

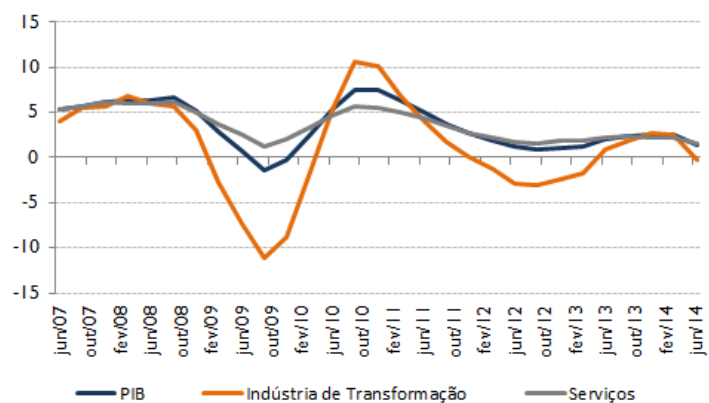
## Economia Quase Estagnada, Acúmulo de Incertezas e Expectativas Negativas no Curto Prazo

A Copa do Mundo trouxe notícias ruins para o país não só em relação ao que aconteceu com a seleção brasileira nos gramados, mas, também, quanto aos impactos sobre o nível de atividade da economia. As preocupações estão mais recentemente fundamentadas nos resultados de junho: da produção industrial (Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física); das vendas no comércio varejista (Pesquisa Mensal do Comércio — PMC); e da produção de Serviços (Pesquisa Mensal de Serviços — PMS, todas do IBGE). O quadro para a economia como um todo indica estagnação, quando se considera o período desde o segundo semestre do ano passado, mas com queda na ponta, devido ao desempenho no segundo trimestre desse ano. E a expectativa de uma expansão forte da indústria em julho, que se obtém de previsões dos nossos modelos e de informações de entidades de classe como a ANFAVEA e a ABPO, não altera a situação: pois boa parte dela reflete diferenças de dias úteis em junho e julho, cuja importância para o registro da atividade econômica desses meses é grande. Isso se aplica também ao comércio e serviços.

Um aspecto interessante que emerge dos dados e análises é que a dinâmica da indústria parece determinar a do nível de atividade dos demais setores — logo, da economia como um todo — pelos efeitos diretos e indiretos que ela exerce sobre o sistema econômico. Isso ocorre há bastante tempo, como se observa do gráfico seguinte. Para a preparação dele adotamos as projeções deste Boletim para a indústria de transformação, serviços e para o PIB total no segundo trimestre deste ano.

De fato, é visível do gráfico que a curva do nível de atividade dos serviços espelha, de forma amortecida, a da indústria de transformação. Destaque-se, além disso, que a reversão do crescimento industrial atingiu não apenas a indústria de transformação, mas a de construção também — neste caso, por causa da alta de juros. O desempenho desta última indústria, aliás, foi ainda pior do que o da primeira no segundo trimestre, o mesmo ocorrendo na projeção para o ano de 2014. Esse fraco desempenho dos dois

**Gráfico: Taxas de Crescimento do PIB**  
(taxas acumuladas em 4 trimestres)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

principais setores da indústria, de transformação e construção, recoloca em foco a questão das perspectivas da indústria como um todo, por todos os títulos o setor com pior desempenho neste ano — e, talvez, no próximo.

No setor terciário, destacam-se no segundo trimestre as quedas previstas na produção do comércio, transportes — ambos estreitamente relacionados à produção industrial — e, em menor medida, outros serviços. Ainda em relação às projeções para o segundo trimestre merece menção o fato de que a queda esperada para a produção do total dos serviços é a primeira desde o quarto trimestre de 2008 — quase seis anos atrás, portanto. Tudo isso reforça as indicações de um quadro de estagnação até o segundo trimestre deste ano. Depois daí, a recuperação será possivelmente fraca até o fim do ano. A confirmar-se a projeção deste Boletim, o crescimento médio do PIB no quadriênio 2011-14 terá sido de apenas 1,7% ao ano, ou, em termos per capita, de 0,8% anuais.

As razões para preocupação com o futuro próximo apoiam-se também nos resultados das sondagens do IBRE, que apontam para níveis de confiança empresarial no menor patamar desde o segundo trimestre do ano de crise de 2009. Esses resultados, que valem para julho e agosto, são contrastados por discreta melhoria na confiança do consumidor em julho e julho — mas sinais de nova queda em agosto.

Já o quadro inflacionário apresenta tímidos sinais de melhora. Uma base indireta para essa afirmativa é o fato de que os IGPs registraram três meses consecutivos de preços em queda, fenômeno para o qual contribuíram os preços agrícolas, o câmbio e a atividade desaquecida. Uma consequência é a queda dos preços agrícolas (*in natura* e matérias primas), que suaviza a elevação da alimentação nos preços ao consumidor. Com isso a previsão de aumento nos preços da alimentação domiciliar, por exemplo, caiu de 7,0% para 6,2% em 2014.

Da mesma forma, com os preços dos insumos industriais em queda (devido ao câmbio e aos preços internacionais) diminuem as pressões de custos sobre os preços dos bens de consumo. E mesmo os serviços livres, um dos vilões dos IPCA recentes, tão pressionados, têm mostrado suave arrefecimento (excluindo-se os preços das passagens aéreas e hotéis). Credita-se ao desaquecimento da economia pelo menos parte desse arrefecimento, pois o mercado de trabalho continua aquecido, com o nível de emprego aproximadamente constante, mas rendimentos reais em modesta elevação. Ou seja, a massa salarial real desacelerou-se fortemente, mas continua a crescer.

Isso nos leva, naturalmente, à avaliação de aspectos adicionais do desempenho do mercado de trabalho. Nossos analistas apontam que o crescimento do emprego em junho parece ser temporário, efeito da Copa do Mundo. Para o restante do ano, a elevação que se observou no crescimento dos empregos dos conta própria e dos sem carteira deve prosseguir devido às contratações temporárias associadas à campanha eleitoral e às festas de fim de ano. Mas não se

deve esperar muito das vagas com carteira no setor privado. Com efeito, o CAGED confirma que a geração destes postos deve continuar de pequena expressão, como testemunhado pelas 11,8 mil vagas criadas em julho.

O quadro fiscal continua problemático, e cada vez mais. O cumprimento da meta de superávit fiscal de 1,9% do PIB neste ano não está garantido, mesmo contando-se com receitas não recorrentes de 0,8% do PIB e descontos do PAC. Sem estes últimos, o resultado primário ficaria em 1,2% do PIB, apenas.

Uma implicação do arrazoado anterior é que aparentemente o produto potencial da economia brasileira possivelmente vem crescendo menos do que se imaginava há até bem pouco tempo. A desaceleração é confirmada pela evolução da produtividade total dos fatores. Além disso, o hiato do produto possivelmente entrou em terreno negativo no primeiro semestre, nossa previsão sendo de que continuará nessa área até o fim deste ano.

Um resumo dos demais destaques desse Boletim inclui:

A deterioração da atividade econômica ao longo do segundo trimestre, especialmente em junho, levou a que revisássemos a projeção de crescimento do PIB de 2014 para 0,6%, e a do segundo trimestre deste ano para -0,4%. Esses resultados são determinados pela contração substancial das indústrias de transformação e construção. Além disso, o valor adicionado pelo setor de serviços no segundo trimestre será 0,5% menor do que o do trimestre anterior, algo que não ocorre há quase seis anos. [\(Seção 1\)](#)

As sondagens de confiança de julho trouxeram algum sinal de alento, algo que não ocorria desde o final do ano passado. Embora a confiança de empresários e consumidores continue em níveis extremamente baixos em termos históricos, poderia a melhora discreta das expectativas ser um primeiro sinal de reversão da tendência negativa observada desde o início do ano? A leitura mais detida dos dados mostra que a maior parte dos ganhos é pontual ou relacionada a movimentos cíclicos de curtíssimo prazo, impedindo uma interpretação muito favorável. [\(Seção 2\)](#)

O mercado de trabalho continua a apresentar divergências entre indicadores. O CAGED teve o pior resultado para o mês de junho desde 1998, e o pior de julho desde 1999; os resultados da PME, restritos a quatro regiões metropolitanas, mostram, em junho e julho, a menor taxa de desemprego da série histórica (4,5%). Em julho voltou a ocorrer queda da população economicamente ativa (PEA) na PME (restrita a quatro RMs), revertendo o que se observou em junho. [\(Seção 3\)](#)

Na análise da inflação destaca-se o fato de que a ocorrência de taxas negativas do IGP-M não é incomum. Mas a repetição de preços em queda por pelo menos três meses consecutivos é um evento bem mais raro, normalmente associado a algum fato econômico relevante. A análise dos episódios semelhantes anteriores mostra que as causas principais, não necessariamente

excludentes, foram o desaquecimento da economia e a valorização cambial. Mas o ciclo atual difere dos anteriores ao resultar de um conjunto de causas que vêm se alternando, o que tende a esticar sua duração. Uma implicação positiva é que a sequência de deflações do IGP-M já se transmitiu ao IPCA, afetando particularmente os preços do subgrupo alimentação no domicílio.

[\(Seção 4\)](#)

A análise da política monetária conclui com a crença de que o BC pretende manter estável a taxa básica de juro, mas com viés de alta. A velocidade e a intensidade com que o juro subirá ficam na dependência do resultado das eleições e, conseqüentemente, de quem estará no comando da política econômica a partir de 2015. De qualquer modo, nosso analista acredita que a alta de juro no começo do ano dificilmente ficará aquém de 100 pontos base. [\(Seção 5\)](#)

Na área fiscal, a projeção para o superávit primário do setor público consolidado é de pouco menos de 1,3% do PIB em 2014. Além da dificuldade de produzir novas operações não recorrentes em volume semelhante ao de 2013, a receita líquida da União está praticamente estagnada. A dinâmica da arrecadação recorrente é o elemento determinante para eventuais revisões da projeção do resultado primário. Apesar da imprescindível contribuição dos eventos não recorrentes, estimada em 0,8% do PIB, a desaceleração econômica tem exercido pressão negativa sobre a dinâmica de crescimento dos tributos incidentes sobre o faturamento e a lucratividade. Até o momento, e apesar da recente moderação, o desempenho do mercado de trabalho é que evita uma piora ainda maior da arrecadação. [\(Seção 6\)](#)

A balança comercial vem registrando superávits desde março, sendo que em julho o saldo foi de US\$ 1,6 bilhão. No entanto, persiste o déficit no acumulado do ano até julho, (US\$ 916 milhões), embora menor do que o de igual período no ano passado (US\$ 4,9 bilhões). Contribuiu para esta melhora a queda no déficit de petróleo e derivados (US\$ 15,4 bilhões para US\$ 9,9 bilhões). Na contramão, o superávit dos demais produtos recuou de US\$ 10,5 bilhões para US\$ 9 bilhões. Além disso, a redução no déficit comercial foi liderada pela queda das importações. [\(Seção 7\)](#)

A velocidade de recuperação da economia dos EUA continua a inspirar preocupação. Nosso analista destaca que, apesar do crescimento do segundo trimestre ter sido forte (4%, ante o trimestre anterior, já considerando-se a taxa anualizada), dois fatores preocupam: primeiro, o número não é tão positivo assim, dado o forte recuo no primeiro trimestre; segundo, a natureza do crescimento foi ruim, pois a acumulação de estoques respondeu por 1,66 pontos percentuais desse crescimento —isto é, se não tivesse havido acumulação de estoques, o crescimento teria sido de somente 2,34%. A boa notícia do primeiro semestre é que a taxa de crescimento da renda disponível líquida das famílias cresceu fortemente. O acompanhamento da atividade neste trimestre sugere que a economia o iniciou rodando a 2,5% (tst anualizada). Se esse ritmo se mantiver até o final do ano, o crescimento dos EUA será de 2%, ante 2,2% em 2013, e bem abaixo das expectativas do final do ano passado. [\(Seção 8\)](#)

Nosso analista convidado avalia aspectos da política monetária e creditícia, especialmente a injeção de até R\$ 30 bilhões de oferta de crédito adicional na economia devido a novas normas do BC. Além disso, o BC também ajustou o fator de ponderação de risco de algumas operações de crédito, o que diminuiu o requerimento de capital dos bancos, ação que pode injetar na economia mais R\$ 15 bilhões de crédito. Considerando-se o período mais recente, os R\$ 30 bilhões liberados pelo BC representam uma redução do compulsório para um nível ligeiramente abaixo do verificado em dezembro de 2012 — o que, por sua vez, ainda é 50% superior ao verificado em agosto de 2008. Ainda levará algum tempo para os depósitos compulsórios voltarem à situação pré-crise de 2008. [\(Seção 9\)](#)

Finalmente, a seção Em Foco, de autoria de Rodrigo Leandro de Moura, analisa a dinâmica da renda do trabalho na última década com o uso dos dados da PME. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

*Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos*

## 1. Atividade Econômica

Em virtude da deterioração da atividade econômica ao longo do segundo trimestre, especialmente em junho, revisamos a projeção de crescimento do PIB de 2014 para 0,6%, e a do segundo trimestre deste ano para -0,4%. Como mostra a Tabela 1, esses resultados são determinados por contração substancial da indústria, com destaques para a transformação e para a construção civil. Além disso, o valor adicionado pelo setor de serviços no segundo trimestre resultará 0,5% menor do que o do trimestre anterior, algo que não ocorre há quase seis anos. Este resultado é explicado pelo péssimo desempenho do comércio (-4,0%) e dos transportes (-1,0%).

*Os indicadores da atividade econômica referentes ao segundo e terceiro trimestres indicam que o PIB de 2014 deve crescer 0,6%*

Os destaques positivos são a indústria extrativa, para a qual projetamos alta de 4,9% no ano, e a atividade agropecuária, que deve crescer 3,7% em 2014. Note-se que ambos os resultados são compatíveis com melhora na balança comercial, principalmente quando somados ao fato de que a desaceleração da indústria de transformação diminui consideravelmente a demanda por bens intermediários (e, portanto, por produtos importados).

**Tabela 1: Projeção de Crescimento do PIB (%)**

| Atividades                     | 2T2014/1T2014 | 2014/2013    |
|--------------------------------|---------------|--------------|
| Consumo das Famílias           | 0,0%          | 1,5%         |
| Consumo do Governo             | -0,2%         | 2,0%         |
| Formação bruta de capital fixo | -6,4%         | -6,5%        |
| Exportação                     | 0,5%          | 2,1%         |
| Importação                     | -3,0%         | -1,9%        |
| <b>PIB</b>                     | <b>-0,4%</b>  | <b>0,6%</b>  |
| <b>Agropecuária</b>            | <b>1,4%</b>   | <b>3,7%</b>  |
| <b>Indústria</b>               | <b>-2,8%</b>  | <b>-2,2%</b> |
| Extrativa                      | 1,1%          | 4,9%         |
| Transformação                  | -2,5%         | -2,7%        |
| Construção Civil               | -3,7%         | -5,1%        |
| Eletricidade                   | -0,7%         | 2,5%         |
| <b>Serviços</b>                | <b>-0,5%</b>  | <b>1,3%</b>  |
| Comércio                       | -4,0%         | -0,6%        |
| Transporte                     | -1,0%         | 1,2%         |
| Serviços de Informação         | 1,7%          | 3,5%         |
| Intermediação Financeira       | 0,4%          | 2,3%         |
| Outros Serviços                | -0,1%         | 0,3%         |
| Aluguéis                       | 0,5%          | 2,1%         |
| Administração Pública          | 0,6%          | 2,2%         |

Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

A expectativa de contração de 5,1% para o setor de construção civil em 2014 (a maior da série histórica) nos leva a esperar que os investimentos diminuam 6,5% em relação ao ano passado, com queda de 6,4% no segundo trimestre. Perda dessa ordem de grandeza só foi superada pelos números de 2009 (ano da crise internacional) e 1999 (ano da maxi-desvalorização cambial). Parte expressiva da desaceleração da construção civil ocorre devido à elevação substancial da taxa de juros observada desde o início de 2013. Todavia, ainda não está descartada piora adicional nessa atividade ao longo do ano, caso a confiança dos agentes se mantenha em patamares tão baixos como o atual. A construção civil pode, de acordo com nossas simulações, se contrair em até 8,0% em 2014. Neste cenário, a formação bruta de capital fixo cairia 8,4% em 2014 e esta seria a maior contração já observada para o investimento em toda a série de dados (iniciada em 1996). Na mesma linha, a absorção de máquinas e equipamentos também desacelerou substancialmente: acreditamos que tenha sido, no segundo trimestre deste ano, 12,2% menor do que no mesmo período de 2013.

Além do fenômeno estrutural do setor de construção, outro fator preponderante para a interpretação da desaceleração do crescimento do segundo trimestre e de seus impactos nos trimestres seguintes é o efeito da Copa do Mundo: não só houve diminuição do número de dias úteis por causa dos feriados relacionados ao evento, como também ocorreu intensa contração da demanda por bens e serviços nos dias de jogos da seleção brasileira. Em contrapartida, vários indicadores coincidentes têm apontado forte recuperação da produção em julho. Como resultado, a indústria de transformação deve crescer 1,5% no terceiro trimestre, ainda abaixo da contração esperada de 2,9% para o segundo.

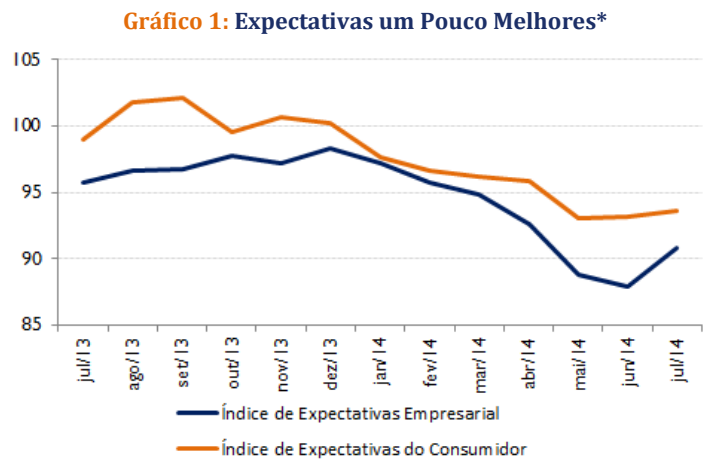
A desaceleração da indústria de transformação acarreta diminuição na geração de energia, o que leva à revisão da projeção do crescimento na produção de eletricidade em 2014 para 2,5%. Os resultados desses setores fazem com que os impostos se contraiam em 2,1% no segundo trimestre (em termos interanuais) e fiquem estáveis na comparação de 2014 com 2013. De qualquer forma, não esperamos uma recuperação expressiva da indústria de transformação ao longo do ano, pois fatores estruturais limitam o crescimento do setor no médio prazo.

Por fim, é marcante a desaceleração do consumo das famílias, refletida principalmente pela perda de ritmo da Pesquisa Mensal do Comércio do mês de junho. Ainda não é possível identificar quanto da desaceleração observada naquela divulgação se deve ao impacto da Copa do Mundo, mas a expectativa do consumo das famílias em 2014 representará, se concretizada, a menor expansão dos últimos dez anos. A desaceleração da massa salarial, a queda da confiança das famílias e, principalmente, a piora do sentimento em relação ao emprego certamente contribuem para que o consumidor entre num processo de desalavancagem e, por consequência, reduza o consumo.

*Silvia Matos e Vinicius Botelho*

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores<sup>1</sup>

O resultado de julho das sondagens de tendência da FGV/IBRE trouxe algumas notícias favoráveis, algo que não ocorria desde o final do ano passado. Embora a confiança de empresários e consumidores continue girando em níveis extremamente baixos em termos históricos, poderia a melhora discreta das expectativas ser um primeiro sinal de reversão da tendência negativa observada desde o início do ano? A leitura mais detida dos dados mostra que a maior parte dos ganhos é pontual ou relacionada a movimentos cíclicos de curtíssimo prazo, impedindo uma interpretação muito favorável.



\* Índices de Expectativas Empresarial e dos Consumidores, série histórica =100, com ajuste sazonal.

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

A melhor notícia foi o avanço na margem dos quesitos que medem o grau de otimismo em relação ao futuro próximo. Esse resultado era de alguma forma previsível: ao final do primeiro semestre, avaliávamos, neste Boletim, que a piora acentuada da confiança naquele período vinha sendo exacerbada por fatores relativamente pontuais, como as manifestações e greves de maio, e a diminuição do número de dias úteis no período da Copa. Passado aquele período, esperava-se alguma melhora, o chamado efeito “devolução”.

Em julho, a confiança do consumidor subiu pelo segundo mês consecutivo, trazendo o ICC de volta ao nível de abril passado. O avanço guarda relação com a tendência de desaceleração dos preços de alimentos e com os feriados e sensação de relativa tranquilidade durante o período da Copa Mundo. Em relação ao futuro próximo, persiste, por parte do consumidor, a preocupação com o mercado de trabalho e a cautela com gastos de maior valor, o que pode dificultar novos avanços da confiança nos próximos meses.

No campo empresarial, houve piora das avaliações sobre o presente em julho, e melhora não generalizada das expectativas. O caso particular da indústria de transformação é sintomático do cenário ainda nebuloso traçado pelas empresas até o final do ano: entre junho e julho houve nesse setor aumento do otimismo em relação às perspectivas para a produção nos meses seguintes, reflexo do aumento do número de dias úteis. Mas as previsões relativas ao pessoal ocupado e à situação geral dos negócios continuaram piorando. A leitura é simples: a produção crescerá para compensar o baque dos últimos meses, mas o setor, ainda estocado e avaliando o

<sup>1</sup> O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho e Silvio Sales.



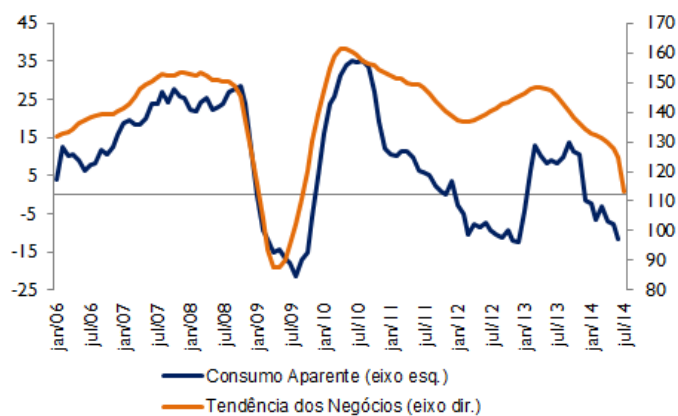
nível de demanda como extremamente fraco, está avesso a contratar e a investir. A relação histórica entre o Indicador de Tendências dos Negócios nos seis meses seguintes e o consumo aparente de bens de capital é apresentada no Gráfico 2.

O nível baixo do Índice de Confiança Empresarial, que agrega os indicadores de confiança de quatro grandes setores, é hoje comparável ao de períodos recentes de recessão, conforme datação do CODACE — Comitê de Datação de Ciclos Econômicos. Nos próximos meses, caso as expectativas estejam sinalizando

corretamente, o índice avançaria, possivelmente estacionando numa região limítrofe entre níveis moderadamente baixos e extremamente baixos de confiança. A eventual acomodação do índice nesta região limítrofe seria um fato inédito, mas compatível com a estagnação da economia brasileira nos três primeiros trimestres de 2014.

Outra fotografia interessante da situação *sui generis* da economia brasileira no momento é dada pelos indicadores compostos de ciclo econômico, produzidos pela FGV/IBRE, em parceria com o *Conference Board* (TCB). O Indicador Coincidente vinha crescendo, ainda que lentamente, até fevereiro. A partir deste mês, apresenta uma tendência declinante, bastante suavizada pela inclusão, neste indicador, de variáveis de emprego e renda, além das que medem o nível de atividade pelo lado da oferta. Já o Indicador Antecedente FGV/TCB vem mostrando tendência declinante desde

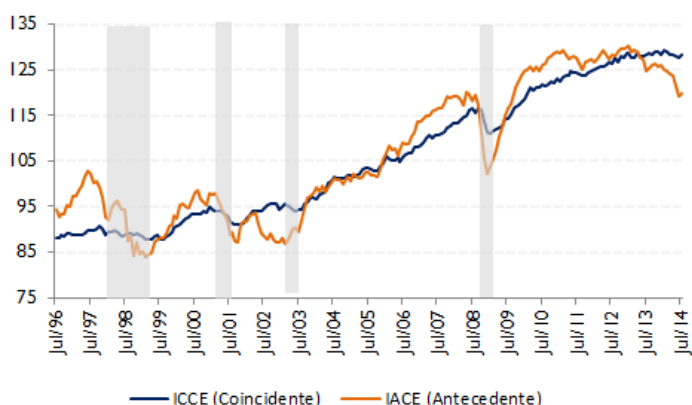
**Gráfico 2: Tendência de Negócios e Consumo Aparente de Bens de Capital\***



\* Indicador de Tendências da Sondagem da Indústria com ajuste sazonal, média móvel trimestral; Consumo Aparente como Variação % do trimestre em relação ao mesmo trimestre do ano anterior.

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 3: Indicadores Coincidente e Antecedente da Economia Brasileira\***



\* Com ajuste sazonal.

Fontes: IBRE/FGV e *The Conference Board*. Elaboração: IBRE/FGV.

o início do ano. Um modelo econométrico<sup>2</sup> que usa esse indicador para explicar as recessões brasileiras datadas pelo CODACE indica que a probabilidade de recessão para a economia nacional encontrava-se, em julho, em 38%. Embora relativamente elevada, esta probabilidade ficaria ainda abaixo dos níveis superiores a 50% captados pelo mesmo modelo em subperíodos das quatro recessões brasileiras desde 1996.

*Aloísio Campelo Jr.*

### 3. Mercado de Trabalho

#### Rendimentos Mostram Recuperação

O mercado de trabalho continua a apresentar contrastes entre seus diferentes termômetros. O CAGED teve o pior resultado para o mês julho desde 1999, com crescimento de cerca de 11,8 mil empregos formais. No entanto, os resultados da PME, restritos a quatro regiões metropolitanas devido à greve do IBGE,<sup>3</sup> mostram a menor taxa de desemprego de julho da série histórica: 4,5%, a mesma de junho.

Em junho não ocorreu, pela primeira vez neste ano, queda da população economicamente ativa (PEA) na PME (restrita a quatro RMs). A PEA aumentou em 28 mil pessoas, contra reduções acumuladas em 2014 de 322 mil até maio (também nas quatro RMs), com São Paulo explicando mais de 40% desta redução. No entanto, a ampliação da PEA em junho foi temporária (Copa do Mundo?) e a PEA voltou a recuar em julho, com queda de 92 mil pessoas.

Na mesma direção, os dados mostraram uma expansão do pessoal ocupado (PO) pela primeira vez no ano de 2014 em junho quando aumentou em 54 mil pessoas, ante redução acumulada de 396 mil postos de trabalho no ano até maio. No entanto, assim como ocorreu com a PEA, o volume de pessoal ocupado voltou a encolher em julho, com redução de 100 mil pessoas.

Dessa forma, a recuperação de PO e PEA em junho parece ter sido um evento temporário, um efeito da Copa do Mundo. A reversão da PO e da PEA em julho confirma esta visão.

**Tabela 2: Variação de Pessoal Ocupado** (acumulada em 12 meses, %)

|       | Brasil | Recife | Salvador | BH   | RJ   | SP  | POA | PME - Greve |
|-------|--------|--------|----------|------|------|-----|-----|-------------|
| Abril | 0,2    | -1,2   | 3,0      | -1,8 | 0,2  | 0,2 | 0,9 | -0,2        |
| Maio  |        | -1,1   |          | -1,8 | 0,2  | 0,2 |     | -0,2        |
| Junho |        | -0,6   |          | -1,6 | 0,1  | 0,3 |     | -0,1        |
| Julho |        | -0,7   |          | -1,7 | -0,1 | 0,1 |     | -0,3        |

O cenário de 12 meses permanece negativo, como pode ser visto na Tabela 2. O crescimento do pessoal ocupado continua com taxa inferior a 0,1% em todas as regiões, com redução de 1,7% do pessoal ocupado

<sup>2</sup> Modelo Probit usando a série binária de períodos de expansão/recessão do CODACE como variável dependente e suavização pelo uso de médias móveis.

<sup>3</sup> A divulgação dos resultados de duas das seis regiões metropolitanas cobertas pela PME (Salvador e Porto Alegre) foi interrompida por causa de greve.

em BH, a região metropolitana com desaceleração mais forte. A avaliação da PEA em doze meses mostra cenário similar, com crescimento bastante negativo em Belo Horizonte (-1,9%) e redução nas demais regiões. Logo, a taxa de desemprego mais baixa no ano de 2014 é fruto da forte redução de PEA.

**Tabela 3: Variação da PEA** (acumulada em 12 meses, %)

|       | Brasil | Recife | Salvador | BH   | RJ   | SP   | POA | PME - Greve |
|-------|--------|--------|----------|------|------|------|-----|-------------|
| Abril | -0,1   | -1,1   | 5,3      | -2,0 | -0,3 | -0,4 | 0,4 | -0,6        |
| Maio  |        | -0,9   |          | -2,0 | -0,4 | -0,5 |     | -0,7        |
| Junho |        | -0,5   |          | -1,8 | -0,8 | -0,6 |     | -0,8        |
| Julho |        | -0,8   |          | -1,9 | -1,0 | -0,9 |     | -1,0        |

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

O encolhimento da PEA e o baixo crescimento do PO ainda impactam de forma branda os rendimentos reais, como pode ser visto na Tabela 4. A redução mais forte ocorreu em Belo Horizonte, que apresentou crescimento em relação ao ano anterior de 0,3% e queda de 2,2% em junho em relação a maio. Em São Paulo, observa-se uma desaceleração dos rendimentos em relação a maio de 2014, com crescimento negativo acumulado superior a -2,1% entre maio e julho de 2014. A taxa de crescimento do rendimento real permanece em ritmo acelerado em Recife (4,9%) e Rio de Janeiro (8,9%). No agregado das quatro regiões, observou-se uma desaceleração forte entre junho e maio, com o crescimento se reduzindo de 3,6% para 2,7% na comparação com os mesmos meses de 2013 e recuperação entre junho e julho quando voltou a crescer 3,7% em relação ao mesmo mês do ano passado.

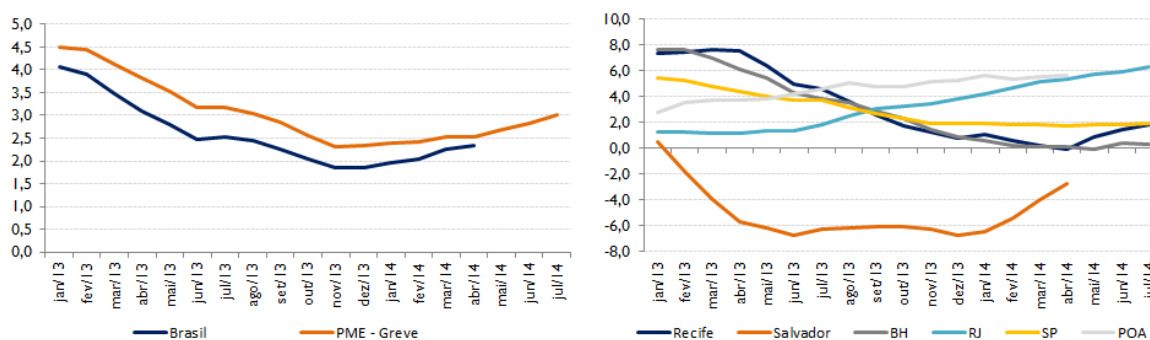
**Tabela 4: Variação do Rendimento Real (%)**

|   | Brasil | Recife | Salvador | BH   | RJ   | SP   | POA  | PME - Greve |
|---|--------|--------|----------|------|------|------|------|-------------|
| % em relação ao mesmo mês do ano anterior |        |        |          |      |      |      |      |             |
| Abril                                     | 2,7    | 3,2    | 4,6      | 0,6  | 4,4  | 1,6  | 3,8  | 2,5         |
| Maio                                      |        | 8,3    |          | -1,5 | 7,3  | 2,1  |      | 3,6         |
| Junho                                     |        | 3,8    |          | 0,4  | 6,5  | 1,1  |      | 2,7         |
| Julho                                     |        | 4,9    |          | -1,9 | 8,9  | 2,0  |      | 3,7         |
| % em relação ao mês anterior              |        |        |          |      |      |      |      |             |
| Abril                                     | -0,6   | -0,1   | -2,4     | 0,9  | -0,8 | -0,3 | -1,9 | -0,3        |
| Maio                                      |        | -1,1   |          | -1,4 | 2,9  | -0,2 |      | 0,5         |
| Junho                                     |        | -1,0   |          | -2,2 | -0,5 | -1,6 |      | -1,3        |
| Julho                                     |        | 1,2    |          | 0,2  | 0,7  | -0,5 |      | 0,1         |
| % em relação aos doze meses anteriores    |        |        |          |      |      |      |      |             |
| Abril                                     | 2,3    | -0,1   | -2,8     | 0,1  | 5,3  | 1,8  | 5,6  | 2,5         |
| Maio                                      |        | 0,9    |          | -0,1 | 5,7  | 1,8  |      | 2,7         |
| Junho                                     |        | 1,5    |          | 0,4  | 5,9  | 1,8  |      | 2,8         |
| Julho                                     |        | 1,8    |          | 0,3  | 6,3  | 1,9  |      | 3,0         |

A comparação de 12 meses com os 12 meses anteriores mostra crescimento do rendimento real, mantendo-se a recuperação. A expansão do rendimento real (das quatro RM) está em processo de recuperação desde novembro (2,3%), a despeito dos fracos desempenhos do PO e da PEA.

Os dados indicam que o período de menor taxa de expansão da renda deve ter ficado para trás, com tendência de crescimento nos próximos meses (Gráfico 4). Os resultados apontam também para uma grande heterogeneidade no comportamento, com expansão forte, acima de 5%, no Rio de Janeiro e em Porto Alegre (até abril, neste caso), estagnação em São Paulo e Belo Horizonte, e robusto crescimento na margem em Recife e Salvador (também até abril). No que tange ao pessoal ocupado e à PEA, os dados indicam tendência de estabilidade.

**Gráfico 4: Evolução da Renda (em % no Acumulado em 12 Meses)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

*Fernando de Holanda Barbosa Filho*

## 4. Inflação

### A Deflação do IGP-M e suas Repercussões sobre o IPCA

A ocorrência de taxas negativas na série histórica do IGP-M não é um fenômeno incomum. Já a repetição por pelo menos três meses consecutivos de preços em queda é um evento bem mais raro, normalmente associado a algum fato econômico relevante. Desde 1994, só há o registro de cinco ocorrências desse tipo, a mais recente delas no trimestre encerrado no último mês de julho.

Uma breve recapitulação desses episódios mostra que as causas principais, mas não necessariamente excludentes, são o desaquecimento da economia e a valorização cambial. As deflações ocorridas entre julho e setembro de 1998 e de março a agosto de 2009 foram provocadas por retração da atividade econômica. Nos ciclos deflacionários de maio a julho de 2003 e de maio a setembro de 2005, a valorização cambial ocupa a primeira posição entre as possíveis causas do fenômeno, ainda que potencializada pela baixa movimentação econômica, especialmente no primeiro dos dois eventos.

O atual ciclo de taxas negativas do IGP-M, diferentemente dos anteriores, decorre de um conjunto de causas que vêm se alternando, o que estica a sua duração. A queda de preços iniciada em maio se deu em resposta à reavaliação dos danos causados à produção agropecuária brasileira pela estiagem do primeiro trimestre. Superestimativas de perdas são habituais nessas circunstâncias e o posterior dimensionamento do volume comprometido leva a reduções de preços. Em paralelo a esse processo de ajuste, o câmbio, após atingir R\$ 2,44 no fim de janeiro, recuou para R\$ 2,20 na

primeira semana de abril. Este movimento estendeu a deflação do IPA aos insumos industriais, que representam cerca de 15% do índice.

Mais adiante, em junho, números divulgados pelo Departamento de Agricultura dos Estados Unidos acerca da evolução do plantio de grãos possibilitaram que os mercados voltassem a incluir no vocabulário o termo *supersafra*, há tempos em desuso. Além disso, à ainda incipiente retomada da economia global, que não cria tensões sobre a formação dos preços de commodities, vieram se somar os primeiros indícios de que a redução do ritmo de atividade no plano doméstico poderia se traduzir em fator de moderação inflacionária.

A sequência de deflações do IGP-M já se transmitiu ao IPCA, afetando particularmente as taxas de variação do subgrupo alimentação no domicílio, que só entre os meses de junho e julho acumula queda de 1,1%. O comportamento favorável dessa rubrica do IPCA não resulta somente da boa fase dos alimentos *in natura*, que com frequência exibem queda de preço nesta época do ano. Vários outros gêneros alimentícios, cujas matérias primas já baixaram, entre elas o trigo, a soja e o milho, seguem a mesma trajetória, mostrando ser este um efeito disseminado e capaz de persistir por algum tempo. Simulações realizadas pelo monitor da inflação oficial da FGV antecipam que há espaço para novas quedas nos preços dos alimentos no mês de agosto, ainda que de menor magnitude.

Embora não retratadas até o momento nos índices ao consumidor, as quedas de preços de insumos industriais, fruto da valorização do câmbio e, marginalmente, da perda de vigor da atividade econômica no país abrem espaço para desacelerações adicionais da taxa de inflação. O boletim Focus antecipava, um mês atrás, taxa próxima do teto da meta para este ano, mas as leituras mais recentes indicam arrefecimento das expectativas, que recuaram de 6,5% para 6,3%. A redução da taxa esperada pode ser a senha para a definição de data e valor do sempre aguardado reajuste da gasolina.

*Salomão Quadros e André Braz*

## 5. Política Monetária

### O Viés de Alta da Política de Juro

Na seção sobre política monetária do Boletim Macro de julho falamos do “irrealismo da hipótese de queda do juro”. Na ocasião, essa era a hipótese que se debatia em mercado. Na verdade, os preços dos contratos futuros de juros refletiam essa possibilidade. E seria uma queda a curtíssimo prazo, a julgar pelos DIs curtos, como os de vencimento em primeiro de outubro e primeiro de janeiro.

Na oportunidade, argumentamos que, a despeito dos sinais adicionais de enfraquecimento da economia, não faria sentido reduzir a taxa Selic. Afinal, as seguidas altas de juro promovidas a partir de abril de 2013 teriam representado simplesmente a retirada da acomodação monetária, não sendo possível esperar, portanto, queda substancial da inflação subjacente. Além disso, seria

preciso considerar o impacto sobre a inflação da inevitável correção de preços artificialmente contidos.

Não necessariamente pelas mesmas razões, os dirigentes do BC pareciam ter visão semelhante. Sinalizações mais recentes sugerem que tal visão não se modificou. A nosso ver, o uso da expressão “neste momento” no comunicado pós-Copom de 28 de maio, ocasião em que a trajetória de elevação da taxa Selic foi interrompida, indicava uma espécie de “parada técnica” com viés de alta. Como a expectativa do mercado não se alterou, o presidente Tombini procurou reforçar o sinal anterior. Em primeiro de julho, explicou que, “mantidas as condições monetárias, a inflação tende a entrar em trajetória de convergência para a meta”. Parecia claro, mas o mercado continuou ignorando a sinalização do BC. O comunicado pós-Copom de 16 de julho não trouxe alteração alguma na comparação com a anterior. Mais um sinal de que o viés de alta estava mantido. O mercado só abandonou a hipótese de queda da Selic depois da ata da reunião de julho, na qual o BC não poderia ter sido mais explícito.

Decisões de afrouxamento do crédito tomadas no dia seguinte ao da publicação da referida ata dariam mais espaço para debate, não faltando quem ressaltasse que, no passado, medidas de natureza semelhante e a política de juro caminharam na mesma direção. Teríamos agora um sinal efetivo de que o juro cairia?

Aparentemente não, pois as medidas tomadas soaram mais como iniciativa do governo como um todo do que propriamente da autoridade monetária.

Mas que dizer das declarações de um dos diretores do BC que, ao explicar as referidas decisões, afirmou que o juro real atualmente praticado encontra-se bem acima de qualquer medida de neutralidade?

A nosso ver, também aqui não haveria sinal de viés de baixa da taxa Selic, pelo simples fato de que as palavras do diretor não foram endossadas pelo presidente da instituição em seu depoimento em comissão do Senado. Se a manifestação do diretor refletisse a política oficial, Tombini não teria perdido a oportunidade de dar tal sinalização, em especial quando se recorda que, durante o depoimento, o assunto foi levantado por uma senadora.

Em suma, há razões para acreditar que a atual administração do BC pretende manter estável a taxa básica de juro. O viés, porém, é de alta. Por certo, a velocidade e a intensidade com que o juro subirá ficam na dependência do resultado das eleições e, conseqüentemente, de quem estará no comando da política econômica a partir de 2015. De qualquer modo, acreditamos que a alta de juro no começo do ano dificilmente ficará aquém de 100 pontos base.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Contas Públicas: Superávit Primário Embute Novo Viés de Baixa

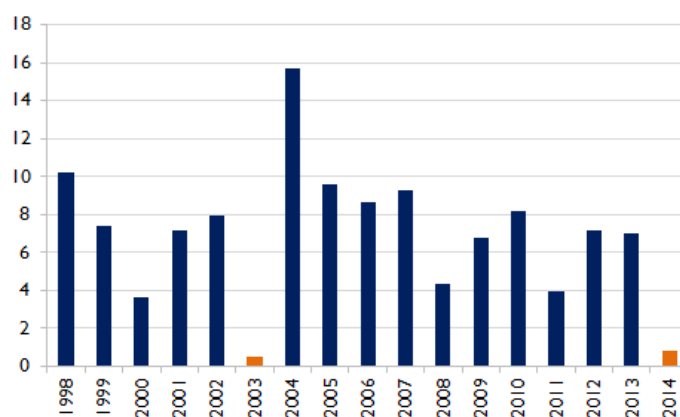
Nossa projeção para o superávit primário do setor público consolidado neste ano é de pouco menos do que 1,3% do PIB no nosso cenário base. Além da perda de fôlego para produzir novas operações não recorrentes em volume semelhante ao de 2013, a receita líquida da União está literalmente estagnada e o volume de compensações tributárias aumentou R\$ 4,4 bilhões em relação ao primeiro semestre do ano passado.

A dinâmica da arrecadação recorrente — ou seja, livre dos efeitos de quaisquer atipicidades que afetem as contas fiscais — será de grande importância para eventuais revisões da nossa projeção do resultado fiscal primário. A despeito da imprescindível contribuição dos eventos não recorrentes, estimada em 0,8% do PIB, as sistemáticas revisões para baixo da expansão da economia têm exercido pressão cada vez maior na dinâmica de crescimento dos tributos incidentes sobre o faturamento e a lucratividade das empresas. Até o momento, e apesar da recente moderação, a condição do mercado de trabalho é o fator que evita uma piora ainda mais aguda na arrecadação.

Ainda do ponto de vista das receitas, o resultado dos meses de agosto e setembro será decisivo para determinar o quão distante da meta “cheia” (sem descontos do PAC) de 1,9% do PIB será o resultado fiscal do ano. A adesão ao mais novo parcelamento de dívidas tributárias, conhecido como REFIS da Copa, deverá ocorrer até o dia 25 de agosto e o leilão do setor de Telecom (4G) é aguardado para o mês seguinte. Apesar da expectativa do governo de arrecadar R\$ 14,5 e R\$ 8 bilhões, respectivamente, será preciso recorrer a mais R\$ 13,5 bilhões em dividendos no segundo semestre.

Um novo fator de risco, que pode afetar ainda mais o enfraquecido resultado fiscal, é o crescente volume de compensações tributárias. De acordo com informação e dados obtidos com a Secretaria da Receita Federal, as firmas utilizaram seus créditos tributários para reduzir em R\$32,2 bilhões o pagamento dos seus tributos no primeiro semestre deste ano. Esse valor supera em R\$ 4,4 bilhões, ou 16%, o de igual período do ano anterior. Dentre os tributos com maior destaque estão justamente àqueles ligados à lucratividade (IRPJ e

**Gráfico 5: Taxa de Crescimento da Despesa Previdenciária**  
(1º Semestre; em termos reais por IPCA, %)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração: IBRE/FGV.

CSLL) e ao faturamento das empresas (PIS/COFINS), que tiveram expansão de R\$2,34 bilhões e R\$1,44 bilhão, respectivamente. Por esse motivo, será ainda mais importante acompanhar o desempenho das receitas recorrentes.

Pela ótica da despesa, a modesta expansão real de 4,3% é explicada pela incomum dinâmica do gasto previdenciário, que registra a segunda menor expansão no semestre – apenas 0,8% – desde o início da série histórica em 1997 (Gráfico 5). Um crescimento menor de janeiro a junho foi registrado apenas em 2003, ano de forte ajuste fiscal. Adicionalmente, há reduções no volume de subsídios pagos ao programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) e o moroso crescimento dos repasses à Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), de apenas R\$4,1 bilhões. Finalmente, a redução de 33,5%, ou R\$ 1,3 bilhão, dos subsídios rural e ao programa de agricultura familiar (Pronaf) dão suporte à moderação da despesa.

Contudo, a módica expansão do gasto deverá ser parcialmente revertida, levando-se em conta o adiamento no pagamento de precatórios para o final do ano e o efeito negativo que o acúmulo de passivo junto a outras empresas públicas, como Caixa, Banco do Brasil, BNDES e Eletrobrás, tem produzido em seu equilíbrio financeiro.

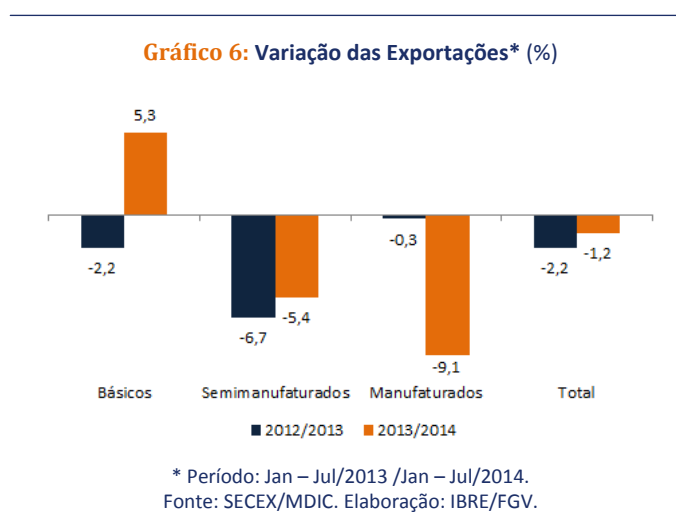
A despeito de parte importante do custo do setor elétrico ser absorvida por empréstimos bancários para as distribuidoras — cuja garantia é o pagamento lastreado na tarifa, ou seja, afetação dos preços administrados e não despesa primária per se —, o atraso de parcelas do Tesouro à CDE tem afetado as contas da Eletrobrás através de outro encargo — que cobre o custo de geração no sistema isolado e é conhecido como Conta Consumo de Combustível (CCC). Para evitar desequilíbrios em cascata, é possível que o Tesouro acelere em alguma medida os pagamentos à CDE, produzindo impacto primário.

*Gabriel Leal de Barros*

## 7. Setor Externo

### Queda nas Importações Melhora o Saldo da Balança Comercial

Desde março, a balança comercial registra superávits e em julho o saldo foi de US\$ 1,6 bilhão. O déficit ainda persiste no acumulado do ano até julho, (-US\$ 916 milhões), mas é menor do que o de igual período no ano passado (-US\$ 4,9 bilhões). Contribuiu para este resultado a queda no déficit de petróleo e derivados, de US\$ 15,4 bilhões para US\$ 9,9 bilhões. Já o superávit dos demais produtos recuou de US\$ 10,5 bilhões para US\$ 9 bilhões. Além disso, a análise pelos fluxos de





comércio mostra que a redução no déficit comercial foi liderada pela queda das importações.

Os Gráficos 6 e 7 comparam a variação nos acumulados até julho entre 2012/2013 e 2013/2014 das exportações e importações. As exportações caem menos no período recente (-1,2%) do que entre 2012/2013 (-2,2%), graças ao desempenho favorável dos produtos básicos. Já as importações, que cresceram no ano passado (+9,3%), registram queda (-4,1%) na comparação entre 2013/2014. Como mostra o Gráfico 7, esta queda não se restringe aos combustíveis e abarca todas as categorias de uso. Logo, é a redução do crescimento da economia que explica o resultado e não se espera uma mudança nesta tendência nos próximos meses.

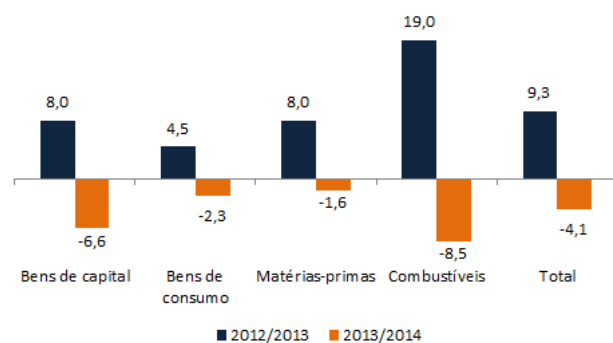
As importações cresceram no ano passado em todos os meses, ante os mesmos meses de 2012, com exceção de novembro. Assim, o superávit comercial em 2013 deveu-se à melhora das exportações a partir de agosto, em especial das manufaturas (Gráfico 8), associada às vendas de plataformas de petróleo. Para 2014, até o momento, não está previsto que essas mesmas vendas atinjam valores similares aos do ano passado. Além disso, a crise da Argentina contribui para a queda das exportações de manufaturas. Em 2013,

as vendas de manufaturas para o mercado argentino cresceram 10%, representando 19% das exportações totais brasileiras deste setor. Para este ano, a contribuição da Argentina será negativa para a exportação manufatureira, em especial do setor automotivo, responsável por cerca de 50% das vendas de manufaturas para o principal parceiro do Mercosul. No acumulado até julho, as vendas brasileiras para a Argentina caíram 23% em relação a igual período de 2013.

Os aumentos nas exportações continuarão, portanto, a depender do desempenho dos produtos básicos. Além do petróleo e da soja, o setor de carnes, que já vem crescendo neste ano, poderá ser beneficiado com vendas para a Rússia (acordos anunciados pelo governo).

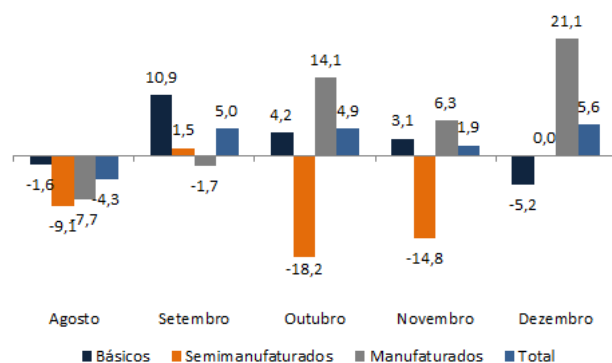
Nesse contexto, com importações menores para os meses a seguir e sem perspectivas no momento de novos estímulos para as exportações, o saldo comercial poderá ficar próximo a US\$ 2 bilhões. Em 2013 foram as

**Gráfico 7: Variação das Importações\* (%)**



\* Período: Jan – Jul/2013 / Jan – Jul/2014.  
Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 8: Variação das Importações 2013 / 2012 (AsA, %)**



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

plataformas de petróleo que “salvaram” o superávit. Este ano será a o baixo crescimento da economia.

O déficit em transações correntes acumulado até junho de 2014 foi de US\$ 43,3 bilhões, um aumento de US\$ 130 milhões em relação ao de igual período de 2013. A queda no déficit da balança comercial e na conta de rendas foi compensada pelo aumento do déficit em serviços e nas transferências unilaterais, um comportamento que repete o analisado no boletim do mês passado. Na conta serviços, foi registrado um aumento de déficit de US\$ 8,6 bilhões para US\$ 10,2 bilhões no item de aluguel de equipamentos. Este saldo negativo deve continuar crescendo com a expansão da produção de petróleo. Mantidas as tendências das principais contas, o déficit em transações correntes deverá ficar ao redor de US\$ 81/82 bilhões em 2014.

Na conta capital, os investimentos em carteira aumentaram em US\$ 14,9 bilhões entre os dois primeiros semestres de 2013 e 2014. No entanto, os investimentos diretos líquidos caíram de US\$ 37,2 bilhões para US\$ 26,6 bilhões (uma queda de US\$ 10,5 bilhões), afetados pela saída de capital associada ao investimento brasileiro no exterior (- US\$ 9,8 bilhões). O investimento estrangeiro direto caiu apenas US\$ 726 milhões. Repete-se o quadro do mês de maio e, por enquanto, o país não perde reservas.

*Lia Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### Economia Internacional – 1º. Semestre Desapontador

No final do ano passado parecia que a economia americana estava pronta para crescer ao ritmo anual de 3%. Em 2013, os Estados Unidos enfrentaram um vento de proa na forma do fortíssimo ajuste fiscal no primeiro semestre, que ficou conhecido por abismo fiscal. Não obstante, a economia conseguiu crescer 2,2%. Assim, toda a expectativa era de que, sem o abismo fiscal, o crescimento seria mais próximo de 3% em 2014.

Em maio de 2013, o então presidente do Fed, Ben Bernanke, avisou o mercado que aproximava-se o momento de iniciar a saída do programa de compras de ativos de longo prazo. Este processo de redução gradativa ficou conhecido como *tapering*. O *tapering talk* de Bernanke de maio de 2013 ensejou forte processo de ajustamento das taxas longas. A rentabilidade do título do Tesouro Americano de dez anos saiu de 1,6% para 2,3%. Esta expressiva correção nas taxas longas produziu um recuo na demanda por novas moradias, afetando o desempenho de um dos itens do investimento.

Além desse recuo no investimento imobiliário – provavelmente bem mais intenso do que o previsto pelo Fed –, o rigoroso inverno deste ano teve forte impacto negativo na atividade, explicando, ao menos em parte, o péssimo desempenho da economia no primeiro trimestre de 2014: a economia recuou 2,1% ante o quarto trimestre de 2013, considerando-se a taxa anualizada.

Num primeiro momento, a leitura foi de que o grande recuo fora causado pelo inverno. Antecipávamos forte recuperação no segundo trimestre. No entanto, apesar de o crescimento do segundo trimestre ter sido forte, 4% ante o trimestre anterior (taxa anualizada), dois fatores preocupam. Primeiro, o número não é tão positivo diante do forte recuo no primeiro trimestre. O crescimento do primeiro semestre ante o mesmo período de 2013, de 2,16%, é ligeiramente inferior ao crescimento de 2013 ante 2012, de 2,20%. Adicionalmente, a natureza do crescimento foi muito ruim. A acumulação de estoques respondeu por 1,66 ponto percentual da alta do PIB. Isto é, se não houvesse acumulação de estoques, o crescimento teria sido de somente 2,34%. Como indicado no Gráfico 9, a expansão do segundo trimestre de 2014 assemelha-se ao crescimento do terceiro trimestre de 2013. Naquele momento também houve forte acumulação de estoques, que explicou em alguma medida o baixo crescimento nos dois trimestres seguintes.

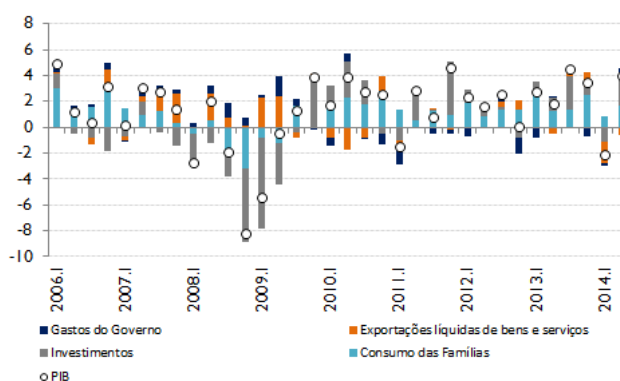
De fato, quando olhamos a evolução do crescimento da demanda agregada doméstica, dada pela soma do consumo das famílias, do investimento em capital fixo (exclui estoques) e da demanda do setor público (consumo e investimento), verificamos que este importante indicador roda a 2% ao ano desde o primeiro trimestre de 2011.

A boa notícia do primeiro semestre ficou por conta da taxa de crescimento da renda disponível líquida das famílias. Em seguida ao baixo crescimento no quarto trimestre de 2013, a renda cresceu fortemente no primeiro semestre, 4,9% e 6,2%, respectivamente, no 1º e 2º trimestres (sempre ante o trimestre anterior e considerando a taxa anualizada). Isto sugere que talvez a economia consiga gerar nos próximos trimestres uma fonte autônoma de demanda. A ver.

O acompanhamento da atividade no segundo semestre indica que a economia iniciou o terceiro trimestre rodando a 2,5% ante o trimestre anterior, na taxa anualizada. A se manter esse ritmo até o final do ano, há forte risco de a economia fechar 2014 com expansão de 2%, abaixo inclusive dos 2,2% de 2013 ante 2012. Ou seja, houve forte desapontamento da atividade na maior economia do mundo e provavelmente a recuperação no segundo semestre não será tão forte. O possível crescimento de 3% ficará novamente para o próximo ano, se vier!

A economia europeia apresentou no segundo semestre de 2013 e no primeiro trimestre de 2014 recuperação da atividade econômica. No entanto, esta retomada é totalmente dependente da demanda externa. Adicionalmente, nos últimos meses as exportações da zona do euro para fora do bloco recuaram fortemente, considerando as taxas interanuais. Não surpreende que o crescimento das economias que compõem a união monetária, no segundo trimestre, tenha sido nulo. Ainda não dispomos das aberturas dos dados das contas nacionais, mas certamente a queda

**Gráfico 8: Decomposição do Crescimento do PIB nos EUA\***  
(Tst, %)



\* Dados dessazonalizados e anualizados.

Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Elaboração: IBRE/FGV.

da demanda externa deve ter explicado o desempenho frustrante da economia europeia no segundo trimestre.

A economia americana perde o ritmo e a europeia patina. Ainda não foi em 2015 que as economias desenvolvidas liderarão o crescimento mundial.

*Samuel Pessôa*

## 9. Analista Convidado

### Política Monetária e Crédito

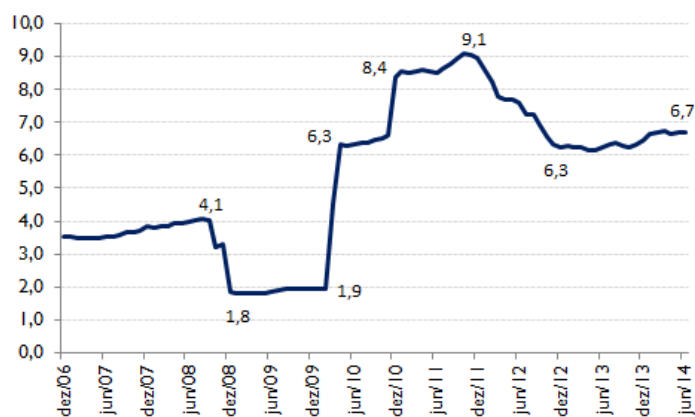
Um dia após indicar que taxa SELIC permanecerá estável em 11% por algum tempo, o Banco Central (BC) anunciou um grupo de medidas de aumento da oferta de crédito. De um lado, o BC alterou as normas dos recolhimentos compulsórios dos bancos, o que pode injetar até R\$ 30 bilhões de oferta de crédito adicional na economia. Do outro, o BC também ajustou o fator de ponderação de risco (FPR) de algumas operações de crédito, o que, por sua vez, diminuiu o requerimento de capital dos bancos, sobretudo dos médios. Esta segunda ação pode injetar mais R\$ 15 bilhões de crédito na economia.

As medidas do BC geraram algumas críticas por parte do mercado, devido à suposta inconsistência entre ampliação de crédito e manutenção da SELIC. Tais críticas são infundadas, pois, da mesma forma que a estabilização da SELIC tem por objetivo interromper o ciclo de elevação das taxas de juro de mercado, a liberação de compulsório e a redução do FPR têm por objetivo interromper a desaceleração do crédito da economia. Uma ação vai no preço, a outra na quantidade, e as duas vão na mesma direção.

Para avaliar as medidas quantitativas, vale a pena apontar que a oferta total de crédito no Brasil atingiu R\$ 2,83 trilhões em junho (56,3% do PIB). Caso sejam bem sucedidas, as recentes medidas do BC representarão, portanto, um aumento de 1,7% no crédito total da economia. Uma vez que a taxa de crescimento anual do crédito já desacelerou de 13,4% em abril para 11,8% em junho, a injeção de recursos viabilizada pelo BC pode simplesmente levar a expansão do crédito para o ritmo verificado há apenas alguns meses.

Por fim, cabe ressaltar que, mesmo após as medidas recentes, o recolhimento compulsório dos bancos continuará elevado. Como apresentado no Gráfico 10, o volume de depósitos compulsórios em percentual do PIB caiu rapidamente em resposta à crise de liquidez de 2008, mas

**Gráfico 10: Depósitos Compulsórios no Banco Central**  
(em % do PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

subiu, também rapidamente, em 2010, quando a política monetária se tornou mais restritiva para combater a inflação. O encaixe compulsório dos bancos só voltou a cair como percentual do PIB a partir de 2012, quando a política econômica se tornou novamente expansionista.

Considerando-se o período mais recente, os R\$ 30 bilhões liberados pelo BC representam uma redução do compulsório para um nível ligeiramente abaixo do verificado em dezembro de 2012, o que por sua vez ainda é 50% superior ao verificado em agosto de 2008. Ainda levará algum tempo para os depósitos compulsórios voltarem à situação pré-crise de 2008.

*Nelson Barbosa*

## 10. Em Foco IBRE: Dinâmica da Renda do Trabalho

Esta seção explica os principais fatores que têm impulsionado a renda do trabalho no Brasil. A metodologia é detalhada no Anexo. De forma sucinta, ela pode ser entendida pela equação abaixo:

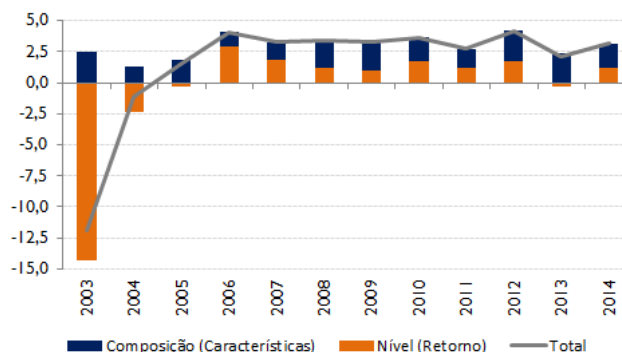
$\text{Crescimento Real da Renda Média do Trabalho} = \text{Efeito Composição} + \text{Efeito Nível}.$

O efeito composição capta a mudança da renda média devido a alterações nas características dos trabalhadores, dentre as quais educação, idade, raça, sexo, tipo de vínculo (com ou sem carteira de trabalho assinada, empregador, conta própria ou outros), se é trabalhador doméstico, setor de atividade em que trabalha e em qual região metropolitana (RM) reside. Por exemplo, com a melhora educacional e o envelhecimento da força de trabalho, os rendimentos tendem a subir. Por outro lado, o aumento da participação das mulheres e o aquecimento do mercado de trabalho em regiões menos desenvolvidas tende a amenizar o aumento dos rendimentos. Tanto num caso como no outro, aumenta-se relativamente um grupo que ganha menos.

O efeito nível, por sua vez, capta a mudança no nível da renda do trabalho para todos os grupos de trabalhadores, ou, ainda, a mudança no retorno salarial das diferentes características dos trabalhadores. Este efeito tende a captar, de forma conjunta, impactos macroeconômicos, choques externos e mudanças institucionais que afetam de forma comum todos os trabalhadores.

O Gráfico 11 mostra essa decomposição para a PME, entre 2003 e 2014. Observa-se que o efeito nível em 2003 e 2004 foi bem negativo, em virtude da taxa de inflação alta e de um mercado de trabalho fraco. Desde então, no entanto, a melhora da economia

**Gráfico 11: Decomposição do Crescimento da Renda do Trabalho\*** (média anual, %)



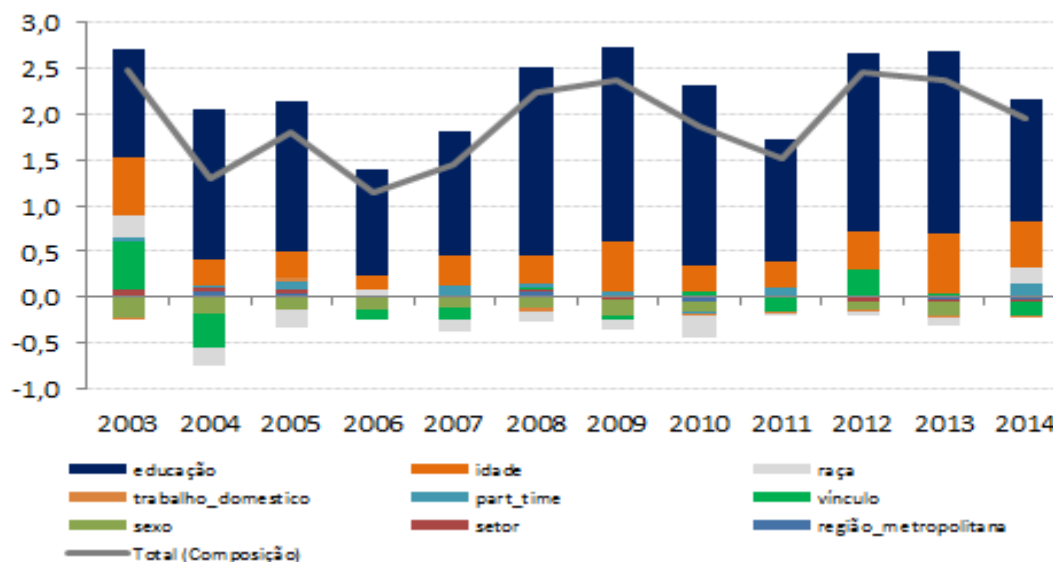
\* Para o ano de 2014, o período considerado é até abril para todas as Regiões Metropolitanas (RMs) e para maio e junho somente as RMs divulgadas (Recife, RJ, SP e POA), em comparação com o mesmo período e regiões respectivas de 2013. Para o cálculo de 2003 em relação a 2002, os meses de comparação são de março a dezembro.

Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

impulsionou o mercado de trabalho e, com isso, a renda real para todos os trabalhadores. Dessa forma, o efeito nível tornou-se positivo de 2006 até 2012. Em 2013, o efeito nível voltou a ser levemente negativo, o que pode ter sido reflexo do pífio crescimento da economia em 2012, reduzindo espaço no ano seguinte para reajustes reais acima da inflação para a maioria dos trabalhadores. No entanto, no primeiro semestre de 2014 o efeito nível voltou ao campo positivo. O que pode estar contribuindo para a manutenção desse efeito? Uma das possibilidades é o próprio funcionamento do mercado de trabalho que, ao apresentar uma taxa de desemprego em nível historicamente baixo (nos últimos meses em parte pelo menor crescimento da PEA), confere aos trabalhadores maior poder de barganha, o que acaba pressionando o salário. Outra possibilidade são os diversos estímulos que o governo concedeu nos últimos anos, favorecendo o consumo e a contratação ou retenção de mão-de-obra – neste último caso, principalmente pela desoneração da folha salarial, inicialmente restrita à indústria, mas que se estendeu recentemente para outros setores da economia.

Já no caso do efeito composição, observa-se que é sempre positivo e varia em um intervalo entre um ponto porcentual (p.p.) e quase 2,5 p.p. Com exceção de 2003, 2006 e 2007, o efeito composição sempre preponderou sobre o efeito nível. A composição da força de trabalho vem se alterando nos últimos anos e isto é reflexo principalmente de mudanças estruturais que alteraram as características dos trabalhadores.

**Gráfico 12: Decomposição do Efeito Composição (Característica) da Renda do Trabalho\*** (média anual, %)



\* Para o ano de 2014, o período considerado é até abril para todas as Regiões Metropolitanas (RMs) e para maio e junho somente as RMs divulgadas (Recife, RJ, SP e POA), em comparação com o mesmo período e regiões respectivas de 2013. Para o cálculo de 2003 em relação a 2002, os meses de comparação são de março a dezembro. Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

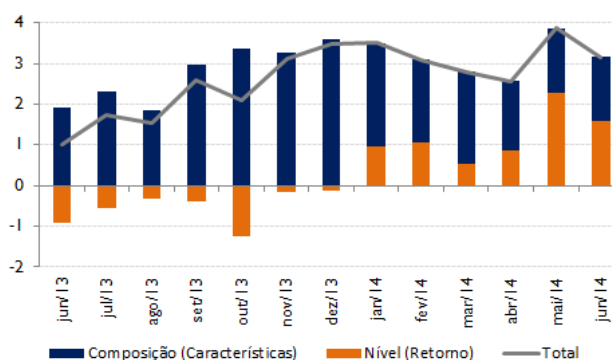
O Gráfico 12 mostra a decomposição desse efeito em termos da contribuição de cada uma das características consideradas. As duas principais variáveis que mais contribuem são educação e idade. Dito de outro modo, a melhora educacional e o envelhecimento dos ocupados, conjuntamente, chegaram a elevar a renda real em mais de 2,5p.p. nos últimos anos.

Enquanto o componente etário é relativamente constante, não apresentando grandes variações, o componente educacional pode apresentar algum comportamento cíclico. Em épocas de crise, com o arrefecimento da atividade econômica e menor geração de postos de trabalho, as pessoas tendem a retornar aos estudos ou estudar por mais tempo, o que faz com que a contribuição da educação cresça nos anos subsequentes, quando do término da estagnação econômica. Por exemplo, a economia cresceu muito pouco no biênio 2002-2003. Assim, a contribuição da educação foi relativamente baixa em 2003 (em torno de 1,2 p.p.), mas subiu no biênio subsequente (permanecendo acima de 1,6 p.p.), seguindo a recuperação da economia em 2004. No entanto, nos anos mais recentes, mesmo com o baixo crescimento econômico, a contribuição da educação tem se mantido elevada. Este fenômeno pode ser reflexo da redução dos trabalhadores pouco qualificados disponíveis e do fato de que a coorte mais nova de trabalhadores tem um nível de escolaridade mais elevado que a mais velha, em virtude do processo de aceleração educacional que vem ocorrendo desde a última década.

O Gráfico 13 mostra a mesma decomposição do Gráfico 11, mas restrita aos últimos 12 meses. Nota-se que o efeito nível, que estava negativo desde meados do ano passado, passou a positivo desde janeiro, o que pode ser reflexo de algum fator conjuntural. Por sua vez, o efeito composição se mantém acima de 1,5 p.p., contribuindo bastante para o crescimento da renda do trabalho. O Gráfico 14 divide esse efeito nas características consideradas. Os componentes educação e idade têm contribuído conjuntamente entre 1,5 e 2,0 p.p. desde janeiro deste ano, mas em um patamar menor do que em 2013, principalmente devido à redução do ritmo de crescimento do nível educacional dos trabalhadores. Ainda assim, a contribuição ficou acima de 1 p.p.

Em conclusão, é possível dizer que o efeito composição indica que parte do crescimento real da renda do trabalho já está “contratado”. Como este efeito tem contribuído acima de 1,5 p.p., apenas um forte recuo da demanda por trabalho tornaria o efeito nível negativo o suficiente para que o crescimento real da renda passasse a ser negativo, como ocorreu em 2003-2004. Seria isso possível? Por um lado, a desaceleração da demanda por trabalho já é percebida pela menor geração de novos postos de trabalho, segundo dados do CAGED; mas, por outro, ainda não se refletiu em menor pressão sobre a renda real. Sendo assim, parece necessário que se cumpram as perspectivas de baixo crescimento econômico para este e o próximo ano – somadas à manutenção de uma alta taxa de inflação elevada e, principalmente, à elevação da taxa de

**Gráfico 13: Decomposição do Crescimento da Renda do Trabalho (em %, ASA)**

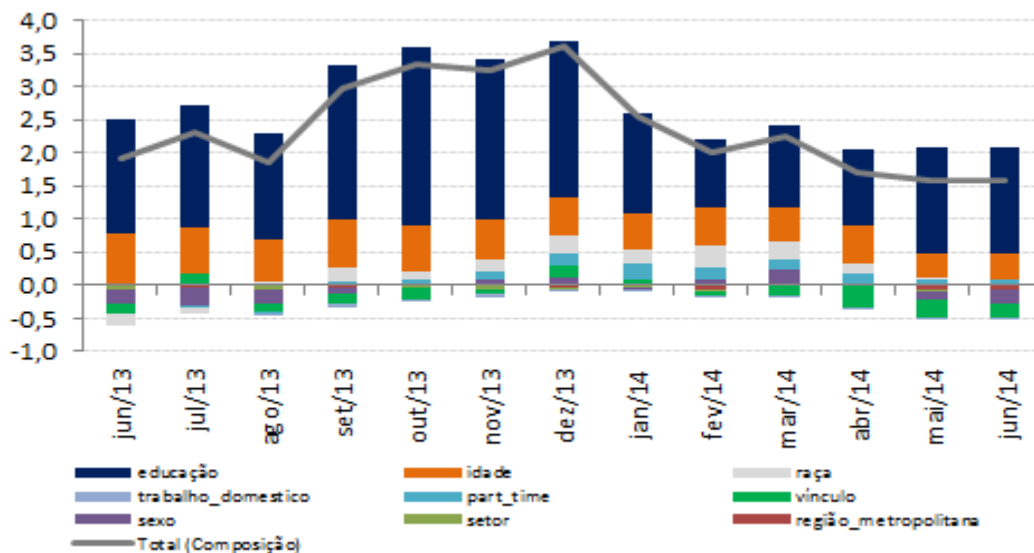


\* Para o ano de 2014, o período considerado é até abril para todas as Regiões Metropolitanas (RMs) e para maio e junho somente as RMs divulgadas (Recife, RJ, SP e POA), em comparação com o mesmo período e regiões respectivas de 2013. Para o cálculo de 2003 em relação a 2002, os meses de comparação são de março a dezembro.

Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

desemprego – para que o crescimento real da renda do trabalho se reduza gradativamente nas principais Regiões Metropolitanas do país.

**Gráfico 14: Decomposição do Efeito Composição (Característica) da Renda do Trabalho (em %)**



\* Para o ano de 2014, o período considerado é até abril para todas as Regiões Metropolitanas (RMs) e para maio e junho somente as RMs divulgadas (Recife, RJ, SP e POA), em comparação com o mesmo período e regiões respectivas de 2013. Para o cálculo de 2003 em relação a 2002, os meses de comparação são de março a dezembro. Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

### BOX: Anexo Metodológico

Para realizar a decomposição do crescimento real da renda do trabalho, utilizou-se a metodologia de Oaxaca-Blinder, que consiste em estimar equações salariais para cada mês. A diferença entre equações de dois meses será dada por:

$$E[y_{it}] - E[y_{it-1}] = (E[x_{it}] - E[x_{it-1}])\beta_t + E[x_{it-1}](\beta_t - \beta_{t-1}),$$

em que  $y_{it}$  e  $x_{it}$  são o rendimento real do trabalho e o vetor de características "objetivas" do indivíduo  $i$  no mês  $t$ , respectivamente, e  $\beta_t$  é o retorno salarial de cada característica do trabalhador em  $t$ . O primeiro termo do lado direito mede a contribuição da evolução ao longo do tempo das diferentes características dos trabalhadores (efeito composição). Por exemplo, se os indivíduos estão se tornando mais educados, a renda média real do trabalho tende a crescer, pois trabalhadores mais escolarizados ganham em média mais no mercado de trabalho. O segundo termo busca compreender como o mercado de trabalho "premia" as diferentes características dos trabalhadores em termos de salário (efeito nível). Este efeito tende a ser guiado por mudanças macroeconômicas que afetam todos os trabalhadores.

*Rodrigo Leandro de Moura*



## Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

### Pesquisadores

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Gabriel Leal de Barros

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

Joana Monteiro

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Lia Valls Pereira

Luísa Azevedo

Luiza Niemeyer

Mauricio Canêdo Pinheiro

Nelson Henrique Barbosa Filho

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Vinícius Botelho

## Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

### Colaboradores Permanentes da Superintendência de Bens Públicos

Aloísio Campelo Jr.

André Braz

Salomão Quadros

### Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 21 de agosto de 2014. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.