimento expressivo dos salários na indústria decorre, provavelmente, de uma “contaminação” da alta salarial nos demais setores da economia, possibilitada pela redução do número de desocupados. Este descolamento entre salários, horas pagas e produção vem gerando efeitos sobre a produtividade, majorando o custo unitário da mão de obra no setor industrial (box).

GRÁFICO 2.4

**CAGED: saldos mensais dessazonalizados como proporção do estoque de empregos formais**

(Em %)

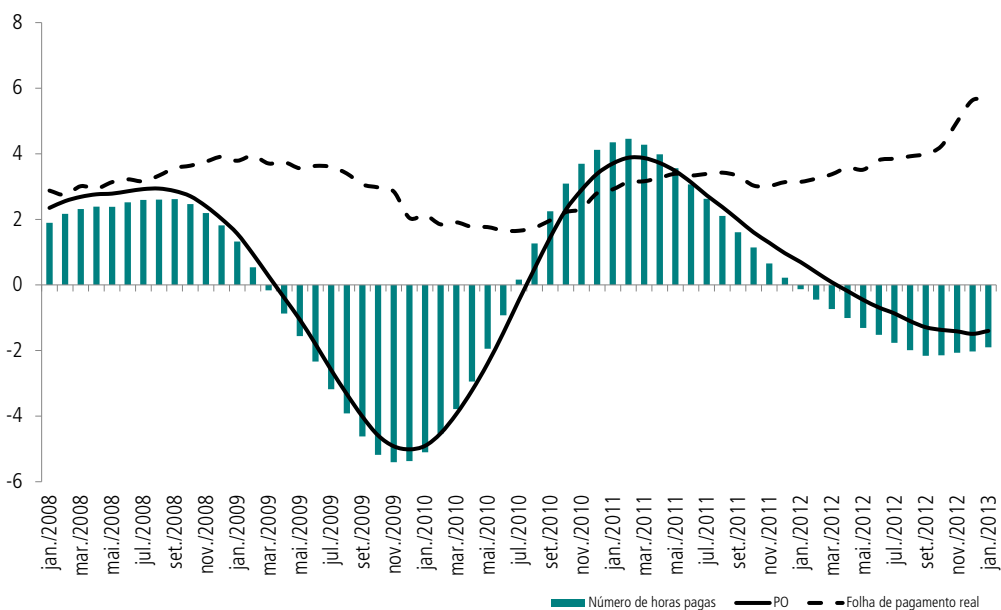


Fonte: MTE/CAGED. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 2.5

**Indústria de transformação: PO, número de horas pagas e folha de pagamento real**

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



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

Para o restante do ano, o cenário delineado pelo mercado de trabalho continua favorável. A se confirmar a aceleração da atividade econômica esperada para 2013, a expectativa é de que o desemprego permaneça em níveis baixos.

BOX

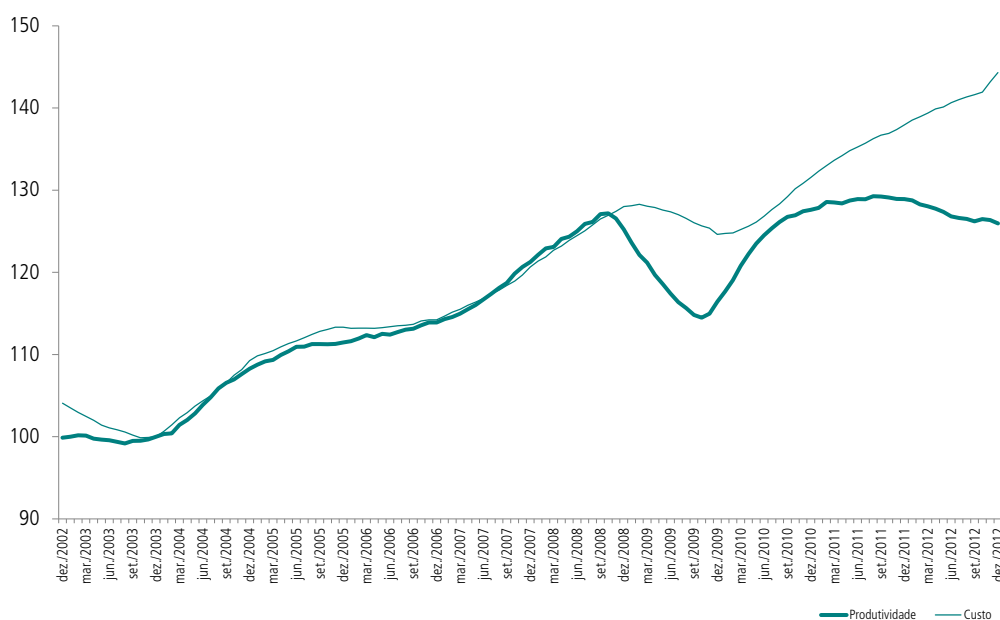
### Custo unitário do trabalho na indústria de transformação: uma análise setorial

O fraco desempenho da atividade industrial no país ao longo dos últimos meses é, sem dúvida, o maior responsável pelo baixo crescimento da atividade econômica. Um dos fatores relevantes que podem explicar o comportamento da indústria é a elevação do custo unitário do trabalho neste segmento. No entanto, é preciso levar em conta alguns pontos importantes. Primeiro, que o incremento nos custos do trabalho apresenta magnitudes diferentes dentre os setores da indústria de transformação. Segundo, que este custo pode estar associado tanto ao aumento real dos rendimentos recebidos pelo trabalhador, quanto à queda na produtividade. Terceiro, nos casos em que há queda de produtividade, esta pode ser decorrente tanto de uma retração da produção quanto da variação do número de horas pagas.

De uma forma geral, o valor pago pela hora trabalhada na indústria vem aumentando sistematicamente há quase uma década, de modo que, em 2012, em termos reais, ele ficou, em média, 42% acima do nível observado em 2003. Esta elevação dos custos de produção associada ao trabalho está ligada não só a uma política de valorização do SM como, também, a uma melhora na distribuição de renda no país, estimulando a demanda por serviços e outras atividades intensivas em mão de obra. Como consequência deste novo cenário, o mercado de trabalho se aquece e, dada a baixa taxa de desocupação, os salários tendem a subir em todos os setores da economia.

No entanto, até meados de 2008, a aceleração dos salários veio acompanhada por uma expansão concomitante da produtividade da indústria, de modo que o custo unitário do trabalho manteve-se inalterado. Esse quadro mudou após a crise financeira internacional, iniciando-se um processo de descolamento entre as trajetórias da produtividade e do custo real das horas trabalhadas na produção que tem se intensificado no período mais recente (gráfico B.1).

GRÁFICO B.1  
**Indústria de transformação: produtividade e custo da hora trabalhada**  
(Índice 2003 = 100 – médias móveis de doze meses)



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

Tomando como ponto de partida a análise do comportamento da produtividade da indústria de transformação agregada (produção física por número de horas pagas) e utilizando dados da Pimes/IBGE, verifica-se que, em 2012, a produtividade estava praticamente no mesmo nível observado em 2008. Inicialmente, no biênio 2008-2009, houve forte queda da produtividade na indústria decorrente da retração da produção, respondendo à crise financeira internacional. Com a recuperação da economia em 2010, a produtividade reverteu a sua trajetória de queda e voltou a apresentar variações positivas. No entanto, mais recentemente (a partir de 2011), a produtividade voltou a patinar e não conseguiu mais acompanhar os incrementos dos salários, gerando uma elevação no custo do trabalho, diminuindo a lucratividade e acabando por desestimular novos investimentos no setor industrial.

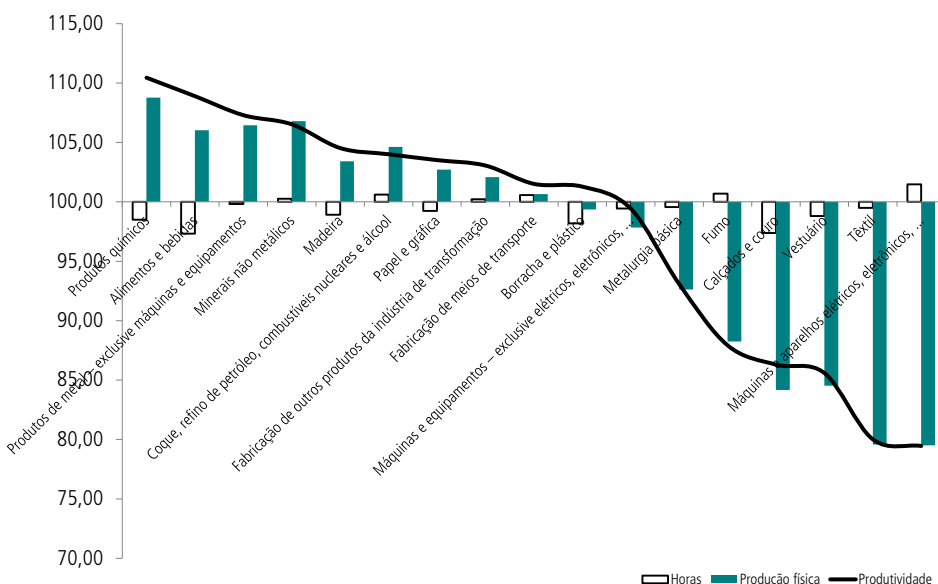
(continua)

(continuação)

Em termos setoriais, porém, observa-se um padrão bastante heterogêneo. O gráfico B.2 mostra que, dos dezessete segmentos que compõem a indústria de transformação, dez deles apresentaram crescimento dos níveis de produtividade entre 2008 e 2012, com destaque para produtos químicos, alimentos e bebidas, produtos de metal e minerais não metálicos, que auferiram ganhos de produtividade acima de 5% nos últimos cinco anos. Em contrapartida, os setores de máquinas e equipamentos eletrônicos, têxtil, vestuário e calçados sofreram quedas superiores a 10%.

Na decomposição da produtividade, entre os seus fatores determinantes, nota-se que, à exceção do setor de borracha, todos os demais setores que alcançaram ganhos de produtividade o fizeram por meio de incrementos na produção e não apenas por ajustes no número de horas trabalhadas. Analogamente, os sete setores com perdas de produtividade obtiveram este resultado por meio, sobretudo, de uma retração nos seus níveis de produção, uma vez que somente em dois deles (fumo e máquinas e equipamentos eletrônicos) houve aumento no número de horas pagas. Ou seja, de fato, o comportamento da produtividade na indústria possui um forte elemento pró-cíclico, já que os ganhos e perdas estão associados a mudanças no nível do produto, e não a alterações significativas no número de horas pagas na produção.

GRÁFICO B.2  
**Indústria de transformação: produção física, horas pagas e produtividade**  
(Variação entre 2008 e 2012)



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

Apesar dos ganhos de produtividade registrados na maioria dos setores, estes ocorrem em magnitude inferior aos reajustes salariais observados na indústria, gerando uma expansão do custo unitário do trabalho. Entre 2008 e 2012, em termos agregados, enquanto a produtividade da indústria de transformação cresceu 0,6%, a folha de pagamento real por trabalhador expandiu-se 14,3%.

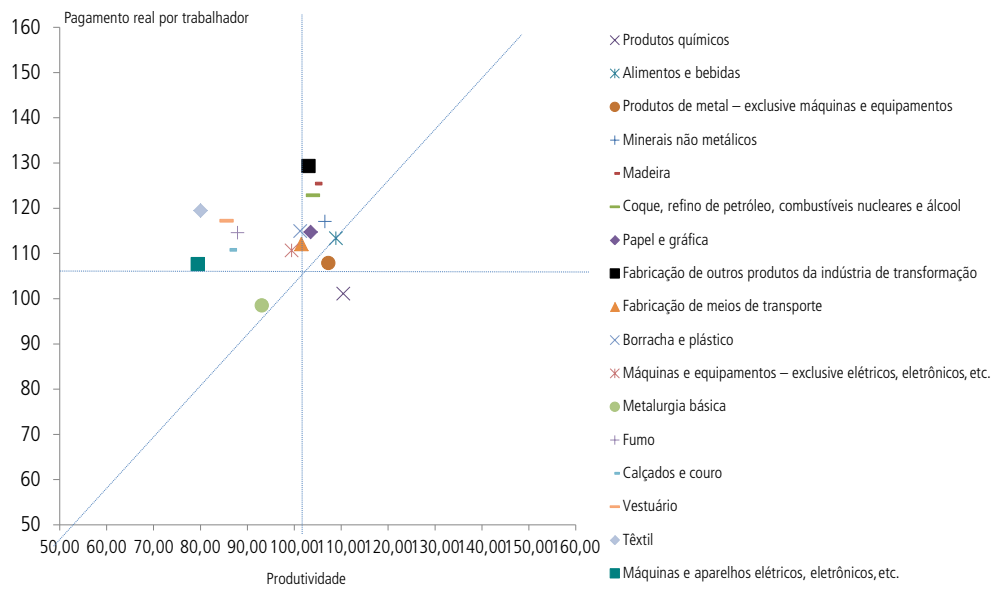
De acordo com o gráfico B.3, observa-se que, embora apenas dez setores apresentem ganhos de produtividade, dezesseis segmentos da indústria registraram aumentos na folha de pagamento real por trabalhador, e em seis deles os reajustes observados foram superiores a 15%. Ou seja, no esteio de uma elevação generalizada dos salários na economia, mesmo aqueles setores que estão produzindo menos e perdendo produtividade estão remunerando melhor os seus trabalhadores e evitando demissões, provavelmente em uma estratégia objetivando reter a mão de obra necessária para expandir a produção no momento da retomada mais vigorosa do nível de atividade.

Em síntese, o custo unitário do trabalho vem crescendo em quase todos os setores por conta do incremento nos salários pagos e, em alguns deles, a situação é agravada pela redução da produtividade. A mudança deste quadro deve vir, no curto prazo, da retomada do crescimento da produção industrial, como pré-requisito para a recuperação dos níveis de produtividade. Mas são necessários também maiores investimentos para permitir que a produtividade possa voltar a crescer de maneira sustentada e em linha com os aumentos salariais.

(continua)

(continuação)

GRÁFICO B.3  
**Produtividade e folha de pagamento real por trabalhador**  
(Média 2008 = 100)



Fonte: IBGE/Pimes.



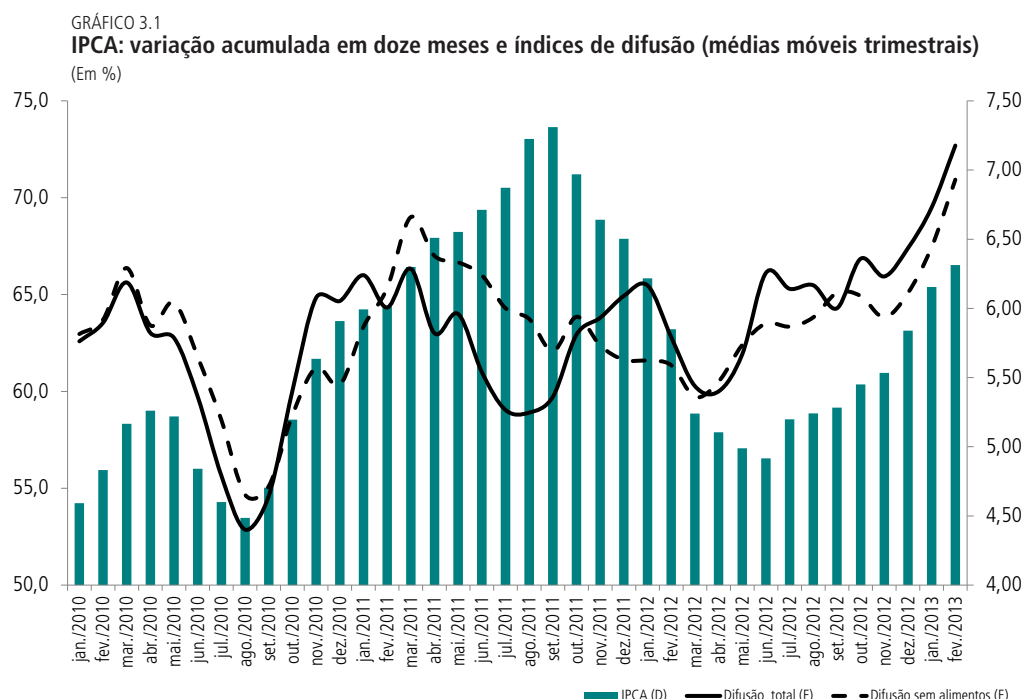


### 3 INFLAÇÃO

De acordo com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), a inflação acumulada em doze meses continuou acelerando ao longo do primeiro bimestre de 2013, de modo que, em fevereiro, a taxa observada foi de 6,3%, a mais elevada desde dezembro de 2011. Este resultado do IPCA no início do ano acabou surpreendendo negativamente, uma vez que se esperava um recuo da inflação em relação ao fim do ano passado, em consequência da queda nas tarifas de energia e por uma desaceleração maior nos preços dos alimentos.

Na desagregação do IPCA, verifica-se que, de fato, a redução no preço da energia elétrica exerceu uma forte pressão baixista sobre a inflação, retirando da variação total do índice 0,13 ponto percentual (p.p.) em janeiro e 0,48 p.p. em fevereiro. No entanto, esta queda acabou sendo anulada por uma disseminação maior de reajustes de preços nos demais itens que constituem o IPCA.

De acordo com o gráfico 3.1, a recente aceleração do IPCA, a partir do segundo semestre do ano passado, vem sendo acompanhada de um aumento nos índices de difusão, ratificando a percepção de uma inflação mais difundida entre todos os setores da economia. Este fenômeno caracteriza uma situação distinta da verificada em meados de 2011, quando, apesar da forte alta da inflação, os índices de difusão recuaram, indicando que a pressão inflacionária, naquele momento, estava concentrada em um grupo mais restrito de itens.



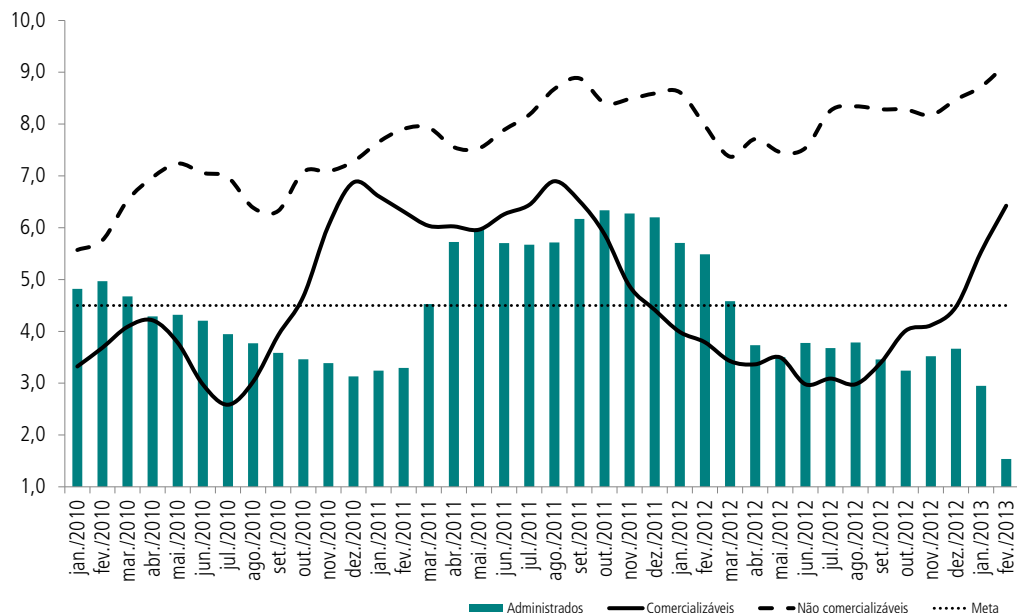
Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A análise do IPCA acumulado nos últimos doze meses por categorias (gráfico 3.2) revela que o foco de pressão inflacionária tem origem nos preços livres, tendo em vista que, desde março de 2012, os preços administrados apresentam variações acumuladas abaixo do centro da meta de inflação (box). Em fevereiro, com a incorporação da queda no preço da energia, este conjunto de itens administrados registrou alta de apenas 1,5% no acumulado em doze meses. Em contrapartida, os preços livres vêm apresentando uma trajetória oposta, resultante tanto da alta dos itens comercializáveis (6,4%) quanto dos não comercializáveis (9,2%).

No caso dos preços comercializáveis, verifica-se uma aceleração nas taxas de variação de todos os segmentos que o compõem (gráfico 3.3). O ponto de maior pressão, no entanto, se concentra no segmento de bens de consumo não duráveis – influenciado, sobretudo, pela alta de 12,5% dos alimentos entre março de 2012 e fevereiro de 2013. Embora relativamente mais baixa, a inflação acumulada em doze meses dos bens de consumo semiduráveis registra crescimento na margem, tendo atingido, em fevereiro, taxa de 5,4%, voltando a ultrapassar o centro da meta de inflação. Por fim, a análise dos bens de consumo duráveis revela que, mesmo contabilizando uma deflação de 2,0% nos últimos doze meses (até fevereiro), as taxas de inflação mensais deste grupo já se encontram em terreno positivo desde o último trimestre de 2012, refletindo o fim das isenções fiscais sobre produtos da linha branca e automóveis.

GRÁFICO 3.2  
**IPCA por 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 %)



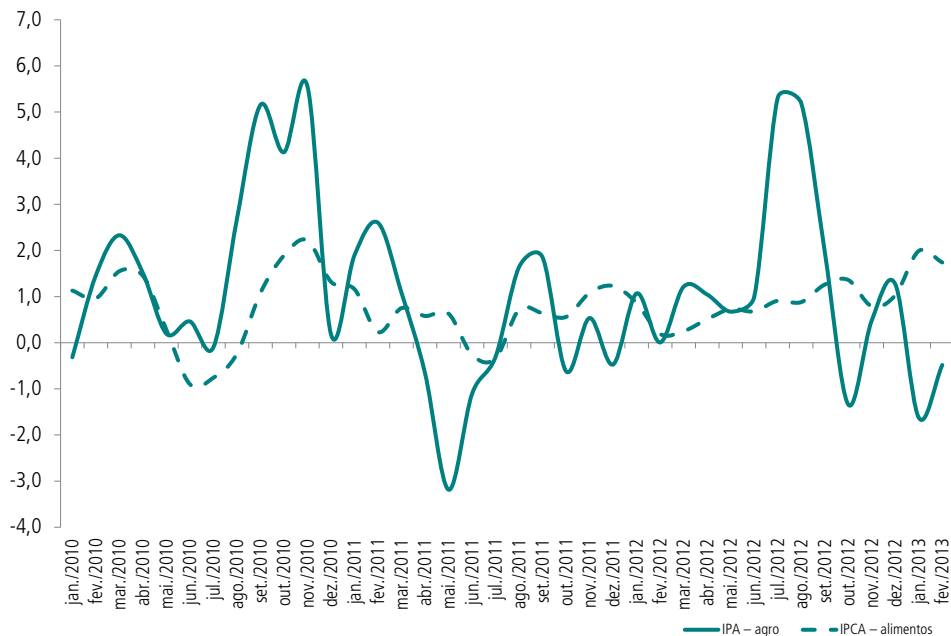
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Outro ponto que chama a atenção na análise do segmento de bens comercializáveis é o fato de que há um descolamento entre os preços destes produtos no atacado e no varejo. Em 2012, os alimentos no atacado – medido pelo Índice de Preços por Atacado (IPA)-produtos agrícolas – registraram alta de 19%, ficando em patamar bem superior à inflação do subgrupo “alimentação no domicílio” apurada pelo IPCA (10%). Em contrapartida, a deflação de 2,1%, registrada pelo IPA-produtos agrícolas no primeiro bimestre deste ano, não chegou ao IPCA, uma vez que os preços dos alimentos no domicílio apontaram incremento de 3,7% no mesmo período (gráfico 3.4).

Se aceleração dos preços comercializáveis começou a ganhar força somente partir de meados de 2012, o mesmo não se pode afirmar sobre os preços dos bens e serviços não comercializáveis, cuja variação já se encontra acima do limite superior da banda inflacionária (6,5%) há mais de dois anos. Apesar da influência altista dos alimentos *in natura*, o principal foco inflacionário deste conjunto de preços reside no segmento dos serviços, cuja inflação segue praticamente estacionada em níveis bastante elevados. Em fevereiro, a taxa de variação acumulada em doze meses dos serviços livres atingiu 8,7%, repetindo o mesmo resultado observado em dezembro e janeiro, na mesma base de comparação. Na decomposição deste

grupo, observa-se que, à exceção do subgrupo “comunicação”, todos os demais componentes do segmento de serviços apresentam taxas de crescimento acima de 8,0% nos últimos doze meses (tabela 3.1).

GRÁFICO 3.4  
**IPA: produtos agrícolas versus IPCA – alimentos**  
 (Taxa de variação mensal, em %)



Fontes: IBGE e Fundação Getúlio Vargas (FGV). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 3.1  
**IPCA: serviços desagregados**  
 (Taxa de variação acumulada em 12 meses, em %)

	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Alimentação	<b>Total</b>
Fevereiro/2012	9,0	7,1	10,0	10,3	8,9	0,6	10,3	<b>8,1</b>
Março/2012	9,1	7,4	10,3	9,8	8,3	0,3	9,7	<b>7,7</b>
Abril/2012	9,2	7,7	10,7	10,6	8,3	0,7	9,2	<b>8,0</b>
Mai/2012	9,0	5,4	10,7	9,7	8,3	1,0	8,8	<b>7,6</b>
Junho/2012	8,9	5,0	10,4	9,5	8,3	1,0	9,1	<b>7,5</b>
Julho/2012	9,7	4,6	9,8	9,9	8,3	1,3	9,5	<b>7,9</b>
Agosto/2012	9,7	3,7	9,7	9,7	8,6	1,3	9,6	<b>7,9</b>
Setembro/2012	9,8	3,3	9,4	9,9	8,6	1,3	9,5	<b>7,9</b>
Outubro/2012	9,7	2,7	9,4	9,7	8,6	1,7	9,6	<b>8,0</b>
Novembro/2012	9,5	4,8	9,3	9,2	8,6	2,3	10,2	<b>8,2</b>
Dezembro/2012	9,2	9,5	8,8	9,8	8,6	2,3	9,5	<b>8,7</b>
Janeiro/2013	9,4	8,1	8,7	9,8	8,4	2,3	9,3	<b>8,6</b>
Fevereiro/2013	10,0	8,0	8,8	9,1	8,1	2,3	9,9	<b>8,7</b>

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

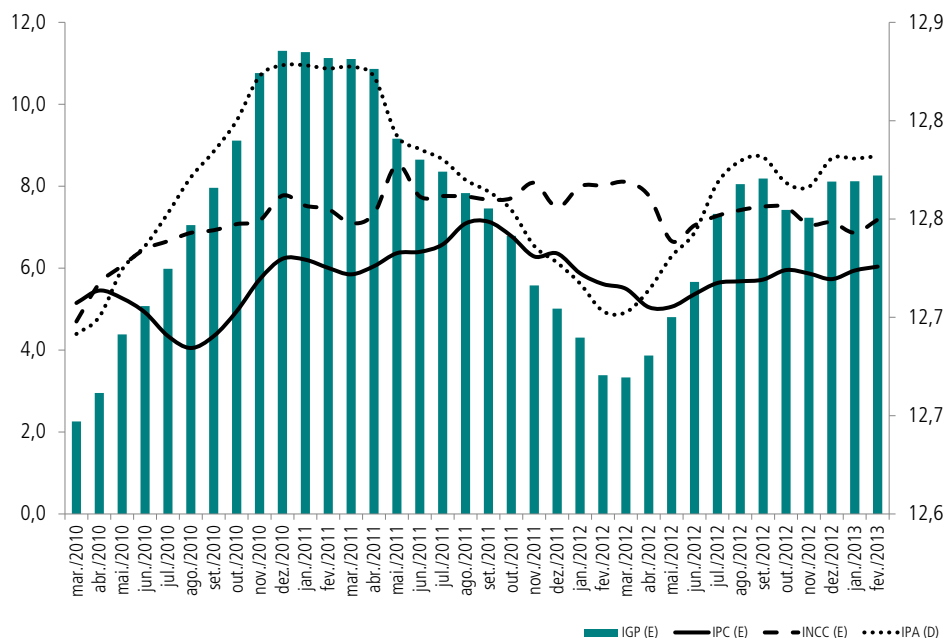
Assim como o IPCA, o Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI) também iniciou uma trajetória de aceleração mais intensa na segunda metade de 2012. Em fevereiro, no acumulado em doze meses, o IGP-DI registrou alta de 8,3%, influenciado, sobretudo, pela taxa de variação dos produtos no atacado (12,8%). Ainda que em menor proporção, o Índice de Preços ao Consumidor (IPC) e o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) também apontam forte crescimento no período: 6,0% e 7,2%, respectivamente (gráfico 3.5).

Os dados apresentados deixam claro que o cenário inflacionário no país se deteriorou nos últimos meses, seja por uma desaceleração menor que a esperada dos alimentos, seja pela forte resiliência nos preços dos serviços, seja, ainda, quando se leva em conta a maior difusão das pressões inflacionárias. Nos próximos meses, pode ocorrer certo arrefecimento da inflação de alimentos, em decorrência da isenção fiscal sobre os preços de uma série de produtos da cesta básica e da esperada ausência de problemas na safra de grãos. Por sua vez, a persistirem as condições que têm mantido o mercado de

trabalho aquecido, tanto a ocupação quanto a renda devem continuar a crescer, garantindo a elevação da massa salarial e permitindo a manutenção da demanda interna por bens e serviços. Ademais, pressões por reajustes nas tarifas de transporte público, o não esgotamento total dos impactos do reajuste dos combustíveis e a própria aceleração da atividade econômica devem restringir o espaço para quedas mais significativas nos índices de inflação ao longo do ano.

GRÁFICO 3.5  
IGP e componentes

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



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

BOX

**A dinâmica dos preços administrados**

A análise desagregada do IPCA, ao longo dos últimos anos, revela que, após exercerem uma forte pressão sobre o índice cheio na primeira metade da década passada, os preços administrados apresentaram uma expressiva mudança de trajetória, deixando para trás o *status* de “vilões da inflação”. Este box tem por finalidade mostrar esta mudança na dinâmica dos preços administrados, tentando identificar quais os fatores responsáveis pelo comportamento atual deste conjunto de itens.

De acordo com a definição do Banco Central do Brasil (BCB), os preços administrados ou monitorados são aqueles cujas decisões e fórmulas de reajustes são estabelecidas pelo governo de forma direta (produzidos na esfera pública federal, estadual ou municipal) ou indireta (contratos e/ou agências reguladoras), sendo, em princípio, insensíveis às condições imediatas de oferta e demanda. Atualmente, dentro da cesta de produtos que compõem o IPCA, existem 23 bens e serviços, classificados como administrados, que representavam 24,2% do índice total, na média dos últimos doze meses, até fevereiro de 2013 (tabela B.1).

TABELA B.1

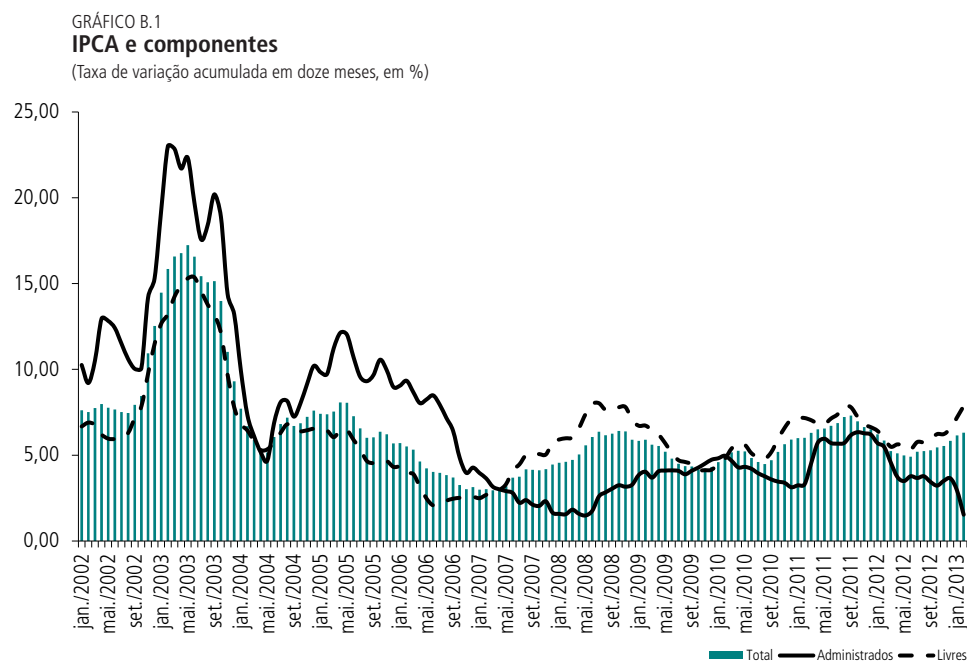
**IPCA: Itens classificados como administrados**

	Peso		Peso
Taxa de água e esgoto	1,52	Multa	0,04
Gás de botijão	1,10	Pedágio	0,12
Gás encanado	0,08	Gasolina	3,93
Energia elétrica residencial	3,34	Óleo diesel	0,13
Ônibus urbano	2,74	Gás veicular	0,11
Táxi	0,39	Produtos farmacêuticos	3,47
Trem	0,06	Plano de saúde	3,09
Ônibus intermunicipal	0,74	Jogos de azar	0,40
Ônibus interestadual	0,25	Correio	0,01
Metrô	0,07	Telefone fixo	1,47
Transporte hidroviário	0,01	Telefone público	0,12
Emplacamento e licença	1,06		

Fontes: IBGE e BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

(Continua)

O gráfico B.1 revela que, após apresentarem taxas de inflação acumuladas em doze meses bem acima dos bens e serviços livres, os preços administrados reverteram o seu comportamento a partir de 2006, beneficiados pela introdução de uma série de mudanças nas regras de reajustes de itens com importante peso na composição do IPCA, como energia elétrica e telefonia fixa e móvel. As variações desses itens eram, até então, fortemente correlacionadas à inflação passada, pois eram indexadas aos IGPs. Como consequência desta diminuição do impacto dos IGPs sobre os preços administrados, o câmbio também perdeu parte da sua importância, já que o seu comportamento afeta diretamente os IPAs, que respondem por 60% do IGP.



### Determinação dos preços administrados

No caso da energia elétrica, com a mudança no marco regulatório, em 2004, o valor da energia passou a ser determinado em leilões públicos, o que estimulou a concorrência e possibilitou a compra de energia pelas distribuidoras pelo preço mais baixo disponível no mercado. Atualmente, a tarifa de energia elétrica é corrigida pelo Índice Geral de Preço do Mercado (IGP-M) e pelo "fator X", fixado pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel). O "fator X" tem como finalidade repassar ao consumidor os ganhos de produtividade da concessionária, atuando, na maioria das vezes, como um redutor do índice de reajustes.<sup>1</sup> Adicionalmente, o preço da energia elétrica também é impactado pelos movimentos cambiais, uma vez que o preço da energia gerada em Itaipú é cotado em dólares. Portanto, os preços se beneficiaram da apreciação cambial verificada nos últimos anos.

Já as tarifas de telefonia eram, até 2005, reajustadas de acordo com o IGP-DI. A partir de 2006, no entanto, foi instituído o Índice de Serviços de Telecomunicações (IST), que combina uma série de outros indicadores inflacionários, fazendo com que os percentuais de reajustes passassem a ser menores que os praticados anteriormente.

No que diz respeito aos combustíveis, segundo o BCB,<sup>2</sup> os preços dos derivados de petróleo no atacado são determinados pela Petrobras. Os transportes públicos (ônibus, metrô, trens etc.) têm seus reajustes decididos no âmbito municipal, sem nenhum índice de correção ou periodicidade definida por contrato.

Os planos de saúde possuem seus reajustes definidos pela Agência Nacional de Saúde (ANS) e são balizados seguindo critérios como data de assinatura do contrato, sinistralidade e idade do beneficiário. Já os preços dos produtos farmacêuticos são definidos de acordo com as regras estipuladas pela Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED), que leva em conta a inflação passada (IPCA) e o nível de concorrência no nicho de mercado em que ele está presente.

Por fim, os demais itens administrados têm a sua periodicidade e a magnitude de seus reajustes determinados de modo descritivo, seguindo os parâmetros estipulados pelas autoridades reguladoras.

### Modelo de determinação de preços administrados

Dentro desta perspectiva, verifica-se que, apesar de muitos dos preços administrados atualmente apresentarem um menor grau de indexação à inflação passada, esta ainda está presente na composição dos reajustes de diversos preços que compõem este segmento. Adicionalmente, não se pode descartar a influência da taxa de câmbio sobre os preços monitorados dentro do IPCA.

Com o objetivo de analisar em mais detalhes o comportamento dos preços administrados, estimou-se uma equação de determinação destes preços, procurando identificar o impacto da inércia inflacionária, do câmbio e dos preços dos combustíveis sobre este conjunto de preços. Dadas as mudanças no padrão de comportamento dos preços administrados ao longo da última década, o modelo foi estimado somente a partir de janeiro de 2004, quando se verificou uma quebra

1. Para mais esclarecimentos, ver *Por dentro da conta de energia*, Aneel – novembro de 2011.

2. Ver *Preços administrados – Série Perguntas mais frequentes*, BCB – janeiro de 2012.

estrutural na série e teve início um processo de forte desaceleração destes preços. Na estimação da equação, foram utilizadas três *dummies*. As duas primeiras foram incorporadas para subdividir a amostra (2004-2005 e 2006-2013), visando captar possíveis mudanças paramétricas. Adicionalmente, introduziu-se uma terceira *dummy* para o mês de fevereiro, por conta da expressiva queda nos preços da energia que impactou fortemente para baixo a curva da inflação dos preços administrados. Desta forma, a equação estimada foi especificada da seguinte forma:

Variável endógena:

- taxa de Inflação mensal dessazonalizada dos bens administrados no IPCA – Infm-sa.

Variáveis exógenas:

- desvalorização acumulada em doze meses, definida pela diferença entre o logaritmo da taxa de câmbio média (R\$/US\$) no mês  $t$  e no mês  $t - 12 - Itc$ ;
- taxa de inflação acumulada em doze meses (IPCA) – inf12;
- taxa de variação em doze meses do índice de preço de *commodities* – petróleo e derivados do Fundo Monetário Internacional (FMI) (pfuel), definida pela diferença entre o logaritmo do índice no mês  $t$  e no mês  $t - 12$ ;
- taxa de inflação dos preços administrados defasada; e
- *dummies* – DUMMIE1; DUMMIE2 e D13M2.

De acordo com os resultados expostos na tabela B.2, verifica-se que a inflação passada, tanto dos preços administrados quanto do IPCA total, é significativa, ou seja, a inércia inflacionária (via indexação de tarifas) tem impacto relevante sobre o comportamento dos preços administrados. A introdução da *dummy* referente ao período 2006-2013 faz com que a desvalorização cambial e a variação dos preços dos combustíveis deixem de ser significativas, indicando que, a partir deste momento, estas variáveis parecem afetar apenas indiretamente a inflação dos preços administrados, via IPCA total.

TABELA B.2

### Resultados da equação

Variável dependente: INFM\_SÁ

Método: Mínimos Quadrados

Número de observações: 110

Variável	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística t	Prob.
INFM_SA(-1)	0,341558	0,093935	3,636111	0,0004
INFM_SA(-2)	-0,263576	0,090219	-2,921512	0,0043
DUMMIE1*LOG(CAMBIO(-1)/CAMBIO(-13))	0,905696	0,421865	2,146886	0,0342
DUMMIE1*LOG(PFUEL(-1)/PFUEL(-13))	1,525716	0,261352	5,837774	0,0000
DUMMIE2*LOG(CAMBIO(-1)/CAMBIO(-13))	-0,385164	0,295538	-1,303265	0,1954
DUMMIE2*LOG(PFUEL(-1)/PFUEL(-13))	-0,144517	0,144212	-1,002117	0,3187
INF12(-1)	0,056048	0,008903	6,295053	0,0000
D13M2	-1,118479	0,270628	-4,132900	0,0001
R <sup>2</sup>	0,573451			

Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

A adequação da equação foi verificada por meio da realização de testes de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos, cujas estatísticas são mostradas na tabela B.3.

TABELA B.3

### Testes de diagnóstico da equação

Correlação serial: Teste Breusch-Godfrey			
<i>F-statistic</i>	0,619226	Prob. F(4,98)	0,6499
<i>Obs* R-squared</i>	2,710412	Prob. <i>Chi-Square</i> (4)	0,6074
Heterocedasticidade: Teste Breusch-Pagan-Godfrey			
<i>F-statistic</i>	1,190400	Prob. F(8,101)	0,3123
<i>Obs* R-squared</i>	9,478122	Prob. <i>Chi-Square</i> (8)	0,3036

Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Os resultados encontrados corroboram as evidências mostradas no gráfico B.2. A evolução dos preços administrados depende basicamente de seu comportamento prévio, bem como da evolução do IPCA total. A partir de 2006, com a diminuição da indexação das tarifas de energia e telefonia, o câmbio perdeu relevância sobre este conjunto de preços, já que boa parte da sua influência se dava através dos IGPs. Adicionalmente, a queda na importância do comportamento dos combustíveis na determinação dos preços administrados decorre de uma política de reajustes da gasolina que deixa de ter uma correspondência imediata com os preços internacionais. Logo, nos períodos em que o diferencial de preços no mercado doméstico e internacional é positivo, cria-se uma “reserva” para ser usada no momento da reversão na trajetória destes preços, evitando, por conseguinte, reajustes associados às oscilações de curto prazo. Soma-se a isso o fato de que, desde 2008, o governo adotou uma série de alterações na alíquota da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide), levando-a inclusive a zero, impedindo que os aumentos dados à gasolina no atacado chegassem ao varejo com a mesma intensidade.

(Continua)

(Continuação)

GRÁFICO B.2  
**Gasolina: preços ao produtor nos mercados doméstico e internacional<sup>1</sup>**  
(Índice: base janeiro de 2006 = 100)



Fontes: US Energy Information Administration (EIA) e Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.  
Nota: <sup>1</sup> Preço no mercado americano.





## 4 SETOR EXTERNO

As contas externas tiveram mais um ano de relativa tranquilidade em 2012. O déficit em conta corrente ficou em 2,4% do Produto Interno Bruto (PIB), mostrando pequeno aumento em relação ao ano anterior, e a conta financeira preservou um saldo mais do que suficiente para financiar este déficit, especialmente devido aos investimentos estrangeiros diretos (IEDs). Os números recentes sugerem algumas tendências que podem trazer alterações significativas nesse quadro, daqui para adiante, mas, aparentemente, sem representar riscos para o equilíbrio da economia.

A primeira refere-se ao comportamento da balança comercial, cujo superávit teve redução significativa em 2012, quando atingiu o menor nível dos últimos dez anos. É verdade que esta redução esteve diretamente ligada à queda dos termos de troca no ano, mas, para 2013, a esperada recuperação da atividade econômica doméstica deve trazer um maior crescimento das importações, enquanto a relativa fraqueza da economia mundial deve continuar limitando a expansão das exportações, conduzindo a quedas adicionais do saldo, na ausência de novos ganhos de termos de troca. A segunda tendência importante refere-se à recuperação do volume de remessas de lucros e dividendos, que sofreram queda expressiva em 2012, por motivos que são mais bem explorados em Nota Técnica, anexa a esta Carta. E a terceira é a redução dos influxos líquidos de capital para o país, especialmente os empréstimos e financiamentos de médio e longo prazo.

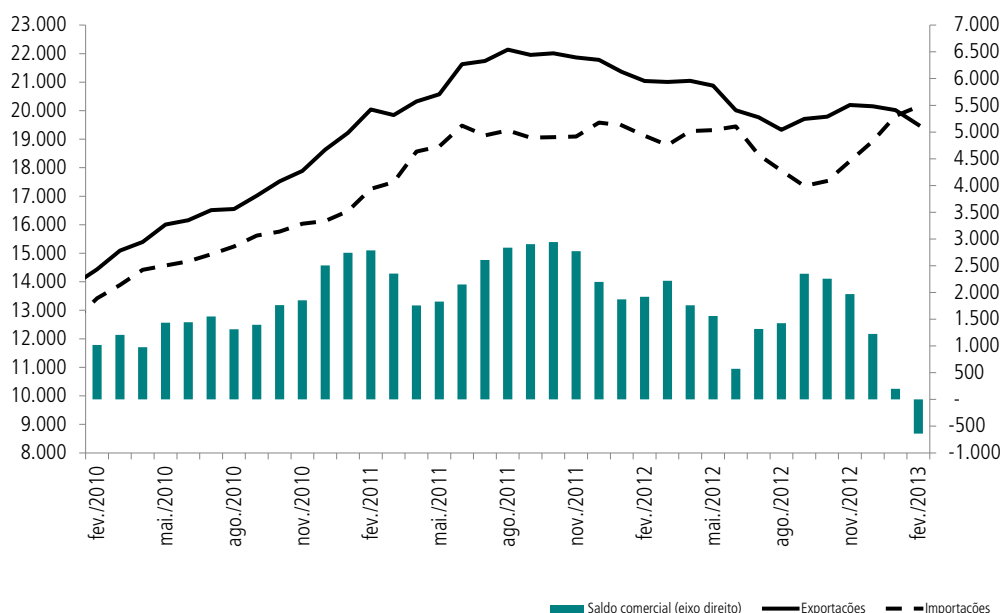
A consequência mais imediata desses movimentos seria a redução do ritmo de acumulação de reservas, ou mesmo a estabilização destas. É importante lembrar que o governo dispõe de espaço para impulsionar as entradas de capital, flexibilizando ou eliminando uma série de restrições às entradas de capital que foram criadas nos últimos anos. A questão mais importante, porém, não está no equilíbrio do balanço de pagamentos, e sim no fraco desempenho das exportações e seus impactos sobre a atividade econômica doméstica, o que remete à situação ainda frágil da economia mundial (ver seção Economia Mundial) e a questões relacionadas à competitividade da indústria.

### BALANÇA COMERCIAL

A balança comercial registrou déficits em janeiro e fevereiro, acumulando saldo negativo de US\$ 5,3 bilhões no bimestre, o que se deveu à queda de 7,8% das exportações e ao crescimento de 9,1% das importações. A redução das exportações no bimestre, na comparação com o mesmo período de 2012, ocorreu em todas as classes de produtos: manufaturados (-9,8%), básicos (-5,6%) e semimanufaturados (-8,0%). Do lado das importações, destaca-se o crescimento de 51,0% no setor de combustíveis e lubrificantes, na mesma base de comparação, ainda refletindo a contabilização defasada de compras realizadas em 2012.

Considerando as séries dessazonalizadas, o déficit comercial do bimestre foi de US\$ 2,0 bilhões. O gráfico 4.1 demonstra que as exportações vêm oscilando em torno do patamar de US\$ 20 bilhões/mês há cerca de um ano, ao passo que as importações subiram recentemente para esse mesmo patamar.

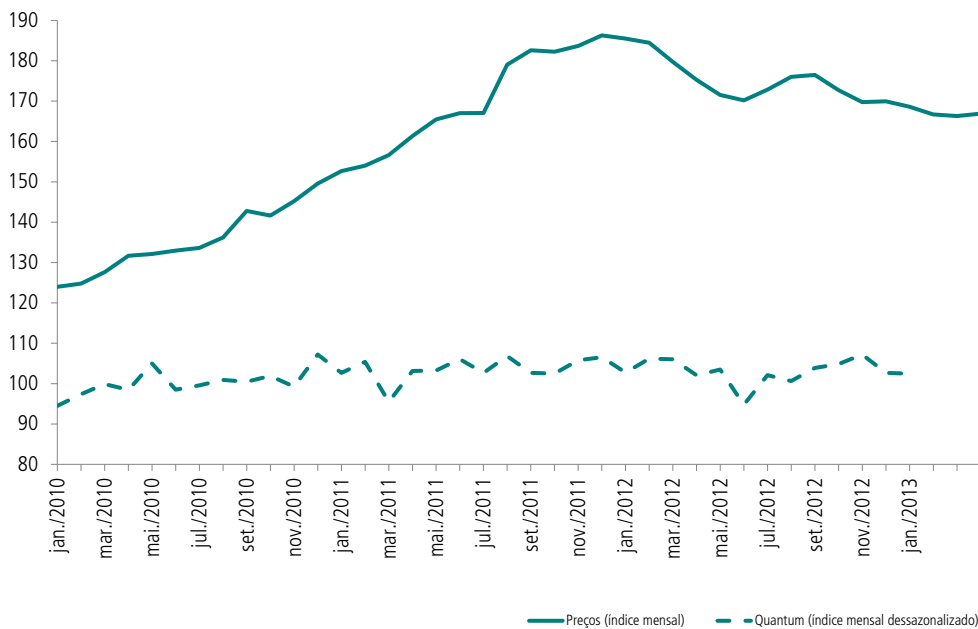
GRÁFICO 4.1  
**Exportações, importações e saldo comercial**  
(Séries dessazonalizadas, em médias móveis trimestrais, em US\$ milhões)



Fonte: Secretaria do Comércio Exterior (Secex). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O fraco desempenho das exportações brasileiras no ano de 2012 ocorreu principalmente devido à redução dos preços de exportação medidos em dólar. O gráfico 4.2 mostra uma tendência crescente dos preços de exportação anteriormente ao ano de 2012. A partir do início daquele ano, os preços entraram em trajetória de gradual redução, apresentaram certa recuperação em julho e agosto, mas voltaram a cair. A perda de preços acumulada no ano de 2012 foi de 4,9%.

GRÁFICO 4.2  
**Exportações: índices de preço e de *quantum* dessazonalizado**  
 (Base 2006 = 100)



Fonte: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

O *quantum* exportado, ajustado sazonalmente, permanece estagnado, girando em torno do mesmo nível desde 2010. No acumulado do ano de 2012, houve redução de 0,3% do *quantum*, sendo de -0,9% para os produtos básicos, -1,6% para os semimanufaturados e -1,3% para os manufaturados. Na abertura por categorias de uso, os bens de consumo duráveis tiveram a maior queda, 15,7% no acumulado do ano.

Em janeiro de 2013, a queda do valor exportado em relação ao mesmo mês do ano passado deveu-se integralmente à redução de 2,0% dos preços, pois o *quantum* teve crescimento de 2,6%. A principal contribuição para a queda dos preços adveio dos produtos semimanufaturados, com redução de 9,7%. Os básicos, por sua vez, tiveram alta de 2,3%, beneficiados pelo aumento dos preços agrícolas. Com relação ao *quantum*, houve crescimento nos manufaturados (5,8%) e nos semimanufaturados (20,9%), mas queda nos básicos (2,3%).

O *quantum* de importações teve recuo de 2,3% em 2012, com destaque para a redução de 18,2% dos bens de consumo duráveis e para o crescimento de 6,4% dos bens não duráveis. Houve queda também nas compras de bens intermediários, bens de capital e combustíveis. Os preços, por sua vez, tiveram ligeiro aumento, de 0,9%. Em janeiro deste ano, porém, o *quantum* importado acelerou-se, crescendo 16,3%, na comparação com o mesmo mês de 2012. Embora a alta tenha sido impulsionada pela contabilização defasada de importações de petróleo (o item combustíveis teve crescimento de 61,6% nessa comparação), houve crescimento importante também das compras de bens de capital (14,8%), bens de consumo não duráveis (13,6%) e bens intermediários (8,5%).

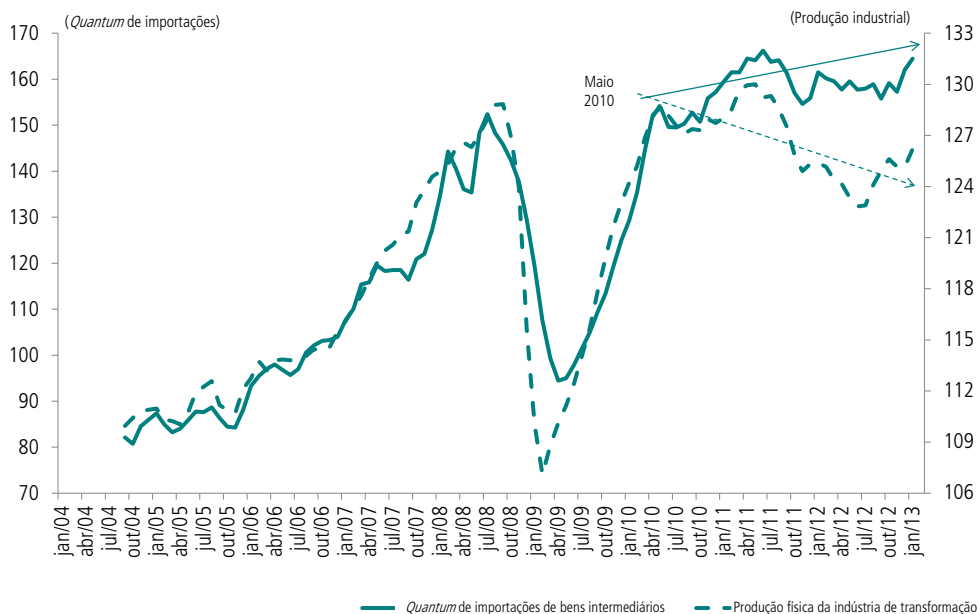
O desempenho das importações, em janeiro, esteve em linha com o que se verificou na atividade econômica doméstica no mês, especialmente no que tange às compras de bens intermediários, que são bastante sensíveis à produção industrial. O gráfico 4.3 mostra a correlação entre o *quantum* importado e a produção da indústria de transformação, apresentada como médias móveis de três meses das séries dessazonalizadas. Apesar do descolamento ocorrido entre as séries ao longo de 2012, em ambas observa-se um movimento de recuperação nos últimos meses. Diante da retomada mais firme da atividade industrial e do esgotamento do ciclo de ajuste de estoques, é provável que as importações de bens intermediários também voltem a crescer ao longo deste ano.

Os termos de troca sofreram queda significativa desde seu ponto alto, no final de 2011, como indica o gráfico 4.4, resultado da queda dos preços de exportação e de uma relativa estabilidade dos preços de importação. Isso explica quase integralmente a redução do saldo comercial do país no ano passado. Já a razão de *quantum* vem tendo um comportamento volátil, com queda nos últimos meses, em função da aceleração recente do *quantum* importado.

GRÁFICO 4.3

**Quantum de importações (índice 2006 = 100) e produção física da indústria de transformação (índice 2002 = 100)**

(Séries dessazonalizadas, em médias móveis de três meses)



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

GRÁFICO 4.4

**Evolução dos termos de troca e da razão de quantum dessazonalizada**

(Médias móveis de três meses, base 2006 = 100)



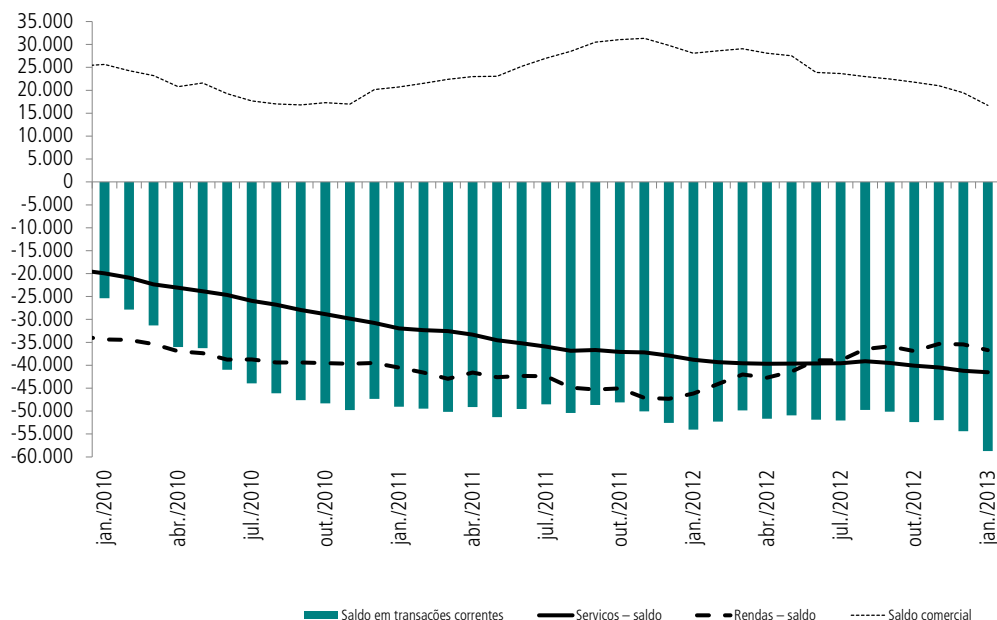
Fontes: IBGE e Funcex. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

**BALANÇA DE SERVIÇOS E TRANSAÇÕES CORRENTES**

O saldo da balança de transações correntes fechou 2012 em um nível confortável, com déficit de US\$ 54,4 bilhões, valor equivalente a 2,4% do PIB. Em termos absolutos, o déficit aumentou apenas US\$ 1,8 bilhão em relação a 2011. A redução de 36,8% das remessas líquidas de lucros e dividendos (–US\$ 14,1 bilhões, em valores absolutos, em relação a 2011) ajudou a compensar a queda de 34,8% do superávit comercial (–US\$ 10,4 bilhões). De fato, a queda dessas remessas no ano passado foi um fato notável, e seus determinantes merecem ser explorados em mais detalhes, o que é feito em Nota Técnica, anexa a esta Carta.

Nos últimos meses, contudo, já há sinais nítidos de aumento do déficit externo. Em janeiro deste ano, o país registrou o maior déficit de transações correntes desde o início da série histórica do Banco Central do Brasil (BCB), em 1947: US\$ 11,3 bilhões, acumulando, nos últimos doze meses, saldo negativo de US\$ 58 bilhões, o equivalente a 2,6% do PIB. O principal motivo foi o também histórico resultado negativo da balança comercial, de US\$ 4,0 bilhões. Mas a conta de rendas também teve papel importante, visto que seu déficit cresceu 49,5% em comparação com janeiro de 2012 (tabela 4.1). Esse aumento deveu-se principalmente às remessas de lucros e dividendos, que cresceram 110,7%, na mesma comparação. O gráfico 4.5 mostra que o déficit em transações correntes vinha se mantendo estável há cerca de dois anos, no patamar de US\$ 50 bilhões, ou cerca de 2,2% do PIB. Nos últimos meses, contudo, ele voltou a crescer e já se aproxima do patamar de US\$ 60 bilhões.

GRÁFICO 4.5  
Saldo em transações correntes e seus componentes  
(Valores acumulados em doze meses, em US\$ milhões)



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

O déficit da balança de serviços também cresceu em janeiro (9,2%), como mostra a tabela 4.1. As menores despesas com aluguel de equipamentos foram compensadas pelo aumento do déficit das contas de Viagens internacionais (19,7%), Transportes (29,7%) e Computação e informações (44,3%).

TABELA 4.1  
Balança de serviços e de rendas: saldos  
(Em US\$ milhões)

Contas	2008	2009	2010	2011	2012	Janeiro-outubro		Variação % 2013-2012
						2012	2013	
Serviços e rendas	-57.252	-52.930	-70.373	-85.251	-76.523	-5.939	-7.523	26,7
Serviços	-16.690	-19.245	-30.807	-37.932	-41.075	-3.368	-3.680	9,2
Aluguel de equipamentos	-7.808	-9.393	-13.752	-16.686	-18.741	-1.621	-1.565	-3,4
Viagens internacionais	-5.177	-5.594	-10.503	-14.709	-15.588	-1.335	-1.598	19,7
Transportes	-4.994	-3.926	-6.406	-8.335	-8.769	-646	-838	29,7
Computação e informações	-2.598	-2.586	-3.296	-3.800	-3.850	-336	-485	44,3
Royalties e licenças	-2.232	-2.078	-2.453	-2.710	-3.156	-219	-222	1,6
Demais serviços	6.120	4.331	5.602	8.309	9.028	789	1.029	30,5
Rendas	-40.562	-33.684	-39.567	-47.319	-35.448	-2.571	-3.844	49,5
Lucros e dividendos	-33.875	-25.218	-30.375	-38.166	-24.112	-981	-2.068	110,7
Juros	-7.232	-9.069	-9.690	-9.719	-11.847	-1.623	-1.813	11,7
Salários	545	603	498	567	511	34	37	9

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

## FLUXOS DE CAPITAL

A conta capital e financeira do balanço de pagamentos teve uma redução expressiva de seu saldo em 2012, na comparação com o ano anterior (-35,3%), mas o montante de US\$ 72,8 bilhões foi, ainda assim, suficiente para financiar com folga o déficit em transações correntes, o que permitiu que as reservas internacionais do BCB alcançassem, no final do ano, o patamar de US\$ 373 bilhões. Mesmo em janeiro deste ano, quando o déficit em transações correntes cresceu bastante, os fluxos de capital tiveram bom desempenho, com saldo de US\$ 12,4 bilhões, levando a uma acumulação de reservas da ordem de US\$ 1,4 bilhão.

A redução dos fluxos líquidos de capital no ano, que foi de US\$ 39,6 bilhões em termos absolutos, deveu-se principalmente à redução da captação de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazo (-US\$ 25,4 bilhões). Outro elemento que contribuiu para a redução do saldo foi o aumento dos investimentos brasileiros no exterior, que alcançaram o montante de US\$ 29,7 bilhões (+US\$ 8,6 bilhões em relação a 2012). Os IEDs mantiveram-se robustos, somando US\$ 65,3 bilhões, com ligeira alta ante o ano anterior. Houve aumento significativo, também, dos investimentos em carteira, na modalidade de títulos, que somaram US\$ 5 bilhões, contra saldo próximo de zero em 2012.

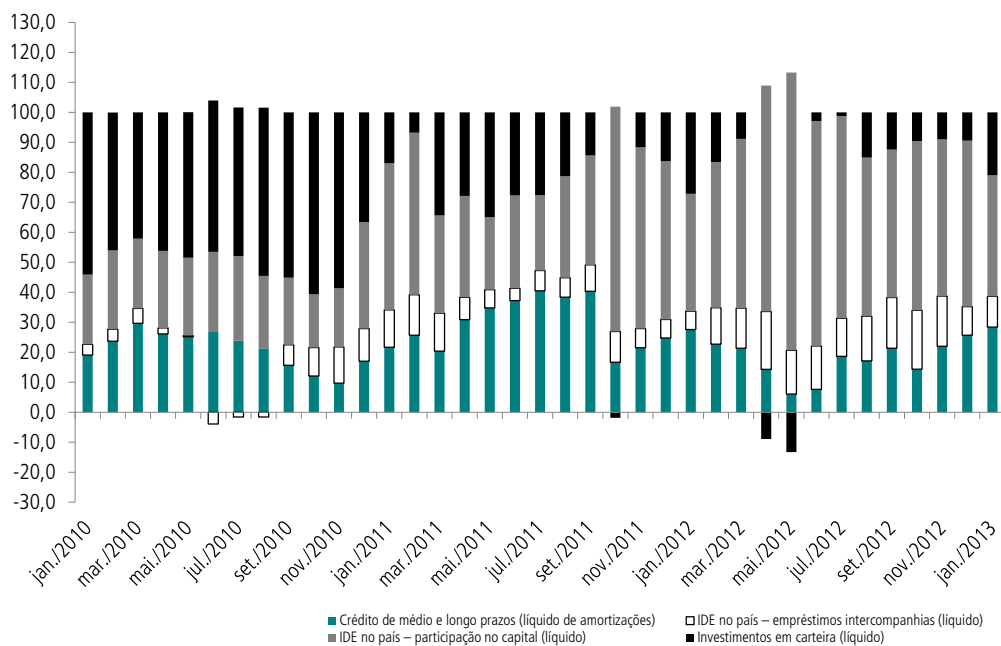
Em janeiro deste ano, o saldo da conta capital e financeira foi bastante elevado, de US\$ 12,4 bilhões, com alta de 72,7% em comparação com o mesmo mês do ano passado. Esse crescimento deveu-se, contudo, a um elevado volume de retornos de investimentos brasileiros realizados anteriormente no exterior, da ordem de US\$ 3,5 bilhões. As demais contas registraram queda na mesma comparação, inclusive o IED, que recuou 31,5%.

O gráfico 4.6 apresenta a evolução recente da composição dos fluxos financeiros, considerando dados de médias móveis trimestrais. O IED tem sido responsável, em média, por aproximadamente 70% dos fluxos líquidos trimestrais, considerando as modalidades de participação de capital e de empréstimos intercompanhias. A rubrica investimento estrangeiro em carteira permanece com comportamento bastante volátil, mas sua contribuição, hoje, é bastante inferior ao que se observava até meados de 2011. A entrada de recursos, na forma de empréstimos e financiamento de médio e longo prazo, líquida das amortizações, permanece positiva e com participação significativa na conta financeira, da ordem de 20% a 30%.

GRÁFICO 4.6

### Composição do saldo da conta financeira do balanço de pagamentos segundo principais rubricas (exclusive investimentos brasileiros no exterior e outros investimentos)

(Média móvel trimestral, em % do total)





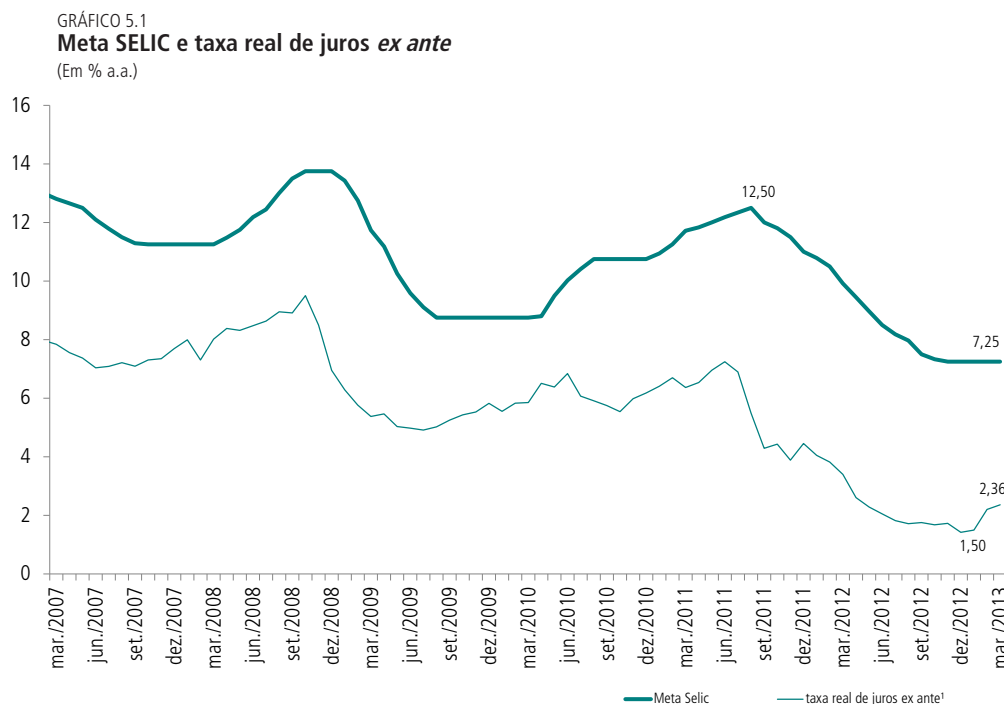
## 5 MOEDA E CRÉDITO

A evolução recente de alguns indicadores macroeconômicos, notadamente a aceleração da inflação, mudou as expectativas do mercado com relação ao comportamento da taxa de juros básica. Até o início de março último, a mediana das expectativas captadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) mostrava estabilidade da meta para a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) até o final de 2013. Desde o dia 8 de março, porém, passou a projetar alguma elevação ainda este ano. Houve mudanças, também, na comunicação do BCB a respeito de suas percepções acerca da inflação e dos efeitos da política monetária sobre o nível de atividade econômica, consubstanciadas nas atas das duas últimas reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom). Tudo isso provocou um aumento das taxas efetivamente negociadas no mercado, especialmente nas operações de prazo mais longo.

No crédito, os dados disponíveis até o final de 2012 mostravam uma virtual estabilização do volume de novas concessões – especialmente na modalidade de crédito livre –, e também dos níveis de inadimplência. A divulgação de séries com nova metodologia de apuração desses indicadores, contudo, mostra um quadro um pouco diferente, com aumento das concessões e redução de inadimplência.

### POLÍTICA MONETÁRIA

Entre setembro de 2011 e outubro de 2012, o Copom reduziu gradualmente a meta para a taxa SELIC em 525 pontos-base, de 12,5% ao ano (a.a.) para 7,25% a.a. Desde então, a taxa fixada pelo Copom se mantém estável (gráfico 5.1). Na ata da reunião de janeiro deste ano, o comitê concluiu, de um lado, que a política monetária nada mais podia fazer para mudar o quadro de fraco crescimento, que refletia limites na oferta; e, de outro lado, reafirmou que a queda na taxa de juros era estrutural e as pressões inflacionárias eram uma questão de curto prazo. Parcela significativa dos analistas e agentes econômicos concluía, a partir desse discurso, que a SELIC continuaria estável por um longo período, possivelmente não ocorrendo nenhuma alteração ao longo de 2013.



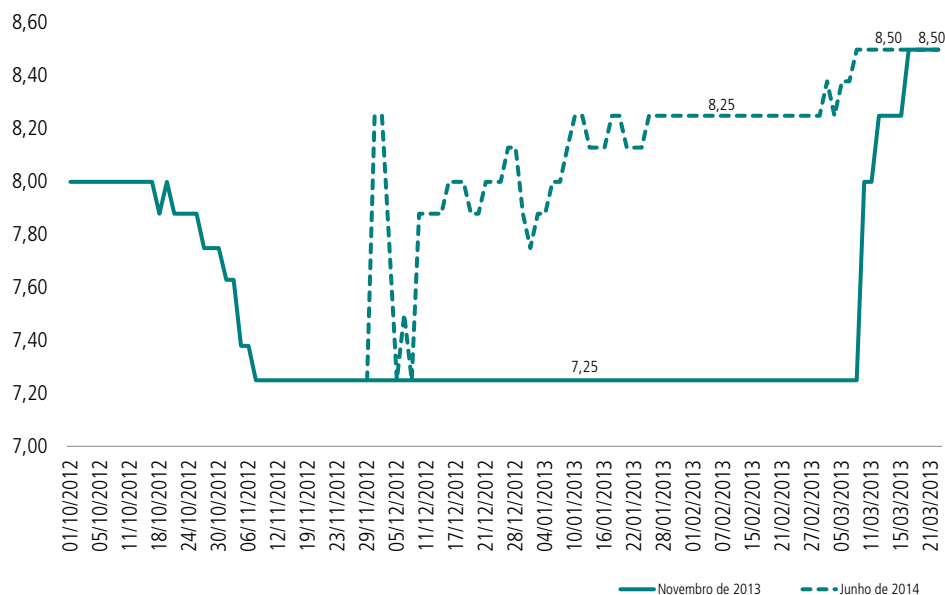
Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Nota: <sup>1</sup> Swap DI x Pré 360 dias deflacionada pela mediana das expectativas da inflação (IPCA) acumulada nos próximos doze meses.

Havia, contudo, a percepção de que a aceleração inflacionária iniciada no final de 2012 acabaria levando, em um prazo um pouco mais longo, ao aumento da SELIC. Em janeiro de 2013, de acordo com a Pesquisa Focus de Expectativas de Mercado, divulgada pelo BCB, a mediana das expectativas para a meta da taxa SELIC a vigorar em novembro de 2013 – mês em que se realizará a última reunião do Copom no ano – era de 7,25% a.a., ao passo que o nível esperado para junho de 2014 se situava em 8,25% a.a. (gráfico 5.2).



GRÁFICO 5.2  
**Meta SELIC – mediana das expectativas – série diária**  
 (Em % a.a.)



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

Porém, essa situação começou a mudar com a divulgação, em fevereiro, da inflação observada no mês anterior. De fato, a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em janeiro de 2013, de 0,86%, surpreendeu negativamente, levando a taxa de inflação acumulada em doze meses para 6,15%, aproximando-a do teto da meta (6,50%) e representando aumento considerável em relação à taxa acumulada em doze meses até dezembro de 2012, de 5,84%. O BCB passou a sinalizar por vários canais – por exemplo, por meio de uma entrevista de seu presidente – seu desconforto com esse nível de inflação. O comunicado emitido após a reunião do Copom de 6 de março corroborou esse discurso, caracterizando significativa mudança em relação à postura do BCB no início do ano. Após a reunião de janeiro, o comunicado informara que “o Comitê entende que a estabilidade das condições monetárias por um período de tempo suficientemente prolongado é a estratégia mais adequada para garantir a convergência da inflação para a meta”. Em seguida à reunião de março, a nota disse que “o Comitê irá acompanhar a evolução do cenário macroeconômico até sua próxima reunião, para então definir os próximos passos na sua estratégia de política monetária”. Assim, o Copom deixou aberta a possibilidade de elevações da meta da taxa SELIC no curto prazo, mas sem se comprometer com isso, condicionando a decisão à “evolução do cenário econômico”.

Como resultado, a expectativa de que a taxa SELIC ficaria estável até o final de 2013 perdeu imediatamente força no mercado. Conforme mostra o gráfico 5.2, a expectativa de elevação da taxa SELIC, anteriormente esperada para o primeiro semestre de 2014, foi antecipada para 2013, com a mediana das expectativas para a taxa em novembro de 2013 subindo rapidamente para 8,50%. Ao mesmo tempo, a previsão da SELIC para meados de 2014 subiu também para 8,50%.

A ata da reunião de março, divulgada em 14 de março, reiterou a postura de alerta do BCB em relação à inflação. Por exemplo, seu texto diz que “embora reconheça que outras ações de política macroeconômica podem influenciar a trajetória dos preços, o Copom reafirma sua visão de que cabe especificamente à política monetária manter-se especialmente vigilante, para garantir que pressões detectadas em horizontes mais curtos não se propaguem para horizontes mais longos”.

A exemplo da ata de janeiro, o Copom reafirmou que o ritmo pouco intenso de retomada da atividade econômica se deve a limitações de oferta, que não podem ser atacadas pela política monetária, que é um instrumento de controle da demanda.

Num trecho importante, a ata frisa que “taxas de inflação elevadas reduzem o potencial de crescimento da economia, bem como de geração de empregos e de renda”, deixando claro que o BCB não compartilha a ideia de que a inflação tenha algum efeito benéfico sobre o crescimento de longo prazo. A inflação elevada, destaca, dificulta o planejamento dos agentes econômicos – famílias, empresas e governos – e reduz o poder de compra de salários e transferências, repercutindo negativamente sobre a confiança e o consumo das famílias.

Quanto às consequências desse cenário para a política monetária, a ata citou, como fatores que contribuem para a resistência da inflação, a maior dispersão dos aumentos de preços, pressões sazonais e no setor de transportes. Mesmo considerando que a “dinâmica desfavorável” da inflação possa se traduzir em acomodação da mesma em patamar mais elevado, o Copom pondera que “incertezas remanescentes”, externas e internas, recomendam “cautela” na administração

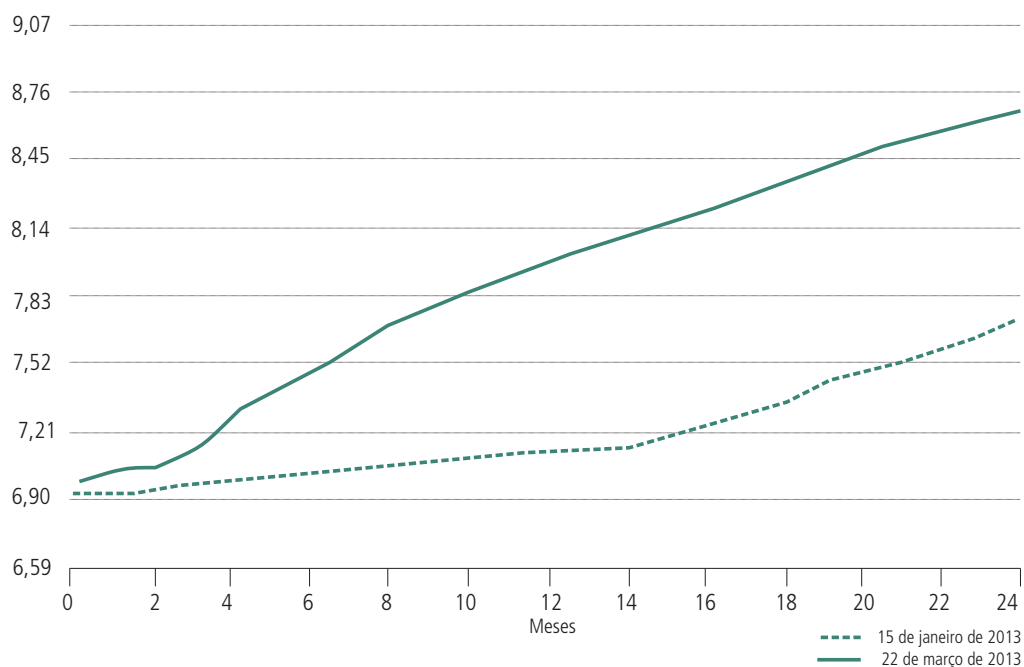
da política monetária. Em outras palavras, a situação da inflação é preocupante, mas o Copom considerou que ainda não era o momento para uma eventual alteração da SELIC.

## JUROS

Como consequência dos dados de inflação e da mudança na comunicação do BCB, as taxas de juros de mercado subiram. Isso pode ser visto, por exemplo, no gráfico 5.1: a taxa de juros real *ex ante*, isto é, a taxa do *Swap* DI x Pré de 360 dias deflacionada pela expectativa para doze meses do IPCA,<sup>1</sup> subiu de 1,5% em janeiro de 2013 para 2,4% em março deste mesmo ano.

O gráfico 5.3 mostra a mudança na curva de juros prefixados até 24 meses, decorrentes dos negócios de *Swap* DI x Pré da Bolsa de Mercadorias e Futuros-Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&F Bovespa), entre dois momentos: 15 de janeiro de 2013, véspera da penúltima decisão do Copom, e 22 de março, depois de ocorridos vários eventos – a reunião do Copom de janeiro, divulgação de seu comunicado e ata, a divulgação do IPCA de janeiro em 7 de fevereiro, a reunião do Copom de 6 de março e divulgação de seu comunicado, e a publicação do IPCA de fevereiro, em 8 de março. A sequência de taxas de inflação acima do esperado e as mudanças na comunicação do BCB – além, é claro, de vários outros fatores considerados pelo mercado – parecem ter contribuído para fazer a taxa para 24 meses subir cerca de 1 ponto de porcentagem, de 7,7% para 8,6% a.a. entre as duas datas, num intervalo de pouco menos de dois meses. Para o horizonte de doze meses, a elevação também foi dessa magnitude, com a taxa subindo de 7,1% para 7,9% a.a.

GRÁFICO 5.3  
Curva do *Swap* DI x Pré  
(Em % a.a.)

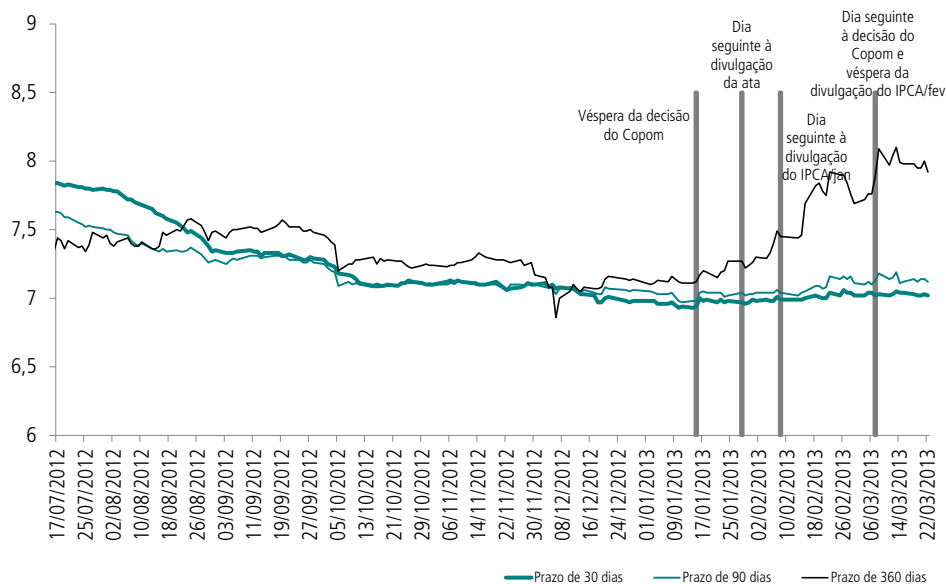


Fonte: BM&F Bovespa.

Outra forma de observar a mudança nas taxas de juros de mercado é mostrada no gráfico 5.4. As taxas negociadas nos contratos de DI x Pré na BM&F Bovespa vinham, de modo geral, caindo até as vésperas da reunião do Copom de janeiro de 2013. Desde então, a taxa de trinta dias estabilizou-se, e a de 360 dias iniciou um forte movimento de elevação, saindo, como já observado, da vizinhança de 7,0% para próxima de 8,0% a.a.

1. Esta última coletada no Relatório Focus/BCB.

GRÁFICO 5.4  
Taxa referencial de Swap DI x Pré  
(Em % a.a.)



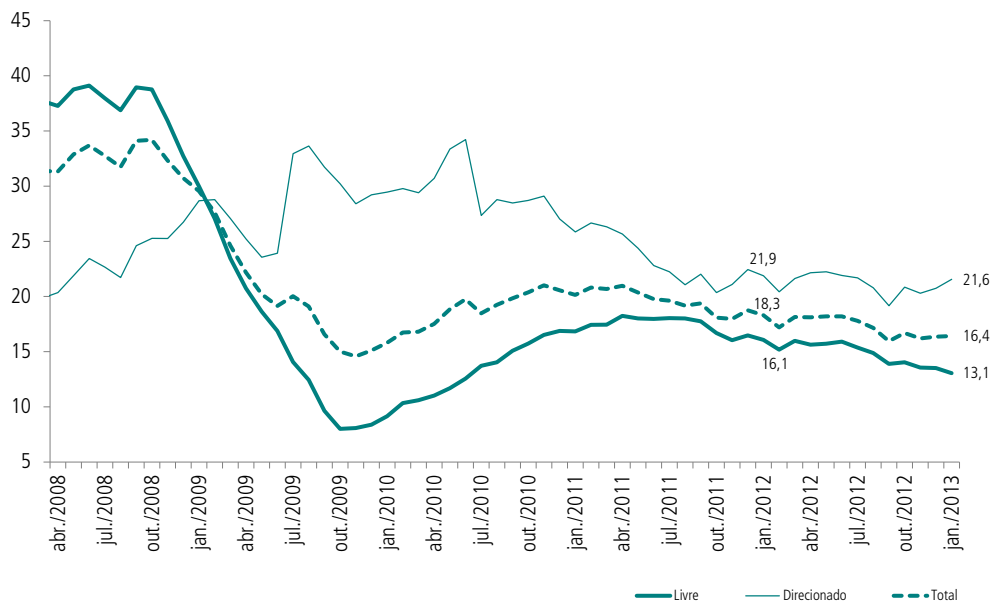
Fonte: BM&FBovespa. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

## CRÉDITO

A nota para a imprensa divulgada pelo BCB em fevereiro trouxe uma nova apresentação dos dados de crédito. Uma das alterações mais relevantes foi a inclusão do crédito direcionado nos dados de concessões, taxas de juros, prazos e inadimplência. Essas estatísticas contavam, anteriormente, somente com parte dos dados de crédito livre. Um resumo das alterações é apresentado no box 1 ao final desta seção.

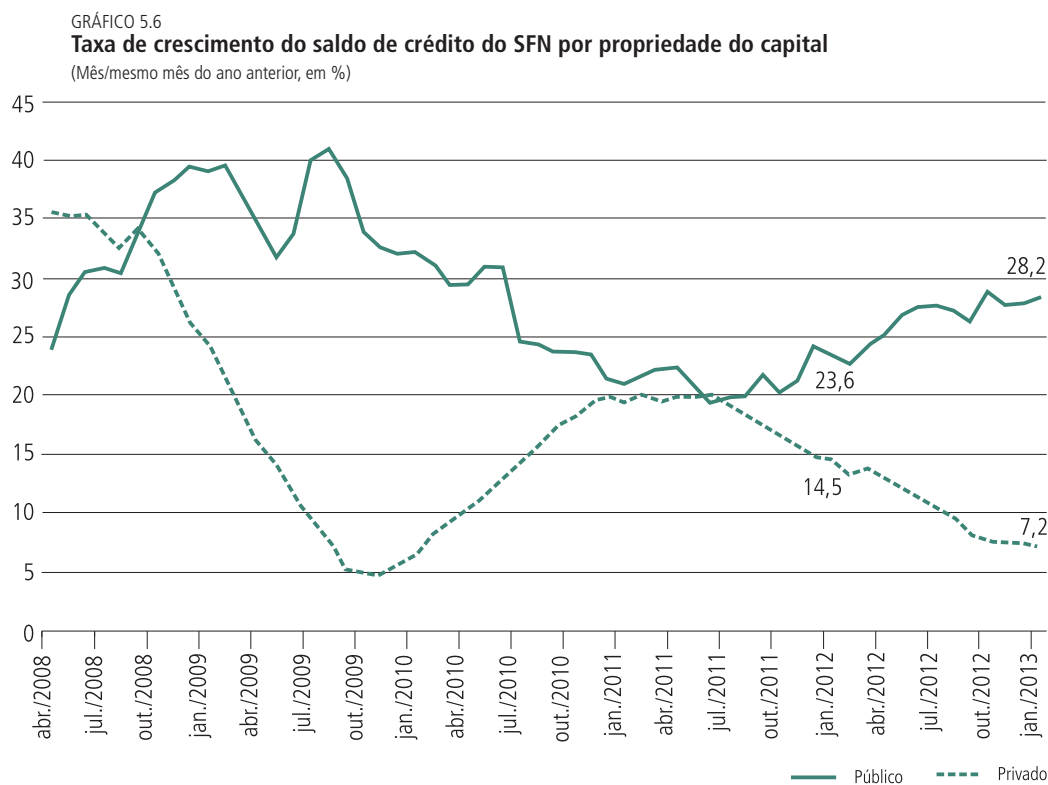
O gráfico 5.5 traz a taxa de crescimento em doze meses ( $t/t - 12$ ) do saldo do crédito total no Sistema Financeiro Nacional (SFN). Em janeiro de 2013, o total cresceu 16,4% sobre janeiro de 2012, mesmo percentual de dezembro e próximo ao que se vem observando desde setembro do ano passado. Essa taxa resulta do crescimento de 21,6% do crédito direcionado e de 13,1% do livre, o crédito direcionado correspondendo a aproximadamente 40% do total e o livre, a 60%. Essa diferença na taxa de crescimento das duas categorias vem se acentuando nos últimos meses.

GRÁFICO 5.5  
Taxa de crescimento do saldo de crédito do SFN com recursos livres e direcionados  
(Mês/mesmo mês do ano anterior, em %)



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

A divergência de taxas de crescimento é ainda maior quando os saldos de crédito são divididos entre instituições financeiras públicas e privadas. O saldo de crédito oriundo das instituições sob controle público cresceu, em janeiro de 2013, 28,2% sobre janeiro de 2012. Na mesma comparação, o saldo relativo às instituições privadas, nacionais e estrangeiras, cresceu 7,2%. E essa diferença vem se acentuando. Um ano atrás, isto é, na comparação de janeiro de 2012 com janeiro de 2011, os créditos das instituições públicas cresciam 23,6% e, os das instituições privadas, 14,5%. Essas taxas e trajetórias estão ilustradas no gráfico 5.6. O saldo das instituições públicas correspondia a 48% do total em janeiro de 2013.



Assim, a partir das duas divisões – direcionado *versus* livre e público *versus* privado – verifica-se que o crescimento do saldo das operações de crédito parece ter ocorrido mais por ação governamental do que pelas forças de mercado.

A tabela 5.1 apresenta os saldos de crédito na economia brasileira em percentual do Produto Interno Bruto (PIB), comparando as séries antiga e nova. Observa-se que o saldo total praticamente não mudou: 53,6% do PIB em dezembro de 2012 na nova metodologia, contra 53,5% na antiga. Apesar de o saldo total praticamente não ter se alterado, houve mudanças importantes nos saldos por tipo de recursos. Nos dados de dezembro de 2012, o saldo de recursos livres, na nova série, caiu 2 pontos de porcentagem em relação à antiga, enquanto o de recursos direcionados subiu 2,1 pontos. Isso se deveu a reclassificações: nos financiamentos imobiliários, para pessoa física (PF) e pessoa jurídica (PJ), 80% dos recursos devem ser aplicados com taxas de juros reguladas, podendo as instituições financeiras aplicar 20% a taxas de juros de mercado. Essa parcela aplicada a taxas de mercado era anteriormente classificada como crédito livre, mas, de acordo com a nova metodologia, passou a ser classificada como crédito direcionado, considerando que são recursos obrigatoriamente destinados a construção e aquisição de imóveis residenciais, oriundos da caderneta de poupança. Esse mesmo tipo de reclassificação ocorreu também no crédito rural, PJ e PF.

Um dos dados que apresentou maior discrepância entre a série nova e a antiga foi o de novas concessões de crédito livre para pessoa física. O gráfico 5.7 mostra que, na série antiga, as novas concessões vinham se mantendo relativamente estáveis desde meados do ano passado. Na série nova, porém, verifica-se um forte crescimento a partir do final de 2012. A diferença entre ambas as séries deve-se, primordialmente, à incorporação dos saldos de cartão de crédito à vista e parcelado, que foi também o item que mais cresceu nos últimos meses.

TABELA 5.1

**Saldo das operações de crédito do SFN**

(Em % do PIB)

	Recursos livres					
	PF		PJ		Total	
	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova
Dezembro/2011	15,7	15,2	15,8	14,6	<b>31,5</b>	<b>29,7</b>
Janeiro/2012	15,8	15,2	15,5	14,3	<b>31,3</b>	<b>29,5</b>
:	:	:	:	:	:	:
Dezembro/2012	16,4	15,7	17,3	16,0	<b>33,7</b>	<b>31,7</b>
Janeiro/2013	-	15,7	-	15,6	-	<b>31,2</b>
	Recursos direcionados					
Dezembro/2011	7,0	7,1	10,5	12,3	<b>17,5</b>	<b>19,4</b>
Janeiro/2012	7,1	7,2	10,4	12,1	<b>17,5</b>	<b>19,3</b>
:	:	:	:	:	:	:
Dezembro/2012	8,7	8,7	11,1	13,3	<b>19,8</b>	<b>21,9</b>
Janeiro/2013	-	8,8	-	13,2	-	<b>22,0</b>
	Total					
Dezembro/2011	<b>22,7</b>	<b>22,2</b>	<b>26,3</b>	<b>26,9</b>	<b>49,0</b>	<b>49,1</b>
Janeiro/2012	<b>22,9</b>	<b>22,4</b>	<b>25,9</b>	<b>26,4</b>	<b>48,8</b>	<b>48,9</b>
:	:	:	:	:	:	:
Dezembro/2012	<b>25,1</b>	<b>24,4</b>	<b>28,4</b>	<b>29,3</b>	<b>53,5</b>	<b>53,6</b>
Janeiro/2013	-	<b>24,5</b>	-	<b>28,8</b>	-	<b>53,2</b>

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

GRÁFICO 5.7

**Concessão acumulada PF: créditos referenciais (série antiga) versus recursos livres (série nova)**

(Em R\$ milhões)



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

**INADIMPLÊNCIA**

As primeiras análises, logo após a divulgação das séries com nova metodologia, davam a impressão de que ocorrera uma queda na inadimplência, pois os dados anteriormente divulgados restringiam-se ao chamado crédito referencial para taxa de juros, aproximadamente equivalente aos recursos livres. Assim, para PF, por exemplo, a inadimplência, que estava próxima de 8% em dezembro de 2012, teria caído para menos de 5%. Porém, o BCB já divulgava dados de inadimplência para o total do SFN, e estes pouco se alteraram, como se pode ver na tabela 5.2.

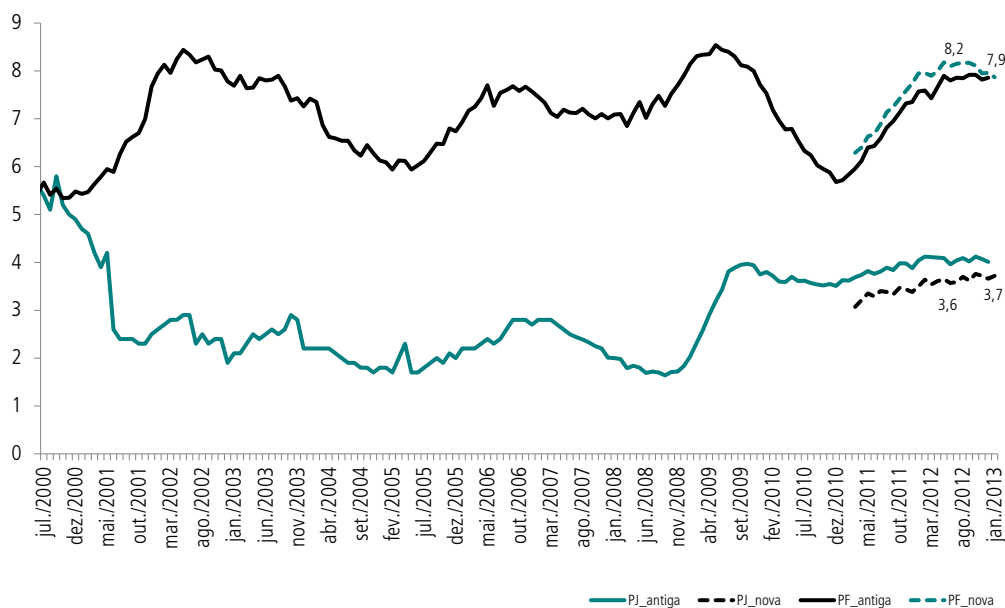
TABELA 5.2  
**Inadimplência**  
 (Em % sobre o total da modalidade)

	Total		Público		Privado nacional		Estrangeiro	
	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova
Dezembro/2010	3,2		2,0		4,0		4,1	
Dezembro/2011	3,6	3,6	2,0	1,8	4,8	5,1	5,1	4,9
Setembro/2012	3,8	3,8	2,0	1,9	5,2	5,5	5,6	5,4
Outubro/2012	3,8	3,9	2,0	2,0	5,2	5,6	5,7	5,7
Novembro/2012	3,7	3,8	2,0	1,9	5,1	5,5	5,6	5,5
Dezembro/2012	3,6	3,7	1,9	1,8	5,0	5,0	5,8	6,0
Janeiro/2013		3,7		1,8		5,3		5,8

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

O gráfico 5.8 permite comparar as taxas de inadimplência, séries antigas e novas, para PF e PJ, em bases aproximadamente comparáveis, isto é, recursos referenciais para taxa de juros (séries antigas) e crédito livre (séries novas). Percebe-se que a série nova de PF, embora mostre uma inadimplência um pouco maior, revela também uma queda recente, que já vinha sendo esperada, mas não aparecia ainda na série antiga. Já a inadimplência para PJ aparece menor, porém apresenta tendência de crescimento ao longo de 2012, ao passo que a série antiga mostrava estabilidade.

GRÁFICO 5.8  
**Taxa de inadimplência de PF e PJ, recursos livres (séries novas) e referenciais para taxas de juros (séries antigas)**  
 (Em % sobre o total da modalidade)



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

**Nova estrutura de dados de crédito na nota para a imprensa do BCB**

Ao divulgar a nota para a imprensa de fevereiro de 2013 sobre política monetária e operações de crédito do SFN, o BCB introduziu modificações significativas na apresentação dos dados. A principal foi o aumento da abrangência dos dados de concessões, taxas de juros, prazos e inadimplência, que passaram a compreender também os recursos direcionados e as operações de *leasing* (arrendamento mercantil). Até então, essas informações restringiam-se ao subconjunto de modalidades chamado “crédito referencial para taxa de juros”, que compreendia as principais modalidades de crédito livre, como crédito pessoal, crédito para aquisição de bens, inclusive veículos, cartão de crédito e cheque especial, mas não abrangia empréstimos concedidos por cooperativas, *leasing* e as parcelas que não sofrem incidência de taxas de juros nas operações com cartão de crédito.<sup>1</sup>

Continuam fora do universo ao qual essas informações se referem os dados de algumas instituições que, no entanto, correspondem a 2,2% do saldo total de crédito do SFN: cooperativas de crédito, agências de fomento e sociedades de crédito ao microempreendedor.

Houve maior detalhamento de linhas de crédito que ganharam relevância, como crédito consignado, antecipação de faturas de cartão de crédito,<sup>2</sup> *leasing* de veículos e outros bens, financiamentos a exportação e importação e capital de giro.

Foram também definidas novas modalidades de empréstimos e incorporadas novas informações sobre as operações. Por exemplo, passou a ser divulgado o prazo das concessões desde a contratação até o vencimento da última prestação – isto é, o prazo originalmente contratado –, enquanto anteriormente era divulgado apenas o prazo médio da carteira, correspondente aos prazos remanescentes. Também houve uniformização e melhor especificação na coleta de dados.

Elaboração dos autores.

Notas: <sup>1</sup> Definição de crédito referencial obtida do *Relatório de inflação* do BCB de junho de 2011 (box Expansão do crédito e medidas macroprudenciais, p. 42).

<sup>2</sup> Modalidade de PJ que corresponde a *adiantamento de recursos com base em fluxo de caixa vinculado a direitos creditórios decorrentes de faturas de cartão de crédito*.

## 6 FINANÇAS PÚBLICAS

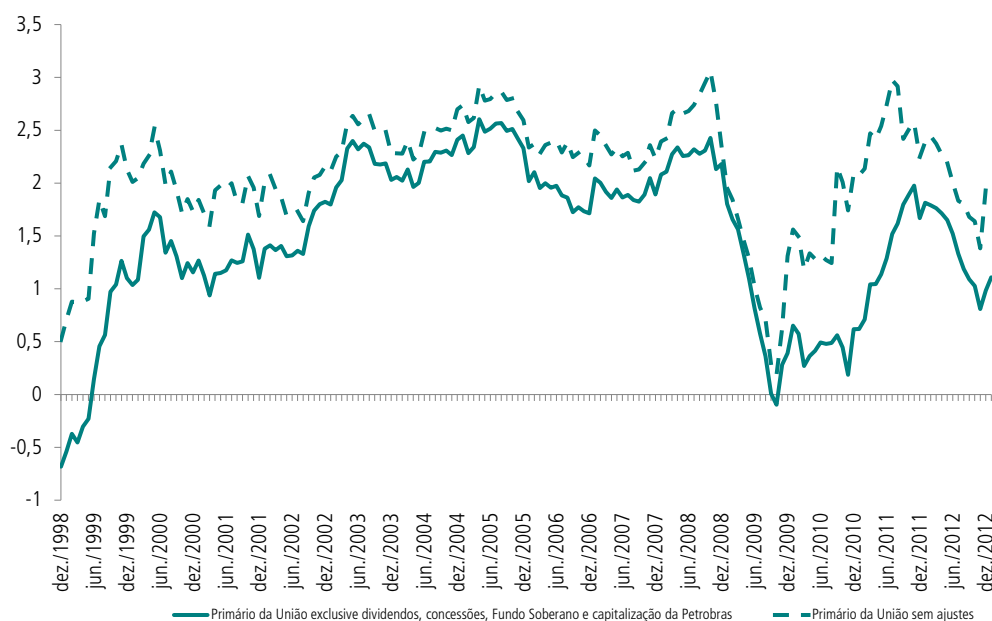
A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) que entrou em vigor em agosto passado, fixa para o exercício de 2013 uma meta “cheia” de superávit primário de R\$ 155,85 bilhões (ou 3,1% do Produto Interno Bruto (PIB) nominal projetado de R\$ 5,03 trilhões), sendo R\$ 108,09 bilhões (ou 2,15% do PIB projetado) para a União, R\$ 0 para as empresas estatais federais não dependentes – exclusive Petrobras e Eletrobras – e R\$ 47,76 bilhões (ou 0,95% do PIB projetado) para as administrações públicas e empresas estatais estaduais e municipais. A mesma LDO permite ao governo, ainda, abater R\$ 45,20 bilhões (ou 0,9% do PIB), da meta citada anteriormente, em investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e do Programa Brasil Sem Miséria (BSM).

É relativamente incontroverso que os parâmetros macroeconômicos utilizados na elaboração da LDO – notadamente a previsão de crescimento real de 5,5% do PIB em 2013 – são bastante otimistas. A maior parte dos analistas não espera, portanto, que a meta “cheia” seja cumprida. Com efeito, a mediana das expectativas de mercado para o superávit primário do setor público consolidado, medida pelo Banco Central do Brasil (BCB), está na casa de 2,2% do PIB (o limite mínimo previsto na LDO) e o próprio governo – na Lei Orçamentária Anual (LOA), recém-aprovada no Congresso Nacional – projeta um abatimento de 0,5% do PIB (agora estimado em R\$ 4,97 trilhões) na meta cheia, na forma de investimentos do PAC.

Os motivos da atenuação prevista para o esforço fiscal são relativamente simples. Em primeiro lugar, o crescimento do PIB em 2013, conquanto possivelmente significativo, não deve atingir os reais 5,5% projetados pelo governo na LDO. Em segundo lugar, o governo federal vem utilizando crescentemente desonerações tributárias (portanto, abrindo mão de receitas) como instrumento de política econômica – com os objetivos declarados de estimular a economia e diminuir os custos de produção e da geração de empregos. Em terceiro lugar, o resultado primário de estados e municípios parece ter estacionado em um patamar inferior ao projetado na LDO. As dinâmicas recentes dos superávits primários da União e dos estados – mas não a dos superávits primários dos municípios, sempre próximos de zero – são apresentadas nos gráficos 6.1 a 6.3.

A exclusão dos recursos provenientes de dividendos, concessões, do Fundo Soberano e de operações de capitalização da Petrobras, exposta no gráfico 6.1, tem como objetivo sublinhar o papel crescente destas receitas – que, em princípio, não tem uma correlação direta com o ciclo econômico – no superávit primário da União, a partir da crise de 2008 (explicitado no gráfico 6.2). Estas receitas, que eram muito importantes no governo Fernando Henrique Cardoso (FHC), se estabilizaram em patamares inferiores a 0,5% do PIB entre 2002 e 2008, depois aumentaram significativamente no biênio 2009-2010, voltaram a se estabilizar em 2011 (em um patamar superior ao verificado entre 2002 e 2008) e cresceram novamente em 2012.

GRÁFICO 6.1  
Superávit primário da União acumulado em doze meses  
(Em % do PIB)



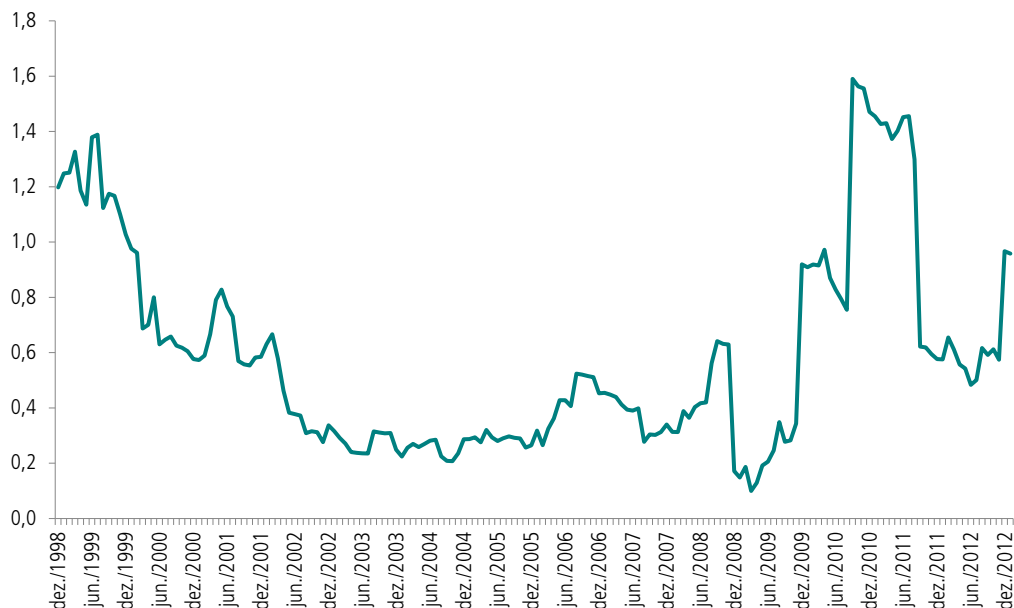
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.



GRÁFICO 6.2

**Receitas federais com dividendos, concessões, Fundo Soberano e capitalização da Petrobras (líquida das despesas) acumulados em doze meses**

(Em % do PIB)



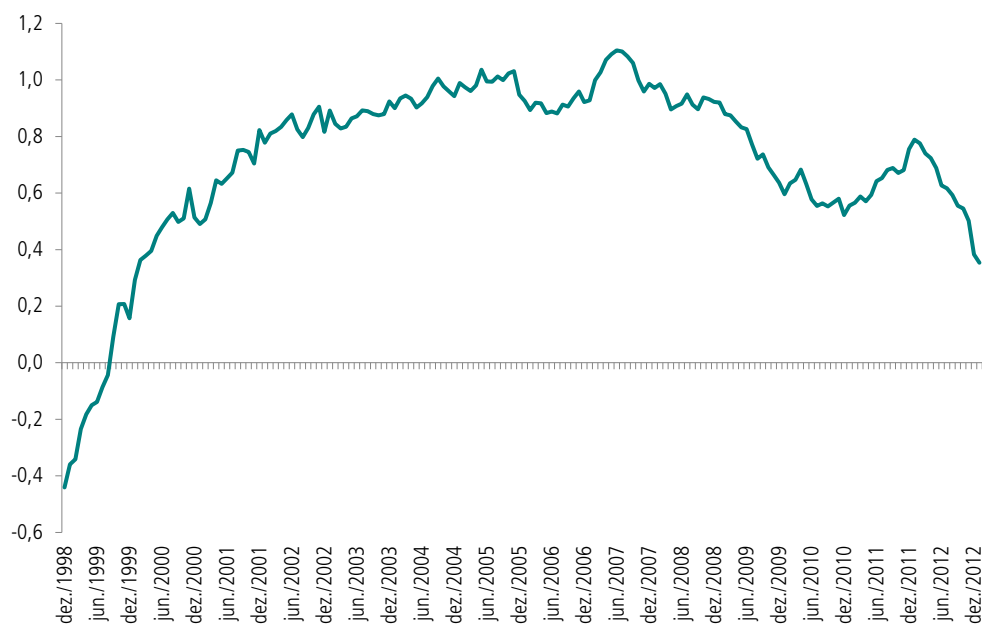
Fonte: STN. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Já os dados do gráfico 6.3 deixam claro que, salvo uma reversão forte, os estados não contribuirão, em 2013, para o superávit primário, como vinham fazendo até a crise de 2008. Isto é particularmente verdadeiro, em vista do esforço que vem sendo feito pelo governo federal para incentivar os investimentos (uma despesa primária significativa) dos governos estaduais.

GRÁFICO 6.3

**Superávit primário das administrações públicas estaduais acumulado em doze meses**

(Em % do PIB)



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

**UM OLHAR MAIS ATENTO ÀS RECEITAS E DESPESAS DA UNIÃO**

A queda no superávit primário da União – quando descontadas as receitas de concessões, dividendos, Fundo Soberano e capitalização da Petrobras – tem ocorrido porque os gastos públicos federais têm crescido mais rapidamente do que as receitas. Esta seção detalha os números relevantes, começando pelas receitas.

## As receitas primárias federais

As tabelas 6.1 e 6.2 resumem os principais fatos estilizados, verificados no comportamento recente das receitas federais. Deixam claro, em particular, que os vários componentes das receitas federais têm tido comportamentos bastante diferentes.

TABELA 6.1

### Taxas reais anuais de crescimento das receitas federais classificadas por base de incidência e deflacionadas pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)

(Em %)

	Salários (IRRF <sup>1</sup> trabalho + salário educação + previdência)	Lucros (CSLL <sup>2</sup> + IRPJ <sup>3</sup> )	Produção (Cofins <sup>4</sup> + PIS <sup>5</sup> -PASEP <sup>6</sup> + IPI <sup>7</sup> )	Importações (II) <sup>8</sup>	Operações financeiras (CPMF <sup>9</sup> + IOF <sup>10</sup> )	Dividendos, concessões, Fundo Soberano e Petrobras	Outras	Total das receitas primárias federais
2000	7,46	19,26	9,76	0,32	29,38	-42,33	-12,32	<b>4,76</b>
2001	6,36	-8,44	5,25	0,33	9,98	5,83	33,39	<b>7,78</b>
2002	2,73	66,36	1,42	-19,29	8,42	-39,89	16,87	<b>9,25</b>
2003	-0,19	-7,20	-0,84	-10,73	-1,69	-26,00	-4,24	<b>-2,86</b>
2004	9,70	10,24	18,50	5,67	7,89	22,54	-1,69	<b>10,20</b>
2005	7,97	21,75	4,41	-7,55	4,31	-4,33	12,96	<b>8,84</b>
2006	8,35	3,74	0,84	5,89	5,28	81,29	12,57	<b>6,75</b>
2007	8,07	20,04	9,71	17,80	10,27	-18,51	6,41	<b>9,89</b>
2008	11,58	17,07	11,50	33,00	-54,05	102,84	12,42	<b>9,68</b>
2009	3,85	-4,80	-10,48	-10,85	-13,55	45,30	0,85	<b>-1,77</b>
2010	10,47	-0,07	16,29	24,88	30,37	77,61	6,74	<b>12,97</b>
2011	8,74	12,84	5,24	18,71	12,16	-59,55	18,34	<b>6,01</b>
2012	5,79	-2,70	2,43	10,45	-7,92	67,79	-4,90	<b>2,89</b>

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

Notas: <sup>1</sup> Imposto sobre a Renda Retido na Fonte (IRRF).

<sup>2</sup> Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

<sup>3</sup> Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ).

<sup>4</sup> Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins).

<sup>5</sup> Programa de Integração Social (PIS).

<sup>6</sup> Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP).

<sup>7</sup> Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI).

<sup>8</sup> Imposto sobre Importação (II).

<sup>9</sup> Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF).

<sup>10</sup> Imposto sobre Operações Financeiras (IOF)

TABELA 6.2

### Taxas de participação anuais, por componente, no total das receitas federais

(Em %)

	Salários (IRRF trabalho + salário educação + previdência)	Lucros (CSLL + IRPJ)	Produção (Cofins + PIS-PASEP + IPI)	Importações (II)	Operações financeiras (CPMF + IOF)	Dividendos, concessões, Fundo Soberano e Petrobras	Outras
2000	32,62	11,49	29,25	3,62	7,53	2,90	12,60
2001	32,19	9,76	28,56	3,37	7,68	2,84	15,60
2002	30,27	14,86	26,52	2,49	7,62	1,56	16,69
2003	31,10	14,20	27,07	2,29	7,71	1,19	16,45
2004	30,95	14,20	29,10	2,19	7,55	1,33	14,67
2005	30,71	15,88	27,92	1,86	7,24	1,16	15,23
2006	31,17	15,44	26,37	1,85	7,14	1,98	16,06
2007	30,65	16,86	26,33	1,98	7,16	1,47	15,55
2008	31,18	18,00	26,77	2,40	3,00	2,71	15,94
2009	32,97	17,44	24,39	2,18	2,64	4,01	16,36
2010	32,24	15,43	25,11	2,41	3,05	6,31	15,46
2011	33,07	16,42	24,92	2,70	3,22	2,41	17,26
2012	34,00	15,53	24,81	2,89	2,88	3,93	15,95

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

Com efeito, enquanto as receitas oriundas de tributos incidentes sobre a renda do trabalho e as importações têm crescido perto de 6% ao ano (a.a.) e 10% a.a. em termos reais, respectivamente – acompanhando o bom desempenho do mercado de trabalho e os aumentos nas importações medidas em reais –, os tributos sobre os lucros, tradicionalmente voláteis e pró-cíclicos, caíram quase 3% em 2012 e a tributação sobre a produção cresceu pouco mais de 2%. Esta última, assim como o IOF, que caiu quase 8% no ano, foi fortemente impactada pelas isenções tributárias concedidas em 2012. Destaque-se, ademais, o forte crescimento em 2012 das receitas de dividendos, concessões, Fundo Soberano e capitalizações da Petrobras, crescimento este importante para garantir o cumprimento da meta de superávit primário em 2012.

Para 2013 espera-se um desempenho bem mais positivo dos impostos sobre os lucros e sobre a produção – expectativa esta condizente com o crescimento na arrecadação (da ordem de 4% em termos reais) destes tributos no primeiro bimestre de 2013, na comparação com o primeiro bimestre de 2012 – e, possivelmente, uma ligeira redução no ritmo de crescimento da tributação incidente sobre a folha de pagamento. Mudanças na legislação – além, naturalmente, do comportamento das bases de incidência – serão motores importantes destes fenômenos. Com efeito, em 2013 o governo deve voltar a cobrar o IPI normalmente, incrementando as desonerações sobre a folha de pagamentos e a cesta básica.

### Os gastos primários federais

As tabelas 6.3 e 6.4 resumem os principais fatos estilizados verificados no comportamento recente das despesas primárias federais. Tal como no caso das receitas, verifica-se forte heterogeneidade no comportamento dos principais componentes das despesas primárias federais.

TABELA 6.3  
**Taxas reais anuais de crescimento dos principais agregados de despesas federais primárias deflacionadas pelo IPCA**  
(Em %)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Despesa primária total	9,27	3,40	9,66	9,39	3,33	5,41
Transferências obrigatórias a estados e municípios	9,79	19,21	-8,50	4,84	15,08	-0,23
Pessoal e encargos sociais	6,43	6,32	10,61	4,46	1,03	-1,54
Transferências às famílias	9,39	3,12	9,31	7,99	4,48	7,65
Benefícios previdenciários – Regime Geral de Previdência Social (RGPS)	7,90	1,93	7,47	7,88	3,53	6,73
Abono e seguro-desemprego	17,51	7,23	25,99	5,39	7,45	8,01
Benefícios de Prestação Continuada (BPC) da Lei Orgânica de Assistência Social (Loas) – inclui Renda Mensal Vitalícia (RMV)	17,54	7,01	12,66	11,74	5,05	11,30
Programa Bolsa Família (PBF)	13,78	13,64	6,80	10,15	14,89	16,88
Subsídios e subvenções econômicas	0,52	-43,44	-17,31	48,75	22,38	-0,17
Outras despesas de custeio e capital (exclusive PBF e PAC)	10,96	0,37	6,58	11,90	2,87	6,94
Projeto Piloto de Investimentos (PPI)/PAC e demais investimentos	24,78	25,58	24,49	29,60	1,44	11,57

Fontes: STN e Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

TABELA 6.4  
**Despesas primárias federais**  
(Em % do PIB)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Despesa primária federal total (exclui Fundo Soberano e capitalização da Petrobras)	16,96	17,12	16,42	17,66	17,44	17,48	18,24
Transferências obrigatórias a estados e municípios	3,92	3,97	4,39	3,94	3,73	4,16	4,11
Pessoal e encargos sociais	4,45	4,37	4,31	4,68	4,42	4,33	4,22
Transferências às famílias	8,41	8,50	8,13	8,72	8,50	8,62	9,18
Benefícios previdenciários (RGPS)	6,99	6,96	6,58	6,94	6,76	6,79	7,18
Abono e seguro-desemprego	0,62	0,68	0,67	0,83	0,79	0,82	0,88
Loas e RMV	0,49	0,53	0,53	0,58	0,59	0,60	0,66
PBF	0,31	0,33	0,35	0,36	0,36	0,40	0,46
Subsídios e subvenções econômicas	0,40	0,38	0,20	0,16	0,21	0,25	0,25
Outras despesas de custeio e capital (exclusive PBF e investimentos/PAC)	3,04	3,12	2,91	3,04	3,06	3,06	3,24
PPI/PAC e demais investimentos	0,65	0,75	0,87	1,07	1,24	1,23	1,35

Fontes: STN e Siafi. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

De fato, enquanto as despesas com pessoal e encargos sociais caíram em 2012 em termos reais – fazendo com que seu peso em porcentagem do PIB atingisse valores próximos (e inferiores) aos verificados em 1997 –, as transferências públicas às famílias continuam crescendo a taxas bastante elevadas. Tal crescimento reflete fundamentalmente o processo de valorização do salário mínimo (SM), é verdade, mas não se deve subestimar a influência também dos aumentos na quantidade de beneficiários, notadamente no PBF e nos programas financiados com recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) (abono salarial e seguro-desemprego). Registrem-se, ainda, o crescimento das despesas do PAC e demais investimentos (maior ainda que o verificado nas transferências às famílias) e das “outras despesas de custeio e capital exclusive PAC e demais investimentos e o PBF” (apenas um pouco inferior do que o verificado nas transferências

às famílias). Destaque-se, por fim, a redução nas transferências obrigatórias da União aos estados e municípios – afetada pela redução na arrecadação do IPI.

É improvável que o quadro descrito nas tabelas 6.3 e 6.4 mude radicalmente em 2013. Esperam-se, é verdade, taxas de crescimento mais moderadas para as transferências públicas às pessoas – refletindo o aumento menor do SM em 2013, em comparação a 2012. Mas o quadro geral de contenção das despesas com pessoal e encargos sociais e expansão das transferências às famílias e do PAC e demais investimentos deve se manter.

Em resumo, o melhor cenário para o governo no momento é similar ao verificado em 2011, mas com um crescimento do investimento público maior do que em 2011. Ou seja, um ano com crescimento significativo das receitas (puxadas pelos tributos sobre o lucro, folha de pagamentos e produção) e crescimento relativamente baixo das despesas primárias, exclusive transferências obrigatórias a estados e municípios e PAC e demais investimentos.

Note-se, entretanto, que, mesmo neste cenário otimista – parecido com o implícito na LOA recém-aprovada –, o desempenho das finanças públicas estaduais vai ser decisivo para definir o panorama fiscal em 2013.

### UM PANORAMA PARCIAL DOS ESTADOS

Ao contrário do que ocorre com os municípios – cuja contribuição para o superávit primário do setor público consolidado é negligível –, o superávit primário dos estados é muito relevante do ponto de vista macroeconômico (gráfico 6.3).

Infelizmente, e ao contrário do que ocorre com a União, não existem dados oficiais detalhados sobre a dinâmica das despesas primárias dos estados em alta frequência. No caso das receitas, o panorama é um pouco melhor, uma vez que o Conselho Nacional de Política Fazendária (Confaz), do Ministério da Fazenda (MF), disponibiliza séries históricas da arrecadação dos principais tributos estaduais – e, em particular, do Imposto sobre a Circulação de Mercadoria e Prestação de Serviços de Comunicação e de Transporte Interestadual e Intermunicipal (ICMS) que, sozinho, responde por cerca de 85% das receitas tributárias estaduais. Há, ademais, e como se viu anteriormente, dados da STN sobre as transferências federais obrigatórias a estados e municípios – que podem ser utilizados como *proxies* para as transferências federais para os estados apenas. A tabela 6.5 apresenta os dados anuais relevantes – que sugerem que a dinâmica da arrecadação do ICMS é similar à do PIS-Cofins federal (já que ambos incidem sobre a produção). Note-se, ademais, que as transferências obrigatórias a estados e municípios são primordialmente constitucionais e, portanto, dependem fundamentalmente da arrecadação conjunta do IR e do IPI, já analisados na discussão sobre as receitas federais. Um panorama similar – de crescimento próximo de 3% no ICMS e de ligeira queda nas transferências correntes – é verificado também nos dados disponibilizados pelos próprios estados em seus *Relatórios resumidos de execução orçamentária* (RREOs) bimestrais, regulamentados pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), ainda que a metodologia utilizada na construção destes dados frequentemente varie de estado para estado e ao longo do tempo.

TABELA 6.5

#### Evolução dos principais componentes das receitas das administrações públicas estaduais

	% do PIB		Crescimento real (IPCA) (%)	
	ICMS	Transferências ( <i>proxy</i> )	ICMS	Transferências ( <i>proxy</i> )
2000	6,98	3,42	13,17	7,55
2001	7,24	3,53	7,36	7,05
2002	7,13	3,80	3,14	12,69
2003	7,02	3,54	-1,33	-6,48
2004	7,12	3,48	8,57	4,96
2005	7,23	3,91	4,99	16,12
2006	7,26	3,92	6,33	6,02
2007	7,05	3,97	5,27	9,79
2008	7,36	4,39	12,58	19,21
2009	7,08	3,94	-2,11	-8,50
2010	7,18	3,73	12,50	4,84
2011	7,26	4,16	4,26	15,08
2012	7,43	4,11	3,33	-0,23

Fonte: Confaz e STN. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

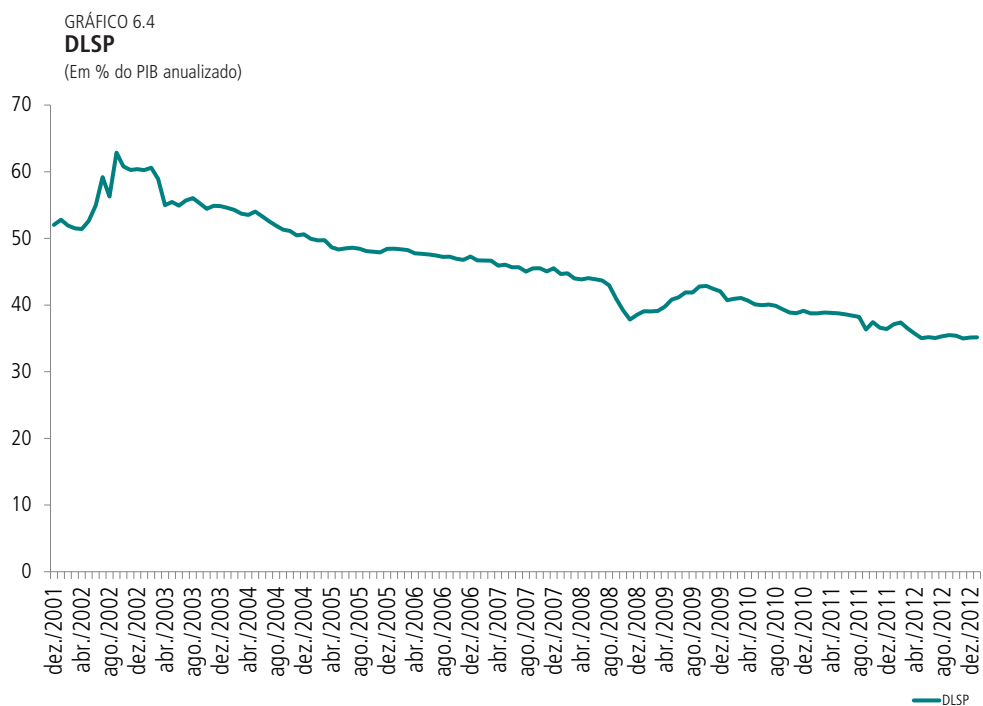
Até o momento, os únicos dados de 2013 disponíveis são relativos ao mês de janeiro – e mostram crescimento real da arrecadação do ICMS e queda real das transferências obrigatórias das administrações públicas. De todo modo, há bons motivos para acreditar, como no caso do governo federal, que a arrecadação dos estados deve crescer mais rapidamente em 2013 do que cresceu em 2012.

A rápida deterioração do superávit primário dos estados, ocorrida em 2012, sugere que as despesas primárias estaduais cresceram mais rapidamente do que as receitas, que foram impactadas negativamente pelo baixo crescimento econômico e pelas desonerações dadas pelo governo federal no IPI. Foi certamente isso que ocorreu no estado de São Paulo, cujos dados para 2012 estão disponíveis no portal de transparência do estado, na internet, e mostram aumentos reais da ordem de 6% para os gastos com pessoal e encargos sociais, 12% para as outras despesas correntes e 16% para as despesas com investimentos em relação aos totais verificados em 2011 (todos no critério de pagamento total), apesar de um crescimento real das receitas correntes inferior a 2%. Os dados dos RREOs para todos os estados – no conceito orçamentário de liquidação e não no de caixa utilizado para o cálculo do superávit primário na LDO – apontam também crescimento real significativo nas despesas com pessoal e encargos sociais (12%) e nas outras despesas correntes (8%), mas um crescimento menor dos gastos com investimentos (3%).

Não se esperam reduções muito significativas no ritmo de crescimento dos gastos primários das administrações estaduais em 2013. Ao contrário, os incentivos federais ao aumento do investimento público das administrações estaduais e a perspectiva de uma renegociação favorável da dívida dos estados com a União sugerem o inverso. Uma possível reversão da trajetória de queda do superávit primário dos estados dependerá fundamentalmente, portanto, do comportamento da arrecadação.

### AS TENDÊNCIAS RECENTES DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO

Desde maio do ano passado, a dívida líquida do setor público (DLSP) consolidado (exclusive Petrobras e Eletrobras) tem flutuado em torno de 35% do PIB – o menor valor observado desde o período imediatamente anterior à crise cambial de janeiro de 1999. A dívida bruta do governo geral, por seu turno, fechou 2012 na casa dos 56,8% do PIB – valor muito próximo do verificado em novembro de 2007. Os gráficos 6.4 e 6.5 mostram a evolução de ambas as variáveis.



A relativa estabilidade da DLSP nos últimos tempos, após uma queda significativa com a desvalorização cambial (que aumenta o valor em reais das reservas internacionais, um ativo público) ocorrida nos primeiros meses de 2012, se deve a uma conjugação de fatores. Em primeiro lugar, as reduções na taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) diminuíram consideravelmente a conta de juros do governo que caiu para 4,85% do PIB, um valor apenas um pouco maior do que o verificado em 1997. Em segundo lugar, a taxa de câmbio ficou relativamente estável na segunda metade de 2012. Por fim, o superávit primário e o PIB cresceram relativamente pouco impedindo uma queda mais rápida da DLSP medida em % do PIB.

Os motivos da relativa constância da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) nos últimos anos, e em meio a um processo de queda da DLSP, são conhecidos. O que efetivamente impede a DBGG de cair *pari passu* com a DLSP é a acumulação de reservas internacionais, que já ultrapassam os 14% do PIB, e de créditos junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), já superiores a 8% do PIB. Ambos os valores são recordes históricos. No

cenário mais provável, estes dois componentes devem continuar a subir, tendo em vista, por um lado, a continuidade do contexto mundial de taxas de juros muito baixas e a disposição do governo de evitar apreciações bruscas no câmbio e, por outro, a estreiteza das fontes de financiamento de longo prazo, alternativas ao BNDES, em um contexto de recuperação do investimento.

GRÁFICO 6.5  
**DBGG**  
 (Em % do PIB anualizado)



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



## 7 ECONOMIA MUNDIAL

### QUADRO GERAL

O desempenho da economia mundial em 2012 foi marcado por desaceleração da atividade econômica em relação ao biênio 2010-2011. A taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) mundial caiu para 3,2% e permanece abaixo da média observada nos dez anos anteriores à crise (4,0%). Embora esse movimento já fosse esperado, em virtude do esgotamento natural do ciclo de recuperação que se seguiu à crise de 2008-2009 e também da progressiva eliminação de estímulos fiscais adotados naquela época, a magnitude da desaceleração acabou sendo maior do que indicavam as projeções, tanto do mercado quanto dos governos e órgãos multilaterais. Grande parte da frustração com o crescimento veio do mau desempenho da economia europeia, que caiu novamente em terreno recessivo, mas também esteve associada à menor expansão nos BRICs (inclusive na China) e em grande número de países emergentes importantes.

O quadro atual evidencia a persistência de importantes desequilíbrios que têm impedido o retorno às tendências observadas antes da crise internacional. O equacionamento da situação fiscal nos países desenvolvidos tem se mostrado mais difícil do que se imaginava, e a reação do setor privado tem se mostrado tímida na grande maioria dos países, a despeito de políticas monetárias extremamente frouxas. Os países emergentes e em desenvolvimento também têm se deparado com importantes dilemas de política econômica e demonstram baixa capacidade de gerar um crescimento robusto com base apenas na demanda interna. Por conta disso, consolida-se cada vez mais a visão de que nem tão cedo a economia mundial voltará a registrar, de forma sustentada, taxas de crescimento semelhantes às observadas na década passada.

O fraco crescimento em 2012 resultou principalmente de um desempenho abaixo do esperado da economia da Área do Euro, que registrou queda de 0,3%, mais do que compensando o maior crescimento observado nos Estados Unidos (2,3%) e no Japão (2,0%) relativamente ao ano anterior. Houve desaceleração também nas economias emergentes e em desenvolvimento, espalhadas por quase todas as regiões. Na comparação com os dados de 2011, destaca-se o menor crescimento da Ásia (6,6%), influenciada pela desaceleração da China (7,8%, a menor taxa em mais de dez anos). O crescimento sofreu forte desaceleração também na América Latina e Caribe (3,0%), influenciada fortemente pelo baixo crescimento do Brasil (0,9%), e na Europa Central e Oriental (1,8%), sendo esta região mais fortemente impactada pelas dificuldades da economia europeia.

As projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) (tabela 7.1) indicam uma aceleração gradual, para 3,5% em 2013 e 4,1% em 2014, quando, então, o mundo estaria mais próximo de restabelecer uma situação de normalidade de crescimento. Mas a própria instituição chama atenção para diversos riscos baixistas para essas projeções. Os mais importantes advêm da situação ainda delicada da Área do Euro, mas há preocupações também com a sustentação do crescimento nos Estados Unidos, em virtude da contração fiscal já contratada; com a capacidade da China de reacelerar seu crescimento, em vista da necessidade de realizar importantes ajustamentos estruturais; com a capacidade de crescimento no Japão, diante de uma nova e mais agressiva expansão monetária, combinada com a necessidade de ajuste fiscal; e com o impacto desse quadro sobre o desempenho das economias emergentes e em desenvolvimento, que não têm sido capazes de se “descolar” dos problemas nos países desenvolvidos.

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

Regiões	2009	2010	2011	2012 (e)	2013 (p)	2014 (p)
<b>Mundo</b>	<b>-0,6</b>	<b>5,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,1</b>
<b>Países desenvolvidos</b>	<b>-3,6</b>	<b>3,0</b>	<b>1,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,2</b>
Estados Unidos	-3,1	2,4	1,8	2,2	2,0	3,0
Área do Euro	-4,4	2,0	1,4	-0,3	-0,2	1,0
Reino Unido	-4,0	1,8	0,8	0,2	1,0	1,9
Japão	-5,5	4,5	-0,8	2,0	1,2	0,7
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	<b>2,7</b>	<b>7,4</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>5,9</b>
Ásia	7,0	9,5	7,8	6,6	7,1	7,5
China	9,2	10,4	9,2	7,8	8,2	8,5
América Latina e Caribe	-1,5	6,2	4,5	3,0	3,6	3,9
Europa Central e Oriental	-3,6	4,6	5,3	1,8	2,4	3,1
Comunidade de Estados Independentes	-6,4	4,8	4,9	3,6	3,8	4,1
Oriente Médio e Norte da África	2,6	5,0	3,3	5,2	3,4	3,8
África Subssariana	2,8	5,3	5,1	4,8	5,8	5,7

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

Nota: e = estimativa.

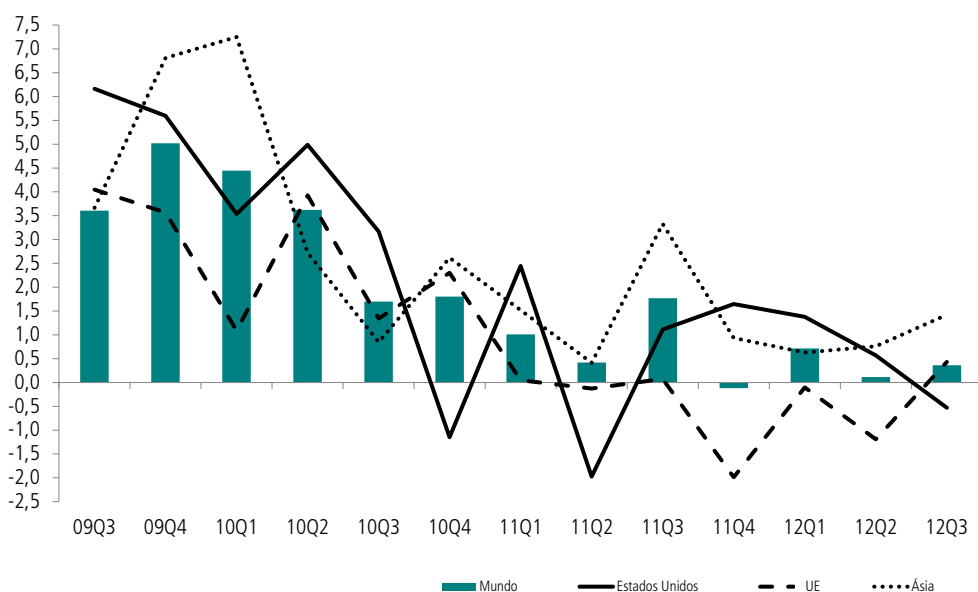
p = previsão.



Os fluxos de comércio mundial acompanharam a desaceleração da atividade. O *quantum* de importações mundiais acumulou variação de apenas 2,0% nos três primeiros trimestres de 2012 – o crescimento havia sido de 5,2% em 2011 e de 13,9% em 2010. Medidas em dólares correntes, as importações mundiais ficaram virtualmente estáveis no período, refletindo a redução dos preços médios dos produtos transacionados.

O gráfico 7.1 evidencia a desaceleração recente das importações mundiais, tal que nos últimos quatro trimestres as variações em relação ao trimestre anterior, na série dessazonalizada, ficaram bem abaixo das taxas observadas a partir do final de 2009. Esse mau desempenho esteve associado principalmente à União Europeia (UE) e aos Estados Unidos, mas mesmo os países asiáticos tiveram crescimento fraco no período. Os números do terceiro trimestre e alguns indicadores já disponíveis para o quarto trimestre, contudo, mostram uma gradual reaceleração do comércio. Em 2013, o crescimento deverá superar o ritmo de 2012, segundo projeções da Organização Mundial do Comércio (OMC), mas permanecerá bem abaixo do verificado no biênio 2010-2011 e também dos níveis pré-crise.

GRÁFICO 7.1  
**Mundo e regiões selecionadas: taxa de crescimento das importações**  
 (Série dessazonalizada, variação % em relação ao trimestre anterior)



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

O quadro frágil da economia mundial representa um desafio adicional no processo de recuperação da atividade econômica no Brasil. O fraco crescimento das importações mundiais vem comprometendo o desempenho exportador do país, especialmente as vendas de produtos manufaturados. A redução dos preços desses produtos nas transações internacionais (da ordem de 2,2% em 2012) representa um desafio a mais para impulsionar as vendas brasileiras, já prejudicadas pelo aumento do custo unitário do trabalho e por outros problemas estruturais que comprometem a competitividade do país. Além disso, o enfraquecimento da demanda por *commodities* provocou não só um crescimento mais fraco do volume de vendas desses bens como também uma redução dos preços, em especial do minério de ferro.

Adicionalmente, o país foi bastante prejudicado pelas restrições mais rigorosas às importações impostas pela Argentina, provocando uma redução das vendas para aquele país da ordem de 20%. Esse fator, isoladamente, representou uma perda de exportações de cerca de US\$ 4,7 bilhões, montante que respondeu por 35% da redução das exportações totais brasileiras no ano. O efeito foi especialmente importante nos produtos manufaturados, em que a redução das vendas para a Argentina (US\$ 4 bilhões) foi superior à redução das exportações totais desses bens (que foi de US\$ 1,6 bilhão). Nesse sentido, pode-se afirmar que o crescimento das exportações de manufaturados em 2013 estará fortemente condicionado à evolução da economia da Argentina – o ritmo de crescimento do país e, principalmente, a possível retirada das restrições às importações. No caso dos bens básicos e semimanufaturados, o comportamento da demanda chinesa e dos preços internacionais de alimentos e minérios serão os fatores determinantes.

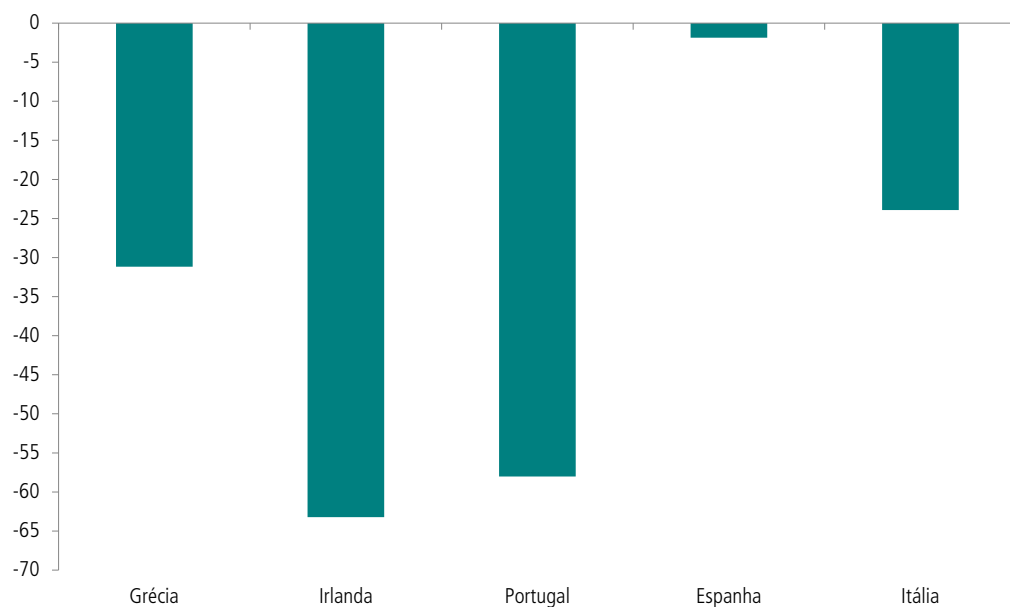
## EUROPA

A Europa foi capaz de reduzir os riscos percebidos de ruptura do euro, que haviam atingido níveis críticos no segundo semestre de 2011, mas que foram posteriormente atenuados por meio do suporte do Banco Central Europeu (BCE), através das Outright Monetary Transactions (OMTs), que permitem que o banco adquira quantidades ilimitadas de dívidas dos

países-membros. Embora polêmica, tal ação permitiu uma redução significativa dos prêmios de risco associados às dívidas dos países periféricos em dificuldade e proveu fôlego extra para a continuidade dos esforços de ajustes desses países. Houve ainda dois avanços institucionais importantes: a ratificação do Mecanismo Europeu de Estabilidade – European Stability Mechanism (ESM) –, que realizou recentemente sua primeira operação, destinada a recapitalizar o setor bancário espanhol; e o Fiscal Compact (nome popular do Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union), que passou a vigorar em 1º de janeiro deste ano, estabelecendo limites para o déficit público nos países-membros e criando mecanismos para correção de eventuais desvios. Estas medidas foram eficazes em reduzir o risco de ruptura da Área do Euro, sendo entendidas como um compromisso de que a UE não permitirá, de fato, que seus membros mais frágeis “quebrem”. Entretanto, permanecem grandes dúvidas sobre a real capacidade – econômica e política – de os países se ajustarem a essas regras, bem como sobre a velocidade desse ajuste. A recente crise no Chipre é mais um exemplo desse problema. Para evitar um colapso do setor bancário, o país necessita de um resgate de montante semelhante ao tamanho de seu PIB. A proposta de criar um imposto sobre os saldos bancários para ajudar a bancar o socorro não foi aprovada pelo Congresso do país, mas a credibilidade do bloco saiu arranhada, pois a possibilidade que abriu de impor perdas financeiras aos correntistas de bancos não colabora para restabelecer o equilíbrio do sistema financeiro europeu.

Outro fato positivo é o relativo sucesso dos esforços de ajuste dos países periféricos mais duramente afetados pela crise, no sentido de reduzir tanto o déficit público quanto o déficit em transações correntes. O gráfico 7.2 ilustra a magnitude do esforço fiscal realizado por Grécia, Itália, Espanha, Irlanda e Portugal em um espaço curto de tempo (entre 2010 e 2012), o que permitiu reduções drásticas do déficit público não financeiro, medido em euros correntes. Apenas na Espanha essa redução foi menos acentuada, da ordem de 1,9%. O gráfico 7.3 mostra que, no mesmo período, esses países também promoveram uma forte redução dos déficits em transações correntes, da ordem de 60% a 80%, também medidos em euros correntes. No caso da Irlanda, a variação positiva de 240% refere-se a um aumento do superávit em transações correntes.

GRÁFICO 7.2  
**Variação do déficit público não financeiro entre o período 2009.IV-2010.III e o período 2010.IV-2012.III**  
 (Em %)



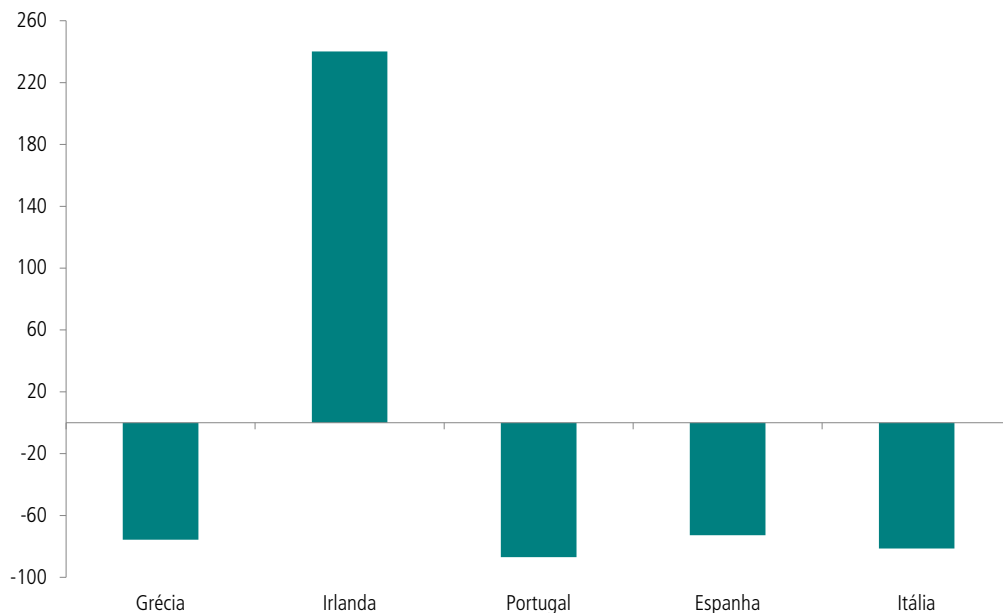
Fonte: Eurostat. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Infelizmente, esses resultados ocorreram em um contexto de forte redução da atividade econômica. Entre 2010 e 2012, a Grécia registrou uma contração de 13% do PIB real (desde 2008 o PIB cai continuamente), Portugal teve queda de 4,7%, a Itália sofreu retração de 1,8% e a Espanha teve redução de 1%. A Irlanda conseguiu crescer 2,1% no período, mas seu PIB real ainda está longe de recuperar os níveis pré-crise. A queda do PIB contrariou os esforços fiscais e fez com que a dívida pública continuasse em trajetória de aumento, medida como percentual do PIB. Esse fato tornou-se um dos focos principais de preocupação, pois gera a necessidade de esforços fiscais ainda maiores para alterar a dinâmica da dívida, esforços que tendem a aprofundar ainda mais o quadro recessivo, criando uma dinâmica perversa que traz, como efeito colateral, o aumento da rejeição popular às medidas de ajuste.

GRÁFICO 7.3

**Varição do déficit em transações correntes entre o período 2009.IV-2010.III e o período 2010.IV-2012.III (superávit, no caso da Irlanda)**

(Em %)



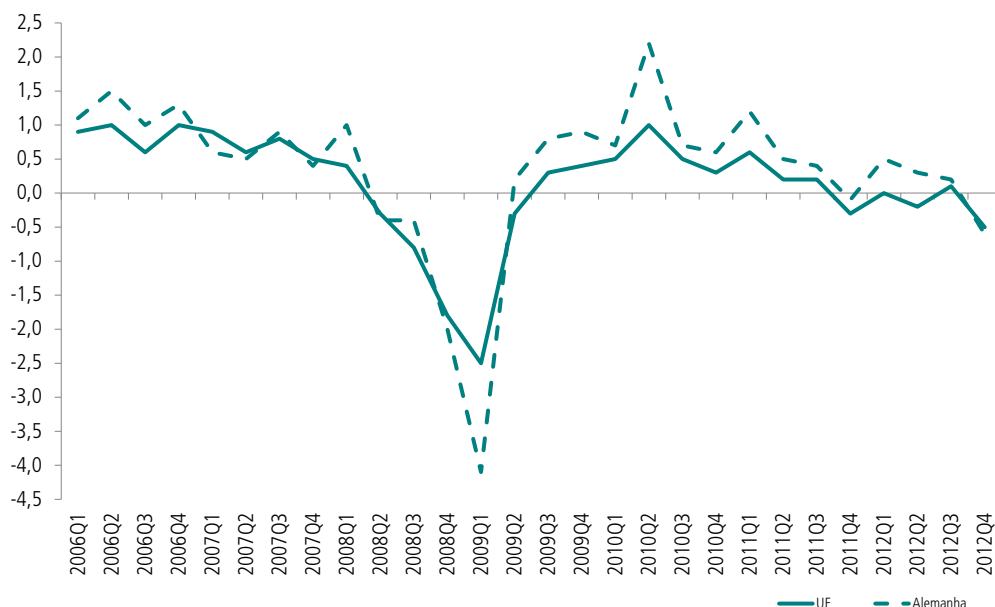
Fonte: Eurostat. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Ainda mais preocupante é o fato de que mesmo os países economicamente mais fortes, em especial Alemanha e França, também demonstram uma dificuldade crescente de sustentar um ritmo de crescimento razoável, comprometendo o desempenho da região como um todo e, em última instância, tornando ainda mais difícil o quadro para a recuperação dos países mais frágeis. O gráfico 7.4 ilustra que o PIB da UE teve variação positiva em apenas um dos últimos cinco trimestres, na comparação com o trimestre anterior, em termos dessazonalizados. Esse desempenho deixa a região ainda mais longe dos números obtidos antes da crise de 2008-2009, quando o PIB da região vinha crescendo a taxas que variavam entre 0,5% e 1,0% a cada trimestre. Na verdade, ao longo dos últimos cinco anos, em apenas dois momentos o PIB da região cresceu a uma taxa superior a 0,5%: no segundo trimestre de 2010 (1,0%) e no primeiro trimestre de 2011 (0,6%). Nem mesmo a Alemanha escapa a essa dinâmica negativa. Embora o país tenha sido capaz de crescer a taxas relativamente mais altas no imediato pós-crise, o ritmo também se desacelerou sensivelmente desde então, inclusive com variação negativa de 0,6% no último trimestre de 2012.

GRÁFICO 7.4

**UE e Alemanha: crescimento do PIB trimestral**

(Variação % em relação ao trimestre anterior, dessazonalizado)



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

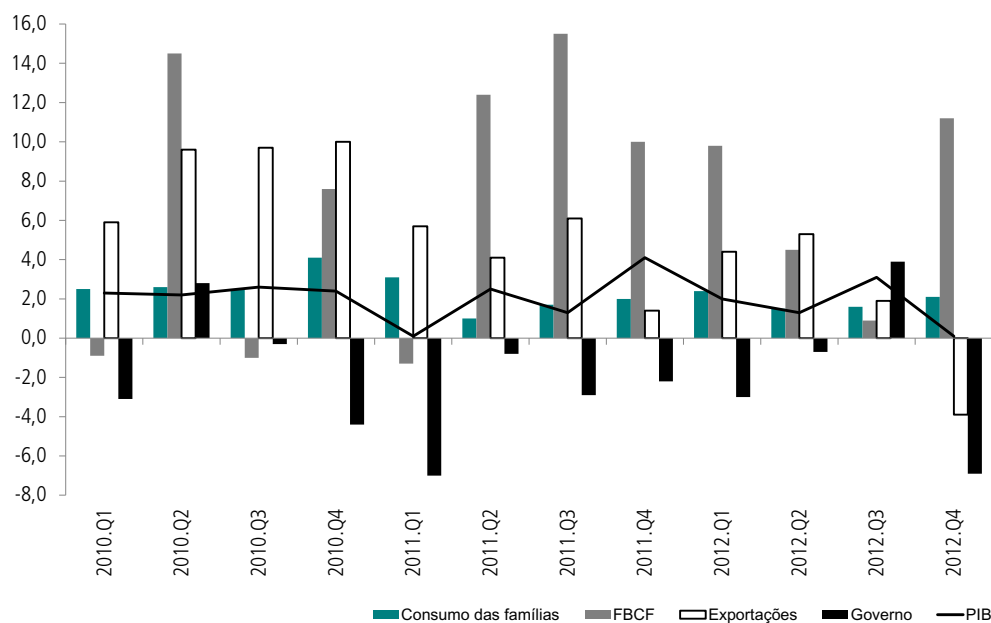
As recentes eleições italianas deram o tom da crescente insatisfação popular com o processo de ajuste. Os partidos mais votados foram aqueles que se opõem abertamente às reformas, como o do ex-primeiro ministro Silvio Berlusconi e o do comediante Beppe Grillo, que arrebanhou um incrível percentual de votos considerados “de protesto”. O país enfrenta agora um impasse político para a composição do novo governo que já provocou um aumento dos prêmios de risco da dívida italiana. Há uma boa chance de que o país tenha que passar por novas eleições, o que manteria ainda, por um bom tempo, o clima de incerteza e adiaria a agenda de reformas.

## ESTADOS UNIDOS

Nos Estados Unidos, o PIB encerrou 2012 com crescimento de 2,2%, o que representou uma aceleração em relação ao desempenho de 2011 (1,8%). Embora a economia tenha se mantido virtualmente estagnada, com variação de apenas 0,1% em relação ao trimestre anterior, não há evidência de que haja uma forte desaceleração em vista. O número do último trimestre foi muito influenciado pela redução dos estoques e pela contração das exportações, bem como pela redução de 6,9% dos gastos de consumo e de investimento do governo. Em contrapartida, houve forte expansão da formação bruta de capital fixo (FBCF) (11,2%) e crescimento de 2,1% do consumo das famílias.

Com efeito, o gráfico 7.5 ilustra que a economia norte-americana vem sustentando um crescimento da ordem de 2% anualizados desde 2010, com nítido contraste entre o setor privado e o setor público. O primeiro apresenta bom desempenho, com expansão firme do consumo das famílias, dos investimentos fixos e das exportações. Os gastos do governo, ao contrário, vêm tendo efeito continuamente contracionista. Nos últimos doze trimestres, esse componente do PIB apresentou crescimento em apenas dois momentos. Esse padrão deve se repetir em 2013, provavelmente com ainda maior intensidade, por conta da efetivação, ainda que parcial, dos cortes de gastos previstos no acordo fechado no Congresso em 2011 para elevação do teto da dívida pública.

GRÁFICO 7.5  
Estados Unidos: PIB – crescimento trimestral, segundo componentes da demanda – dados dessazonalizados  
(Variação % em relação ao trimestre anterior)



Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Na virada do ano, o Congresso aprovou um acordo para evitar o chamado “abismo fiscal”, mas o ponto principal, referente aos cortes de gastos programados, foi apenas adiado para o início de março. Até o fechamento desta Carta, o governo não havia conseguido um novo acordo, de forma que os cortes de gastos começaram a ser efetivados neste mês. Os republicanos, maioria na Câmara de Deputados, não abrem mão destes cortes, visando à redução do déficit. O impasse tem potencial de jogar a economia norte-americana em nova recessão, embora esse ainda não seja o cenário mais provável. A dívida pública do país já supera os 100% do PIB, e o déficit público no ano fiscal de 2012 ficou em 7,0%, abaixo dos 8,7% de 2011.

Um ponto que continua causando preocupação é a lenta recuperação do nível de emprego, a despeito do crescimento da economia. A taxa de desemprego reduziu-se para 7,7% em fevereiro, a mais baixa desde o final de 2008, mas permanecendo bem acima dos níveis pré-crise (da ordem de 5%). O número total de pessoas desempregadas no país permanece teimosamente acima de 12 milhões, contrastando com 7 a 8 milhões no pré-crise, e a redução da taxa de desemprego vem sendo beneficiada pela queda da taxa de participação da força de trabalho na população total, hoje em torno de 63,5%, contra cerca de 66% no pré-crise.

A preocupação com o impasse fiscal e com o emprego justifica a postura agressiva do Federal Reserve (Fed), que permanece comprometido com a provisão crescente de liquidez, condicionando-a ao alcance de metas explícitas: taxa de desemprego de 6,5% e um teto inflacionário de 2,5%. Tendo em vista que a economia se encontra distante dessas metas e que uma solução definitiva para equacionar as contas públicas ainda demorará a ser alcançada, a política de expansão monetária e de taxas de juros virtualmente nula deverá se manter ainda por bastante tempo, a despeito das polêmicas sobre o crescimento excessivo do balanço do Fed e dos eventuais impactos negativos dessa política sobre as taxas de câmbio e de juros ao redor do mundo.

## CHINA

A China registrou em 2012 sua taxa de crescimento mais baixa desde 1999 (7,8%), refletindo a redução do impulso externo via exportações e também uma atitude mais cautelosa por parte das autoridades econômicas, evitando a aplicação de novos estímulos. No último trimestre do ano, a economia deu sinais de aceleração, com o PIB crescendo à taxa anualizada de 7,9%. O Purchasing Manager's Index (PMI) referente ao setor manufatureiro, apurado pelo HSBC, sofreu queda no último mês de fevereiro, mas vem se mantendo acima do limiar de 50 desde o final do ano passado, o que indica que a tendência continua sendo de aceleração suave da atividade. Vale notar que entre novembro de 2011 e novembro de 2012 este indicador manteve-se sempre abaixo de 50, coincidindo com a fase de desaceleração da atividade.

É provável que o crescimento volte a ficar acima de 8% em 2013, a exemplo do que indicam as projeções do FMI. Mas é improvável que haja uma aceleração mais forte, visto que o país ainda se ressente da fraqueza da economia mundial – a despeito de uma recuperação recente das exportações – e levando em conta que o novo governo recém-empossado pelo Congresso Nacional do Povo não deverá optar pela adoção de novos incentivos ao crescimento, à moda do que foi feito em reação à crise mundial de 2008-2009. A percepção dominante é que, tanto do ponto de vista econômico quanto do político, não há necessidade de retomar um ritmo de crescimento semelhante ao registrado nos anos pré-crise, da ordem de 10% ao ano (a.a.). No curto prazo, o foco é evitar uma redução mais abrupta do ritmo de crescimento e, ao mesmo tempo, garantir condições de melhoria do nível de bem-estar da população, por meio do controle da inflação, que hoje está na faixa de 2% a 3% em termos anuais, da manutenção do desemprego em níveis baixos e da acomodação de aumentos reais de salários, beneficiando a expansão do consumo.

Paralelamente, há a preocupação de equacionar alguns desequilíbrios importantes – como o crescimento dos preços dos imóveis, a situação fiscal dos governos locais, a saúde do sistema financeiro, em especial dos bancos públicos, e o crescimento acelerado de um sistema bancário paralelo (*shadow banking*), atuando à revelia dos controles da autoridade monetária.

Uma opinião cada vez mais consensual é que a economia chinesa deve transitar (ou talvez já esteja transitando) para uma nova estratégia de crescimento de longo prazo, mais fortemente calcada na expansão do consumo e menos dependente dos investimentos e das exportações. A implementação desse novo padrão exigirá uma série de mudanças estruturais, como alterações no sistema previdenciário, nas normas trabalhistas e na regulação do sistema financeiro, e implicará, provavelmente, uma redução da taxa de crescimento potencial do país.

## ARGENTINA

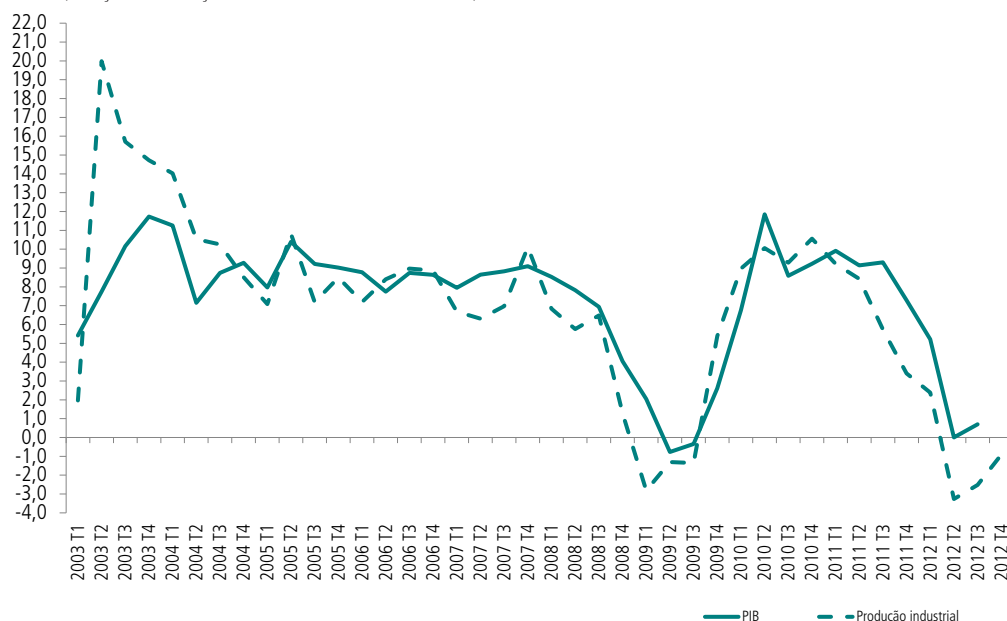
A economia argentina sofreu forte desaceleração da atividade econômica em 2012, puxada pela retração do setor industrial. Além disso, o país enfrenta aceleração da inflação e acúmulo de pressões nas contas externas, resultando em perda de reservas. O gráfico 7.6 mostra que, após a recuperação da atividade econômica que se seguiu à crise internacional de 2008-2009, a economia perdeu fôlego, com o crescimento do PIB reduzindo-se de cerca de 9% em 2010-2011 para apenas 1,8% no acumulado dos três primeiros trimestres de 2012. O crescimento foi garantido pela expansão de 4,2% do setor de serviços no mesmo período, visto que os setores produtores de bens (indústria e agropecuária) tiveram retração de 1,9%. De forma especial, destaca-se o comportamento da atividade industrial (gráfico 7.6), que sofreu queda de 1,9%, de acordo com o Estimador Mensal de Atividade Econômica (Emae) do Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC).

Considerando a composição da demanda agregada, a maior contribuição à queda da atividade em 2012 veio dos investimentos, que tiveram contração de 5,9%, e também das exportações, com redução de 4,7%. Em contrapartida, o consumo do governo e das famílias continua em expansão (7% e 4,4%), ainda que a um ritmo mais lento do que nos anos anteriores. Tal composição é compatível com o que se observa do lado da oferta: exportações e investimentos impactando a atividade industrial e consumo das famílias e do governo sustentando o setor de serviços.

A inflação, segundo as estatísticas oficiais do INDEC, subiu para 10,8% em 2012, mas cálculos do setor privado indicam que esta taxa pode ter alcançado 25% ou mais. O governo tem optado por controles de preços para atenuar as pressões inflacionárias, e o movimento mais recente foi a negociação de um acordo com as principais redes varejistas do país para congelar os preços durante sessenta dias. Em paralelo, o governo tem buscado negociar com os sindicatos para reduzir as demandas de reposição salarial. Entretanto, a economia tem sido exposta a pressões que tornam mais complicada

a tarefa de controlar a inflação. Uma delas é a taxa de câmbio. Após funcionar como âncora para os preços ao longo do período 2002-2008, quando a economia crescia de forma acelerada, a cotação passou a se elevar após a crise internacional, com uma sensível aceleração ao longo de 2012 (desvalorização superior a 15%).

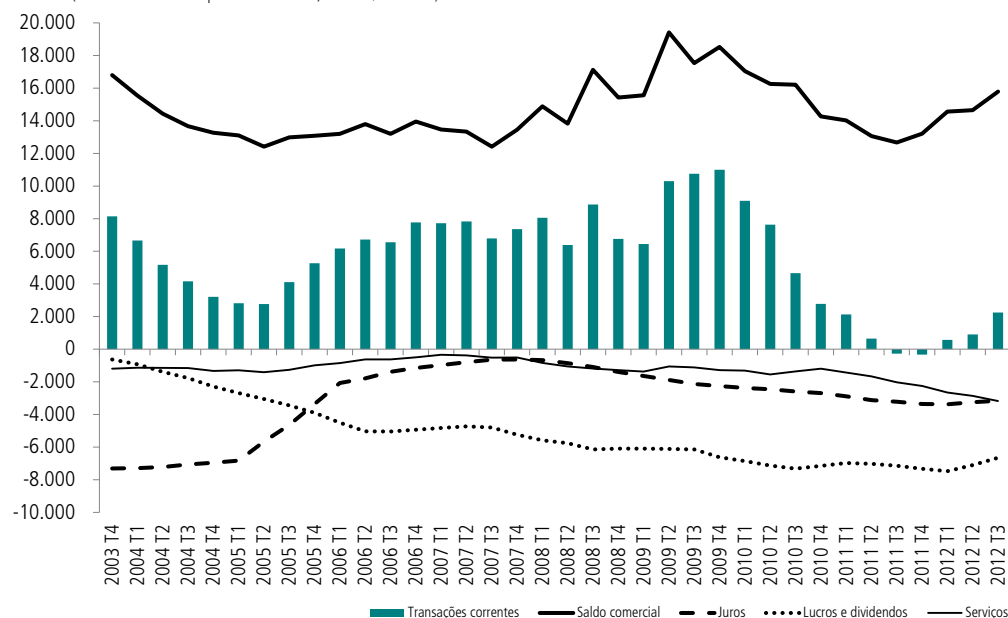
GRÁFICO 7.6  
**Argentina: crescimento trimestral do PIB e da produção industrial**  
 (Variação % em relação ao mesmo trimestre do ano anterior)



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

Na verdade, a principal restrição ao crescimento na Argentina neste momento reside na situação das contas externas. Desde a crise cambial de 2001-2002, que resultou no *default* e na posterior renegociação da dívida com elevado desconto, a Argentina não encontra condições favoráveis de acesso a financiamento externo e também viu comprometida sua capacidade de atrair investimentos estrangeiros. A implicação imediata é que o país não pode registrar déficits em sua conta de transações correntes. O gráfico 7.7 mostra que, de fato, até 2010, o país registrava vultosos superávits em transações correntes. Nos primeiros anos após a crise cambial, os superávits foram propiciados por grandes saldos na balança comercial, resultante da forte recessão e da desvalorização cambial, e também pela drástica redução das despesas com juros da dívida, por conta do *default*.

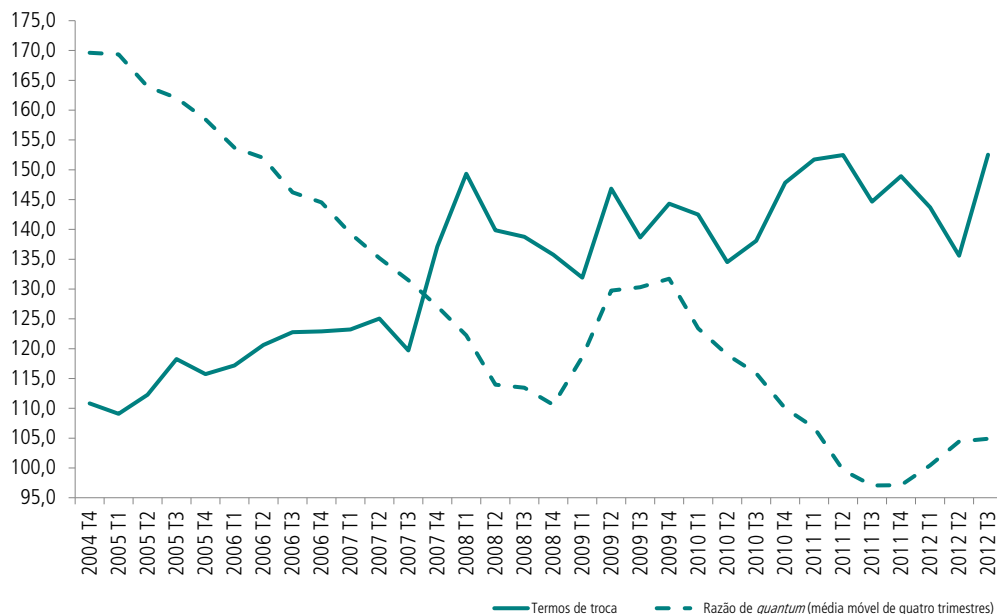
GRÁFICO 7.7  
**Argentina: saldo em transações correntes e seus principais componentes**  
 (Médias móveis de quatro trimestres, em US\$ milhões)



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

Quando a atividade econômica já se recuperara da crise, o inevitável crescimento das importações tinha o potencial de comprometer os saldos comerciais, mas a expansão da demanda mundial e dos preços das *commodities* agrícolas gerou ganhos importantes de termos de troca que compensaram a redução da razão de *quantum* (crescimento mais acelerado do *quantum* de importações em relação ao das exportações). O gráfico 7.8 ilustra que esse movimento perdurou até meados de 2011, quando uma redução abrupta dos termos de troca gerou uma rápida deterioração do saldo comercial.

GRÁFICO 7.8  
**Argentina: termos de troca e razão de *quantum***  
 (1993 = 100)



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

O saldo em transações correntes reduzia-se rapidamente – e chegou a tornar-se negativo no terceiro e no quarto trimestre de 2011. Nessa mesma época, o país começou a registrar um movimento especulativo de fuga de capital, refletido em um ágio crescente entre o dólar paralelo (lá chamado de *blue*) e o oficial. O governo reagiu em duas frentes. Apertou os controles cambiais, para estancar a fuga de capital, e estabeleceu novas restrições às importações, sendo a mais importante delas a exigência de uma Declaração Juramentada Antecipada de Importação, permitindo ao governo, na prática, exercer controle direto sobre o volume importado a cada momento.

Estas medidas foram eficazes em reverter a tendência negativa do saldo em transações correntes, que fechou o ano de 2012 em território positivo, mas trouxeram efeitos colaterais negativos, especialmente sobre a atividade industrial, que foi prejudicada pela dificuldade na importação de insumos, e sobre a inflação, por restringir ainda mais a oferta doméstica de bens. O Brasil foi especialmente afetado por essas restrições, que, conjugadas às restrições impostas anteriormente e à desaceleração da atividade econômica no país, fizeram com que as exportações brasileiras para a Argentina sofressem queda de 20%, destacadamente nas vendas de bens manufaturados, que representam mais de 90% da pauta brasileira para aquele país.

A melhoria dos números da balança comercial deve levar as autoridades argentinas a aliviar gradativamente as restrições às importações ao longo de 2013, tendo em vista inclusive seus impactos positivos sobre a indústria e a inflação. Em janeiro, por exemplo, foi eliminada a exigência de licenças prévias de importação para produtos têxteis, calçados e outros quinze itens. Entretanto, tendo em vista a pouca margem de que o país dispõe em termos de déficit externo, a eliminação das restrições será feita de forma cuidadosa e ocorrerá em fina sintonia com a evolução das exportações e das importações que, por sua vez, dependem do comportamento dos termos de troca e da velocidade e intensidade da recuperação da atividade econômica, em especial da indústria.

# **NOTAS TÉCNICAS**

## **IDENTIFICANDO A DEMANDA E A OFERTA DE CRÉDITO BANCÁRIO NO BRASIL**

Mário Jorge Mendonça  
Adolfo Sachsida

## **UMA ANÁLISE ECONOMÉTRICA DA EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA NO PERÍODO 2002-2012**

Marco A. F. H. Cavalcanti

## **O COMPORTAMENTO E OS DETERMINANTES DAS REMESSAS DE LUCROS E DIVIDENDOS NO BRASIL**

Fernando J. Ribeiro  
Leonardo Mello de Carvalho





# NOTA TÉCNICA

## IDENTIFICANDO A DEMANDA E A OFERTA DE CRÉDITO BANCÁRIO NO BRASIL

Mário Jorge Mendonça\*  
Adolfo Sachsida\*

### INTRODUÇÃO

Um ponto que merece destaque diz respeito ao entendimento de como se processa o equilíbrio no mercado de crédito no Brasil. Especificamente, quando se fala de equilíbrio de mercado, a referência que se faz é à determinação das funções de oferta e demanda desse mercado. Assim sendo, ao se referir ao volume total de crédito e à taxa média de juros, se está falando da quantidade e preço de equilíbrio desse mesmo mercado. Como assinalam Bernanke e Gertler (1995), com exceção de certas circunstâncias, o crédito não se configura como uma força exógena.<sup>1</sup> A condição creditícia deve ser considerada como um fator endógeno, influenciando na resposta dinâmica de uma mudança na política monetária. Esta nota técnica tem como objetivo estimar um sistema de oferta e demanda de crédito bancário no Brasil. Isso é feito a partir do emprego de dados agregados entre junho de 2000 e agosto de 2012, para os segmentos de crédito de pessoa física (PF) e pessoa jurídica (PJ). O entendimento de como se dá o equilíbrio neste mercado é fundamental, pois somente a partir disso é possível avançar na discussão sobre a importância do canal do crédito sobre outras variáveis macroeconômicas.

### MODELO DE DEMANDA E OFERTA DE CRÉDITO

Coelho *et al.* (2012) procuram identificar a demanda e a oferta de crédito através da heterocedasticidade. Segundo os autores, em períodos de alta volatilidade da taxa de juros, induzida pela volatilidade da política monetária, a variância da oferta de crédito aumenta muito em relação à demanda. Se tal hipótese for correta, em períodos de alta variância, a oferta se desloca mais que a demanda. Isso seria como se ter uma variável instrumental que deslocasse a oferta mais do que a demanda na média, o que possibilita a identificação das curvas de oferta e demanda. Neste estudo, será considerado um modelo de demanda e oferta de crédito simultaneamente determinado pelas seguintes equações:

$$y_t^d = \beta_1 + \beta_2 r_t + \beta' X_t^d + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$y_t^s = \alpha_1 + \alpha_2 r_t + \alpha' X_t^s + v_t \quad (2)$$

$$y_t^d = y_t^s \quad (3)$$

onde  $y_t^d$  é a demanda por crédito no período  $t$ ;  $r_t$ , a taxa de financiamento;  $X_t^d$ , um conjunto de variáveis de controle que explicam a demanda;  $y_t^s$ , a oferta de crédito; e  $X_t^s$ , um conjunto de variáveis de controle que atuam sobre a oferta. Espera-se que  $\beta_2$  tenha sinal negativo enquanto  $\alpha_2$  seja positivo.

Coelho *et al.* (2012) usam um sistema de equações simultâneas para definir a demanda e a oferta de crédito tal como abaixo:

$$y_t = \gamma_1 + \gamma_2 r_t + \gamma' Z_t^1 + \varphi_t \quad (1')$$

$$r_t = \delta_1 + \delta_2 y_t + \delta' Z_t^2 + \tau_t \quad (2')$$

\* Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. E-mail: mario.mendonca@ipea.gov.br.  
Adolfo Sachsida: sachsida@hotmail.com.

1. Da tradução de *primitive driving force*.

Neste sistema, faz-se com que a equação (1') ilustre a demanda, enquanto a equação (2') seja equação de oferta. O sinal esperado para  $\gamma_2$  é negativo, enquanto  $\delta_2$  é positivo. Contudo, pensa-se que um sistema representado pelas equações (1), (2) e (3) permite identificar com maior clareza um sistema de demanda e oferta. Esta representação segue o modo tradicional de ilustrar um sistema de demanda e oferta.

Neste estudo, trabalhar-se-á com dados agregados relativos à concessão de crédito com recursos livres e a taxa média de financiamento para o período entre junho de 2000 e agosto de 2012. A análise irá se concentrar nas duas vertentes principais, que são as concessões de crédito às PFs e PJs, pois pessoas e empresas têm diferentes determinantes para as funções de oferta e demanda de crédito. Em relação à equação de demanda por crédito, são usadas como variáveis de controle o Produto Interno Bruto (PIB) e a taxa de desemprego (DESP). Ambas as variáveis visam captar o efeito do nível de atividade sobre a demanda de empréstimos. Espera-se que o PIB e a taxa de desemprego apresentem, respectivamente, sinais positivo e negativo.

No que se refere à oferta de crédito, faz-se uso das seguintes variáveis explicativas: a taxa de juros do certificado de depósito bancário (CDB), a inadimplência (INADPJ ou INADPF) e a taxa de inflação (INFLA). Além dessas, usa-se também, no caso do crédito concedido à PF, uma variável *dummy* (D04) com o objetivo de captar as mudanças institucionais ocorridas no mercado de crédito a partir de 2004, a exemplo da regulamentação do crédito consignado.<sup>2</sup> Com relação aos sinais esperados para a equação (2), tendo em vista que o CDB reflete o custo de captação, tem-se que essa variável deve apresentar sinal positivo. No caso da inadimplência, um aumento desta deve diminuir a oferta de recursos para empréstimo, enquanto deve aumentar a taxa de financiamento. Assim, INADPJ (INADPF) deve apresentar sinal negativo em (2) e negativo em (2'). A inflação naturalmente deve aumentar a taxa de financiamento, pois reflete perda de receita para o prestador. Portanto, espera-se que a variável INFLA possua sinal negativo em (2), enquanto positivo em (2'). No que diz respeito à variável *dummy* D04, a introdução do sistema de crédito consignado constitui uma medida de garantia importante para prestadores. Assim, espera-se obter na equação (2), estimada para PF, sinal positivo; enquanto o sinal esperado na equação (2') seja negativo.

Deve-se ainda ressaltar que foi excluído do total do crédito para PF o financiamento para veículos, pois o governo vem atuando de diversas formas neste segmento do crédito por razões de política econômica. Estas intervenções, entende-se, colocam dúvida quanto à concessão de crédito para aquisição de veículo ser enquadrada como sendo concessão de crédito livre. As variáveis usadas neste estudo são descritas da seguinte forma:

- 1) CONCPF (CONCPJ): concessões de crédito livremente compactuadas entre mutuários e instituições financeiras acumuladas no mês. Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
- 2) JURPJ: taxa média mensal (prefixada, pós-fixada e flutuante) das operações de crédito para PJ com recursos livres referenciais. Fonte: BCB.
- 3) JURPF: taxa média mensal (anualizada) prefixada das operações de crédito para PF com recursos livres referenciais para taxa de juros. Fonte: BCB.
- 4) INADPF (INADPJ): inadimplência acima de noventa dias – total geral. Fonte: BCB.
- 5) CDB: taxa média de captação ao ano. Fonte: BCB.
- 6) INFLA: taxa anual de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), medida em  $t$  em relação  $t - 12$  meses. Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
- 7) PIB: índice mensal do PIB. Fonte: BCB.
- 8) DESP: taxa de desemprego aberto de trinta dias, divulgada na Pesquisa Mensal de Emprego (PME). Fonte: IBGE.

## ESTRATÉGIA DE IDENTIFICAÇÃO E RESULTADOS

Desnecessário dizer que o modelo de oferta e demanda de crédito apresenta problemas de endogeneidade e, portanto, foi necessário usar tratamento econométrico específico para lidar com esse problema. A estratégia de identificação empregada segue os seguintes passos: primeiro, estima-se a função de demanda com base no método de Variáveis Instrumentais – Instrumental Variables (IV) – e Método de Momentos Generalizados – Generalized Method of Moments (GMM). Em segundo lugar, aplicam-se os testes usuais, de modo a certificar que, de fato, há problemas de endogeneidade, assim como para verificar se a regressão estimada não apresenta problemas de especificação, tal como heterocedasticidade, instrumentos fracos, subidentificação etc. Por fim, faz-se uso do Método de Mínimos Quadrados em Três Estágios – Three Stage Least Squares (3SLS) –, para estimar os modelos (1), (2) e (3) ou (1') e (2') conjuntamente.

2. Esta regulamentação entrou em vigor em dezembro de 2003.

As tabelas 1 e 2 apresentam os resultados dos procedimentos econométricos. A tabela 1 estima a função de demanda por concessão de crédito, usando os métodos IV e GMM, enquanto a tabela 2 mostra a estimativa realizada por meio do método 3SLS, no modelo de equações simultâneas para demanda e oferta de crédito. Conforme pode ser visto na tabela 1, os sinais para equação de demanda tanto de PF como de PJ estão todos em conformidade com o esperado. A demanda reage negativamente tanto à taxa de financiamento quanto ao desemprego, e, positivamente, ao PIB. Estes dois últimos resultados indicam que a demanda por crédito é pró-cíclica. Ressalta-se que a elasticidade da demanda de crédito para PJ é bem superior àquela obtida para PF. Isso pode significar que o emprestador tem um poder de controlar a taxa de juros no segmento de PF bem maior que no segmento de PJ.

TABELA 1  
Equação de demanda de crédito<sup>1</sup>

	CONCPJ		CONCPF	
	IV	GMM	IV	GMM
JURPF	–	–	–0.002 (0.009)	–0.003 (0.000)
JURPJ	–0.014 (0.000)	–0.016 (0.000)	–	–
DESP	–0.016 (0.073)	–0.018 (0.039)	–0.016 (0.004)	–0.014 (0.023)
PIB	0.296 (0.000)	0.238 (0.041)	0.766 (0.000)	0.876 (0.000)
CTE	8.424 (0.000)	9.220 (0.000)	1.506 (0.000)	2.557 (0.000)
OBS	133	133	133	133
Teste de Pagan-Hall	19.289 (0.003)	–	0.697 (0.994)	–
Teste de subidentificação	70.098 (0.000)	39.351 (0.000)	109.259 (0.000)	120.882 (0.000)
Teste de Sargan/Hansen	111.874 (0.000)	39.211 (0.000)	8.167 (0.042)	8.167 (0.043)
R <sup>2</sup> parcial	0.76	0.78	0.85	0.87
Teste de Stock-Yogo	37.098 (0.000)	53.594 (0.000)	144.967 (0.000)	152.331 (0.000)
Teste de Durbin-Wu-Hausman	12,035 (0.000)	–	8,654 (0.000)	–

Elaboração dos autores.

Nota: <sup>1</sup> Variáveis instrumentalizadas: JURPF/JURPJ; instrumentos: CDB, INFLA e INADPF/INADPJ; as variáveis PIB, CONCPF e CONCPJ estão em logaritmo.

Será analisado, então, se esse resultado permanece quando se adota um modelo que estima conjuntamente as equações de demanda e oferta de crédito. Como pode ser visto na tabela 2, os resultados obtidos para a função de demanda, colunas 1 e 2, estão claramente em conformidade com aqueles observados na tabela 1. Portanto, pode-se conjecturar acerca das funções estimadas de oferta que aparecem nas colunas 3 a 7 da tabela 2. Nas colunas 3 e 4, têm-se os resultados da função de oferta de crédito para PJ com base, respectivamente, nos modelos das equações (2) e (2'). Observa-se que todas as variáveis apresentam os sinais esperados. Na coluna 3, verifica-se que, quanto maior a taxa de juros do financiamento, maior será a oferta de crédito; de maneira semelhante, quanto maior for o custo de captação, representado pela variável CDB, menor será a oferta de crédito. Na coluna 4, a taxa de juros responde positivamente ao aumento do CDB. No caso da inflação, observa-se que esta variável tem efeito negativo sobre a quantidade de crédito ofertado e impacto positivo sobre a taxa de juros do financiamento. Assim, no caso de PJ, todos os sinais obtidos para a função de oferta estão em conformidade com o esperado.

Veja-se o que se pode falar acerca dos resultados obtidos para equação de oferta, no segmento de PF, que são mostrados nas colunas 5 a 7. Notadamente, verifica-se na coluna 5 que os sinais obtidos para as variáveis JURPF e INDPF, embora sejam significativos, são contrários aos esperados. Também na coluna 6, o sinal da variável CONCPF não condiz com a teoria. Conjecturam-se algumas razões para explicar esse fato. Primeiro, é possível que o modelo não esteja bem especificado, no sentido em que não se usam as VIs adequadas. Entretanto, cabe ressaltar que o teste aplicado na coluna 4 da tabela 1 não detectou evidência de que os instrumentos sejam fracos. É possível, ainda, que o conjunto de instrumentos não atenda à condição de ortogonalidade com o distúrbio. Contudo, pode-se dizer que, no caso da PF, não é possível determinar a curva de oferta de crédito desse segmento. Isso ocorreria devido a um poder de mercado decorrente do alto grau de concentração bancária. O mesmo não ocorre para a categoria de PJ, porque as firmas têm como substituir o crédito bancário.

TABELA 2

**Sistema demanda *versus* oferta de crédito**

	Demanda 3SLS		Oferta 3SLS				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	CONCPJ Equação (1)	CONCPF Equação (1)	CONCPJ Equação (2)	JURPJ Equação (2')	CONCPF Equação (2)	JURPF Equação (2')	JURPF Equação (2')
CONCPJ	–	–		13.65 (0.000)	–	–	–
CONCPF	–	–	–	–	–	–16.67 (0.000)	–
JURPJ	–0.011 (0.000)		0.072 (0.000)	–	–	–	–
JURPF		–0.002 (0.000)	–	–	–0.056 (0.000)	–	–
DESP	–0.154 (0.086)	–0.016 (0.004)	–	–	–	–	–
PIB	0.350 (0.000)	0.732 (0.000)	–	–	–	–	–
CDB			–0.576 (0.000)	0.796 (0.000)	0.107 (0.000)	1.756 (0.000)	1.931 (0.000)
INADPJ			–0.070 (0.015)	0.979 (0.005)	–	–	–
INADPF	–	–	–	–	0.131 (0.000)	1.530 (0.000)	2.119 (0.000)
INFLA	–	–	–0.043 (0.000)	0.604 (0.000)	0.018 (0.000)	0.150 (0.000)	0.223 (0.025)
D04	–	–	–	–	–	–4.063 (0.000)	–4.258 (0.000)
CTE	7.632 (0.000)	1.967 (0.105)	10.73 (0.000)	146.32 (0.000)	11.48 (0.000)	204.28 (0.000)	108.77 (0.000)
OBS	133	133	133	133	133	133	133

Elaboração dos autores.

Com base nesta última observação, admite-se o fato de que não existe causalidade reversa, no sentido de que apenas a taxa de juros afeta a demanda por crédito e não o contrário, como parece ser o caso. Ao eliminar esta endogeneidade, pode-se estimar a equação para a variável JURPF tal como aparece na equação (7). Tem-se, agora, que todos os resultados estão de acordo com o esperado. Por fim, deve-se destacar que o sinal negativo obtido para a variável *dummy* D04, introduzida como meio de captar o efeito do crédito consignado, produz evidência de que, de fato, tal alteração promoveu o crédito na medida em que reduziu a taxa de juros.

**COMENTÁRIOS FINAIS**

A seguir, serão listadas as principais conclusões desta nota técnica, tendo em vista os resultados apresentados.

- 1) A demanda por crédito é pró-cíclica, reagindo negativamente ao desemprego e positivamente ao PIB.
- 2) A elasticidade-preço da demanda por crédito para PJ é maior do que a obtida para PF, corroborando o fato de que as empresas possuem outras fontes de financiamento.
- 3) Não foi possível determinar a curva de oferta de crédito para PF. Este fato parece indicar que não existe causalidade reversa, no sentido em que, nesta categoria, a demanda não exerce impacto sobre a taxa de empréstimo.
- 4) Observam-se os sinais esperados para inadimplência, taxa de captação e inflação, nas funções de oferta de crédito, em ambos os segmentos (PF e PJ).
- 5) Constatou-se que a introdução do crédito consignado no segmento de PF fez cair o custo do empréstimo.

Como mencionado por Araújo (2012), o governo tem usado uma política ativa de expansão do crédito no Brasil. Isso ocorreu, sobretudo, a partir da eclosão da crise financeira de 2008, em face da possível retração na oferta de crédito por parte das instituições bancárias privadas. Este aumento do crédito, proporcionado majoritariamente pelos bancos públicos, baseia-se na ideia de se operacionalizar uma política monetária contracíclica para combater os efeitos da crise internacional. Contudo, é preciso levar em consideração que qualquer agregado de crédito é simultaneamente determinado pelas forças de demanda e oferta, o que pode ajudar a compreender o porquê de a atividade econômica ter se mantido baixa no período recente, apesar do emprego ativo da política monetária na expansão do crédito.

## REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, V. L. **Preferência pela liquidez dos bancos públicos no ciclo de expansão do crédito no Brasil: 2003-2010**. Brasília: Ipea, 2012 (Texto para Discussão, n. 1.717).
- BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. **Journal of economic perspectives**, Pittsburgh, v. 9, n. 4, p. 27-48, 1995.
- COELHO, C. A. *et al.* **Identifying credit supply and demand in Brazil through heteroskedascity**. Rio de Janeiro: Ipea, 2012 (Série Seminários Dimac, n. 41).



# NOTA TÉCNICA

## UMA ANÁLISE ECONOMETRICA DA EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA NO PERÍODO 2002-2012

Marco A. F. H. Cavalcanti\*

### INTRODUÇÃO

Após crescer apenas 0,3% em 2011 (na média do ano), a produção da indústria de transformação brasileira fechou 2012 com queda de 2,7%. As possíveis razões para o mau desempenho recente do setor industrial são várias e têm sido discutidas por vários economistas e analistas (Bacha, 2013; Pastore, Gazzano e Pinotti, 2013; Parnes e Hartung, 2013; Goldfajn e Bicalho, 2013). Esta nota apresenta um exercício econométrico, visando contribuir para este debate – e, mais especificamente, com o objetivo de identificar os principais determinantes das flutuações da produção industrial brasileira no período 2002-2012 e estimar a contribuição de cada um na geração de níveis relativamente baixos de produção nos últimos dois anos.

### METODOLOGIA E DADOS

A metodologia empírica envolve a análise de funções de resposta a impulso, decomposição de variância dos erros de previsão e decomposição histórica a partir de um Modelo Autorregressivo Vetorial (VAR). Os passos básicos da análise,<sup>1</sup> baseada em dados mensais para o período janeiro de 2002-dezembro de 2012, são descritos adiante.<sup>2</sup>

#### Especificação e estimação do modelo VAR na forma reduzida

O primeiro passo da análise empírica é a estimação de um modelo VAR (na forma reduzida), incluindo como variáveis endógenas, além da própria produção industrial (em logaritmo), outras variáveis domésticas e externas que, de acordo com a teoria econômica, sejam possíveis candidatas a explicar a evolução da produção na indústria. Tendo em vista que a inclusão simultânea de todas as possíveis variáveis relevantes, no modelo, não é viável (por uma questão de graus de liberdade na estimação), foram testadas especificações com diferentes subconjuntos de variáveis.

Na especificação básica do modelo VAR, foram usadas as variáveis endógenas listadas a seguir:

- v1 – índice de preço de *commodities*, exclusive combustíveis – Fundo Monetário Internacional (FMI) –, em logaritmo;
- v2 – índice de *quantum* das importações mundiais (FMI), dessazonalizado, em logaritmo;
- v3 – índice de produção da indústria de transformação, dessazonalizado – Pesquisa Industrial Mensal - Pessoa Física do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (PIM-PF/IBGE) –, em logaritmo;
- v4 – indicador de estoques da indústria de transformação, definido como a diferença entre a proporção de empresas que afirmaram ter estoques “excessivos” e a proporção de empresas que afirmaram ter estoques “insuficientes” – Fundação Getulio Vargas (FGV);
- v5 – custo da hora trabalhada na indústria, calculada como a razão entre a folha de pagamento na indústria e o número de horas pagas – Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes/IBGE) – e deflacionada pelo Índice de Preços por Atacado (IPA)-produtos industriais/FGV;
- v6 – taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) acumulada no mês, anualizada – Banco Central do Brasil (BCB); e
- v7 – expectativa de inflação para os próximos doze meses, apurada no último dia do mês (*Focus*/BCB).

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

1. Para uma discussão mais detalhada dos métodos subjacentes, ver Lutkepohl (2007).

2. A definição deste período amostral deveu-se a restrições de dados para algumas variáveis, em particular a variável de “expectativa de inflação” (e as taxas de juros reais *ex ante* correspondentes), disponível apenas a partir do segundo semestre de 2001.



Além das variáveis endógenas, o modelo incluiu uma constante, uma tendência determinística e um conjunto de variáveis binárias (*dummies*) referentes aos meses de setembro, outubro e novembro de 2002 e novembro e dezembro de 2008 – períodos caracterizados por variações muito atípicas nos indicadores analisados, associadas, respectivamente, ao processo eleitoral de 2002 no país e à crise financeira global de 2008.

A ordem de defasagem das variáveis endógenas do VAR foi escolhida com base no Critério de Informação de Schwarz, sujeito às restrições de que o modelo não apresentasse autocorrelação residual significativa e satisfizesse o critério de estabilidade paramétrica.<sup>3</sup>

Nas especificações alternativas, uma ou mais das variáveis citadas foram substituídas por alguma das seguintes variáveis:

- VIX – Índice de Volatilidade do Chicago Board Options Exchange;
- PMI – Purchasing Manager’s Index Global, indústria (JPMorgan);
- *Spread* ajustado das taxas de retorno de títulos privados nos Estados Unidos com classificação CCC ou inferior, relativamente aos títulos do Tesouro dos Estados Unidos (Bank of America Merrill Lynch);
- Taxa de câmbio R\$/US\$, venda, média no mês (BCB);
- Taxa de câmbio efetiva real (BCB);
- Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE), em logaritmo;
- Taxa SELIC real, definida como a diferença entre a taxa nominal e a inflação esperada;
- Taxa *Swap* DI-Pré real, definida como a diferença entre a taxa nominal e a inflação esperada;
- Risco país, medido pelo Emerging Market Bond Index (Embi)-Brasil/JPMorgan);
- Arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI)/Receita Federal, deflacionado pelo IPA-produtos industriais/FGV.

Além disso, testou-se também a exclusão de uma ou mais das variáveis *dummies* citadas anteriormente. Todas as especificações alternativas se revelaram piores do que a especificação básica sob pelo menos um critério de diagnóstico (teste de autocorrelação e/ou teste de estabilidade). Ainda assim, cabe notar que grande parte dos resultados das simulações apresentadas a seguir pouco se alterou, pelo menos em termos qualitativos, sob as especificações alternativas.

### Identificação do modelo VAR na forma estrutural

O segundo passo da análise é a identificação do modelo VAR na forma estrutural, a partir do qual é possível estimar os efeitos sobre cada variável do sistema, oriundos de “choques” nas demais variáveis (ou seja, os efeitos de variações “exógenas” em certa variável, que não representem simplesmente a reação dessa variável a movimentos nas outras variáveis do modelo). Este é provavelmente o passo mais difícil e controverso da análise, pois a identificação do componente “exógeno” de cada variável pode ser feita a partir de múltiplos métodos, cada um dos quais apresenta suas próprias limitações e deficiências.

Adotou-se como método básico de identificação o procedimento de ortogonalização dos resíduos do VAR, com base na chamada “decomposição de Cholesky”, que pressupõe “choques estruturais” não correlacionados entre si e impõe uma estrutura recursiva à matriz de relações contemporâneas entre as variáveis do modelo, de modo que a primeira variável não possa ser afetada contemporaneamente por nenhuma das demais, a segunda possa ser afetada apenas pela primeira, a terceira possa ser afetada pelas duas primeiras – e assim por diante. Dada certa “ordenação causal” das variáveis sob análise, o modelo é exatamente identificado, e é possível obter estimativas dos choques estruturais em cada variável e de seus respectivos efeitos sobre as demais variáveis do sistema. A principal dificuldade desse método de identificação reside na apresentação de argumentos convincentes em favor de uma estrutura recursiva com certa ordenação causal específica.

No caso em questão, a “ordenação causal” adotada foi:  $v_1-v_2-v_3-v_4-v_5-v_6-v_7$ . Procura-se justificar essa ordenação causal com base nos argumentos a seguir.

- 1) Considerando o Brasil um “país pequeno”, as variáveis externas ( $v_1$  e  $v_2$ ) devem preceder as variáveis domésticas, pois não são por estas afetadas. Dado que não há a pretensão de isolar os efeitos de cada variável externa sobre a produção doméstica, a ordenação entre as variáveis  $v_1$  e  $v_2$  é irrelevante.
- 2) É razoável supor que haja uma defasagem de pelo menos um mês entre o momento em que as decisões de produção são tomadas e o momento em que a produção efetivamente ocorre, de modo que a produção industrial

3. Foram utilizadas, respectivamente, as versões multivariadas do teste do multiplicador de Lagrange – testando-se a presença de autocorrelação residual para todas as ordens de defasagem até a 12ª – e do “teste preditivo de Chow” (*forecast Chow*, conforme terminologia de Lutkepohl, 2007) – no qual se testou a ocorrência de uma possível quebra nos parâmetros do modelo para todas as possíveis datas a partir de outubro de 2008.

(v3) não deve ser afetada pelas demais variáveis domésticas no mês corrente. Esta hipótese só seria violada caso tais “choques” fossem antecipados previamente pelos empresários, com uma antecedência superior à defasagem temporal na implementação das decisões de produção – o que parece implausível.

- 3) A expectativa de inflação (v7) é uma variável que, por sua própria natureza, pode mudar de nível rapidamente em função de variações no ambiente econômico, sendo razoável permitir que responda contemporaneamente aos choques nas demais variáveis – especialmente por se tratar de variável observada no último dia do mês.
- 4) Por fim, a ordenação causal entre o nível de estoques (v4), o custo das horas trabalhadas (v5) e a taxa SELIC (v6) não é clara. Supõe-se, aqui, que os estoques e o custo do trabalho demorem pelo menos um mês para reagir às variações inesperadas na taxa SELIC, ao passo que esta pode reagir contemporaneamente aos choques nas outras duas – possivelmente, em decorrência da capacidade de o BCB antecipar parcialmente o comportamento dessas variáveis por meio de sistemas de indicadores antecedentes/coincidentes.

Com o objetivo de verificar a robustez dos resultados obtidos em relação à adoção de diferentes hipóteses de identificação, foram testadas também outras restrições sobre a matriz de relações contemporâneas do modelo estrutural, invertendo-se a ordenação causal ou permitindo-se simultaneidade entre algumas variáveis (em particular, entre v4, v5 e v6) – sendo zerados, neste último caso, um ou mais coeficientes adicionais da matriz de relações contemporâneas. Sob os esquemas de identificação alternativos, os resultados da análise são relativamente pouco afetados.

### **Análise do modelo: funções de resposta a impulso, decomposição de variância e decomposição histórica**

Após a identificação do VAR estrutural, o modelo pode ser analisado a partir de funções de resposta a impulso (FRIs), decomposição de variância dos erros de previsão e decomposição histórica. As FRIs descrevem os efeitos de variações inesperadas nas variáveis do sistema sobre a trajetória de cada variável ao longo do tempo, ao passo que a decomposição de variância dos erros de previsão permite quantificar a relevância que, em média, os choques em cada variável do sistema possuem, na explicação das flutuações dessas variáveis em torno de seus valores previstos. Nesta nota, serão discutidas apenas a decomposição de variância e as respostas da produção industrial aos choques nas demais variáveis.

A decomposição histórica é uma forma alternativa de avaliar as contribuições dos choques estruturais na determinação da trajetória de cada variável do sistema. O exercício aqui apresentado visa estimar a contribuição das variáveis externas, tomadas conjuntamente, e de cada variável doméstica, tomada isoladamente, sobre a evolução da produção industrial no período 2011-2012. Esta estimação procede em duas etapas, conforme descrito a seguir.

- 1) Calcula-se a trajetória que teria sido observada para a produção industrial no período 2010-2012 na ausência de choques (em todas as variáveis do sistema).
- 2) Calcula-se a trajetória que teria sido observada para a produção industrial neste período, levando-se em consideração os choques estruturais efetivamente observados em cada variável (ou conjunto de variáveis, caso não haja interesse em isolar o efeito de cada uma).

A diferença entre a trajetória 2 e a trajetória 1 nos fornece uma estimativa do efeito dos choques em cada variável sobre a evolução da produção industrial no período considerado.

## **RESULTADOS**

### **Especificação básica do VAR**

O VAR básico foi estimado com quatro defasagens das variáveis endógenas. De acordo com os testes de diagnóstico realizados, o modelo parece compatível com as hipóteses nulas de ausência de autocorrelação residual e estabilidade paramétrica.<sup>4</sup> As FRIs, estimadas a partir do modelo na forma estrutural, são apresentadas nos gráficos a seguir, com intervalos de confiança a 95%, calculados pelo método de *bootstrap* de Hall (1992).

---

4. No caso dos testes de autocorrelação residual, testou-se a hipótese nula de ausência de autocorrelação para todas as ordens de defasagem até a 12ª; o menor valor-p associado a essa sequência de testes foi de 5,8%, relativo à terceira defasagem. Para todas as demais defasagens, o valor-p foi sempre superior a 10%. No caso do teste de estabilidade estrutural de Chow, testou-se a ocorrência de uma possível quebra nos parâmetros do modelo para todas as possíveis datas entre outubro de 2008 e outubro de 2012. Para todas as datas consideradas, o valor-p associado ao teste foi sempre superior a 10%, exceto no primeiro mês considerado. Mais do que indicar uma mudança nos parâmetros do modelo entre os dois subperíodos considerados, este resultado possivelmente indicaria a necessidade de incluir-se uma variável *dummy* adicional no modelo, referente a outubro de 2008. Dado o já elevado número de variáveis no modelo, optou-se por não fazê-lo na especificação básica. De qualquer forma, cabe destacar que foi estimada também uma especificação alternativa do VAR com a inclusão desta variável *dummy* adicional, e a maioria dos resultados aqui apresentados permaneceu basicamente inalterada – com exceção de certa perda de significância de algumas FRIs.

GRÁFICO 1  
Respostas da produção industrial aos choques no VAR básico (gráficos 1A a 1G)

GRÁFICO A  
Choque no preço de *commodities*

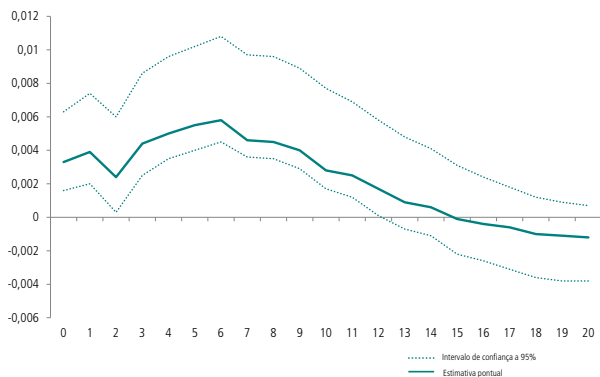


GRÁFICO B  
Choque nas importações mundiais

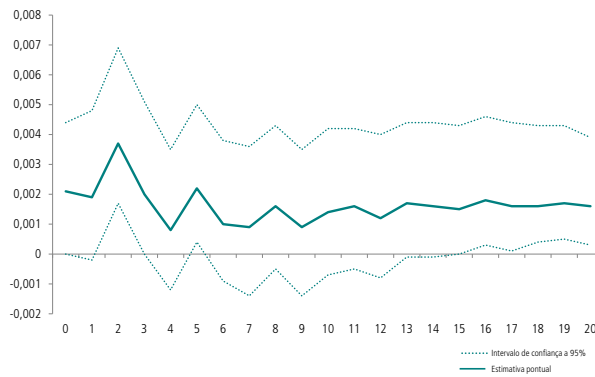


GRÁFICO 1C  
Choque na produção industrial

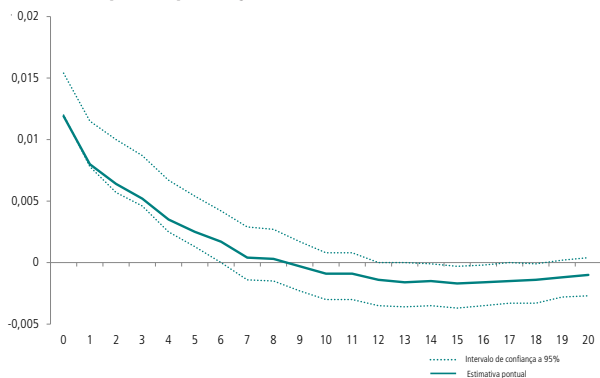


GRÁFICO 1D  
Choque nos estoques

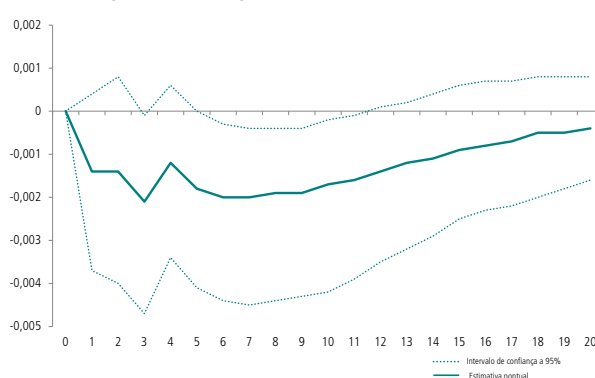


GRÁFICO 1E  
Choque no custo do trabalho

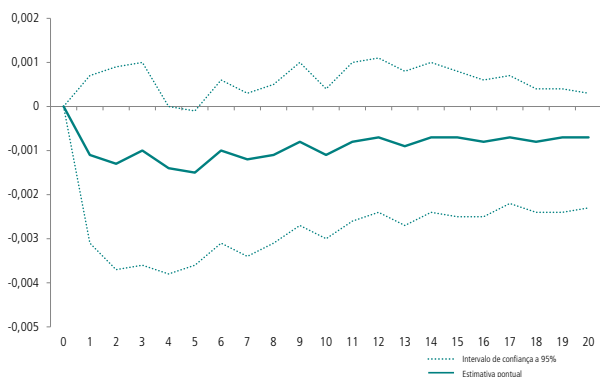


GRÁFICO 1F  
Choque na taxa SELIC

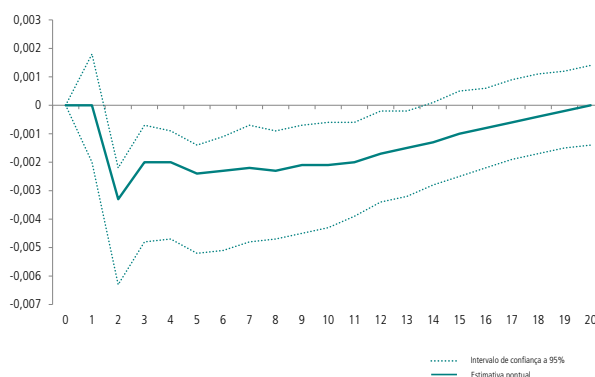
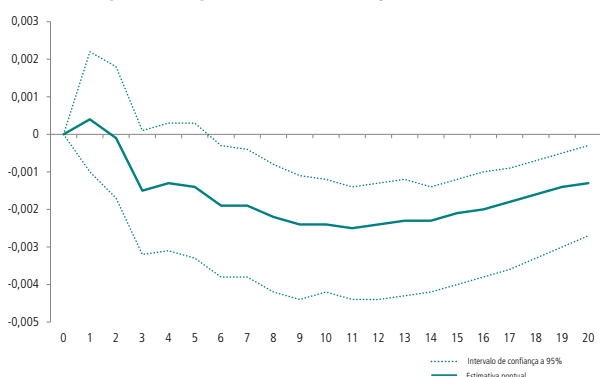


GRÁFICO 1G  
Choque na expectativa de inflação



Elaboração do autor.

As FRIs citadas parecem razoáveis, à luz da teoria econômica e de evidências de trabalhos anteriores.<sup>5</sup> Em particular, observa-se que a produção industrial aumenta em reação a choques positivos no comércio mundial e nos preços das *commodities*, e diminui após choques positivos nos estoques, no custo do trabalho, na taxa SELIC e na inflação esperada. Vale ressaltar que, apesar dos reduzidos graus de liberdade associados à estimação de um VAR relativamente “grande”, todas as FRIs apresentam-se estatisticamente significativas, mesmo que marginalmente, em algum momento do horizonte temporal considerado (vinte meses).

A interpretação econômica de algumas das respostas estimadas não é necessariamente trivial. A retração da produção industrial diante de um choque na inflação esperada, por exemplo, pode ser racionalizada de pelo menos duas formas distintas: de um lado, o aumento da inflação esperada poderia sinalizar o aumento futuro das taxas de juros, levando à expectativa de aumento de custos de produção e/ou redução de demanda e, portanto, à retração da produção por parte das empresas; e, de outro, é possível que, em certos momentos, o aumento da inflação esperada reflita maior incerteza do ambiente econômico, o que afetaria negativamente as decisões de produção e investimento na indústria.

A decomposição da variância dos erros de previsão (tabela 1) revela que os principais determinantes das flutuações da produção industrial em torno de seus valores esperados são, além de choques na própria variável – responsáveis por cerca de 40% da variância total para um horizonte de previsão vinte passos à frente – choques nas variáveis externas e na inflação esperada, que explicam, respectivamente, cerca de 36% e 12% da variância total no horizonte de vinte períodos. Vale notar que a proporção relativamente elevada da variância total explicada por choques na própria variável é um resultado usual na literatura VAR, refletindo uma possível omissão de variáveis, dada a impossibilidade de incluir número muito grande de variáveis neste tipo de modelo. Talvez o resultado que chame mais atenção seja a importância relativa dos choques externos na determinação das flutuações da produção industrial em torno de seus valores previstos, principalmente se considerarmos que o Brasil ainda é um país relativamente fechado. Este resultado pode indicar a necessidade de estudos visando entender em mais detalhes os mecanismos de transmissão dos choques externos à atividade doméstica.

TABELA 1

**Decomposição da variância dos erros de previsão da produção industrial no VAR básico, para diferentes horizontes de previsão**  
(Em %)

Períodos	Choques no preço de <i>commodities</i>	Choques nas importações mundiais	Choques na produção industrial	Choques nos estoques	Choques no custo do trabalho	Choques na taxa SELIC	Choques na inflação esperada
0	7,0	2,7	90,3	0,0	0,0	0,0	0,0
10	31,0	5,7	44,6	4,7	2,1	4,9	7,0
20	27,9	7,9	39,9	5,1	2,4	4,7	12,1

Elaboração do autor.

No exercício de decomposição histórica, calcula-se a diferença entre a trajetória que teria sido observada para a produção industrial, no período 2010-2012, na ausência de choques, e a trajetória que teria sido observada considerando-se apenas os choques em cada uma das variáveis domésticas, tomadas isoladamente, e nas variáveis externas, tomadas conjuntamente. A partir deste exercício, calcula-se a contribuição dos choques em cada variável do VAR para a taxa de crescimento da produção industrial nos anos de 2011 e 2012, conforme tabela 2.

TABELA 2

**Contribuição dos choques em cada variável do VAR básico para a taxa de crescimento da produção industrial em 2011 e 2012 (diferenças em relação à taxa de crescimento estimada na ausência de choques)**  
(Em pontos percentuais (p.p.))

Ano	Choques nas variáveis externas	Choques na produção industrial	Choques nos estoques	Choques no custo do trabalho	Choques na SELIC	Choques na inflação esperada
2011	2,14	-0,43	0,43	-0,04	-0,65	0,01
2012	-3,49	-0,07	0,02	0,14	-0,18	-0,64

Elaboração do autor.

Nota-se que, no período considerado, as variáveis cujos choques parecem ter sido mais relevantes na determinação do comportamento da indústria de transformação foram as externas, a taxa SELIC e a inflação esperada. É interessante observar que: *i*) a contribuição dos choques externos para o crescimento da produção industrial doméstica foi fortemente positiva em 2011 e fortemente negativa em 2012, com efeito líquido negativo para o período como um todo; *ii*) os choques na SELIC contribuíram para deprimir a atividade industrial, especialmente em 2011, ao passo que os choques na inflação esperada apresentaram contribuição negativa apenas em 2012, tendo sido “neutros” no ano anterior; e *iii*) os choques nos estoques e no custo do trabalho não parecem ter sido fontes relevantes de desaceleração da indústria neste período.

5. As FRIs referentes às demais variáveis do modelo também parecem razoáveis, à luz da literatura econômica. Os resultados completos da análise podem ser solicitados ao autor.

É importante que os resultados apresentados sejam interpretados adequadamente. Estes resultados não significam que a evolução do nível de estoques e do custo do trabalho na indústria não tenham tido nenhum impacto sobre a atividade do setor; de fato, a evolução destas variáveis em resposta a outros choques na economia pode ter impactado o desempenho industrial no período. O que os resultados sugerem é que estas variáveis não forneceram impulsos “exógenos” (isto é, desvinculados da evolução das demais variáveis do modelo) muito significativos, no sentido de desacelerar a indústria no período. De forma análoga, a contribuição negativa dos choques na taxa SELIC para o crescimento industrial não deve ser confundida com uma suposta contribuição negativa da redução observada nesta taxa durante boa parte do período.<sup>6</sup> A interpretação adequada é que os desvios da taxa SELIC em relação à sua trajetória esperada (a partir da observação do ambiente econômico como um todo) contribuíram para desaquecer a atividade industrial. De fato, ao analisarmos em mais detalhes os resultados do exercício, observamos que os choques na SELIC empurraram a taxa, durante a maior parte de 2011, para níveis acima da trajetória que seria esperada na ausência de choques – produzindo, assim, impacto negativo sobre a indústria (em conformidade com as FRIs apresentadas anteriormente).

Outro resultado interessante é que o modelo já projetava, após a queda observada no final de 2008 e início de 2009, forte recuperação da produção industrial, em 2010, e uma natural desaceleração cíclica, em 2011, mesmo na ausência de choques.

### Especificações alternativas do VAR

Foram testadas diversas especificações alternativas do VAR. A seguir, apresentam-se apenas os resultados do exercício de decomposição histórica das seguintes especificações, consideradas válidas a partir da realização dos testes de diagnóstico citados (testes de autocorrelação e estabilidade estrutural):

- “VAR alternativo 1” – exclui do VAR básico a variável de estoques; e
- “VAR alternativo 2” – exclui do VAR básico as variáveis “taxa SELIC” e “inflação esperada”, substituindo-as pelas variáveis Taxa *Swap* DI-Pré real e Risco país (Embi-Brasil).

Outras especificações também foram consideradas válidas, mas seus resultados se diferenciam muito pouco daqueles aqui apresentados. Além disso, tanto para o VAR básico como para as versões alternativas do modelo, foram testadas diferentes hipóteses de identificação do modelo estrutural, obtendo-se poucas diferenças nos resultados de interesse. Cabe notar que nenhuma das especificações que incluíram medidas de taxa de câmbio (nominal ou real) revelou-se satisfatória no que se refere aos testes de diagnóstico – o que pode indicar a necessidade de abordagens diferentes para tentar modelar o comportamento dessa variável e suas inter-relações com as demais variáveis macroeconômicas.

As tabelas 3 e 4 apresentam a decomposição histórica para as versões alternativas do VAR citadas anteriormente. Observa-se que: *i*) a conclusão quanto à relevância dos choques externos permanece válida; *ii*) a especificação 1 corrobora a contribuição negativa dos choques na SELIC e na inflação esperada para a produção industrial do período; e *iii*) de acordo com a especificação 2, os choques nos estoques e no custo do trabalho podem ter tido impacto não desprezível sobre a atividade industrial em 2012.

TABELA 3

**Contribuição dos choques em cada variável do “VAR alternativo 1” para a taxa de crescimento da produção industrial em 2011 e 2012 (diferenças em relação à taxa de crescimento estimada na ausência de choques)**  
(Em p.p.)

Ano	Choques nas variáveis externas	Choques na produção industrial	Choques no custo do trabalho	Choques na SELIC	Choques na inflação esperada
2011	2,47	-0,5	0,01	-0,49	0,01
2012	-3,06	-0,07	0,14	-0,39	-0,64

Elaboração do autor.

TABELA 4

**Contribuição dos choques em cada variável do “VAR alternativo 2” para a taxa de crescimento da produção industrial em 2011 e 2012 (diferenças em relação à taxa de crescimento estimada na ausência de choques)**  
(Em p.p.)

Ano	Choques nas variáveis externas	Choques na produção industrial	Choques nos estoques	Choques no custo do trabalho	Choques na taxa de juros real	Choques no Risco País
2011	1,65	-1,18	0,27	-0,02	-0,92	0,34
2012	-3,42	-1,46	-0,36	-0,38	0,39	-0,25

Elaboração do autor.

6. A meta da Taxa SELIC caiu de 12,5% ao ano (a.a.), em julho de 2011, para 7,25% a.a., em outubro de 2012.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta nota foi contribuir para o debate sobre as causas da desaceleração da indústria de transformação brasileira no período 2011-2012. De acordo com os resultados apresentados, as variáveis cujos choques parecem ter sido mais relevantes na determinação do comportamento da indústria no período foram as variáveis externas, a taxa SELIC e a inflação esperada; em uma das especificações do modelo estimado, choques nos estoques e no custo do trabalho também exerceram impacto negativo relevante sobre a produção industrial.

É importante ressaltar que tais resultados se referem à relevância de impulsos “exógenos” em cada variável (isto é, desvinculados da evolução das demais variáveis do modelo), no sentido de desacelerar a indústria no período. O fato de os “choques” em algumas variáveis se revelarem relativamente pouco importantes para explicar a evolução da produção industrial no período não significa que a evolução dessas variáveis tenha tido necessariamente pouco impacto sobre a atividade do setor; de fato, a evolução dessas variáveis em resposta a outros choques na economia pode ter impactado o desempenho industrial.

De forma análoga, a contribuição negativa dos choques na taxa SELIC para o crescimento industrial não deve ser confundida com uma suposta contribuição negativa da redução observada nesta taxa durante boa parte do período; a interpretação adequada é que os desvios da taxa SELIC em relação à sua trajetória esperada (a partir da observação do ambiente econômico como um todo) parecem ter contribuído para desaquecer a atividade industrial.

Talvez o resultado que chame mais a atenção seja a importância relativa dos choques externos na determinação das flutuações da produção industrial em torno de seus valores previstos, principalmente se considerarmos que o Brasil ainda é um país relativamente fechado. Este resultado pode indicar a relevância de estudos visando entender em mais detalhes os mecanismos de transmissão dos choques externos à atividade doméstica.

Os resultados obtidos dependem, evidentemente, da metodologia empírica utilizada – em particular, das hipóteses de identificação adotadas. Cabe ressaltar, porém, que vários resultados permaneceram basicamente inalterados diante de variações na especificação do modelo, bem como nas hipóteses de identificação usadas. Ademais, é importante notar que, considerando o Brasil como um “país pequeno” em relação ao resto do mundo, não parece haver grande controvérsia quanto ao procedimento adequado de identificação dos efeitos dos choques externos sobre a atividade industrial brasileira – o que implica maior grau de confiança na estimativa da contribuição destes choques para o desempenho industrial do país.

## REFERÊNCIAS

- BACHA, E. Bonança externa e desindustrialização: uma análise do período 2005-2011. *In*: BACHA, E.; BOLLE, M. (Org.). **O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate**. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, 2013.
- GOLDFAJN, I.; BICALHO, A. Análise da dinâmica da produção industrial entre 2008 e 2012. *In*: BACHA, E.; BOLLE, M. (Org.). **O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate**. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, 2013.
- HALL, P. **The bootstrap and Edgeworth expansion**. New York: Springer-Verlag, 1992.
- LUTKEPOHL, H. **New introduction to multiple time series analysis**. 2. ed. Berlin: Springer-Verlag, 2007.
- PARNES, B.; HARTUNG, G. Uma nota sobre a desaceleração recente da indústria brasileira. *In*: BACHA, E.; BOLLE, M. (Org.). **O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.
- PASTORE, A. C.; GAZZANO, M.; PINOTTI, M. C. Por que a produção industrial não cresce desde 2010? *In*: BACHA, E.; BOLLE, M. (Org.). **O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.



## NOTA TÉCNICA

# O COMPORTAMENTO E OS DETERMINANTES DAS REMESSAS DE LUCROS E DIVIDENDOS NO BRASIL

Fernando J. Ribeiro\*  
Leonardo Mello de Carvalho\*

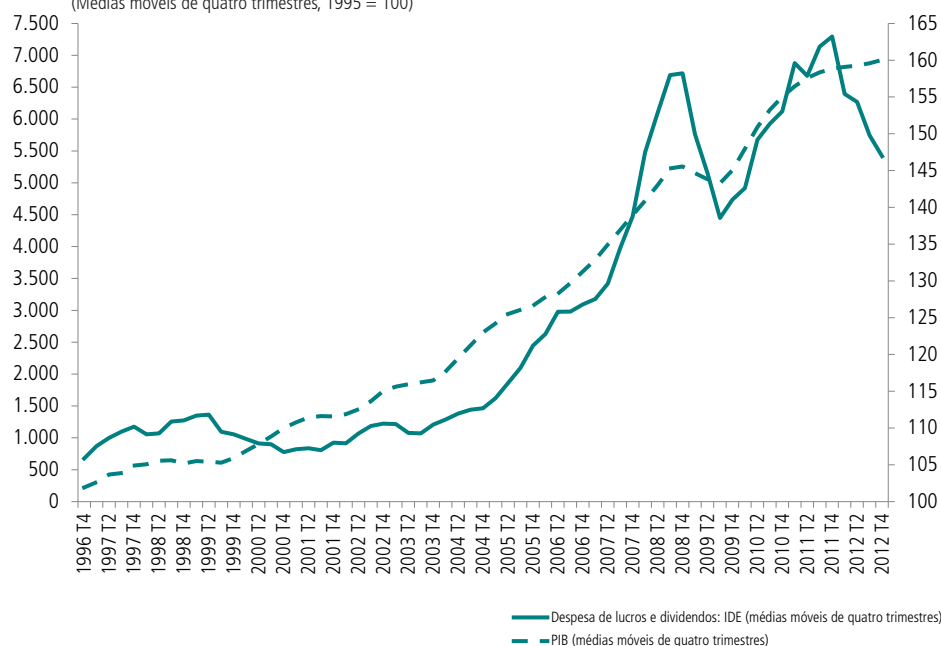
O déficit em transações correntes do país mostrou apenas um ligeiro aumento em 2012, na comparação com o ano anterior, a despeito da redução expressiva do saldo comercial. Isso só foi possível em virtude da queda de 36,8% nas remessas líquidas de lucros e dividendos, somando US\$ 24,1 bilhões. Este resultado causou certa surpresa, tendo em vista que foi o déficit mais baixo registrado desde 2007, contrariando a tendência de alta quase contínua observada nos últimos dez anos (excetuando-se o ano de 2009, marcado pela crise internacional).

É verdade que o resultado dessa conta foi beneficiado pelo excepcional crescimento das remessas do exterior para o país (alta de 159%, alcançando US\$ 4,5 bilhões), movimento que reflete o aumento recente dos investimentos brasileiros no exterior. Em termos absolutos, porém, a maior contribuição para a queda do saldo líquido veio mesmo da queda das remessas para o exterior (-28,4%, com redução absoluta de US\$ 11,4 bilhões), especialmente aquelas referentes aos lucros e dividendos remetidos por empresas estrangeiras que operam no país – relacionados aos fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) –, que tiveram queda de 25,8%, ou US\$ 7,5 bilhões. Houve redução expressiva também das remessas relacionadas aos investimentos estrangeiros em ações (-5,8%, ou -3,9 bilhões).

O gráfico 1 ilustra o movimento recente das remessas de lucros e dividendos relacionadas ao IDE e seu contraste com a trajetória verificada desde meados dos anos 1990, período em que os investimentos estrangeiros passaram a registrar volumes anuais mais expressivos. Queda semelhante à de 2012 havia ocorrido apenas em 2009, ano marcado por circunstâncias excepcionais derivadas da crise financeira internacional.

GRÁFICO 1  
Despesas com remessas de lucros e dividendos (em US\$ milhões) relacionados ao IDE e índice do Produto Interno Bruto (PIB) trimestral

(Médias móveis de quatro trimestres, 1995 = 100)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB) e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em teoria, quatro variáveis cumpririam papel relevante para explicar o comportamento das remessas de lucros e dividendos: *i)* o estoque de investimentos estrangeiros no país; *ii)* a evolução da atividade econômica doméstica; *iii)* a taxa de rentabilidade dos

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



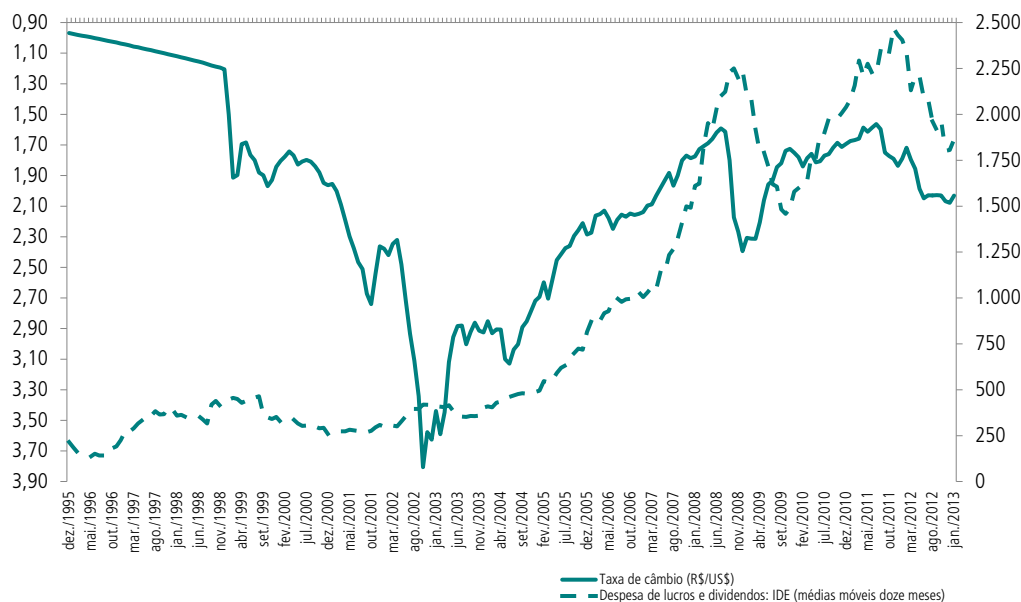
investimentos; e *iv*) a taxa de câmbio. Em uma perspectiva de longo prazo, as remessas deveriam crescer em linha com a expansão do estoque de investimentos e também com a atividade econômica. A taxa de rentabilidade tenderia a afetar os movimentos de mais curto prazo dessa variável, visto que o aumento da rentabilidade dos negócios, em um determinado período, poderia gerar um maior volume de remessas nos períodos imediatamente subsequentes. A taxa de câmbio também seria uma variável relevante, tal que, quanto mais valorizada estivesse a moeda nacional, maiores tenderiam a ser as remessas, e vice-versa. Esse efeito poderia ocorrer por dois mecanismos distintos. O primeiro mecanismo é direto: tendo em vista que os lucros e dividendos são gerados em reais, uma eventual valorização da moeda nacional tenderia a aumentar o valor em dólares das remessas, valendo também o raciocínio inverso. O segundo mecanismo relaciona-se ao desincentivo que uma desvalorização cambial traria para a realização das remessas, de modo que as empresas poderiam ser incentivadas a postergar tais remessas à espera de um câmbio mais favorável. É provável, também, que as remessas sejam impactadas pelas condições da economia mundial, especialmente nos países desenvolvidos, que são sedes da grande maioria das empresas estrangeiras que operam no Brasil.

A correlação entre as remessas de lucros e dividendos e o estoque de IDE é óbvia e imediata, sendo confirmada pelos dados. Entre 1995 e 2012, esse estoque<sup>1</sup> cresceu monotonicamente, acumulando alta de cerca de nove vezes, ao passo que as remessas de lucros, em valores anuais, tiveram crescimento de oito vezes, embora com as flutuações ilustradas no gráfico 1.

No que tange ao efeito da atividade econômica sobre as remessas, o gráfico 1 mostra que há uma visível correlação entre as remessas e o índice de PIB real do IBGE, ao longo do período 1996-2012, com ambas as variáveis sendo apresentadas em médias móveis de quatro trimestres. Quatro momentos merecem ser destacados. Primeiro, o período entre 1996 e 2002, em que as remessas oscilaram em torno de US\$ 1 bilhão ao mês, a despeito de o PIB ter crescido mais de 10% no acumulado do período. Segundo, o período que vai de 2003 a 2008, marcado por forte crescimento das remessas em consonância com a expansão do PIB. O terceiro momento importante foi o ano de 2009, em que houve pequena queda do PIB e forte redução das remessas, no contexto da crise internacional. E o quarto, o ano de 2012, em que as remessas caíram, apesar de o PIB ter crescido (ainda que lentamente) e de não ter havido eventos excepcionais no exterior.

O gráfico 2 ilustra o movimento das remessas (série mensal, em média móvel de doze meses) e da taxa de câmbio nominal entre o real e o dólar norte-americano (em escala invertida). O gráfico sugere uma correlação entre as variáveis no período que vai de 2003 a 2012, com as desvalorizações da moeda nacional ocorridas em 2009 e 2012 sendo acompanhadas por reduções das remessas. Já no período que vai de 1996 a 2002, uma possível interpretação é que a forte desvalorização da moeda nacional, principalmente a partir de 1999, teria contido a expansão das remessas, que de outra forma teria ocorrido em linha com o crescimento do PIB e do estoque de IDE.

GRÁFICO 2  
Taxa de câmbio nominal (em R\$/US\$) e médias móveis em doze meses das despesas com remessas de lucros e dividendos relacionadas ao IDE (em US\$ milhões)



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

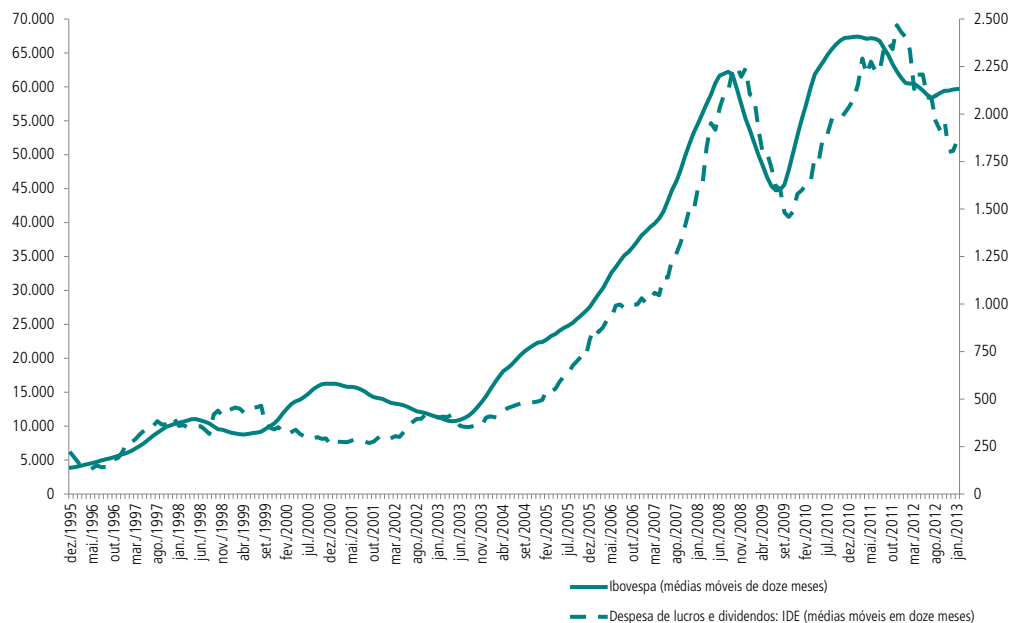
1. O estoque de IDE é construído com base no valor do estoque no final de 1995, conforme reportado pelo Censo de Capitais Estrangeiros do IBGE, a partir do qual se acumula mensalmente o valor das entradas de IDE reportadas pelas estatísticas de balanço de pagamentos do BCB. A mesma instituição divulga informações sobre a evolução trimestral do estoque (nas estatísticas de Posição Internacional de Investimento, modalidade passivos), combinando as estatísticas trimestrais de influxos de IDE do balanço de pagamentos com os dados de estoque de IDE reportados pelos Censos de Capitais Estrangeiros realizados em 1995, 2000, 2005 e 2010. O uso dessa série, contudo, ficou prejudicado por uma mudança na metodologia de apuração do estoque aplicada no Censo de 2010, que gerou uma descontinuidade na série, tornando os dados mais recentes não diretamente comparáveis com os dados anteriores a 2010.

Para captar o efeito da rentabilidade dos investimentos, uma opção comum na literatura é utilizar como *proxy* o índice de evolução das ações da Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) Bovespa (Ibovespa). Naturalmente, esse indicador tem papel preponderante para explicar a evolução das remessas de lucros e dividendos referentes aos investimentos estrangeiros em ações, mas também pode explicar o comportamento das remessas referentes a investimentos diretos, uma vez que as cotações tendem a refletir a rentabilidade das empresas que operam no país. Os gráficos 3 e 4 ilustram a forte correlação entre o comportamento do Ibovespa e as remessas de lucros referentes a investimentos diretos e a investimentos em ações, que se mantem inclusive nos momentos de retração das remessas, em 2009 e 2012.

GRÁFICO 3

**Despesas com remessas de lucros e dividendos relacionados ao IDE (em US\$ milhões) e Ibovespa**

(Médias móveis de doze meses)

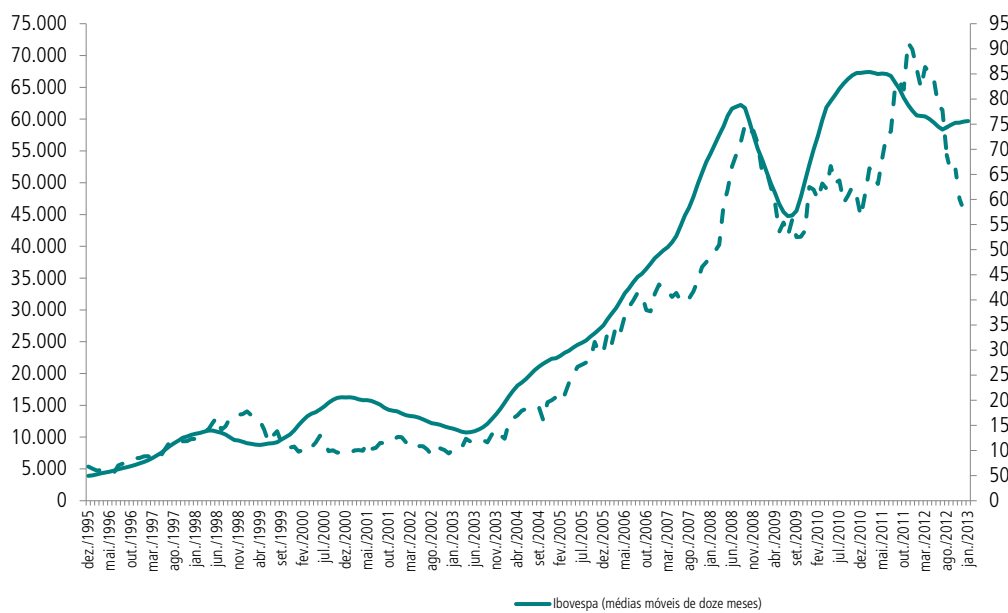


Fontes: BCB e BM&F Bovespa. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4

**Despesas com remessas de lucros e dividendos relacionados aos investimentos estrangeiros em ações (em US\$ milhões) e Ibovespa**

(Médias móveis de doze meses)

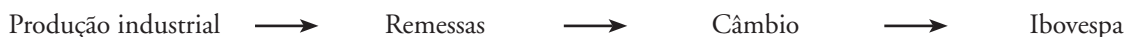


Fontes: BCB e BM&F Bovespa. Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Para tentar analisar o comportamento das remessas de lucros referentes ao IDE e sua relação com as variáveis anteriormente destacadas, e levando-se em conta a presença de endogeneidade entre estas variáveis, optou-se pela estimação de um modelo autoregressivo vetorial (VAR) com periodicidade mensal. Além do grupo endógeno, composto pelas remessas

de lucros, pelo PIB,<sup>2</sup> pela taxa de câmbio e pelo Ibovespa, foram incluídas duas variáveis exógenas, buscando captar mudanças no cenário externo, quais sejam: o Índice de Gerentes de Compras Global – Global Purchasing Managers' Index (PMI) –, calculado pela JP Morgan e o Instituto Markit, que serve como termômetro para o desempenho agregado da produção industrial mundial; e o índice VIX, calculado pelo Chicago Board Options Exchange (CBOE), que procura medir o grau de incerteza na economia por meio da volatilidade do mercado de opções de ações.

Após a escolha do número ótimo de defasagens e da estimação do modelo,<sup>3</sup> foi implementada a análise de resposta a impulso, que teve como objetivo medir o comportamento das remessas de lucros, em resposta a choques aplicados nela mesma e nas demais variáveis do modelo. Para isso, utilizou-se como método de identificação a decomposição recursiva de Cholesky, com as variáveis sendo ordenadas da seguinte maneira:



Esta ordenação do VAR implica que as remessas de lucros e os dividendos referentes ao IDE são afetados contemporaneamente por choques nela própria e na produção industrial, enquanto o impacto causado por movimentos não esperados nas demais variáveis ocorre com efeito defasado. Já o Ibovespa, por outro lado, é afetado contemporaneamente pelos choques em todas as variáveis. Os efeitos do impulso (em um período) de um desvio-padrão nos resíduos das equações da produção industrial, das remessas, do câmbio e do Ibovespa sobre a variável remessas são apresentados no gráfico 5. Pode-se observar que um choque na indústria gera um efeito estatisticamente diferente de zero, levando a um crescimento das remessas durante cinco trimestres consecutivos. Já o efeito de um choque na taxa nominal de câmbio provoca queda das remessas com duração de aproximadamente sete meses. Finalmente, choques na variável Ibovespa também afetam positivamente as remessas, sendo que este efeito é mais duradouro e ultrapassa um ano.

GRÁFICO 5A  
Análise de resposta a impulso a choque de um desvio-padrão  
(Resposta de remessas à produção industrial)

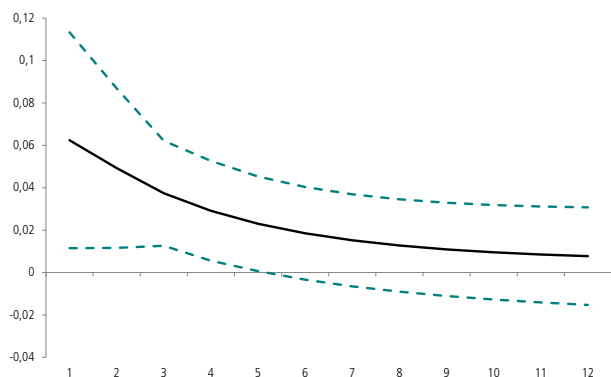


GRÁFICO 5B  
Análise de resposta a impulso a choque de um desvio-padrão  
(Resposta de remessas a remessas)

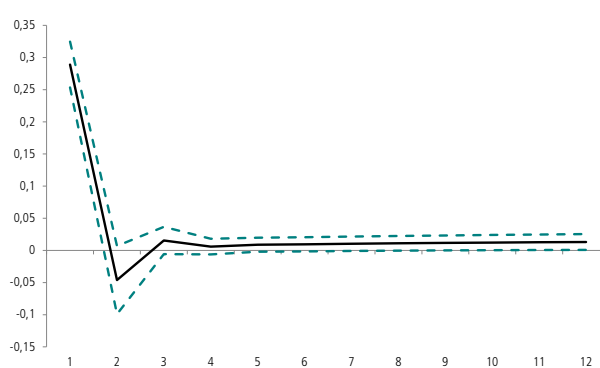


GRÁFICO 5C  
Análise de resposta a impulso a choque de um desvio-padrão  
(Resposta de remessas a câmbio)

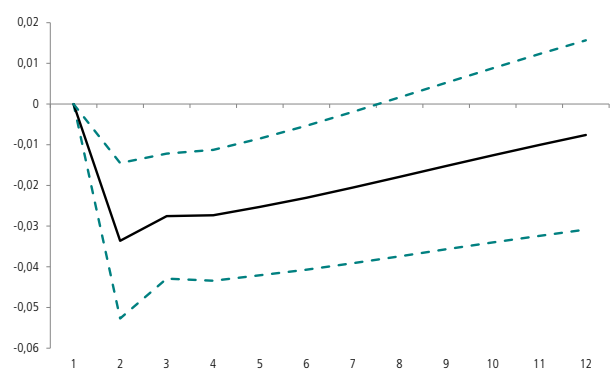
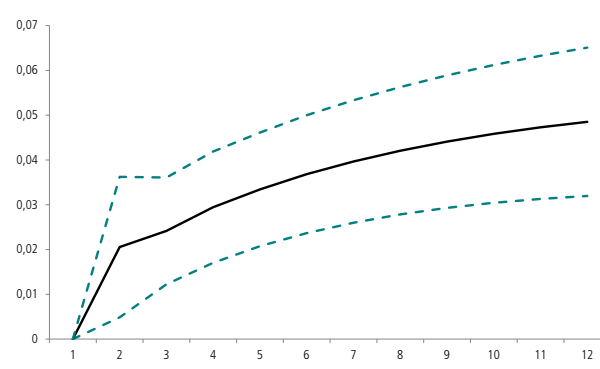


GRÁFICO 5D  
Análise de resposta a impulso a choque de um desvio-padrão  
(Resposta de remessas a Ibovespa)



Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

2. Na ausência de uma medida mensal mais precisa para o PIB e levando-se em conta que o Índice de Atividade Econômica (IBC-Br), calculado pelo BCB, tem início somente em janeiro de 2003, utilizou-se como *proxy* o índice de produção industrial física medido pelo IBGE na pesquisa Produção Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF).

3. Os resultados da estimação, assim como os testes de diagnóstico e estabilidade, se encontram no apêndice A.

Esses resultados mostram que, conforme previsto pela teoria, as remessas respondem efetivamente ao comportamento da atividade econômica, da rentabilidade e da taxa de câmbio, com os sinais corretos. É importante avaliar, ainda, a importância relativa de cada uma dessas variáveis, para explicar as variações das remessas. Isso pode ser feito por meio da chamada análise de decomposição de variância. Uma vez que, ao longo da amostra, os erros de previsão  $n$  passos à frente podem ser calculados em função dos choques associados a cada uma das variáveis, é possível medir em qual proporção os movimentos de uma determinada variável são explicados pelos seus próprios choques e pelos choques nas demais variáveis.

Conforme pode ser observado na tabela 1, a variabilidade do erro de previsão três meses à frente das remessas de lucros e dividendos, por exemplo, é explicado em 89% pelos choques da própria variável. Neste horizonte de previsão, enquanto a produção industrial respondeu por 9,0% da variância total do erro, a taxa de câmbio e o Ibovespa tiveram pouca influência, com participação de 2,0% e 1,0%, respectivamente. No entanto, conforme o horizonte de previsão aumenta, estas duas variáveis apresentam um crescimento na influência sobre os movimentos das remessas, com destaque para o Ibovespa, que responde por 13,8% da variância do erro de previsão doze meses à frente. Enquanto a taxa de câmbio dobra a sua participação, chegando a 4,3%, a indústria se mantém estável ao longo do horizonte de previsão.

TABELA 1  
**Análise de decomposição de variância**  
(Em %)

Meses à frente	Remessas	Produção Industrial	Câmbio	Ibovespa
3	89,0	9,0	2,0	1,0
6	83,0	9,1	3,7	4,2
9	78,0	9,0	4,3	8,7
12	73,4	8,6	4,3	13,8

Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Em vista desses resultados, fica claro que a redução das remessas observada em 2012 relaciona-se à desaceleração da atividade econômica (mais especificamente, à queda da produção industrial), à redução das ações na Bovespa e à desvalorização do câmbio, verificada no segundo semestre do ano. Considerando a provável reversão de tendência dessas variáveis em 2013 – com efeito, o câmbio já teve alguma apreciação e a produção industrial está se recuperando –, pode-se esperar que as remessas de lucros voltem a crescer, possivelmente retornando à sua tendência prévia.

# APÊNDICE A

## TESTES DE DIAGNÓSTICO NOS RESÍDUOS

### 1) Correlação serial

#### a) Teste Lagrange Multiplier (LM)

Correlação serial nos resíduos do VAR – teste LM

H0: ausência de correlação serial no lag de ordem h

Observações: 132

Lags	LM-Statística	Prob
1	18.3915	0.3015
2	16.0115	0.4522
3	20.9670	0.1798
4	9.5524	0.8889
5	13.8647	0.6088

Probs de uma qui quadrado com 16 gl.

#### b) Teste LM multivariado para autocorrelação com 5 lags<sup>4</sup>

Teste LM (com F-aproximação).

Estatística LM: 82.0203;

Valor-p: 0.4164;

Graus de liberdade: 80.0000.

### 2) Heterocedasticidade

#### a) Teste Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (ARCH)-LM com 16 lags

Variável	Estatística	Valor-p (Chi <sup>2</sup> )	Estatística F	Valor-p (F)
u1	9.0260	0.9123	0.6117	0.8677
u2	7.8908	0.9520	0.5292	0.9258
u3	10.5892	0.8341	0.7283	0.7592
u4	18.6588	0.2868	1.3897	0.1625

#### b) Teste ARCH-LM multivariado com 5 lags

VARCHLM estatística: 508.7822;

Valor-p (chi<sup>2</sup>): 0.3832;

Graus de liberdade: 500.0000.

4. Doornik (1996).

### 3) Normalidade

#### a) Teste Jarque-Bera

Variável	Estatística	Valor-p (Chi <sup>2</sup> )	skewness	kurtosis
u1	194.8713	0.0000	-0.6125	8.8250
u2	3.0369	0.2190	0.1642	3.6666
u3	6.2402	0.0442	0.3501	3.8027
u4	6.1558	0.0461	-0.3271	3.8315

#### TESTES DE ESTABILIDADE

GRÁFICO A1A  
Teste Cumulative Sum Control Chart (Cusum)

Estatística Cusum para a equação da produção industrial

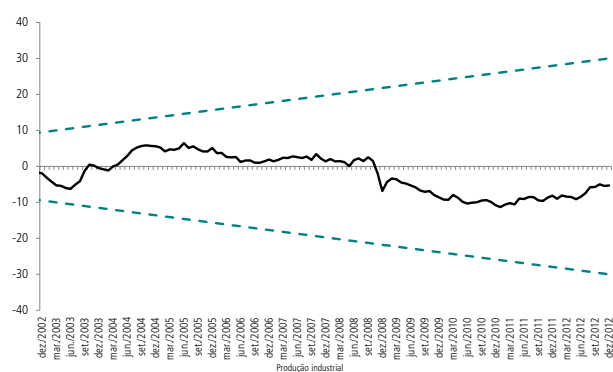


GRÁFICO A1B  
Teste Cumulative Sum Control Chart (Cusum)

Estatística Cusum para a equação de remessas

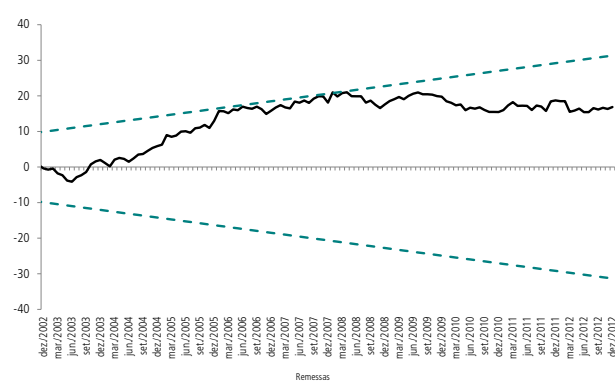


GRÁFICO A1C  
Teste Cumulative Sum Control Chart (Cusum)

Estatística Cusum para a equação de câmbio

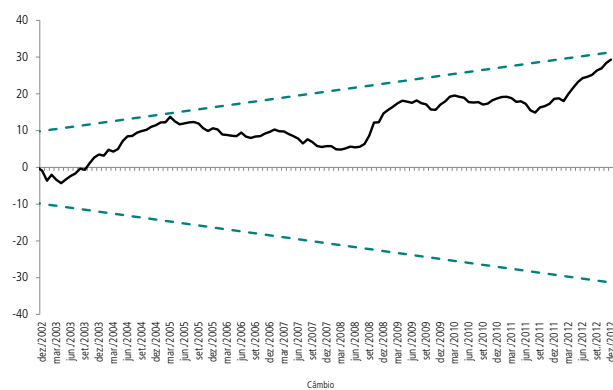


GRÁFICO A1D  
Teste Cumulative Sum Control Chart (Cusum)

Estatística Cusum para a equação do Ibovespa



Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO A2A

**Estimativas recursivas dos coeficientes na equação de remessas**

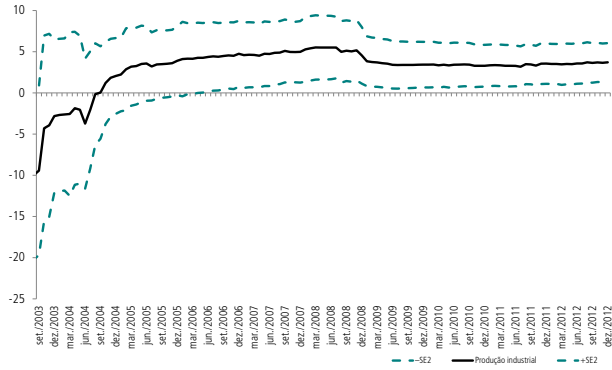


GRÁFICO A2B

**Estimativas recursivas dos coeficientes na equação de remessas**

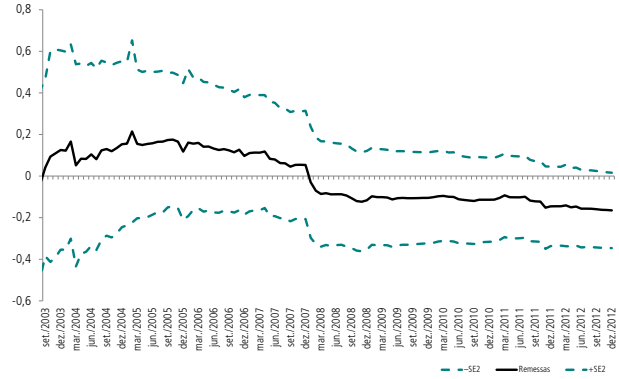


GRÁFICO A2C

**Estimativas recursivas dos coeficientes na equação de remessas**

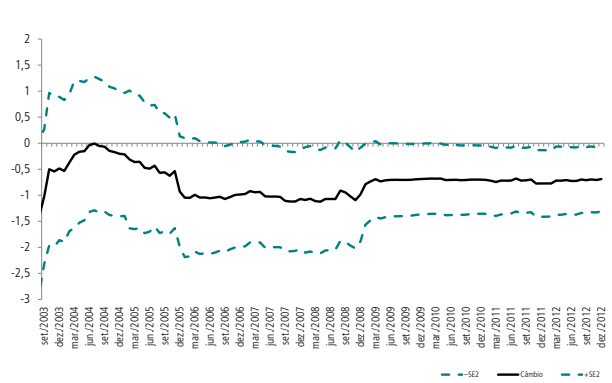
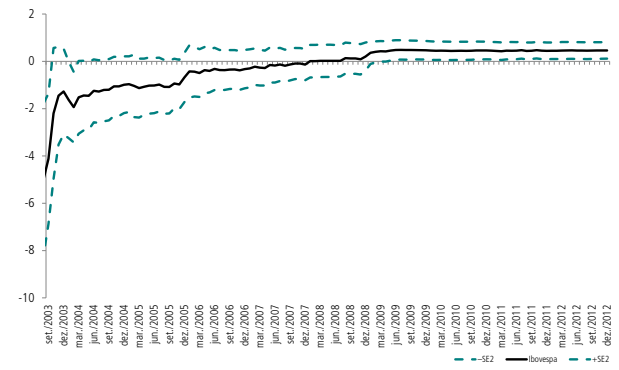


GRÁFICO A2D

**Estimativas recursivas dos coeficientes na equação de remessas**



Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.





## **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 Nogueira Duarte  
Miriam Nunes da Fonseca

### **Editores**

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

Livraria

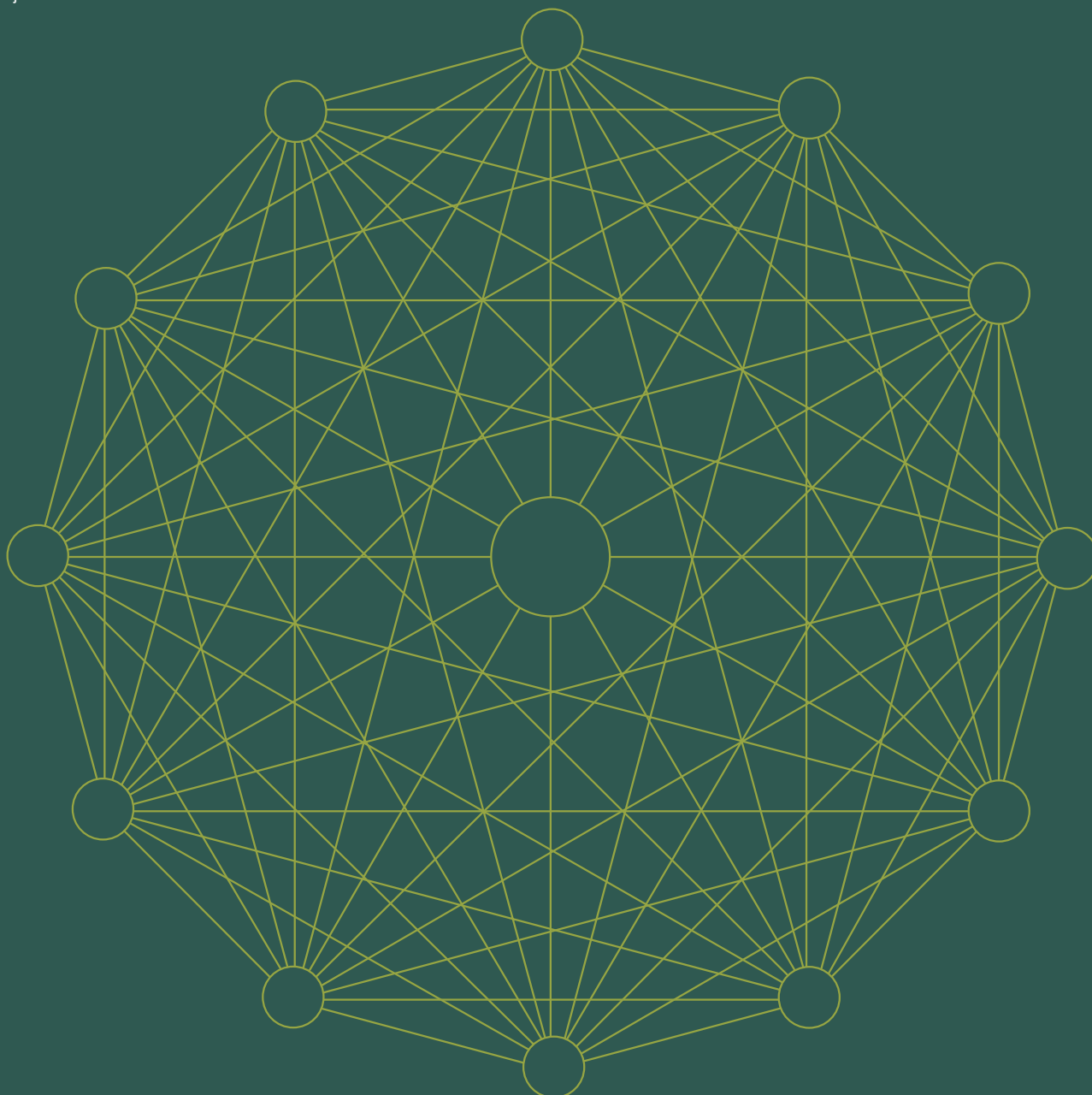
SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES - Térreo  
70076-900 - Brasília - DF  
Tel.: (61) 3315-5336  
Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)





### 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



GOVERNO FEDERAL  
**BRASIL**  
PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA