

Outubro

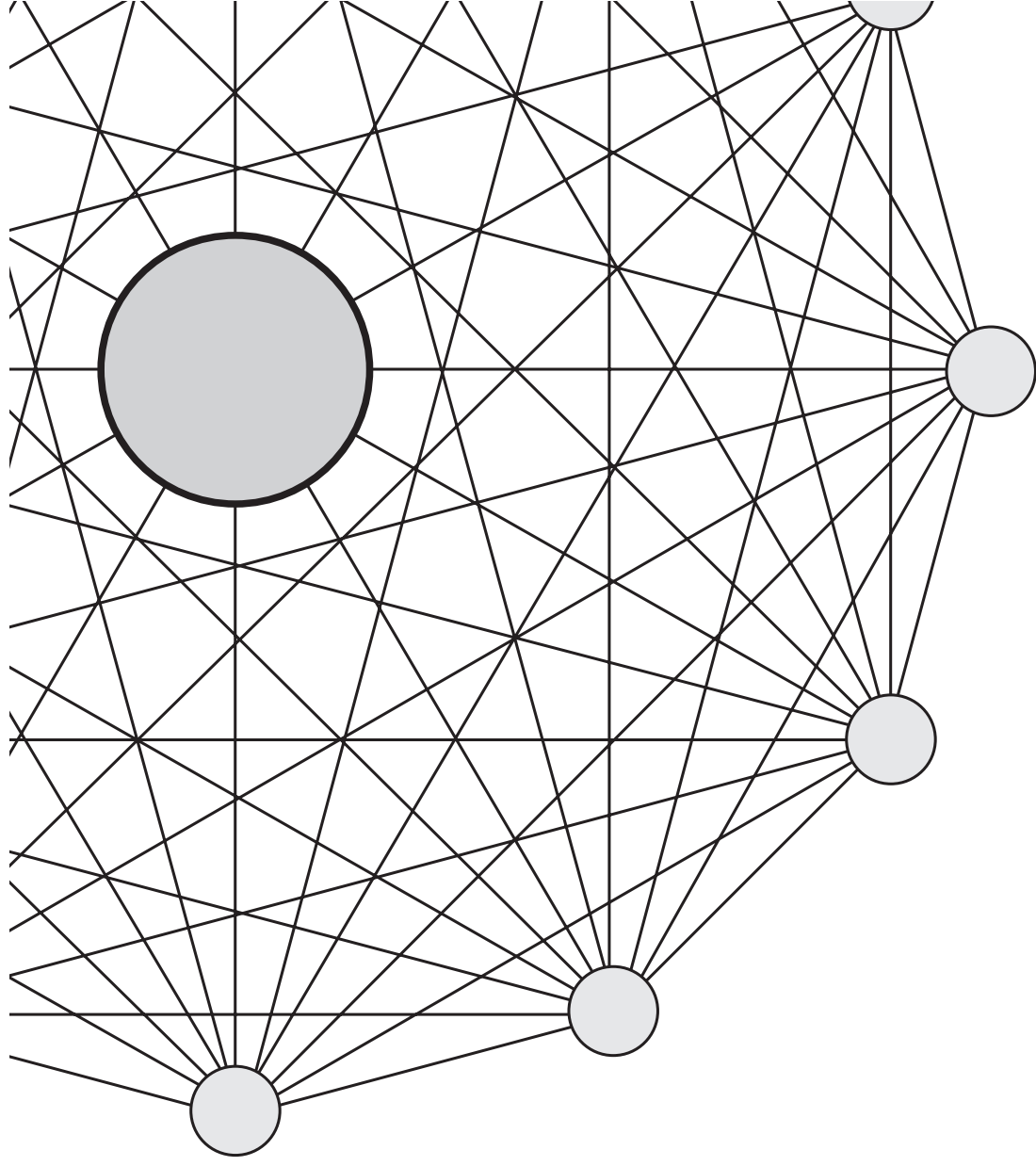
2011

14



CONJUNTURA

CARTA DE



CARTA DE CONJUNTURA

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da
Presidência da República
Ministro – Wellington Moreira Franco

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
Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Geová Parente Farias

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais, Substituto
Marcos Antonio Macedo Cintra

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

Diretora de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Vanessa Petrelli de Correa

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Francisco de Assis Costa

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura, Substituto
Carlos Eduardo Fernandez da Silveira

Diretor de Estudos e Políticas Sociais
Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete
Fabio de Sá e Silva

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
Daniel Castro

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

ISSN 1982-8772

carta de conjuntura

Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas

**GAP – Grupo de Análise e
Previsões**

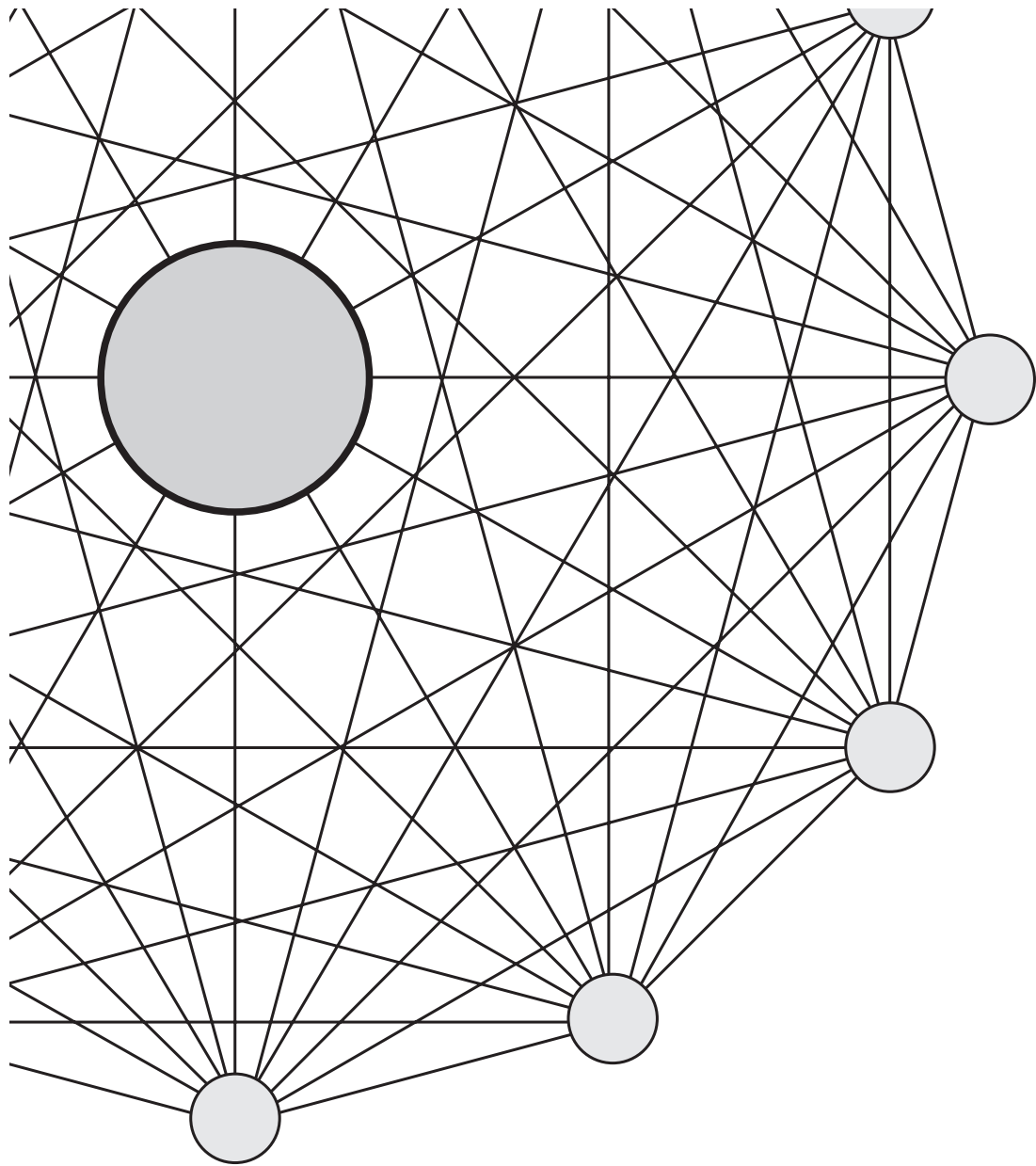
Equipe Técnica
Roberto Messenberg (Coordenador)
Cláudio Hamilton Matos dos Santos
Fernando Augusto Mansor de Mattos
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos
Júlia de Medeiros Braga
Leonardo Mello de Carvalho
Maria Andréia Parente Lameiras
Renata Carvalho Silva

Assessora
Mônica Siminioni

Estagiários
Hícaro de Souza Oliveira
José Bruno Ramos Torres

Equipe Ipeadata
André Zolotar Sardinha
Bianca Teixeira Cêa
Marcos Hecksher

As seções desta carta foram produzidas com as informações existentes em 11 de outubro de 2011.



outubro

2011

14

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

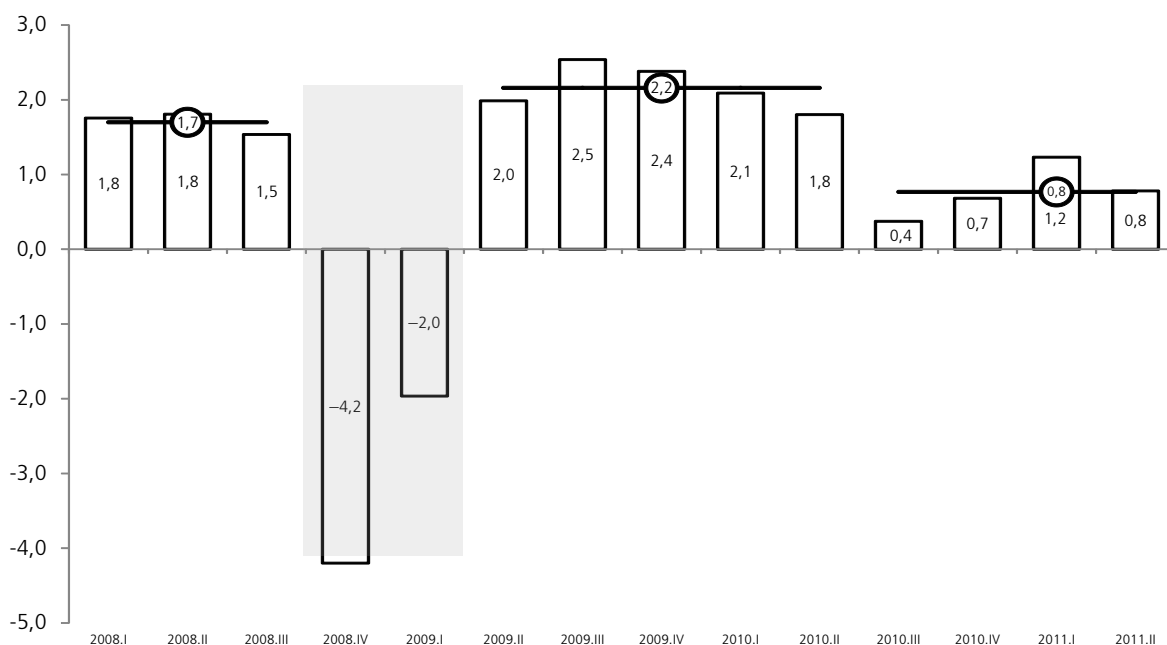
NÍVEL DE ATIVIDADE	7
EMPREGO	23
INFLAÇÃO	29
SETOR EXTERNO	33
ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA	39
FINANÇAS PÚBLICAS	47
INDICADORES*	

* O anexo estatístico encontra-se no site www.ipea.gov.br com a íntrega da Carta de Conjuntura.

1 NÍVEL DE ATIVIDADE

De acordo com os dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Produto Interno Bruto (PIB) registrou crescimento de 0,8% na passagem entre o primeiro e o segundo trimestres de 2011, na série livre de influências sazonais. Este resultado, que correspondeu a uma expansão anualizada de 3,2%, significou uma desaceleração em relação ao período imediatamente anterior, quando o PIB havia crescido 1,2%.¹ Além disso, embora esta tenha sido a nona alta consecutiva na margem, a taxa de expansão média dos últimos quatro trimestres ficou em 0,8%, patamar bastante inferior ao observado no período que marcou a recuperação da economia frente à recessão técnica provocada pela crise financeira global, quando o PIB cresceu a uma taxa média de 2,2% (ver gráfico 1.1). Já o *carry-over* (carregamento estatístico) se elevou de 2,5% para 3,0%, ou seja, caso o PIB apresente variação nula nos próximos trimestres, na série com ajuste sazonal, crescerá a esta taxa ao fim de 2011. Ainda em relação à série ajustada, a demanda interna voltou a crescer acima do PIB, levando a um aumento do vazamento externo. Vale destacar, também, que a composição do resultado referente ao segundo trimestre de 2011 se manteve favorável na medida em que a aceleração na margem observada no consumo das famílias (+1,0%) foi mais do que compensada pelo desempenho da formação bruta de capital fixo (FBCF) (+1,7%). Este resultado, no entanto, não foi suficiente para evitar a queda na taxa de investimento líquido a preços correntes, que se reduziu de 18,4% para 17,8%.

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



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

Na comparação em relação ao mesmo período do ano anterior, a taxa de crescimento do PIB sofreu redução pelo quinto trimestre consecutivo, passando de 4,2% para 3,1%. Embora o segundo trimestre de 2010 ainda tenha sido marcado por um forte aquecimento da atividade econômica, o que manteve elevada a base de comparação, este resultado reforça os indícios de arrefecimento no desempenho do PIB, que também podem ser observados na evolução da taxa de expansão acumulada em quatro trimestres, que recuou pelo segundo trimestre consecutivo, passando de 6,2% para 4,7% (ver gráfico 1.2). Já com relação à taxa de crescimento acumulada no ano, o primeiro semestre de 2011 atingiu um patamar 3,6% superior ao do mesmo período do ano passado.

A adoção das chamadas medidas macroprudenciais em dezembro último, visando inibir a expansão do crédito, assim como o início de um ciclo de aperto monetário, traduzido no aumento da taxa básica de juros, foram alguns dos instrumentos utilizados pelo governo para conter o ritmo de crescimento da economia frente a um possível descompasso entre oferta e demanda, associado à deterioração do cenário de inflação. Dentro deste contexto, embora algumas destas medidas já tenham provocado resultados, como, por exemplo, a redução nas taxas de crescimento das concessões de financiamento voltado à pessoa física, o comportamento dos indicadores associados à demanda continua demonstrando vigor.

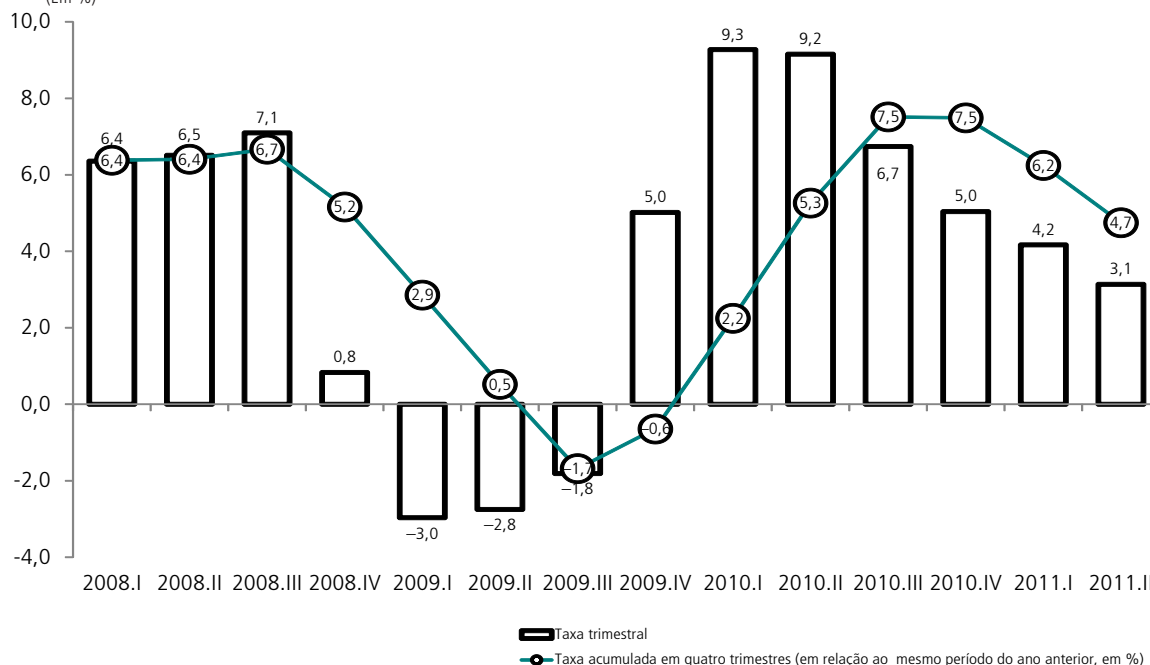
1. O IBGE revisou o crescimento dessazonalizado do PIB no primeiro trimestre de 2011, passando-o de 1,3% para 1,2%.

Grande parte da explicação para este fato reside no dinamismo ainda presente no mercado de trabalho, com destaque para a criação de vagas formais de emprego. Apesar dos últimos indicadores já apontarem alguma desaceleração na margem, os baixos níveis de desocupação continuam contribuindo para a manutenção do rendimento médio real em patamares elevados. Além disso, a política de redistribuição de renda do governo, seja através de programas assistenciais, como o Bolsa Família, seja através do salário mínimo (SM), tem ampliado a massa salarial da economia.

GRÁFICO 1.2

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

(Em %)



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

Sendo assim, dada a manutenção do bom desempenho dos níveis de consumo, a redução verificada no ritmo de crescimento da atividade econômica está associada, neste primeiro momento, aos setores ligados à oferta, mais precisamente à indústria. Após um primeiro trimestre em que acumulou um crescimento de 3,4%, a *performance* da indústria, medida na Pesquisa Industrial Mensal (PIM), do IBGE, sofreu forte reversão, registrando queda de 2,5% no período entre os meses de abril e agosto. Este comportamento do setor industrial tem sido explicado por diversos fatores. Em primeiro lugar, uma taxa de câmbio excessivamente apreciada tem restringido de maneira significativa as atividades industriais, mais particularmente nos setores produtores de manufaturados, cuja competição com os produtos importados é mais intensa, ocorrendo tanto em nível dos bens finais quanto dos insumos de produção. A este respeito, o aumento no grau de substituição dos insumos intermediários por similares importados tem desarticulado setores importantes da indústria, como vem ocorrendo na produção de eletroeletrônicos. Portanto, na medida em que os empresários perdem competitividade em relação aos seus concorrentes estrangeiros, uma parcela cada vez maior da demanda interna passa a ser atendida pela entrada de bens importados, elevando o vazamento externo. Em segundo lugar, a indústria tem convivido com um aumento do acúmulo indesejado de estoques, processo este que se intensificou a partir do final do segundo trimestre, sugerindo a necessidade de ajustamento nos próximos meses. Por fim, a trajetória de estagnação da produção industrial nos últimos meses pode ser explicada, também, pelos efeitos advindos das políticas implementadas pelo governo desde o final do ano passado. Embora os mecanismos de transmissão pelos quais a elevação da taxa básica de juros afeta o setor real da economia levem, em média, entre seis e nove meses para exercer seus efeitos plenamente, já é possível notar alguma elevação dos custos de financiamento às empresas, além da uma perda do ímpeto gerado pelo consumo interno. Todos estes fatores continuam se refletindo no comportamento dos índices de confiança da indústria (ICIs), que tem apresentado trajetória decrescente desde o início do ano.

Dentro deste contexto, a turbulência que se apresenta no cenário internacional atual tem contribuído para deprimir ainda mais a confiança dos empresários, na medida em que a possibilidade de uma nova crise de âmbito global eleva sobremaneira o grau de incerteza entre os agentes econômicos. Mesmo que, num primeiro momento, a situação atual esteja associada a uma crise de confiança na capacidade de importantes economias em ajustar seus desequilíbrios fiscais, podendo desacelerar ou até mesmo reverter a já lenta recuperação da economia mundial, a possibilidade de um contágio do sistema financeiro devido à exposição de alguns bancos aos títulos destas dívidas soberanas eleva o temor de que o

cenário atual caminhe para uma crise nas mesmas proporções daquela ocorrida em 2008. O nervosismo causado pelo rebaixamento da dívida pública dos Estados Unidos pela agência de classificação de risco Standard & Poor's (S&P) no início de agosto, seguido por uma longa negociação pela elevação do teto de endividamento do país junto ao Congresso americano, assim como a deterioração da situação fiscal da Grécia e de outros países periféricos da Europa, como a Irlanda, Espanha e Itália, por exemplo, aumentaram consideravelmente o nível de incerteza acerca das perspectivas para a economia mundial. Embora o nível de exposição do sistema financeiro seja menor do que na crise de 2008, alguns bancos importantes da Europa podem enfrentar dificuldades por manterem em seus ativos títulos das dívidas destes países. Em consequência desses fatores, os níveis de confiança dos agentes têm sofrido forte deterioração, levando a revisões mais pessimistas acerca da trajetória de crescimento da economia mundial. Por outro lado, enquanto economias desenvolvidas como Estados Unidos, Alemanha e Japão enfrentam a possibilidade de uma nova recessão, retraindo ainda mais a demanda por bens manufaturados, países como China, um dos principais demandantes de *commodities* no mercado internacional, têm enfrentado problemas com um aumento das suas taxas de inflação, elevando a possibilidade de uma atuação mais forte do governo chinês no sentido de desacelerar a economia. Outro fator que pesa negativamente no balanço de riscos envolvendo a conjuntura internacional, e se configura numa diferença importante em relação à crise de 2008, diz respeito à menor disponibilidade para a utilização de instrumentos de política para combater uma possível volta à recessão. Se, por um lado, as taxas de juros já se encontram em níveis reduzidos, há cada vez menos espaço (político e econômico) para a implementação de novos pacotes fiscais para socorrer as economias.

A economia brasileira continua apresentando o mesmo conjunto de fundamentos que lhe permitiu abreviar o período de recessão provocado pelos efeitos da crise financeira global de 2008: os níveis de reservas internacionais superiores ao endividamento externo do país; a trajetória equilibrada da dívida pública; o elevado potencial da demanda interna brasileira, estimulada por um mercado de trabalho ainda aquecido; a menor exposição das empresas aos movimentos da taxa de câmbio; e um fluxo positivo de entrada de capitais estrangeiros. Apesar disso, caso os desdobramentos da atual turbulência internacional levem a uma nova crise financeira global, acompanhada por um congelamento dos canais de financiamento, juntamente com uma forte retração da demanda mundial, seus efeitos seriam fortemente sentidos no Brasil, ainda mais num momento em que, apesar da existência de uma demanda interna com algum fôlego, a produção industrial permanece num quadro de estagnação desde o final do primeiro trimestre de 2010. Nesta hipótese, os principais canais de transmissão seriam os seguintes:

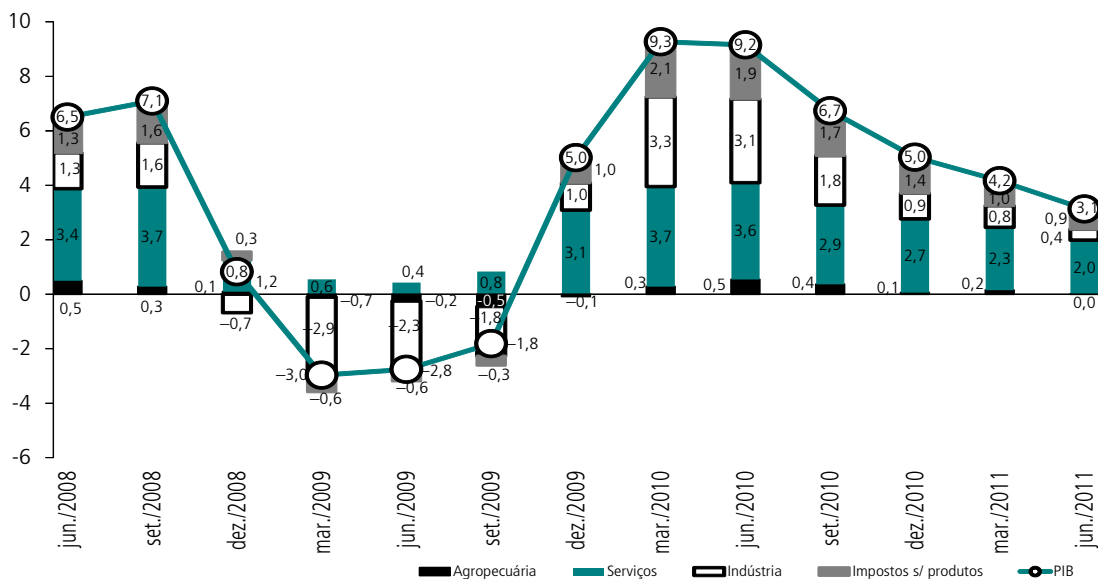
- 1) Com o aumento dos níveis globais de aversão ao risco, o fluxo líquido de entrada de capitais estrangeiros no Brasil sofreria redução, na medida em que os investidores, estando mais temerosos com relação às perspectivas da economia mundial, se encaminhariam para ativos mais seguros, como os títulos da dívida pública americana. Assim, com uma disponibilidade de financiamento externo para o déficit do balanço de pagamentos menor, a taxa de câmbio real/dólar sofreria alguma pressão para se desvalorizar.
- 2) A falta de confiança no ambiente econômico em geral, e nas instituições financeiras em particular, na hipótese de um contágio bancário maior, provocaria forte diminuição no grau de liquidez internacional, reduzindo as linhas de crédito disponíveis e, desta forma, dificultando as captações das empresas brasileiras no exterior.
- 3) Outra consequência do aumento da aversão ao risco, associada a uma redução na lucratividade das empresas, seria uma queda nos preços dos seus papéis nos mercados de ações. Essa redução no preço dos ativos implicaria uma perda de riqueza por parte dos agentes econômicos, provocando uma contração nos níveis de consumo e investimento.
- 4) Por fim, a intensificação da crise também provocaria uma redução dos níveis globais de atividade econômica. Em consequência, além de um efeito desinflacionário, a demanda mundial por bens importados sofreria nova contração, desestimulando ainda mais o setor industrial brasileiro voltado para exportação. Além disso, na hipótese de a economia chinesa registrar desaceleração significativa, a redução do volume de comércio mundial levaria a um forte ajuste negativo nos preços das *commodities*. Neste caso, os efeitos na economia brasileira seriam mais graves, uma vez que os saldos positivos na balança comercial se devem basicamente aos ganhos nos termos de troca obtidos pela trajetória crescente que os preços internacionais dos produtos básicos têm mantido nos últimos anos.

Sendo assim, com base na análise de riscos da conjuntura internacional, a percepção de que o ritmo de crescimento da demanda interna já começa a dar sinais de moderação, associada a um cenário de estagnação da produção industrial, provocou uma mudança de direção na política monetária conduzida pelo Banco Central do Brasil (BCB), dando início a um ciclo de redução da taxa de juros. Esta opção, ao lado de um conjunto de outras medidas, tem como principal objetivo evitar uma queda mais brusca da atividade econômica, uma vez que a manutenção dos níveis de incerteza em patamares elevados tenderia a paralisar as decisões sobre novos endividamentos por parte das famílias e sobre novos projetos de investimento por parte dos empresários.

OFERTA

A análise dos componentes do PIB pelo lado da oferta, tendo por base a comparação entre o segundo trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior, destaca a queda na contribuição de todos os setores em relação ao resultado do primeiro trimestre. O destaque negativo foi o setor industrial que, pelo quinto trimestre consecutivo, reduziu sua contribuição, adicionando +0,4 ponto percentual (p.p.) ao resultado do PIB. Com isso, sua participação diminuiu, passando de 18,8% para 12,2%. Por outro lado, o setor de Serviços voltou a registrar a maior contribuição, adicionando +2,0 p.p. ao resultado trimestral (ver gráfico 1.3). Embora tenha ficado abaixo do resultado do trimestre anterior, sua participação relativa na taxa trimestral cresceu, passando de 54,8% para 60,8%. Por fim, enquanto o setor agropecuário obteve um desempenho ruim, que se refletiu numa participação nula no segundo trimestre, a contribuição dos impostos se manteve estável, tendo somado +0,9 p.p. ao crescimento do PIB, o que elevou sua participação de 22,8% para 26,9%.

GRÁFICO 1.3
Componentes do PIB pelo lado da oferta: contribuição ao crescimento
(Taxa de variação trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, em %)



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

Apesar do forte crescimento registrado no segundo trimestre de 2010, o que elevou a base de comparação, todos os setores voltaram a apresentar variação trimestral positiva, embora num patamar inferior àquele observado no período anterior (ver tabela 1.1). O principal destaque voltou a ser o setor de serviços que, pelo terceiro trimestre consecutivo, apresentou a maior taxa de crescimento interanual. A expansão de 3,4% frente ao segundo trimestre de 2010 foi puxada pelos resultados das atividades Serviços de informação, Comércio e Intermediação financeira e seguros, que avançaram 5,5%, 4,9% e 4,5%, respectivamente. Na série livre de influências sazonais, vale notar o comportamento bastante regular do setor de serviços, cujo avanço de 0,8% sobre o primeiro trimestre de 2011 ficou +0,1 p.p. abaixo da taxa média de crescimento na margem dos quatro últimos trimestres (ver gráfico 1.4). Nesta base de comparação, os principais destaques foram Serviços de informação, Transporte, armazenagem e correio e Comércio, que avançaram 1,9%, 1,6% e 1,1%, respectivamente. O resultado até o segundo trimestre representou um crescimento acumulado de 3,7% sobre o mesmo período do ano passado, e deixa um carregamento estatístico de 2,9% para 2011. Apesar do dinamismo ainda presente no setor de serviços, alguns indicadores antecedentes já apontam alguma moderação no próximo trimestre. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), medido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), caiu pelo segundo mês consecutivo, atingindo 130,3 pontos em setembro, menor valor desde o mês de janeiro último. Na comparação com o mesmo período de 2010, este resultado representou uma queda de 2,3%. Já o Índice de Gerentes de Compras – *Purchasing Managers Index* (PMI), na sigla em inglês – relacionado ao setor de serviços, atingiu 52,2 pontos em agosto, ante 53,7 pontos em julho. Apesar da queda, valores acima de 50,0 pontos significam expectativa de crescimento.

O setor industrial registrou avanço de 1,7% na comparação entre o segundo trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Este resultado representou uma redução superior a 50,0% em relação à taxa de crescimento observada no trimestre anterior. A perda de fôlego do setor foi generalizada entre as atividades, com destaque para a Indústria de transformação, que recuou de 2,4% para 1,2%, e para a Construção civil, que passou de 5,2% para 2,1%. Em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, a indústria também registrou forte desaceleração, passando de um crescimento de 2,2% no período anterior para 0,2% no segundo trimestre de 2011. O resultado na série com ajuste sazonal foi reflexo do mau desempenho das atividades Indústria de transformação, que permaneceu estagnada no

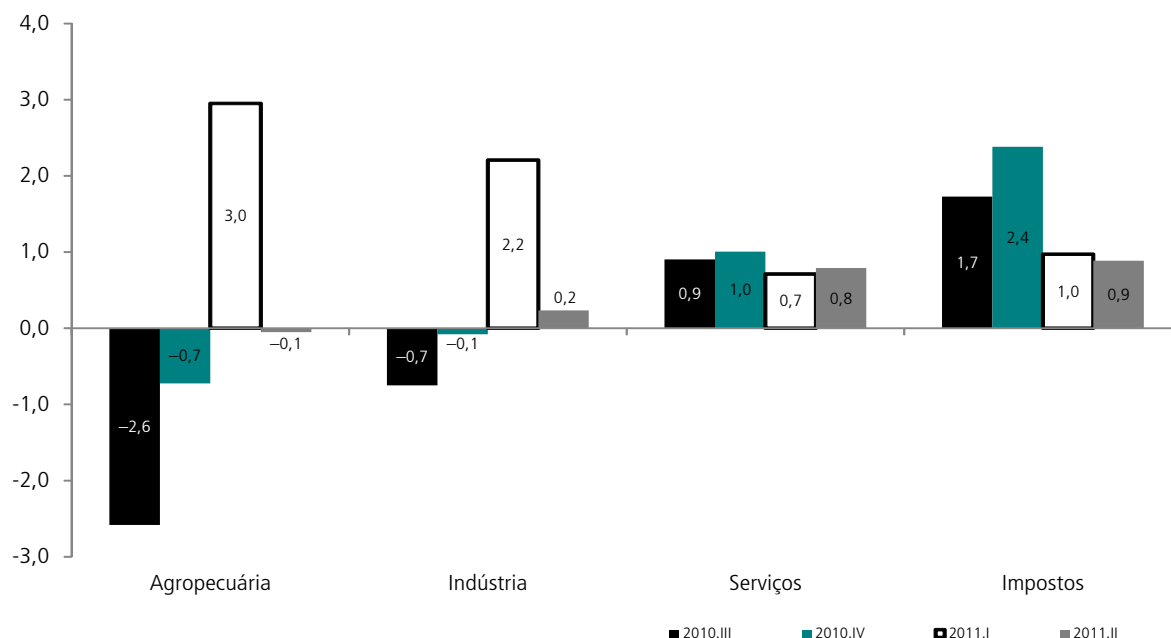
patamar do período anterior, e Construção civil, que reduziu sua taxa de crescimento de 2,2% para 0,5%. Os destaques positivos ficaram por conta da Extrativa mineral e da Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana, que aceleraram na passagem do primeiro para o segundo trimestre, registrando avanços de 2,2% e 1,5%, respectivamente. No acumulado do ano, o primeiro semestre da indústria registrou uma expansão de 2,6% frente ao mesmo período de 2010. Já o carregamento estatístico ficou em 2,5%.

TABELA 1.1
PIB: taxa real de crescimento trimestral e acumulado no ano
 (Em %)

	2010				2011		Variação acumulada no ano	
	I	II	III	IV	I	II	2010	2011
PIB pm	9,3	9,2	6,7	5,0	4,2	3,1	7,5	3,6
Imposto sobre produtos	14,7	13,3	12,1	10,1	6,5	6,0	12,5	6,3
Agropecuária	5,4	10,4	7,0	1,1	3,1	0,0	6,5	1,4
Indústria	15,1	14,1	8,3	4,3	3,5	1,7	10,1	2,6
Serviços	6,2	6,0	4,9	4,6	4,0	3,4	5,4	3,7
Consumo – total	6,9	6,2	5,4	5,8	4,4	4,2	6,1	4,3
Famílias	8,4	6,4	5,9	7,5	5,9	5,5	7,0	5,7
Governos	2,7	5,6	4,1	1,2	2,1	2,5	3,3	2,3
FBCF	28,4	28,1	21,2	12,3	8,8	5,9	21,8	7,3
Exportação	14,7	7,2	11,3	13,5	4,3	6,0	11,5	5,2
Importação	39,6	38,9	40,9	27,2	13,1	14,6	36,2	13,9
PIB pm variação dessazonalizada (%)	2,1	1,8	0,4	0,7	1,2	0,8		

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

GRÁFICO 1.4
Componentes do PIB pelo lado da oferta: evolução das taxas de crescimento dessazonizado
 (Em %)



Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
 Obs.: Impostos com dessazonalização própria.

O setor Agropecuária também registrou forte desaceleração na taxa de crescimento contra igual período do ano anterior, recuando de 3,1% no primeiro trimestre para 0,0% no trimestre seguinte. Este resultado pode ser explicado pelo baixo crescimento da produção da pecuária e da silvicultura, que exerceram um impacto negativo sobre o produto da agropecuária, compensando a influência do forte crescimento da produção agrícola, onde se destacaram as lavouras

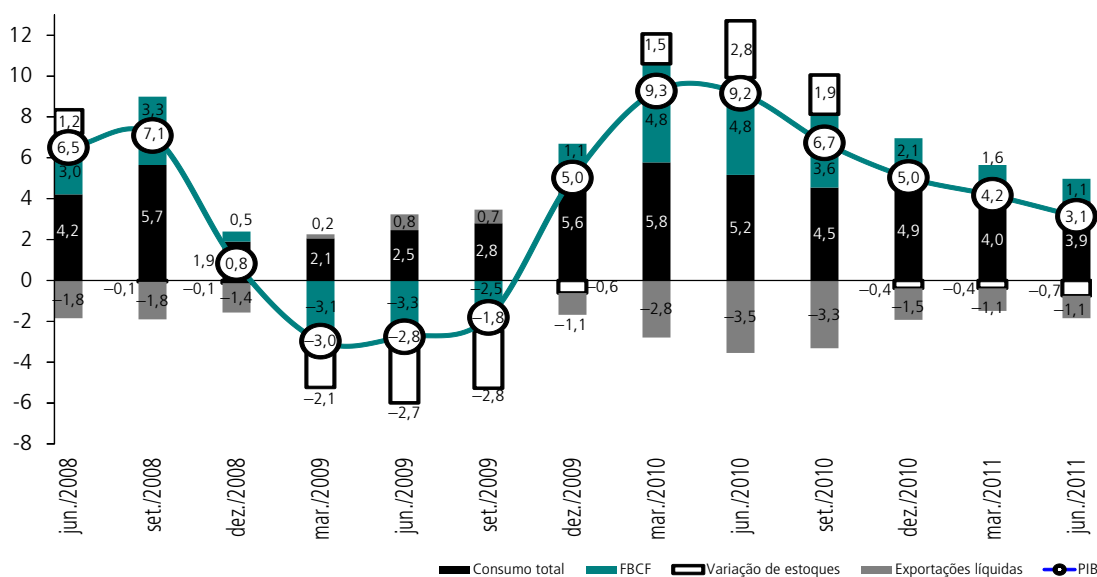
de soja e algodão. Além disso, outro fator que pode ter influenciado neste resultado foi a elevação da base de comparação no segundo trimestre de 2010, quando a taxa de crescimento trimestral quase dobrou, passando de 5,4% para 10,4%. Com relação ao trimestre imediatamente anterior, com dados dessazonalizados, a agropecuária registrou o pior desempenho entre os setores, recuando 0,1% ante o período anterior. Na comparação com os primeiros seis meses de 2010, o setor acumulou uma expansão de 1,4%, também a menor entre todos os setores. Já o crescimento contratado para 2011 (*carry-over*) ficou em 2,0%.

Por fim, os Impostos sobre produtos voltaram a crescer acima do PIB pelo sétimo trimestre consecutivo, registrando aumento de 6,0% na comparação entre o segundo trimestre do ano e o mesmo período de 2010. Embora o resultado tenha vindo abaixo da alta registrada no primeiro trimestre, quando cresceu 6,5%, o bom desempenho dos impostos reflete as trajetórias consistentes do consumo das famílias e dos investimentos, pelo lado da demanda, e do setor serviços, pelo lado da oferta, em que têm se destacado as vendas no varejo, as importações de bens e serviços e a atividade Intermediação financeira e seguros.

DEMANDA

Pelo lado da demanda, a absorção doméstica, composta pelo consumo total (famílias e governo) e pela FBCF (e variação de estoques), voltou a desacelerar, registrando contribuição de +4,3 p.p. para o crescimento do PIB na comparação com o segundo trimestre de 2010 (ver gráfico 1.5). Um dos destaques voltou a ser o consumo total que, contribuindo positivamente pelo 29º trimestre seguido, foi responsável por +3,9 p.p. no resultado do PIB. Enquanto o consumo das famílias adicionou +3,4 p.p., o consumo do governo contribuiu com apenas +0,5 p.p. no trimestre. Refletindo, em parte, a queda sistemática dos ICIs, os investimentos reduziram sua participação pelo quarto trimestre consecutivo, se refletindo nas contribuições da FBCF e da variação de estoques, que adicionaram +1,1 p.p. e -0,7 p.p. no PIB, respectivamente. Após três trimestres seguidos reduzindo sua contribuição negativa, o vazamento externo se manteve estável em relação ao resultado do primeiro trimestre, subtraindo +1,1 p.p. do crescimento do PIB.

GRÁFICO 1.5
Componentes do PIB pelo lado da demanda: contribuição ao crescimento
(Taxa de variação trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, em %)



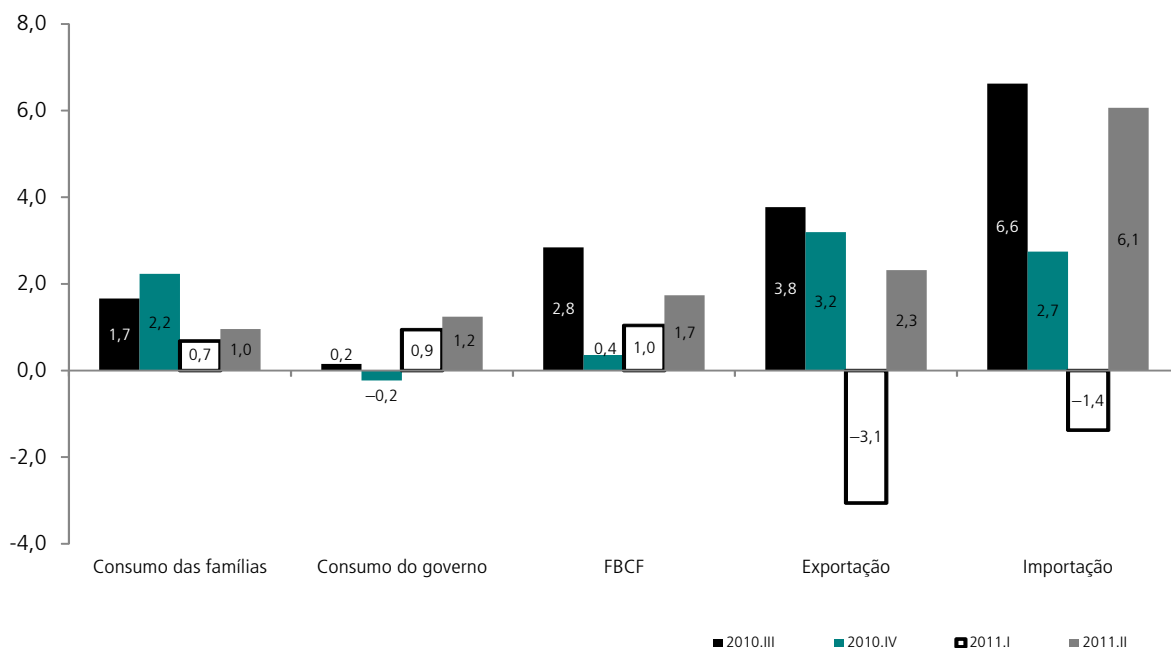
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O consumo das famílias cresceu pelo 31º trimestre consecutivo, registrando alta de 5,5% na comparação entre o segundo trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior, ficando +0,4 p.p. abaixo do resultado atingido no primeiro trimestre (ver gráfico 1.6). Já na série dessazonalizada, o crescimento ante o período imediatamente anterior se elevou, passando de 0,7% no primeiro trimestre para 1,0% no segundo. Apesar desta pequena aceleração, a taxa de expansão média, na margem, de 0,8% no primeiro semestre de 2011 foi bastante inferior àquela observada nos últimos seis meses do ano passado, quando o consumo das famílias avançou a uma taxa média de 1,9%. Com este resultado, a alta acumulada no ano ficou em 5,7%, com o *carry-over* se elevando para 4,2% em 2011. Por fim, a variação acumulada em quatro trimestres recuou de 6,4% para 6,2%.

GRÁFICO 1.6

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

(Em %)

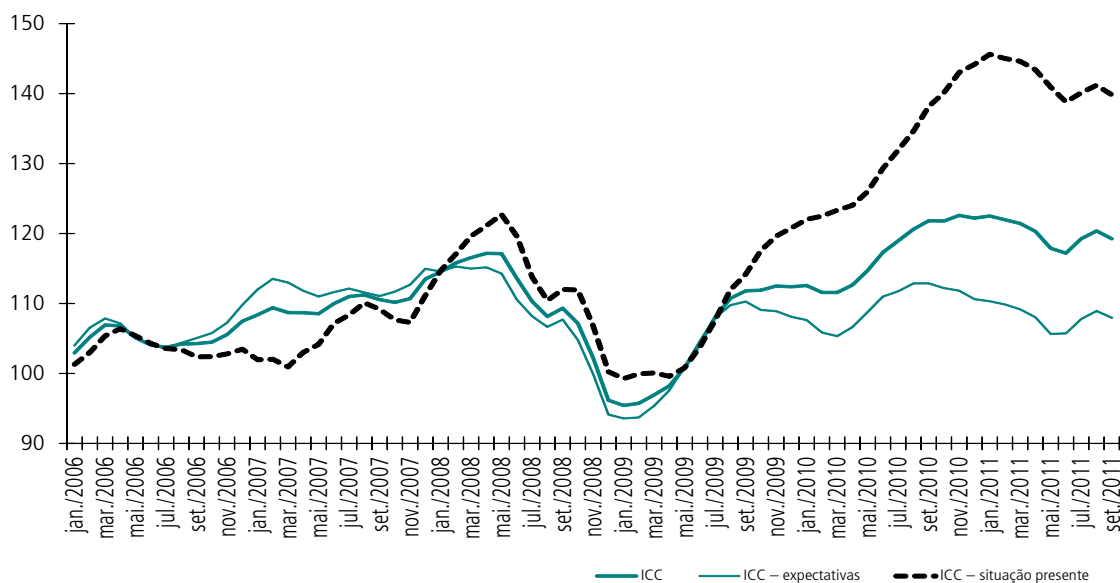


Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A trajetória de expansão na margem apresentada pelo consumo das famílias nos dois primeiros trimestres de 2011, embora tenha exibido um ritmo inferior àquele observado nos dois últimos trimestres do ano passado, ainda não se mostrou suficiente para confirmar as expectativas quanto a uma redução mais brusca do seu dinamismo. Com relação ao terceiro trimestre, a análise de alguns indicadores antecedentes sugere a manutenção do crescimento, embora num ritmo mais moderado. Como exemplo, não obstante os resultados no comércio varejista continuarem positivos, os índices de confiança dos consumidores (ICCs), embora já apontem alguma preocupação com o ambiente econômico, ainda se encontram em patamar elevado. Segundo a pesquisa Sondagem do Consumidor, da FGV, apesar do pequeno recuo dos níveis de confiança dos consumidores no mês de setembro, o índice continua mostrando estabilidade, mantendo-se desde o segundo semestre de 2010 num patamar médio superior ao verificado no período que antecedeu ao início da crise de 2008 (ver gráfico 1.7). Enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente continua bastante elevado, o índice referente às expectativas três meses à frente já apresenta uma tendência declinante. Corroborando a perspectiva de que o ritmo de crescimento do consumo ainda mantém certo vigor, outra pesquisa sobre o assunto – produzida pela Confederação Nacional das Indústrias (CNI), o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC) – indica que permaneceu praticamente estável em setembro, tendo registrado crescimento de 0,4% ante o mês de agosto. Já na comparação com o mesmo período do ano passado, o índice recuou 5,0%. Dentre os componentes da pesquisa, os índices de expectativas em relação à inflação, renda pessoal e compras de bens de maior valor registraram melhora na passagem de agosto para setembro. Por outro lado, as perspectivas sobre situação financeira e desemprego pioraram, enquanto as expectativas em relação ao endividamento se mantiveram estáveis no período. Já o Índice de Expectativas das Famílias (IEF),² calculado pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), referente ao mês de agosto, registrou avanço de 1,7 p.p. sobre o resultado de julho. O IEF permaneceu no patamar otimista, o que significa uma expectativa de melhora na condição financeira por parte das famílias, assim como uma confiança maior num bom desempenho da economia. Apesar da estabilidade dos níveis de confiança das famílias, sustentada por um mercado de trabalho ainda dinâmico, existem alguns fatores que podem vir a desacelerar o crescimento do consumo das famílias. Em primeiro lugar, as medidas macroprudenciais adotadas pelo governo ao final do ano passado vêm criando algumas restrições para o financiamento voltado para a pessoa física, como, por exemplo, o encarecimento do crédito e a interrupção do crescimento dos prazos nos crediários, o que tem gerado um aumento nos níveis de inadimplência. Em segundo lugar, embora as taxas de desocupação se encontrem em níveis historicamente baixos, o fluxo de criação de novas vagas já demonstra um arrefecimento na margem, refletindo o recuo contínuo dos índices de confiança dos empresários. Por último, a possibilidade de agravamento da crise internacional, na medida em que aumenta o grau de incerteza dos agentes, pode afetar negativamente as decisões por novos endividamentos, retraindo o consumo, sobretudo, dos bens duráveis.

2. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/IEF/110906_ief13.pdf>

GRÁFICO 1.7
ICC: média móvel de três meses
 (Setembro de 2005 = 100)



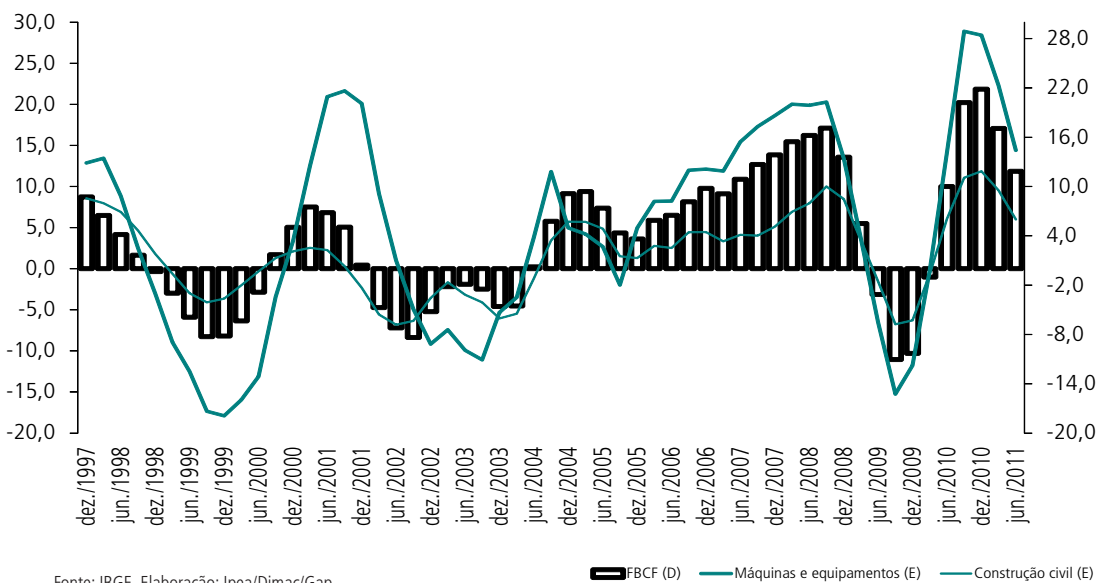
Fonte: FGV. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Ainda pelo lado da demanda, segundo os dados divulgados pelo IBGE, a FBCF voltou a se destacar, registrando crescimento de 5,9% na comparação entre o segundo trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Embora tenha crescido sobre uma base de comparação bastante elevada, reflexo do crescimento anualizado de 18,8% no segundo trimestre de 2010, este resultado foi o quinto recuo consecutivo da taxa trimestral. Com isso, os primeiros seis meses de 2011 acumularam um crescimento de 7,3% sobre o mesmo período do ano passado. Já a taxa de expansão acumulada em quatro trimestres caiu de 17,1% para 11,9%, refletindo o recuo tanto do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came) quanto da construção civil (ver gráfico 1.8). Enquanto o Came passou de 22,3% para 14,4%, influenciado pelos resultados da produção (9,5%) e pela importação (39,2%) de bens de capital, o setor da construção civil reduziu seu crescimento de 9,5% para 6,0%, na mesma base de comparação. Por sua vez, a taxa de investimentos líquida acumulada em quatro trimestres permaneceu estável, chegando a 18,4% no segundo trimestre de 2011 contra 18,5% no período anterior. Ainda no acumulado em quatro trimestres, a taxa de poupança também apresentou estabilidade, permanecendo em 16,4% do PIB. Por fim, na comparação em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série ajustada sazonalmente, a FBCF registrou variação positiva pelo nono trimestre consecutivo. O crescimento de 1,7% representou aceleração em relação ao período anterior, quando o avanço tinha sido de 1,0%. Além disso, após dois trimestres crescendo abaixo do conjunto da economia, a FBCF voltou a apresentar uma taxa de expansão na margem superior à do PIB. Com este resultado, a taxa média de crescimento na margem dos últimos quatro trimestres chegou a 1,5%, patamar bastante aquém daquele observado entre o segundo trimestre de 2009 e o mesmo período de 2010, quando os investimentos cresceram a uma taxa média de 6,1%. Por fim, a alta no segundo trimestre elevou o carregamento estatístico para 2011, que subiu para 5,2%.

Embora os resultados do segundo trimestre de 2011 tenham mostrado aceleração em relação ao período anterior, as perspectivas para o comportamento dos investimentos no decorrer do segundo semestre apontam para um ritmo mais moderado. Por trás deste cenário destacam-se: a redução dos estímulos provenientes da demanda privada; os efeitos defasados do ciclo de aumento da taxa básica de juros no início do ano; a piora nas condições de financiamento; a folga existente na utilização da capacidade instalada na indústria e a redução do investimento público. Além dos fatores citados acima, todos associados à conjuntura interna, a intensificação das turbulências no cenário internacional aumenta a possibilidade de uma nova crise global, piorando em muito o balanço de riscos para a evolução dos investimentos. Dentre os componentes do PIB pelo lado da demanda, a FBCF é, historicamente, o mais volátil. Sendo assim, uma piora da situação externa, associada a um cenário interno já marcado pela queda contínua dos níveis de confiança dos empresários, pode vir a interromper de maneira severa as decisões para novos projetos de investimentos. A análise dos indicadores antecedentes tem confirmado as expectativas de uma trajetória mais modesta para o setor, embora os efeitos do aumento da incerteza em relação à conjuntura internacional ainda não tenham sido notados de forma mais severa. Enquanto a produção de bens de capital, medida na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, registrou recuo de 0,7% no trimestre encerrado em agosto na série média móvel com ajuste sazonal, a produção de insumos da construção civil, segundo a mesma pesquisa, registrou retração de 0,8% no mesmo período. Ainda sobre este setor, de acordo com a pesquisa Sondagem da Construção Civil, da CNI, a expectativa para os próximos seis meses, embora ainda seja positiva, é a menor desde o início da série, em janeiro de 2010. Com relação ao volume importado de máquinas e equipamentos, a taxa de crescimento acumulada no ano desacelerou pelo quarto mês consecutivo, atingindo um patamar de

18,0% na comparação entre os primeiros oito meses de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Já a média móvel trimestral da série dessazonalizada avançou a uma taxa média de 2,1% no bimestre julho-agosto.

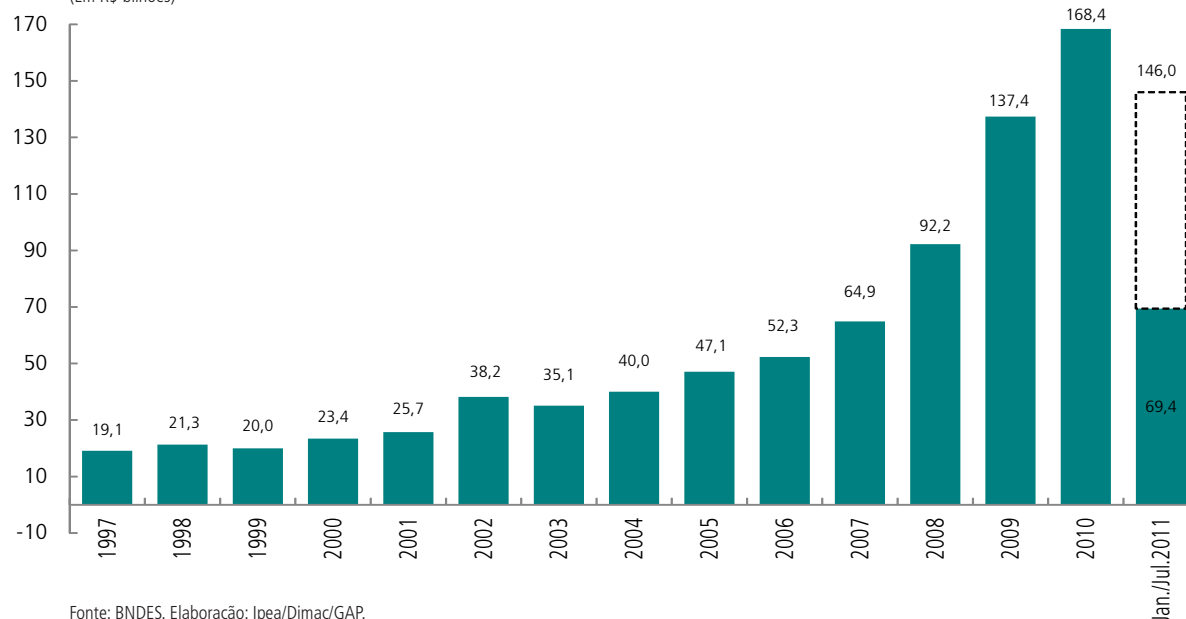
GRÁFICO 1.8
FCBF e componentes
(Taxa de crescimento real acumulada em quatro trimestres, em %)



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

O menor dinamismo no desempenho dos investimentos tem se refletido também no volume de consultas para tomada de financiamento junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), que acumulou uma queda de 23,0% nos primeiros sete meses de 2011 em relação ao mesmo período do ano passado. Além de um ritmo de crescimento mais modesto, outros fatores ajudam a explicar este recuo. A transição entre as etapas dois e três do Programa de Sustentação do Investimento (BNDES PSI) significou uma elevação nas taxas de juros. Sendo assim, em virtude de uma antecipação dos projetos por parte das empresas, visando se beneficiar das taxas mais baixas, a base de comparação em 2010 acabou sendo elevada. Além de uma acomodação natural ocorrida no setor, o posterior aumento dos custos de captação também pode ter influenciado negativamente nas consultas. As aprovações também recuaram na mesma base de comparação. O total de R\$ 83,2 bilhões até o mês de julho significou um recuo de 17,0% em relação ao mesmo período do ano passado. Com relação aos desembolsos, as liberações atingiram R\$ 13,6 bilhões em julho, o que significou um acréscimo de 1,6% sobre igual mês do ano passado. Já no acumulado do ano, o total chegou a R\$ 69,4 bilhões, com queda de 5,0% sobre os primeiros sete meses de 2010 (ver gráfico 1.9). O setor de infraestrutura respondeu por 42% do total das liberações nos primeiros sete meses do ano, enquanto a indústria ficou com 32%, o comércio e serviços, com 18%, e a agropecuária, 8%.

GRÁFICO 1.9
Total de desembolsos: BNDES
(Em R\$ bilhões)



Fonte: BNDES. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

INDÚSTRIA

Segundo os dados divulgados na PIM-PF, do IBGE, a indústria recuou 0,2% na passagem entre os meses de julho e agosto, na série com ajuste sazonal, revertendo boa parte do crescimento obtido no mês anterior, quando avançou 0,3%.³ Com este resultado, o arrasto estatístico para o terceiro trimestre ficou em -0,2%, enquanto o anual se reduziu para 1,2%. Já na comparação com o mesmo período do ano passado, após o resultado negativo em julho, a produção voltou a registrar variação positiva, atingindo um patamar 1,8% superior àquele de agosto de 2010 (ver tabela 1.2). Com isso, os oito primeiros meses de ano acumularam uma expansão de 1,4% frente a igual período de 2010, enquanto o acumulado em 12 meses recuou pelo décimo mês consecutivo, passando de 2,9% para 2,3%. Dentre as classes de produção, a Transformação recuou 0,2% sobre o mês imediatamente anterior, na série sem sazonalidade. Dentre as 26 atividades industriais que a compõem, 11 apresentaram queda na margem, com destaque para Edição, impressão e reprodução de gravações (-7,8%), Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações (-5,9%), Alimentos (-4,6%) e Máquinas, aparelhos e materiais elétricos (-3,2%). Dentre as atividades que registraram crescimento na margem, destacaram-se Fumo (+38,3%), Perfumaria, sabões, detergentes e produtos de limpeza (+4,7%) e Máquinas e equipamentos (+3,0). Com relação ao mesmo mês do ano anterior, a Indústria de transformação apresentou resultado positivo, com alta de 1,9% sobre agosto de 2010. Dentre os 16 setores que apresentaram crescimento nesta base de comparação, destacaram-se Fumo, Edição, impressão e reprodução de gravações e Outros equipamentos de transporte, com expansão de 78,3%, 17,2% e 13,6%, respectivamente. A classe Extrativa mineral registrou crescimento na margem, com alta de 0,4% sobre o mês de julho. O principal destaque foi o subsetor Extração de carvão mineral, que apresentou crescimento de 2,5%. No confronto interanual, a alta foi de 0,9% contra igual período de 2010.

TABELA 1.2
PIM-PF
(Variação, em %)

	Ago. 2011/jul. 2011	Ago. 2011/ago. 2010	Acumulado no ano	Em 12 meses
Geral	-0,2	1,8	1,4	2,3
Classes				
Extrativa mineral	0,4	0,9	2,5	5,2
Transformação	-0,2	1,9	1,3	2,1
Categorias de uso				
Capital	0,9	8,6	5,6	6,8
Intermediários	-0,2	0,6	0,6	1,9
Consumo	-1,3	2,0	0,9	1,4
Duráveis	-2,9	1,5	1,8	1,5
Semiduráveis e não duráveis	-0,8	2,1	0,6	1,3
Insumos da construção civil	-1,1	4,9	4,0	5,0

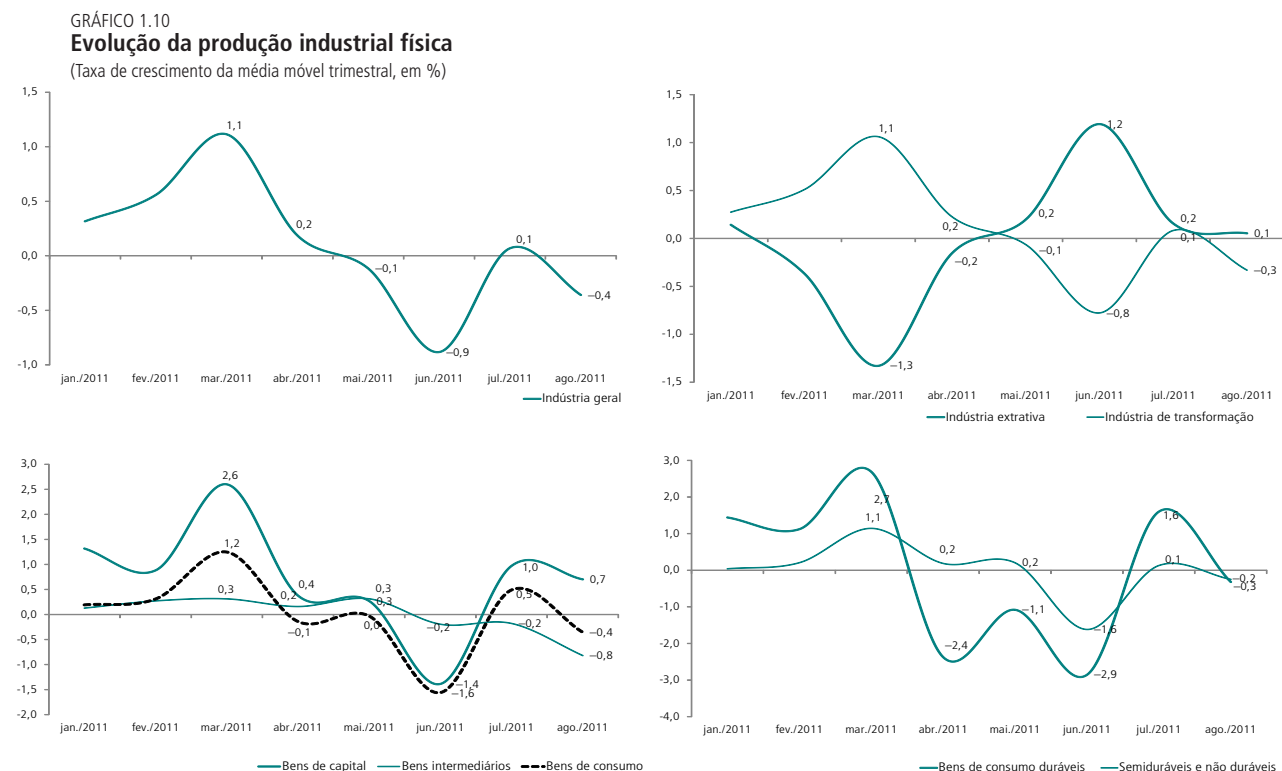
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Obs.: Sazonalmente ajustado pelo IBGE (método X-12), exceto Construção civil cuja dessazonalização é realizada pelo Ipea através do método X-11.

Na análise por categorias de uso, com exceção da produção de bens de capital, todas as demais apresentaram queda na série livre de influências sazonais. Nesta base de comparação, o principal destaque negativo ficou por conta da produção de bens de consumo duráveis que, revertendo a forte expansão observada no período anterior, quando avançou 2,6%, acabou recuando 2,9% na passagem de julho para agosto. Com isso, o crescimento acumulado no ano desacelerou pelo sexto mês consecutivo, ficando em 1,8% que, ainda assim, foi o segundo maior entre todas as categorias de uso. No confronto contra igual período do ano passado, o crescimento de 1,5% foi o quarto seguido nesta base de comparação. Já o setor de Semiduráveis e não duráveis registrou o segundo pior resultado na margem, com uma queda de 0,8% ante o mês anterior. Além dos efeitos provocados pelo aumento das taxas de inflação durante os primeiros meses de 2011, que reduziu a demanda por produtos associados ao consumo das classes de baixa renda, a categoria de não duráveis tem sofrido com a concorrência de produtos importados em setores importantes, como os de calçados e vestuário. Com relação à produção de bens intermediários, a queda de 0,2% na margem foi a terceira consecutiva. Sendo negativamente afetado por um processo de substituição de insumos nas cadeias produtivas por similares importados, o setor já acumula uma retração de 2,4% nos últimos três meses. O destaque positivo em agosto coube mais uma vez à produção de bens de capital, que avançou 0,9% ante o mês anterior, na série dessazonalizada. Dentre os subsetores, destacaram-se a produção de bens de capital agrícolas, peças agrícolas e de uso misto, com altas de 2,8%, 9,4% e 2,5%, respectivamente.

3. Conjuntamente aos dados referentes ao mês de agosto, o IBGE revisou para baixo o resultado de julho, cujo crescimento dessazonalizado caiu de 0,5% para 0,3%.

O resultado referente ao mês de agosto vem confirmar o mau desempenho da indústria ao longo de 2011. A análise das séries construídas a partir das médias móveis trimestrais permite observar que o ritmo de crescimento da indústria geral, após se intensificar ao longo do primeiro trimestre, quando acumulou uma expansão de 3,4% no período, vem se reduzindo de forma contínua, se aproximando do padrão observado ao longo do segundo semestre de 2010, quando a produção permaneceu estagnada. Após ter atingido uma taxa de crescimento de 1,1% em março, na comparação com a média do trimestre encerrado em fevereiro, a produção veio perdendo dinamismo rapidamente durante os meses seguintes, chegando a uma taxa negativa de -0,9% no mês de junho. Após uma pequena recuperação no mês seguinte, quando cresceu 0,1%, o trimestre encerrado em agosto voltou a registrar retração, com recuo de 0,4% sobre a média do trimestre findado no período anterior (ver gráfico 1.10). É interessante notar que este padrão reflete, basicamente, o comportamento da indústria de transformação, uma vez que a extrativa mineral apresentou uma trajetória inversa no período em questão. Com relação às categorias de uso, apesar de menos volátil, a produção de intermediários tem apresentado uma piora contínua a partir do final do segundo trimestre. Após recuar 0,2% nos meses de junho e julho, o setor sofreu forte queda no trimestre encerrado em agosto, recuando 0,8% ante o período anterior.



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

O contraste entre o cenário de estagnação apresentado pela produção industrial, *vis-à-vis* uma demanda interna ainda aquecida, explicita de maneira dramática a falta de competitividade da indústria. Dentre os principais fatores responsáveis por este processo, destaca-se o patamar excessivamente apreciado da taxa de câmbio. Ao mesmo tempo em que torna mais caros os produtos nacionais no mercado externo, o nível atual do câmbio acirra a concorrência entre a produção voltada para o mercado doméstico e os similares importados, desestimulando a produção de bens de consumo duráveis ao mesmo tempo em que gera estímulos para o setor de serviços, cujo valor agregado é menor que o da indústria e da agricultura. Além disso, dado o potencial do mercado interno brasileiro, a lenta recuperação da economia mundial, ao mesmo tempo em que retrai a demanda externa pelos nossos produtos, torna o país um dos alvos preferenciais para a entrada de produtos estrangeiros. Este processo, vale destacar, tem se espalhado por toda a cadeia produtiva, na medida em que os empresários têm cada vez mais substituído insumos, componentes, e até mesmo bens finais pelos seus concorrentes importados, impactando negativamente setores importantes da indústria, como é o caso da produção de bens intermediários. Um forte indício de que a substituição de insumos vem se intensificando pode ser percebido na comparação entre a evolução do faturamento real da indústria de transformação, medida na pesquisa Indicadores Industriais, da CNI, e a evolução da produção física, medida na pesquisa PIM-PF, do IBGE (ver gráfico 1.11). Nota-se claramente que ocorre, a partir de meados do segundo semestre de 2010, um descolamento entre as curvas. Enquanto a produção permanece estagnada, o faturamento real mantém trajetória ascendente.

A reversão deste quadro é não trivial, uma vez que o elevado grau de liquidez nos mercados internacionais, associado a uma lenta recuperação das economias desenvolvidas, continuará contribuindo para manter um fluxo expressivo

de recursos externos para a economia brasileira, colocando na taxa de câmbio um forte viés de apreciação. Além disso, a melhora contínua dos fundamentos macroeconômicos, juntamente com um elevado diferencial de juros, tem dificultado a tarefa do governo em reduzir a entrada de capital especulativo. Mesmo na hipótese de que uma possível elevação da taxa de câmbio, associada a uma piora na conjuntura internacional, e a mudança de direção da política monetária tragam algum alívio para o setor industrial, a relação entre preços e custos permanecerá impondo restrições à elevação da competitividade dos produtos brasileiros. Um caminho óbvio passa por um aumento dos níveis de investimento público, principalmente aqueles direcionados à redução dos custos de logística.

GRÁFICO 1.11
Faturamento real *versus* produção física: indústria de transformação
(Índices dessazonalizados)



Fontes: IBGE e CNI. Elaboração: Ipea/Dímac/GAP.

Além da questão cambial, o fraco desempenho da produção industrial nos últimos meses pode ser explicado, também, pelos primeiros efeitos advindos do conjunto de medidas adotadas pelo governo desde o final do ano passado. Mesmo assumindo que os mecanismos de transmissão pelos quais a elevação da taxa básica de juros afeta o setor real da economia levem, em média, de seis a nove meses para acontecer inteiramente, já é possível notar alguma elevação dos custos de financiamento voltados para a pessoa jurídica, além da uma redução dos estímulos gerados pelo consumo privado. Por fim, o setor industrial tem convivido nos últimos meses com um acúmulo indesejado do nível de estoques. De acordo com as pesquisas Sondagens Industriais, da FGV e da CNI, a proporção dos estoques em excesso acelerou a partir do final do segundo trimestre, afastando-se do *threshold* de 50 pontos, que indicaria equilíbrio (ver gráfico 1.12). Setores importantes da indústria vêm implementando ajustes na produção a fim de normalizar seus níveis de estoque, como é o caso, por exemplo, do setor automotivo que, através de uma política de férias coletivas, reduziu expressivamente a quantidade de carros fabricados em setembro. Segundo os números divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção total de autoveículos no mês de setembro foi 5,9% menor que a do mesmo período de 2010. Outros indicadores antecedentes para o mês de setembro apontam para mais um desempenho fraco da indústria. Dentre eles, o PMI, referente ao setor manufatureiro, recuou novamente em setembro, passando de 46,0 pontos para 45,5 pontos em setembro, indicando mais uma contração da atividade industrial.

Apesar da expectativa por um ritmo de crescimento mais moderado da atividade econômica em 2011, o nível de confiança dos empresários do setor industrial continua elevado. De acordo com a pesquisa Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, o ICI recuou pelo nono mês consecutivo em setembro, passando de 102,7 pontos para 101,1 pontos, considerando-se a série com ajuste sazonal. Com este resultado, a confiança dos empresários retorna ao nível de agosto de 2009, num patamar de neutralidade.⁴ Enquanto o Índice da Situação Atual (ISA) retrocedeu 0,6%, o Índice de Expectativas (IE) sofreu forte queda de 2,6%, entrando na zona de pessimismo. Outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei) também registrou queda no mês de setembro. Numa escala onde valores acima de 50 pontos indicam perspectivas otimistas, o índice geral atingiu 56,4 pontos, enquanto o indicador de situação atual se posicionou na zona pessimista (ver gráficos 1.13 e 1.14).

4. Segundo a metodologia de cálculo da pesquisa, o índice varia numa escala que chega até 200 pontos, sendo que o resultado atesta otimismo ou pessimismo, se a pontuação fica acima ou abaixo de 100 pontos, respectivamente.

GRÁFICO 1.12

Evolução do nível de estoques na indústria de transformação: efetivo versus planejado

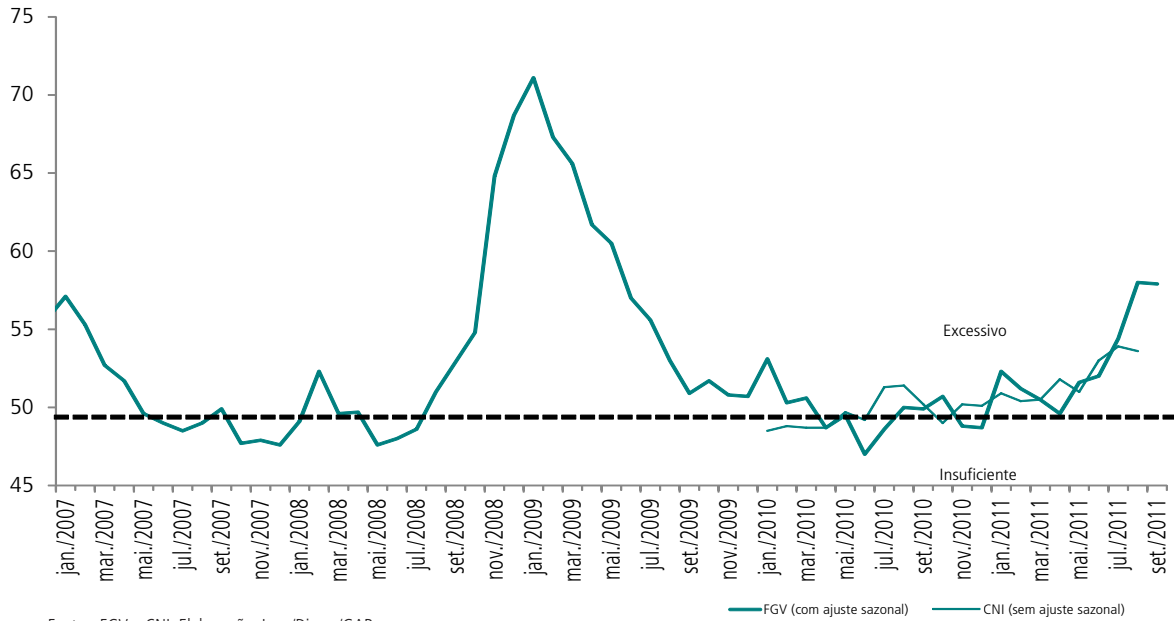


GRÁFICO 1.13

Evolução do nível de confiança da indústria: ICI

(Índice dessazonalizado)

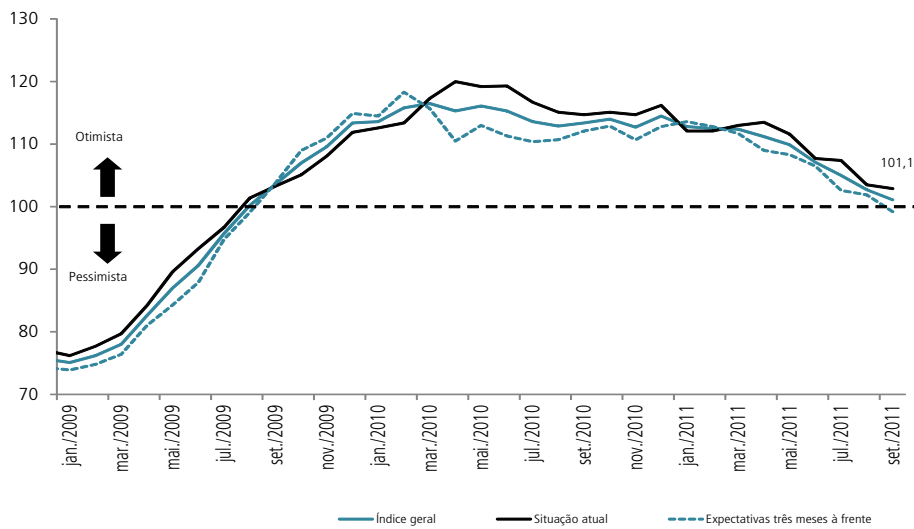
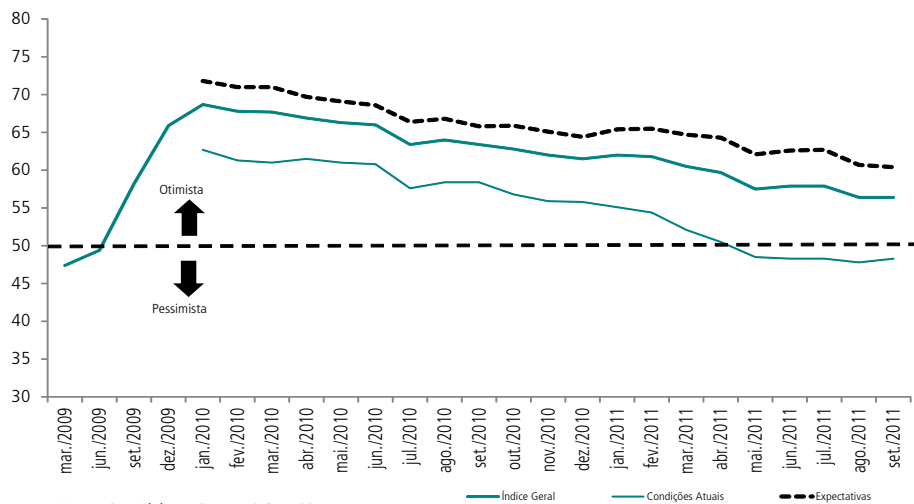


GRÁFICO 1.14

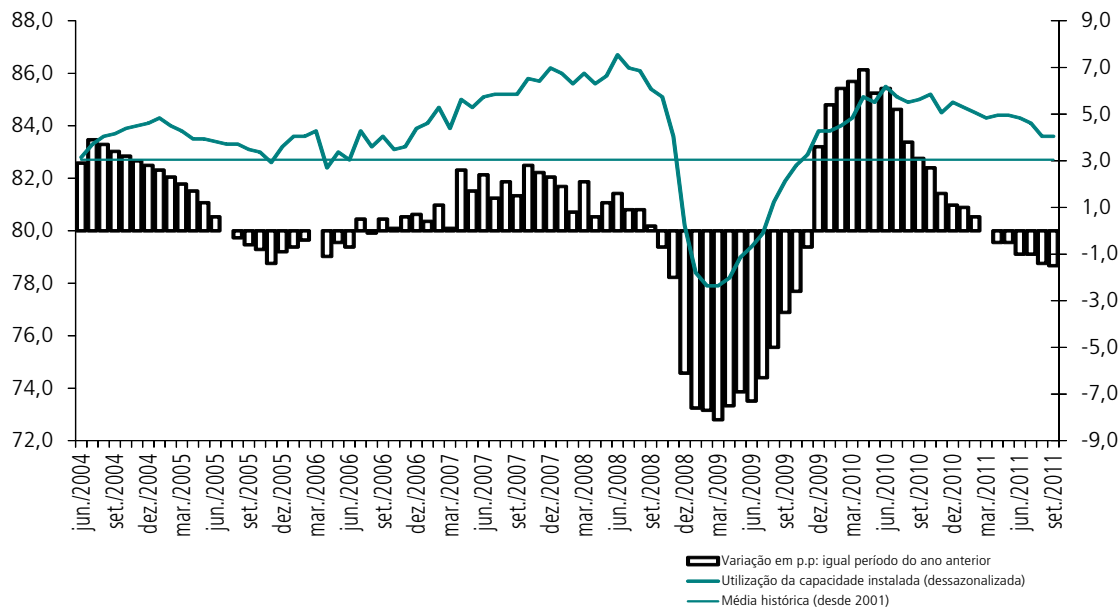
Evolução do nível de confiança do empresário industrial: Icei

(Índice)



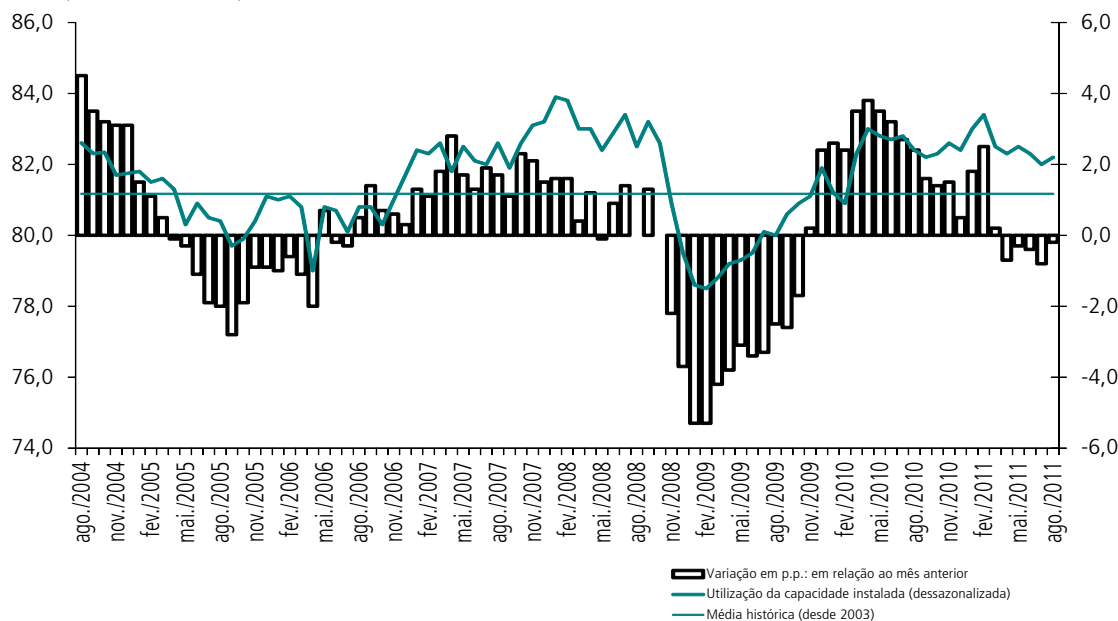
Em relação ao uso dos fatores de produção, segundo a pesquisa Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) da indústria atingiu o patamar de 83,6% em setembro, na série livre de influências sazonais, o que representou estabilidade em relação ao mês de fevereiro (ver gráficos 1.15 e 1.16). Apesar disso, na série medida em termos da média móvel trimestral, o Nuci referente ao primeiro trimestre de 2011 ficou 0,5 p.p. acima do resultado observado no mesmo período do ano passado. Outra medida de Nuci, calculada pela CNI, embora ainda não tenha divulgado o dado referente a setembro, corrobora a tendência de estabilidade no grau de utilização dos fatores de produção, refletindo o fraco desempenho da indústria. Na passagem de julho para agosto, o Nuci aumentou 0,2 p.p. na série dessazonalizada. Com relação a agosto de 2010, o resultado se inverteu, com queda de 0,2 p.p.

GRÁFICO 1.15
Nuci: FGV
(Índices dessazonalizados)



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

GRÁFICO 1.16
Nuci: CNI
(Índices dessazonalizados)



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

COMÉRCIO

De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), realizada pelo IBGE, as vendas do comércio varejista perderam fôlego em agosto, recuando 0,4% frente ao mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. A queda na margem foi generalizada, com destaque negativo para as atividades Tecidos, vestuário e calçados e Móveis e eletrodomésticos, com quedas de 2,8% e 0,4%, respectivamente. Apenas duas atividades apresentaram variações positivas Equipamentos e material para escritório, informática e comunicação, com 7,3%, e Livros, jornais, revistas e papelaria, com 1,6%. Já na comparação com mesmo período do ano passado, o índice de vendas no varejo voltou a crescer, avançando 6,2% sobre agosto de 2010. Nesta base de comparação, os destaques foram os grupos Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (25,3%) e Móveis e eletrodomésticos (16,9%). No acumulado do ano, na comparação com o mesmo período do ano anterior, o crescimento ficou em 7,2%. Em relação ao mês de setembro, o indicador Serasa Experian de Atividade do Comércio, que possui abrangência nacional, apontou para uma nova queda na margem. Na série livre de influências sazonais, após as altas de 0,2% em julho, e de 0,7% em agosto, o índice de vendas recuou 0,3% na passagem para setembro.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado,⁵ o mês de agosto também apresentou queda, recuando 2,3% sobre o mês imediatamente anterior. Este resultado foi influenciado pelo mau desempenho das vendas de veículos, com recuo de 4,6%, e da venda de materiais de construção, com queda de 2,0%, refletindo, em parte, os efeitos das medidas macroprudenciais, que encareceram o crédito e estabilizaram os prazos. Segundo os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), as vendas totais de autoveículos cresceram 4,3% no mês de setembro, frente a igual período de 2010. No acumulado do ano, a alta ficou em 8,4%. Na comparação interanual, as vendas do comércio varejista ampliado cresceram 5,3%, alavancadas pelo aumento de 3,7% nas vendas do grupo Veículos e motos, partes e peças e pelo avanço de 6,6% nas vendas do grupo Material de construção. Embora o ritmo de expansão do comércio demonstre alguns indícios de arrefecimento, o *carry-over* de 6,3% para o crescimento do varejo ampliado em 2011 contrasta com um crescimento contratado de apenas 1,2% para a produção industrial.

5. Inclui os grupos "Materiais de Construção Civil" e "Veículos e motos, partes e peças".

2 EMPREGO

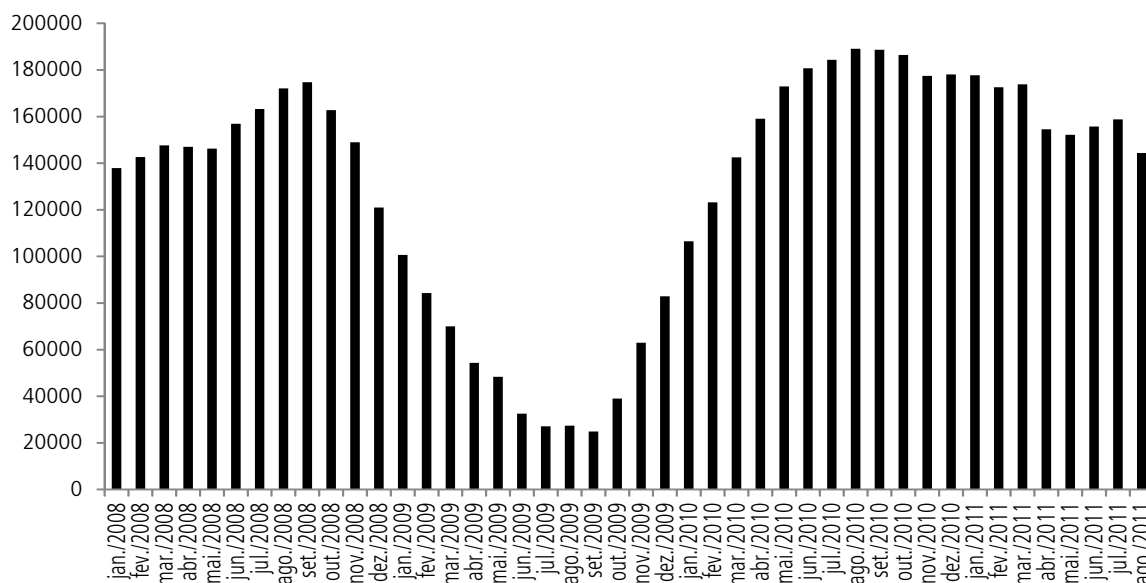
A análise do emprego no país, no terceiro trimestre do ano, mostra que o mercado de trabalho brasileiro iniciou uma fase de acomodação, ainda que estes sinais de perda de dinamismo se mostrem mais claros em algumas pesquisas do que em outras. De fato, enquanto os dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) ainda registram níveis de desemprego historicamente baixos, as estatísticas do Cadastro Geral de Emprego e de Desemprego (CAGED) divulgadas pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) já indicam uma desaceleração na criação de novos postos de trabalho.

A principal explicação para esta divergência de resultados deve-se à metodologia utilizada pelos órgãos em questão.¹ Além da abrangência territorial diferente, o IBGE coleta dados de emprego formal e informal através de pesquisas feitas com indivíduos, enquanto as pesquisas do MTE se baseiam em dados fornecidos pelos estabelecimentos empregadores, envolvendo, portanto, apenas trabalhadores inseridos no regime celetista.

Assim, como em períodos de desaceleração econômica o mercado formal de trabalho é o primeiro a sofrer ajustes, seja através da postergação de novas contratações ou até mesmo de demissões, os dados coletados pelo CAGED refletem mais rapidamente este novo cenário de arrefecimento na geração de emprego. Por outro lado, se os dados de trabalhadores demitidos, segundo o CAGED, fossem inseridos, de alguma maneira, no mercado informal de trabalho, a PME ainda os contabilizaria como pertencentes à população ocupada, o que, por sua vez, manteria a taxa de desocupação invariante ao longo de um período de tempo mais extenso.

Em agosto de 2011, de acordo com o CAGED, a criação líquida de novos postos formais de trabalho foi de 190,4 mil ante 299,4 mil registrados em agosto de 2010. No acumulado do ano, o saldo líquido de empregos formais gerado pelo país foi 18,3% menor que o observado no mesmo período do ano passado. O gráfico 1 a seguir, que retrata as médias móveis em 12 meses, ratifica, ao longo do ano, esta trajetória de menor dinamismo do mercado de trabalho formal na economia brasileira.

GRÁFICO 2.1
CAGED: saldo líquido
(Médias móveis de 12 meses)

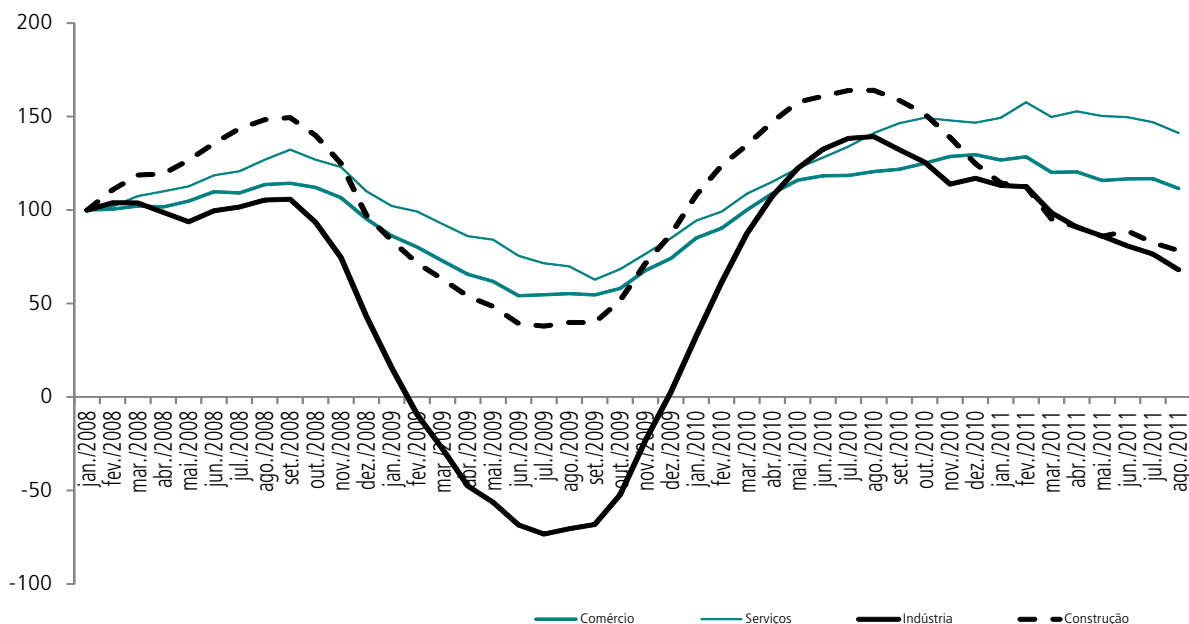


Fonte: MTE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Em termos setoriais, verifica-se que esta desaceleração no ritmo de crescimento de novas vagas com carteira assinada vem acontecendo em todos os segmentos da economia, porém com intensidades diferentes (gráfico 2). Nos setores de comércio e serviços, o saldo de novos postos de trabalho formal criados nos últimos 12 meses começa a recuar a partir de fevereiro e mostra uma trajetória de queda mais suave ao longo dos últimos meses. No caso da indústria e da construção, verifica-se que o processo de queda na geração de novos empregos iniciou-se já no fim do último trimestre de 2010 e mantém um ritmo mais forte de retração.

1. Para mais detalhes, ver a nota técnica *CAGED e PME: diferenças metodológicas e possibilidades de comparação*. IBGE, outubro de 2004.

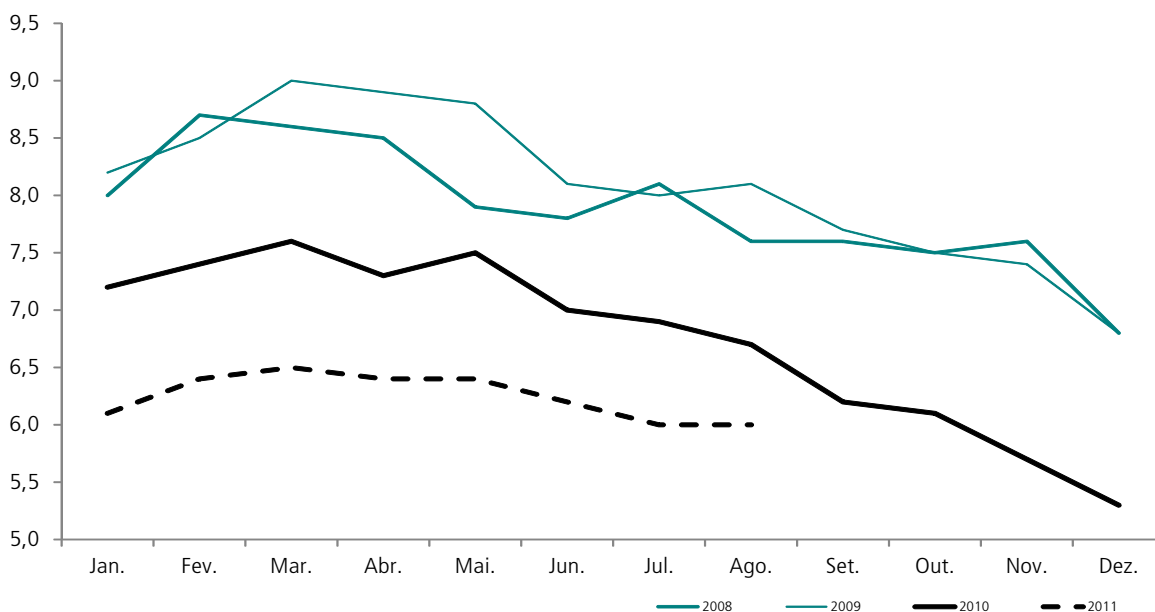
GRÁFICO 2.2
CAGED: saldos setoriais acumulados em 12 meses
 (Base: janeiro/2008 = 100)



Fonte: MTE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Conforme já mencionado, ainda não se pode notar de forma tão clara, na análise da PME, este quadro de menor dinamismo no mercado de trabalho. Em agosto, a taxa de desocupação se manteve em 6,0%, recuando 0,7 ponto percentual (p.p.) em relação a agosto de 2010. Em termos dessazonalizados, o resultado de agosto foi o mesmo do observado em julho (5,9%), o que representa o menor valor para a série desde a sua criação em março de 2002. No entanto, na comparação das curvas ao longo dos últimos quatro anos (gráfico 3), já se observa que há uma diminuição no ritmo de queda da taxa de desemprego. Este movimento de acomodação na taxa de desemprego não só já era esperado, como já havia sido explicitado por nós nas cartas de conjuntura anteriores. A expectativa é de que, para os próximos meses, este diferencial entre as curvas de 2010 e 2011 se restrinja ainda mais.

GRÁFICO 2.3
Taxa de desocupação
 (Em %)



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

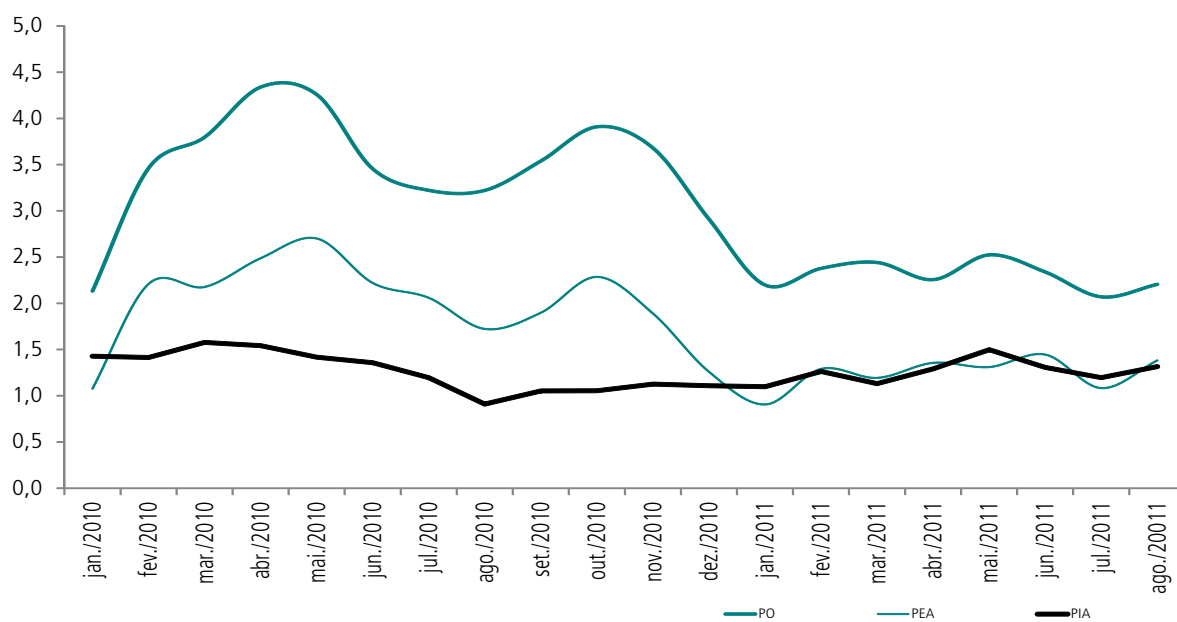
Esta desaceleração no ritmo de queda da taxa de desemprego decorre do fato de que, nos últimos meses, a queda na velocidade da expansão da população ocupada (PO) foi mais intensa que a observada na população economicamente ativa (PEA). No acumulado de 2011, até agosto, a PO registra alta de 2,3% (em relação ao mesmo período do ano passado),

ficando 1,2 p.p. abaixo do resultado observado em 2010 (3,5%, quando comparado a 2009). Nestas mesmas bases de comparação, a PEA sofreu uma queda menor (0,9 p.p.), ao registrar alta de 1,2 em 2011 ante crescimento de 2,1% em 2010.

Para o restante do ano, esta tendência de diminuição no ritmo de queda da taxa de desemprego deve se manter, devido ao comportamento esperado para a PO e a PEA. No caso da PO, com a desaceleração da atividade econômica, em curso ao longo do segundo semestre do ano, é provável que haja um arrefecimento na contratação de novos trabalhadores, de forma que a PO deve manter esta trajetória de queda no seu ritmo de crescimento. No caso da PEA, a expectativa é de que, passado este movimento mais forte de dinamismo no mercado de trabalho, este contingente de trabalhadores comece a apresentar uma taxa de crescimento mais compatível com a da população em idade ativa (PIA). Ou seja, os novos entrantes na força de trabalho disponível no país seriam aqueles que estão completando a maioridade.

Esta sincronia entre as variações na PEA e na PIA nem sempre se faz presente, uma vez que enquanto a expansão da PIA reflete a taxa de crescimento natural da população brasileira, as mudanças no nível da PEA decorrem de uma série de outros fatores. Por um lado, no início de um ciclo de expansão econômica, a PEA tende a crescer em consequência do fim do desalento, quando a percepção de uma melhora nas condições para obter uma nova colocação leva um bom contingente de trabalhadores de volta ao mercado. Por outro lado, à medida que o desenvolvimento do mercado de trabalho passa a gerar remunerações mais altas e a aumentar a renda familiar, o segundo ou o terceiro membro de uma família pode ser levado a sair do mercado para voltar a estudar ou cuidar dos membros menores, mantendo-se fora da PEA. Adicionalmente, os programas de transferência de renda dos governos também afetam diretamente a PEA, dado que a contrapartida para o recebimento do benefício é, na grande maioria dos casos, a manutenção dos filhos menores na escola, o que os deixa fora do mercado de trabalho.²

GRÁFICO 2.4
PO, PEA e PIA: taxa de crescimento interanual
(Em %)



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

Se, ao longo do ano, a PO já dá sinais de desaceleração, o mesmo não se pode afirmar para o caso dos rendimentos reais. Durante os oito primeiros meses do ano, levando-se em conta as taxas de crescimento interanuais (mês contra o mesmo mês do ano anterior), os rendimentos médios reais habitualmente recebidos apresentam, na média, alta de 3,3% ante 2,9% registradas no mesmo período de 2010. No entanto, na margem, o dado de agosto já mostra alguma desaceleração (taxa de crescimento de 3,2% ante 4,0% em julho).

Este resultado de agosto foi influenciado pela queda nas taxas de crescimento dos salários, tanto do setor público quanto do privado. No caso do setor público, após registrar, em julho, um incremento de 9,3%, na comparação interanual, esta taxa recuou para 1,9% em agosto. No setor privado, a piora no desempenho (4,5% em julho para 1,7% em agosto), foi explicada pela retração do segmento dos trabalhadores com carteira, cuja variação negativa de 0,4% em agosto ante o mesmo mês de 2010, representou o pior resultado desde maio de 2008.

2. De acordo com os dados do IBGE e analisados pelo Banco Central no *Relatório de Inflação de setembro de 2011*, em 2003, 3,5% da população entre 10 e 14 anos estavam inseridos no mercado de trabalho, enquanto em 2010, esta parcela era de 1,3%.

Esta ligeira piora nas taxas de crescimento dos rendimentos reais não chega a surpreender. No caso do setor público, pelo menos em nível federal, o governo vem sinalizando, há algum tempo, que não há espaço para novos reajustes salariais, uma vez que a maioria das categorias já foi beneficiada por uma reestruturação salarial ao longo dos últimos anos, que implicou ganhos reais acima da média.

No caso do setor privado, conforme destacamos na última *Carta de Conjuntura*, a própria desaceleração da economia e os reajustes reais, elevados nos últimos anos, diminuíram o escopo para rodadas de negociações salariais em patamares superiores aos obtidos no ano passado. Segundo o *Balanço das Negociações dos Reajustes Salariais do 1º semestre de 2011*, divulgado em agosto último pelo Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (Dieese), 93% das negociações salariais ocorridas nos seis primeiros meses do ano resultaram em reajustes iguais ou superiores à inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC). No entanto, em 2010, em 15% das negociações entre sindicatos e empregadores os ganhos reais obtidos ficaram acima de 3%, ao passo que, em 2011, este percentual recuou para 12%. A tabela 2.1, extraída desta mesma publicação, retrata este recuo nos percentuais de reajustes reais em 2011.

TABELA 2.1
Brasil: estatísticas sobre os aumentos reais¹ – 2008 a 2011
(Em %)

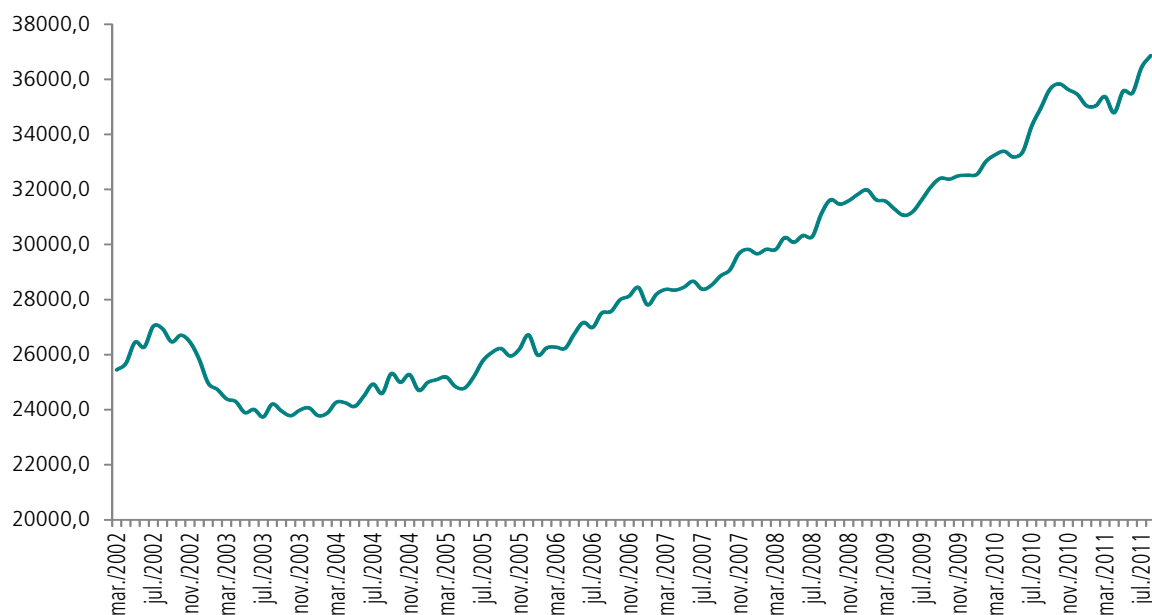
Aumento real	2008	2009	2010	2011
Maior	5,10	6,27	10,33	8,01
3º quartil	1,42	1,11	2,30	1,62
Mediana	0,57	0,33	1,17	1,12
1º quartil	0,07	0,00	0,48	0,53
Menor	-6,23	-5,51	-3,31	-3,93
Médio	0,78	0,70	1,59	1,37

Fonte: Dieese-Sistema de Acompanhamento de Salários (SAS).

Nota: ¹ Considera apenas a variação real, descontado o percentual do INPC do período.

A melhora nas condições do mercado de trabalho no Brasil, ao longo dos anos, gerou um movimento contínuo de expansão da PO e dos rendimentos reais, impactando positivamente a massa salarial real disponível na economia. Desde março de 2002, a massa salarial real habitualmente recebida apresenta alta de 44,9%, o que explica grande parte do excelente desempenho do consumo das famílias para a composição do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro.

GRÁFICO 2.5
Massa salarial real habitualmente recebida
(Em R\$ de agosto de 2011)



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

A despeito da expansão da massa salarial sustentando o crescimento da demanda, pelo lado da oferta, a produção industrial vem se mantendo estagnada, o que se reflete nas estatísticas da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes).

Após encerrar o primeiro trimestre do ano com uma taxa média de crescimento acumulado em 12 meses de 3,8%, a população ocupada na indústria de transformação vem mostrando uma perda de dinamismo, de modo que, em agosto, esta variação foi de 2,3%.

Se, por um lado, a PO já dá sinais claros de desaceleração, as taxas de crescimento dos salários reais ainda apresentam comportamento favorável. Nos últimos 12 meses encerrados em agosto, a folha de pagamento real por trabalhador registra elevação de 3,8%, mantendo-se, portanto, em torno do patamar vigente no início do ano.

Para o restante do ano, a expectativa é a de que este cenário de acomodação do mercado de trabalho se intensifique, gerando uma queda nas taxas de crescimento tanto da população ocupada quanto dos rendimentos reais. A manutenção de um quadro de desaceleração da economia para os próximos meses continuará impactando negativamente os resultados do CAGED e deve começar a apresentar alguns efeitos sobre a PME. No entanto, como a PO vem registrando uma taxa de crescimento acima da PEA, não se vislumbra, pelo menos no curto prazo, uma elevação significativa da taxa de desemprego aberto no país medido pela PME.

Desemprego aberto e total

A partir de um esforço conjunto que está sendo realizado pelo Grupo de Análise e Previsões (GAP) do Ipea com o intuito de contribuir para o debate sobre o pleno emprego no país, este box tem por objetivo apontar as diferenças conceituais entre as taxas de desemprego aberto e total.

Conforme explicitado no *Conjuntura em Foco* de agosto, uma análise mais criteriosa do desemprego no país deveria levar em conta não apenas uma estatística em nível nacional, mas também uma estatística que trouxesse ao debate questões pertinentes, como o trabalho precário e o desalento.

No que diz respeito à abrangência nacional, não há no país nenhuma pesquisa que retrate de forma sistemática o mercado de trabalho nacional. No entanto, a análise de uma taxa de desemprego mais ampla, que compute também o desemprego oculto, pode ser feita com base nas Pesquisas de Emprego e Desemprego (PEDs), disponíveis para algumas regiões metropolitanas (RMs) no Brasil.

Não se trata de fazer aqui qualquer tipo de crítica à utilização da PME, apurada pelo IBGE. Muito pelo contrário, o uso da PME como instrumento de análise tem sido fundamental, não só para balizar o debate conjuntural do mercado de trabalho como para nos fornecer dados importantes de rendimentos que permitem antever movimentos em outros segmentos da economia.

O quadro 1 a seguir sintetiza as principais diferenças entre as taxa de desemprego aberto e total.

Quadro 1

Variável	Conceituação
Desemprego aberto	Proporção de pessoas que procuraram trabalho de maneira efetiva nos últimos 30 dias anteriores ao dia da entrevista e não exerceram nenhum trabalho nos últimos 7 dias.
Desemprego oculto pelo trabalho precário	Proporção de pessoas que realizam algum trabalho remunerado eventual de auto-ocupação, ou seja, sem qualquer perspectiva de continuidade e previsibilidade, ou realizam trabalho não remunerado em ajuda de negócios de parentes e que procuraram mudar de trabalho nos 30 dias anteriores ao da entrevista ou que, não tendo procurado neste período, o fizeram sem êxito até 12 meses atrás;
Desemprego oculto pelo desalento e outros	Proporção de pessoas que não possuem trabalho e nem procuraram emprego nos últimos 30 dias, por desestímulo do mercado de trabalho ou por circunstâncias fortuitas, mas apresentaram procura efetiva de trabalho nos últimos 12 meses.
Desemprego total	Proporção de pessoas que se encontram na situação de desemprego aberto, oculto pelo trabalho precário ou oculto pelo desalento

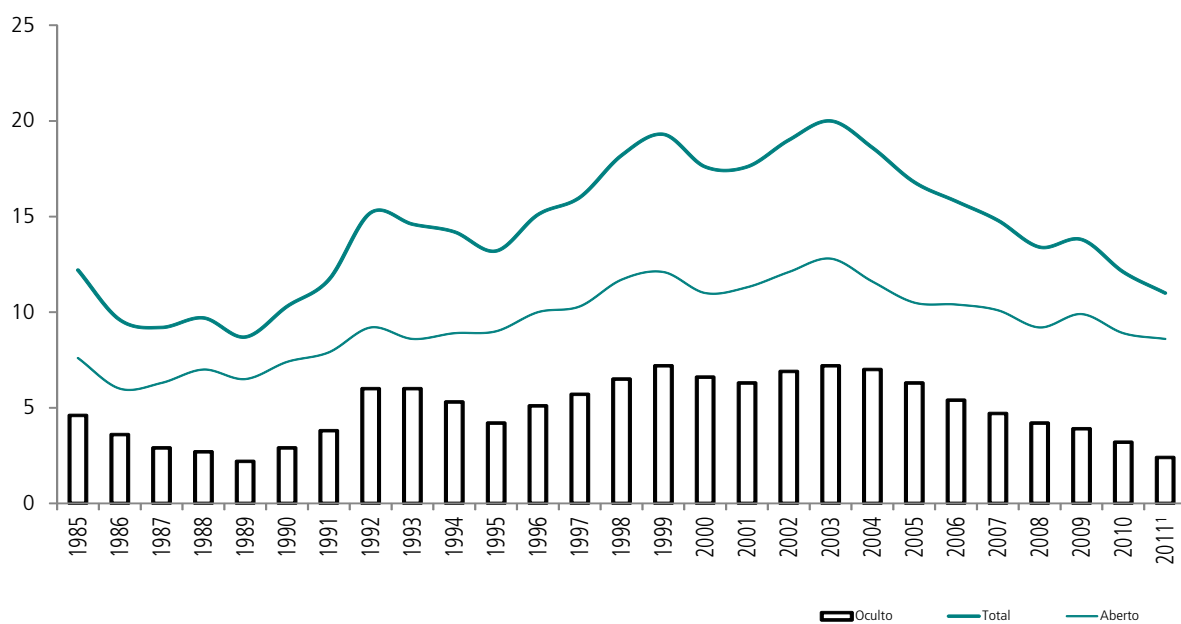
Fonte: Fundação Seade. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Com base na conceituação anterior, fica evidente que a taxa de desemprego total é maior do que a taxa de desemprego aberto. Assim, não nos parece correto o uso do desemprego aberto para análises de pleno emprego. De fato, os dados mostram que as diferenças entre as taxas de desemprego total e aberto não são pouco expressivas. Tomando-se como exemplo o caso da Região Metropolitana (RM) de São Paulo, verifica-se, com base na PED realizada pela Fundação Sistema Estadual de Análise de dados (Seade), que na média do ano, até agosto, enquanto a taxa de desemprego aberta foi de 8,6%, a taxa de desemprego total ficou em 11,0%, o que representa uma variação 28% maior.

O gráfico 1 retrata o comportamento das taxas de desemprego aberta e total ao longo dos últimos anos, além do desemprego oculto, para a cidade de São Paulo.

(continua)

GRÁFICO 1
Taxas de desemprego: Região Metropolitana de São Paulo
(Médias anuais, em %)



Fonte: Seade. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Nota:¹ Média de janeiro a agosto de 2011.

A partir da análise das curvas expostas no gráfico 1, verifica-se que desde 2008 a taxa de desemprego total vem caindo de forma mais intensa que a taxa de desemprego aberta, refletindo uma retração do desemprego oculto. Este movimento de queda do desemprego oculto é característico de momentos de expansão da economia, mas que pode se reverter à medida que a atividade econômica comece a desacelerar.

Desta forma, partindo dos pressupostos descritos no gráfico, as próximas análises a serem desenvolvidas dentro do GAP, com vistas a analisar uma provável situação de pleno emprego no país, serão feitas levando-se em conta os dados das PEDs disponíveis.

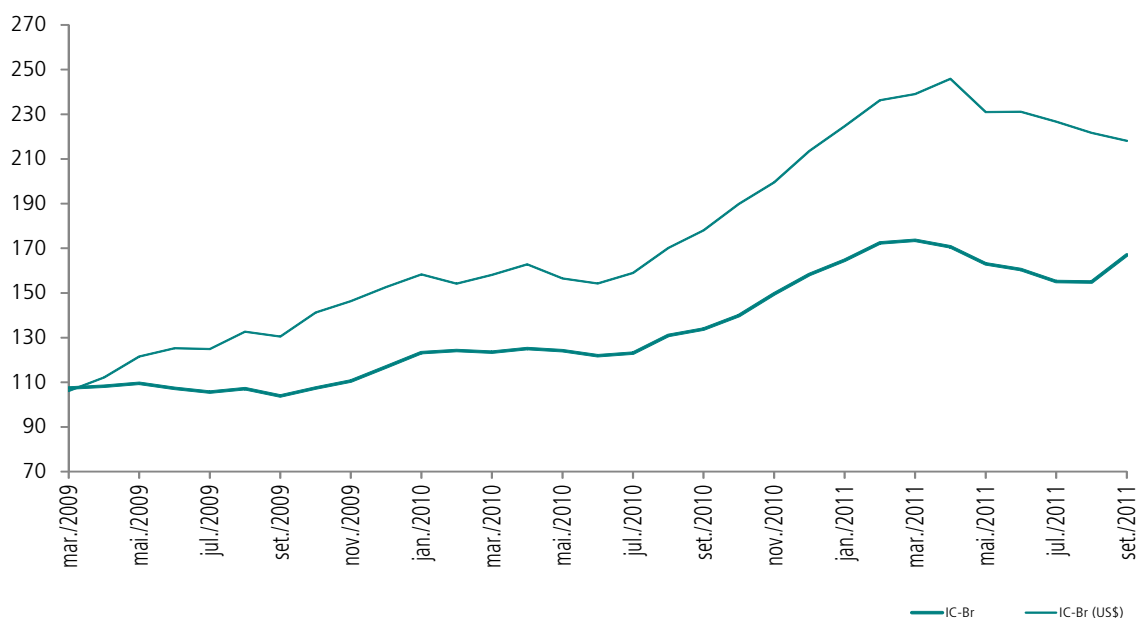
3 INFLAÇÃO

INFLAÇÃO NO BRASIL E NO MUNDO: TRAJETÓRIA RECENTE E EXPECTATIVAS

A inflação, segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), registrou alta de 7,31% no acumulado dos 12 meses terminados em setembro, continuando a trajetória de alta iniciada em setembro de 2010. A inflação mensal de setembro (contra agosto) foi de 0,53%, levemente acima das expectativas de mercado (mediana de 0,50% segundo o boletim *Focus*, de 30 de setembro de 2011).

O Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) (contabilizado em reais) apresentou alta em setembro contra agosto de 7,8%.¹ Esse índice sofreu alta de aproximadamente 40% entre julho de 2010 a março de 2011, refletindo o superchoque de *commodities* que atingiu todos os países ao redor do mundo. A partir de abril, dois vetores impulsionaram o índice para baixo: uma leve tendência à apreciação cambial e à queda das cotações de algumas *commodities* em dólares nos mercados internacionais. Em agosto o índice ficou praticamente estável e o repique de setembro foi efeito da desvalorização cambial de 9,6% ocorrida nesse mês relativamente a agosto (segundo a taxa Ptax média de venda). Essa forte alta mais do que compensou a queda das cotações internacionais das *commodities* refletida na queda deste mesmo índice quando medido em dólares (ver gráfico 3.1). O aumento do índice em reais foi ainda mais intenso nos grupos agropecuária (de 8,8%) e energia (8,4%).

GRÁFICO 3.1
Evolução do IC-Br
(IC-Br)



Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Obs.: Índices com base 100 em dezembro de 1995.

A desvalorização do real atingiu os preços de bens denominados “comercializáveis” no mercado externo, aqueles que possibilitam ao produtor a opção entre vender no mercado doméstico ou exportar e também aqueles que permitem ao consumidor a opção de importar ou comprar no mercado doméstico. No atacado, a pressão cambial levou a uma alta de 0,94% do Índice de Preços por Atacado (IPA) da Fundação Getúlio Vargas (FGV). O destaque foram os preços de materiais e componentes para a manufatura e matérias-primas brutas, como o milho, o café e a soja. No varejo, os comercializáveis (segundo o IPCA) registram alta de 0,52% em setembro contra agosto.

O aumento dos preços convertido em reais no setor agropecuário, registrado pelo IC-Br agropecuária, chegou ao consumidor e se fez sentir nos grupos de alimentos e bebidas dentro e fora do domicílio do IPCA, com destaques para os reajustes das carnes, cereais, leguminosas e oleaginosas e leites e derivados. O mesmo aconteceu no caso dos combustíveis, com o aumento dos preços do etanol e da mistura que forma a gasolina, levando a uma alta do grupo de preços monitorados pelo governo em 0,62%. Outros itens no grupo de transporte também pressionaram a inflação, como passagens

1. O IC-Br é um índice dos preços das *commodities* que mais afetam os preços internos no Brasil, ponderadas de maneira equivalente à cesta de consumo utilizada no IPCA, divulgado pelo Banco Central do Brasil (BCB).

aéreas (23,40%). O grupo de vestuário e calçados, que já havia aumentado em agosto na comparação com julho (0,67%), apresentou nova variação em setembro, contra agosto (0,80%).

A inflação ao consumidor, ainda alta, é bastante influenciada pelos serviços não monitorados pelo governo (ver tabela 3.1).² Essa classificação feita pelo BCB compreende os chamados serviços pessoais, prestados por empregados domésticos, cabeleireiros, etc.; serviços prestados por outros profissionais, como mestres de obras, mecânicos, bombeiros, etc.; serviços prestados pelos chamados profissionais liberais (médicos, dentistas, advogados, entre outros). Outros componentes com peso significativo no IPCA são: aluguel residencial, taxas condominiais e, especialmente, serviços da área de educação. Nestes últimos, o item cursos e cursos livres, composto pela mensalidade de creches, escolas e faculdades privadas, apresenta o maior peso no índice. A inflação desses serviços acumulou alta de 9,0% nos 12 meses terminados em setembro, com destaque para a alta nos serviços pessoais (10,6%) e de saúde (9,0%).

TABELA 3.1

Serviços não monitorados pelo governo: inflação acumulada em 12 meses – 2011

	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Serviços-total ¹
Janeiro	8,6	5,4	8,2	9,3	6,5	3,6	7,8
Fevereiro	8,4	5,9	8,1	9,7	8,0	4,7	8,3
Março	8,5	5,7	7,7	9,7	8,6	5,0	8,5
Abril	9,2	5,2	7,9	9,4	8,6	5,1	8,5
Mai	9,2	4,7	7,8	9,4	8,6	5,0	8,5
Junho	9,2	5,2	8,2	9,8	8,6	5,0	8,7
Julho	8,9	6,3	8,7	9,9	8,6	4,7	8,8
Agosto	9,0	6,2	8,9	10,3	8,4	4,5	8,9
Setembro	8,8	6,4	9,0	10,6	8,4	4,3	9,0

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

Nota: ¹Serviços não monitorados pelo governo (contribuição média no período de 24,5% no IPCA).

Contudo, como colocamos na *Carta de Conjuntura* de julho, a origem da aceleração da inflação ocorrida a partir do segundo semestre de 2010 não está nesses serviços, mas nos preços dos alimentos e combustíveis. O gráfico 3.2 mostra a aceleração da inflação (relativamente à média dos quatro anos anteriores)³ deixando clara a liderança dos alimentos e combustíveis frente aos serviços. Dados maiores que zero significam aceleração da inflação e dados menores que zero significam desinflação. Foram utilizados componentes do IPCA, agrupados, de um lado, em serviços não monitorados pelo governo e, de outro, em alimentos no domicílio e combustíveis para veículos. Estes últimos são os chamados custos básicos da economia, que condicionam o movimento da inércia inflacionária e o próprio comportamento dos preços desses serviços como resposta a estes choques.

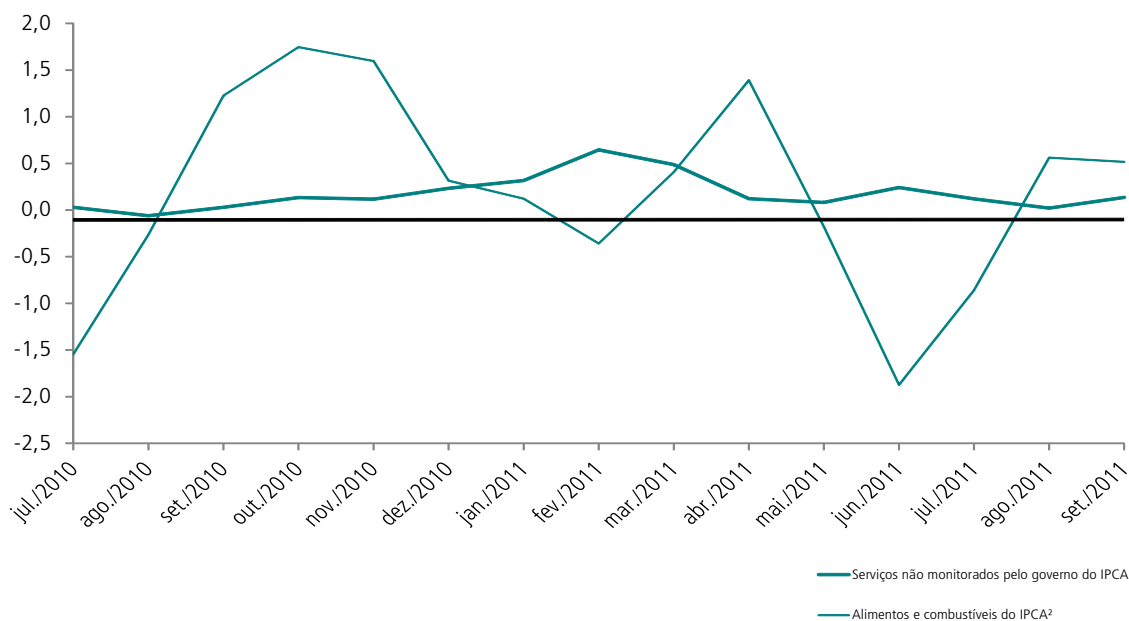
Como o processo de aceleração da inflação recente tem sua origem na bolha de *commodities*, toda projeção para inflação não pode prescindir de uma análise prospectiva para o comportamento dos preços dos ativos ligados a *commodities*. Os temores de uma nova fase da crise econômica mundial, com a possibilidade de se concretizarem até mesmo as previsões mais pessimistas, levaram a uma revisão para baixo das expectativas para a demanda por *commodities* no quarto trimestre de 2011.⁴ No caso das *commodities* agrícolas, incertezas relacionadas pelo lado da oferta, contudo, ainda justificam um risco de repiques nos preços devido ao baixo nível dos estoques, o que limita a acomodação de choques inesperados na produção frente a instabilidades climáticas, que se tornaram muito recorrentes nos últimos anos. No médio e longo prazos, contudo, a produção agrícola e pecuária tem perspectivas de crescimento como resposta ao nível ainda alto dos seus preços relativos. Destaca-se o desempenho das safras brasileiras de grãos e de outras culturas que já surtiram efeito positivo sobre os preços das *commodities* agrícolas após a colheita das primeiras safras.

2. É importante ressaltar que na classificação feita na tabela 3.1 não está incluída a variação dos preços de planos de saúde, combustíveis, passagens, pedágios, taxas de telefonia, uma vez que são preços monitorados pelo governo.

3. Portanto, existe comportamento sazonal nesses dados. A aceleração da inflação (II) do mês X no ano t é dada pela fórmula: $\Pi\text{mês}X_t - ((\Pi\text{mês}X_{t-1} + \Pi\text{mês}X_{t-2} + \Pi\text{mês}X_{t-3} + \Pi\text{mês}X_{t-4})/4)$.

4. Ver, por exemplo, o relatório da U.S. *Energy Information Administration* (EIA) *Short-Term Energy Outlook*. Sep. 2011.

GRÁFICO 3.2
Aceleração da inflação¹



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

Notas: ¹ Variação da inflação do mês (contra mês anterior) relativamente à média das inflações dos mesmos meses nos quatro anos anteriores.

² Séries de combustíveis para veículos e alimentos no domicílio: média reponderada segundo os pesos de junho de 2011 do IPCA resultando em 24% (combustíveis) e 76% (alimentos).

O gráfico 3.3 mostra a trajetória da inflação ao consumidor em dois grupos de países; o primeiro é composto por países emergentes e o segundo, por países avançados.⁵ Embora as diferenças entre médias sejam marcantes, em grande parte determinadas por fatores estruturais, as variações em torno dessas médias são bastante correlacionadas. Cerca de 70% da variação da inflação do grupo de países emergentes em torno de seu patamar médio têm a mesma dinâmica que a variação da inflação do grupo dos países avançados em torno de sua média.⁶ Isto sugere a existência de fatores comuns na explicação dessa dinâmica, que são os preços das *commodities*, sobretudo energéticas e alimentícias. De fato, o período de 2003 a 2010 foi marcado por fortes oscilações dos preços das *commodities* que mais impactam a inflação, como as agrícolas e as energéticas. Para 2012, a expectativa de queda da inflação nesses dois grupos de países é de cerca de 1 ponto percentual (p.p.) em relação ao do patamar atual. Portanto, essa expectativa reflete um processo esperado generalizado de desinflação ao redor do mundo.

No Brasil, analistas também esperam uma diminuição da inflação de 5,53% para 2012, frente a uma expectativa de 6,52% para 2011, segundo o boletim *Focus*, de 30 de setembro de 2011. Toda expectativa de inflação, contudo, é apenas uma tentativa de antever o futuro e deve ser avaliada com cautela. De acordo com Lima e Alves (2011),⁷ a capacidade preditiva da média das previsões do IPCA segundo a pesquisa *Focus*, por exemplo, não é melhor que modelos simples de séries temporais que levam em consideração apenas a própria inflação passada como ferramenta para prever a inflação futura.

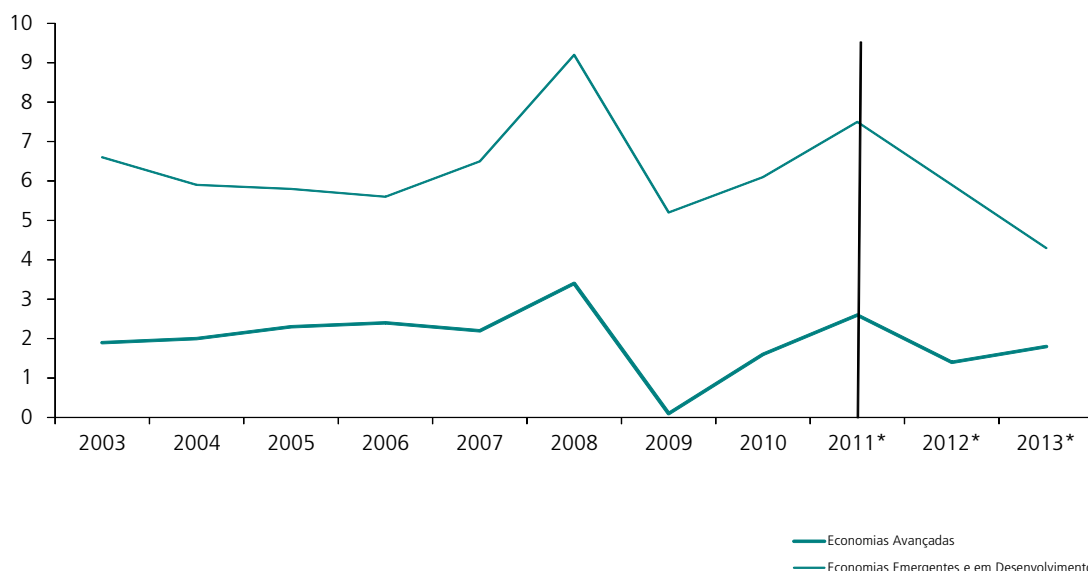
Além dos preços das *commodities*, como vimos, para quantificar a inflação importada, importa saber o preço das moedas internacionais em moeda nacional. A trajetória recente da taxa de câmbio no Brasil foi, em grande medida, ocasionada pelo cenário internacional com a ameaça de recessão nos países avançados, desaceleração do crescimento nos países emergentes, incertezas relativas ao plano de resgate aos países insolventes da área do euro e a possível deflagração de uma crise bancária em vários países. Contudo, a posição das reservas internacionais no Brasil gera ao BCB um grau de liberdade importante de minimizar a volatilidade da taxa de câmbio caso julgue necessário. Dessa forma, apesar de o aumento recente da taxa de câmbio ter levado a revisões de projeções de analistas para a taxa de câmbio, a expectativa para a taxa de fim de período em 2011 ainda é de 1,73%, segundo o boletim *Focus* de 30 de setembro de 2011.

5. No grupo Economias emergentes e em desenvolvimento são considerados os seguintes países: África do Sul, Brasil, Chile, China, Colômbia, Filipinas, Guatemala, Hungria, Indonésia, México, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Tailândia e Turquia. No grupo Economias avançadas são considerados os seguintes países: os países da área do euro, Canadá, Coreia, Estados Unidos da América, Islândia, Israel, Japão, Noruega, Reino Unido, República Tcheca, Suécia e Suíça.

6. Os dados são do IMF. *World Economic Outlook: slowing growth, rising risks*. Sep. 2011, IMF. Para o cálculo da inflação de cada grupo foi utilizada a média da inflação ao consumidor de cada país pertencente àquele grupo. No Relatório da Inflação do BCB, o cálculo a partir de dados mensais realizado como a média das correlações dois a dois entre a inflação nesses diversos países apontou um valor menor para esse indicador, de 0,4%. Contudo, a conclusão é a mesma, da importância das *commodities* como determinante comum à inflação ao consumidor nesses diversos países (ver em *Evolução dos preços das commodities e inflação mundial, Relatório de Inflação*. jun. 2011).

7. LIMA, E.; ALVES, P. *O Desempenho do mercado (Focus) na previsão da inflação: novos resultados?* Brasília: Ipea, jun. 2011 (Texto para Discussão IPEA, n. 1621).

GRÁFICO 3.3
Inflação ao consumidor



Fonte: IMF. *World Economic Outlook: slowing growth, rising risks*. Sep. 2011.
Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Nota: * Previsão do FMI.
Obs.: Média da inflação ao consumidor dos países pertencentes a cada grupo.

Internamente, o custo unitário do trabalho na indústria geral registrou alta de 3,0% no acumulado de 12 meses terminados em agosto. Para os próximos meses, contudo, o cenário para a variação salarial é de uma acomodação como explicado na seção Mercado de Trabalho, frente à desaceleração da criação do emprego causada pela redução do crescimento da atividade econômica.

Dessa forma, o cenário supracitado para a taxa de câmbio, a expectativa de continuidade de queda ou, na melhor das hipóteses, de acomodação dos preços das *commodities* permitem expectativas favoráveis à redução da inflação importada no último trimestre do ano. Internamente, conforme discutido na seção de Mercado de Trabalho, a desaceleração da evolução dos salários médios também limita o crescimento do custo unitário do trabalho.

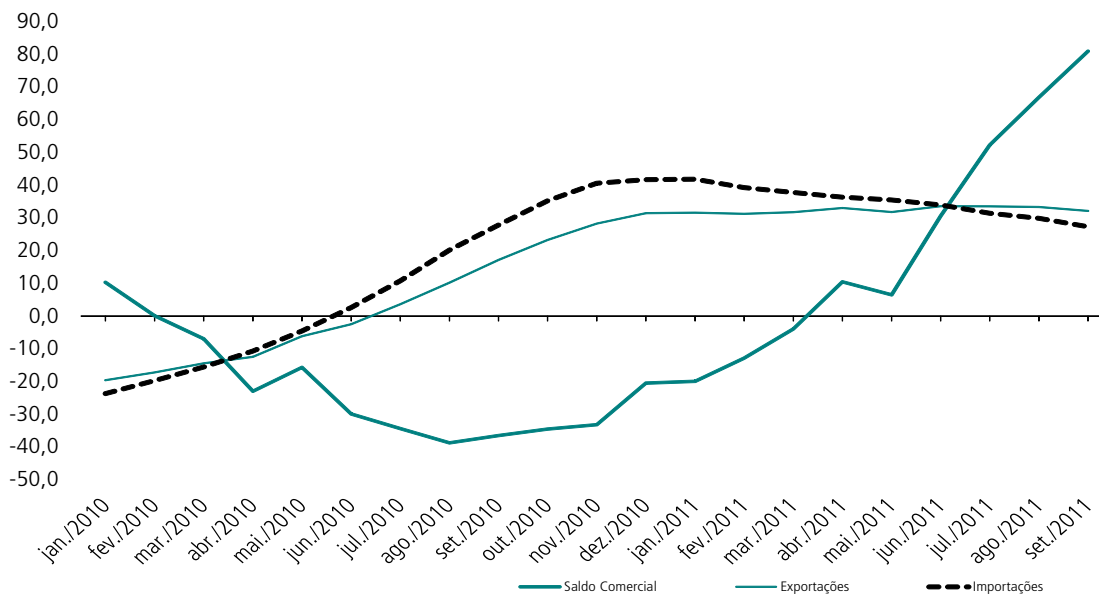
Pelas razões apontadas anteriormente, nossa expectativa é de que os números mensais altos da inflação do último trimestre de 2010 sejam substituídos por números menores do último trimestre de 2011. Como consequência, a trajetória de alta da inflação acumulada em 12 meses terá uma inflexão no último trimestre de 2011, fazendo com que a inflação ao consumidor do ano de 2011 convirja na direção do intervalo da meta de inflação (2,5% a 6,5%).

4 SETOR EXTERNO

BALANÇA COMERCIAL

As exportações e importações registraram em setembro de 2011 as cifras respectivas de U\$S 1,1 bilhão e U\$S 962,5 milhões pela média por dias úteis, resultando em saldo comercial de U\$S 146,4 milhões. Na comparação com o acumulado de janeiro a setembro de 2010, o saldo cresceu 80,5%. Considerando os valores acumulados em 12 meses encerrados em setembro de 2011, o crescimento do saldo foi de 80,9%, confirmando a trajetória crescente de saldos acumulados em 12 meses desde abril de 2011, como pode ser observado no gráfico 4.1.

GRÁFICO 4.1
Exportações, importações e saldo comercial
(Variação em % do acumulado, em 12 meses ($t/t-12$))



Fonte: Secretaria de Comércio Exterior (Secex). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Do lado das exportações, todas as classes de produtos registraram crescimento positivo, considerando os valores médios acumulados de janeiro a setembro, entre 2010 e 2011: básicos +39,8%; semimanufaturados +34,6%; e manufaturados +18,4%. Esse desempenho pode ser atribuído à expressiva elevação dos preços de produtos básicos e de semimanufaturados influenciados pela trajetória dos preços internacionais de *commodities*.¹ Os manufaturados, por sua vez, têm apresentado desempenho inferior aos demais produtos devido à elevação menos expressiva em seus preços e à taxa de câmbio (TC) empatamar apreciado, apesar da desvalorização mais recente, exercendo impactos negativos sobre a rentabilidade de suas exportações.

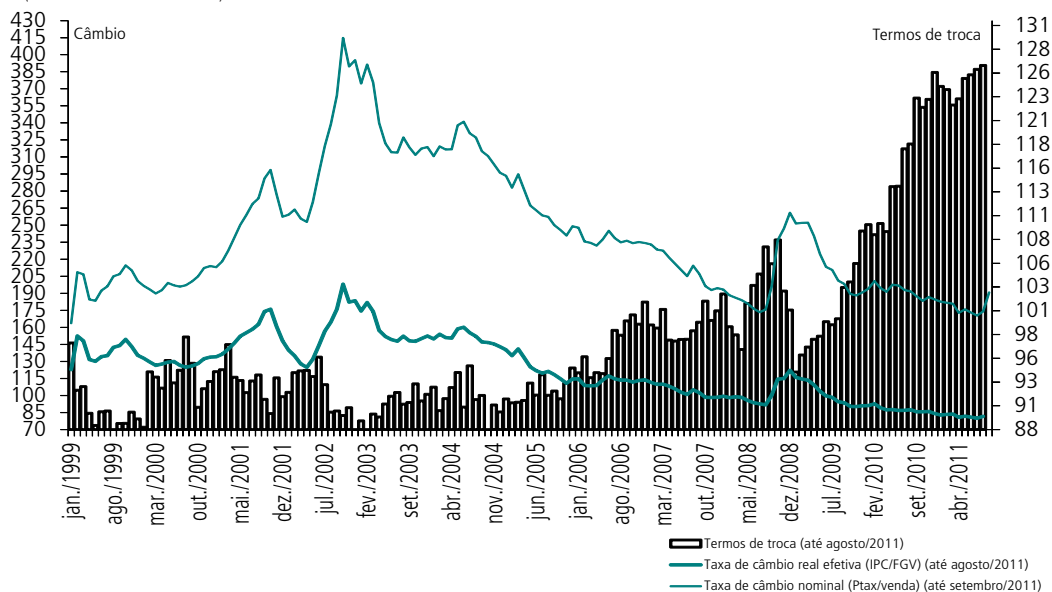
Do ponto de vista das importações, segundo as categorias de uso, observam-se as seguintes taxas de crescimento em valores médios acumulados de janeiro a setembro entre 2010 e 2011: bens de consumo duráveis, +31,7%; combustíveis e lubrificantes, +37,5%; matérias-primas e intermediários, +24,6%; bens de consumo não duráveis, +24,5%; e bens de capital, +17,8%. Em contraste com o resultado das exportações, o desempenho das importações pode ser atribuído à elevação superior das *quantidades* importadas em relação aos seus preços, decorrente tanto da TC apreciada, como da tendência de estagnação apresentada pela produção industrial doméstica desde o segundo semestre de 2010.

O gráfico 4.2 exhibe a trajetória do comportamento das variáveis termos de troca e taxa de câmbio real efetiva (TCRE), determinante para o desempenho recente do comércio exterior brasileiro. Os termos de troca exibem uma tendência crescente até janeiro de 2011 e um comportamento mais estável, em patamar elevado, até agosto de 2011. Por outro lado, a TC apresentou tendência de apreciação até julho de 2011 e um movimento de depreciação nos últimos meses. Ademais, como pode ser observado no gráfico, a trajetória da TCRE acompanha a trajetória da taxa de câmbio nominal (TCN), comprovando o fato de que os movimentos do câmbio nominal são os principais determinantes das variações de preços relativos entre bens comercializáveis e não comercializáveis na economia.

1. Após cinco meses de quedas consecutivas, desde abril de 2011, o índice de preços de *commodities* Índice de *Commodities* do Brasil (IC-Br), expresso em reais, voltou a elevar-se em setembro de 2011. Em dólares, este índice apresenta quedas ininterruptas desde julho de 2011.

GRÁFICO 4.2
Taxa de câmbio e termos de troca das exportações

(Base: média de 1995 = 100)



Fontes: Banco Central do Brasil (BCB) e Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP

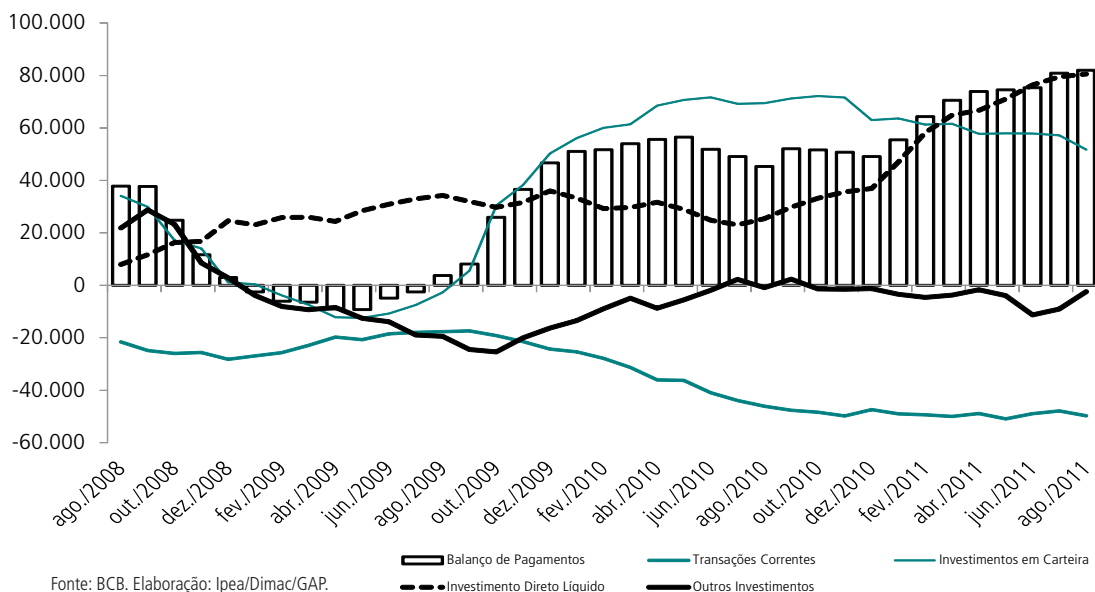
A trajetória de saldos crescentemente cadentes de produtos manufaturados, além de contribuir de forma negativa para crescimento da produção nacional, como mostrou o último boletim *Conjuntura em Foco*, também tem sido alvo de preocupação recente do atual governo. No âmbito do Programa Brasil Maior, foram criadas linhas de crédito para o setor exportador de manufaturados. Ademais, o governo, além de elevar recentemente o imposto sobre veículos importados,² sinalizou disposição para utilizar instrumentos de defesa comercial, com o intuito de defender a produção nacional de práticas desleais de comércio por parte de outros países.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

Em agosto, a conta de transações correntes registrou déficit de US\$ 4,8 bilhões, acumulando no ano o valor de (–) US\$ 33,8 bilhões. Em 12 meses, a conta de transações correntes exibe uma trajetória estável desde agosto de 2010, em contraste com a tendência de déficits acumulados em 12 meses crescentes entre agosto de 2009 e de 2010, como pode ser observado no gráfico 4.3.

GRÁFICO 4.3
Balança de pagamentos

(Valores acumulados em 12 meses, em US\$ milhões)



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

2. De janeiro a setembro de 2011, a venda de veículos importados aumentou aproximadamente 35%, enquanto a de carros nacionais cresceu 2% em relação ao mesmo período de 2010, segundo dados da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos (Anfavea). Em 15 de setembro de 2011, o governo anunciou aumento em 30 pontos percentuais (p.p.) do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) de veículos importados com o objetivo declarado de melhorar a competitividade do produto brasileiro e estimular a produção dentro do país.

Analisando os fatores que contribuíram para os saldos acumulados em 12 meses nas transações correntes, observa-se que os resultados positivos da balança comercial têm sido mais do que compensados pelos sucessivos déficits na conta de serviços e rendas (tabela 4.1). Entre agosto de 2009 e 2010, a deterioração do saldo comercial havia contribuído com 37,8% para a variação negativa de US\$ 28,4 bilhões no saldo de 12 meses das transações correntes. Entre agosto de 2010 e de 2011, a contribuição da balança comercial para a deterioração nesta conta aumentou significativamente para (-317,0%), invertendo seu sinal (ou seja, tornando-se negativa). Em contraste, a evolução recente das contas de serviços e rendas (sobretudo a de serviços), que entre agosto de 2009 e de 2010 havia contribuído com 59,1% da deterioração do saldo acumulado em 12 meses da conta-corrente do balanço de pagamentos, passou a contribuir com 411,1% da deterioração em 12 meses entre agosto de 2010 e de 2011.

A comparação dos valores acumulados entre 12 meses idênticos (com defasagem de 12 meses) mostra que, entre agosto de 2009 e de 2010, cerca de -68,3% e de 195,9% do total da variação positiva (US\$ 41,6 bilhões) do saldo do balanço de pagamentos decorreram das variações das transações correntes e da conta financeira, respectivamente (tabela 4.2). A abertura da conta financeira mostrou que os investimentos diretos líquidos (IDL) e os investimentos em carteira (IC) tiveram contribuição de -21,3% e de +124,9%, respectivamente, para essa variação. Por sua vez, entre agosto de 2010 e de 2011, as contribuições das transações correntes e da conta financeira para a variação positiva do saldo em 12 meses do balanço de pagamentos (+US\$ 36,7 bilhões) foram de -9,9% e de +97,7%, respectivamente. Contudo, a abertura da conta financeira indica uma mudança no perfil de endividamento no período: as contribuições dos IDL e IC foram de +150,3% e de -59,4%, respectivamente. A partir desta análise comparativa, é possível inferir que as medidas prudenciais adotadas pelo BCB para conter o influxo de capitais estrangeiros e evitar a valorização excessiva do real aparentemente induziram duas mudanças: *i*) reduziram a contribuição da conta financeira para os resultados da balança de pagamentos e *ii*) mudaram o perfil de contribuição dos fluxos financeiros para esses resultados, aumentando a participação de IDL em detrimento da participação de IC.

TABELA 4.1

Síntese das transações correntes do balanço de pagamentos

(Contribuições às variações do saldo acumulado em 12 meses, em %)

Discriminação	Agosto/2010 (%)	Agosto/2011 (%)
(A) Balança comercial (FOB)	37,78	-317,0
(B) Serviços e rendas	59,13	411,1
Serviços	34,56	273,4
Rendas	24,57	137,7
(C) Transferências unilaterais correntes (líquido)	3,10	5,9
Transações correntes (A) + (B) + (C)	100,00	100,0

Fontes: BCB e Ipea. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

TABELA 4.2

Síntese do balanço de pagamentos

(Contribuições às variações do saldo acumulado em 12 meses, em %)

Discriminação	Agosto/2010	Agosto/2010
(I) Transações correntes	-68,3	-9,9
(II) Conta capital e financeira	195,9	98,2
Conta capital ¹	-0,1	0,5
Conta financeira	195,9	97,7
Investimento direto (líquido)	-21,3	150,3
Investimentos em carteira	124,9	-59,4
Derivativos	-0,9	-0,1
Outros investimentos ²	44,6	-4,2
(III) Erros e omissões	-27,5	11,7
(IV) Resultado do balanço de pagamentos (I)+(II)+(III)	100,0	100,0

Fontes: BCB e Ipea. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

¹ Inclui transferências de patrimônio.

² Registra créditos comerciais, empréstimos, moedas e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização.

Em termos dos valores destes fluxos financeiros, considerando o acumulado em 12 meses encerrados em agosto de 2011, o investimento direto estrangeiro (IDE) registrou a cifra de US\$ 75,4 bilhões, representando um crescimento de +176,6%³ em relação ao mesmo período de 2010. Em contraste, o influxo de investimentos em carteira estrangeiros

3. Considerando a rubrica IDL, a variação no período mencionado foi de +216,9%.

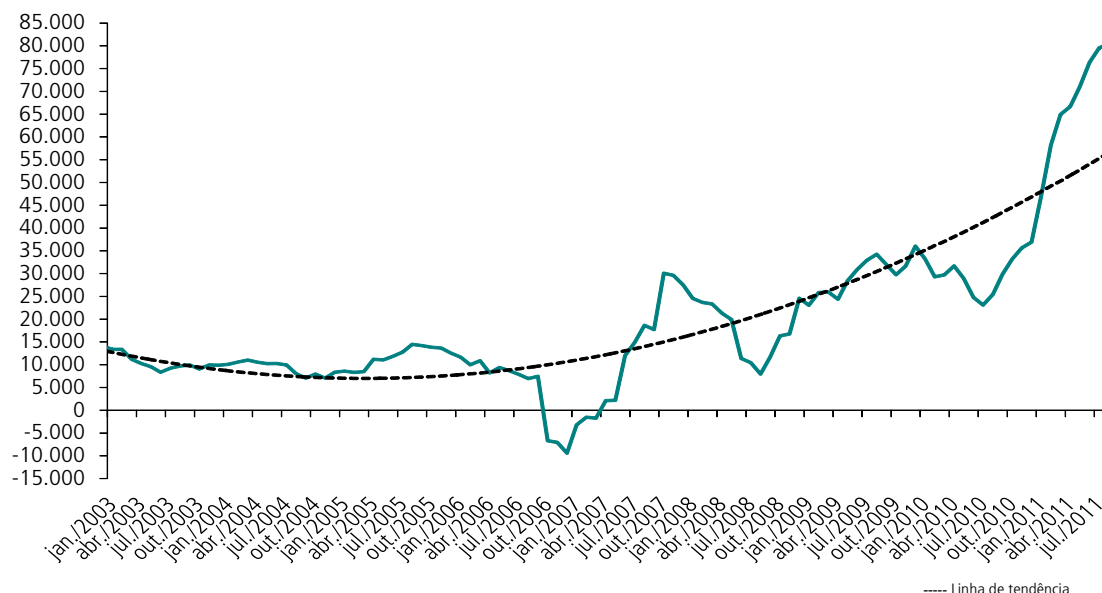
(ICE) no mesmo período foi de US\$ 49,2 bilhões, o que representou uma redução de (-)24,2%⁴ em relação aos valores acumulados em 12 meses até agosto de 2010.

O gráfico 4.4 exibe as trajetórias dos fluxos do IDL acumulado em 12 meses e de sua linha de tendência aproximada em termos polinomiais. Através das curvas percebe-se, a partir do final de 2010, um deslocamento crescente entre as duas trajetórias. Em agosto de 2011, a diferença entre o fluxo em 12 meses do IDL (US\$ 80,5 bilhões) e o nível projetado de sua tendência (US\$ 55,5 bilhões) alcançou algo como (+)US\$ 25 bilhões.

GRÁFICO 4.4

Investimento direto líquido

(Fluxo acumulado em 12 meses, em US\$ milhões)



Fontes: BCB e Ipea. Elaboração: Ipea/Dímac/GAP.

Por outro lado, entre agosto de 2011 e novembro de 2010, a diferença dos fluxos acumulados em 12 meses do IDL chegou a (+)US\$ 45 bilhões, enquanto, na mesma base de comparação, a variação entre os fluxos do IC registrou decréscimo, em torno de (-)US\$ 20 bilhões. Dados os deslocamentos abruptos, significativos e com sinais opostos nos patamares de ambos os fluxos a partir do final de 2010, justamente quando foram instituídas as medidas governamentais de contenção à entrada de capitais externos,⁵ pode-se suspeitar de que a correlação negativa desde então apresentada pelas duas séries esteja, na verdade, refletindo um movimento de arbitragem regulatória, com aumento das aplicações externas em renda fixa sob a rubrica de IDE.

O gráfico 4.5 mostra que a mudança no patamar do IDE a partir do final de 2010 ocorreu de forma simultânea a um deslocamento para cima, também, da trajetória de seu desvio-padrão amostral, o que tende a corroborar a hipótese anteriormente mencionada de arbitragem regulatória.⁶ Em tal caso, teríamos, na verdade, algo em torno de aproximadamente (+)US\$ 25 bilhões como variação efetiva do IDL, no período; com este último alcançando a cifra de US\$ 60 bilhões em agosto de 2011 (em vez dos US\$ 80,5 bilhões registrados) e algo como US\$ 4,5 bilhões acima da tendência estimada.

Nesse mesmo sentido, ainda, deve-se destacar a evolução do Investimento Direto de Brasileiros (IDB). Entre agosto de 2011 e novembro de 2010, a diferença dos fluxos acumulados em 12 meses do IDB chegou a (+)US\$ 7,7 bilhões, enquanto, na mesma base de comparação, a variação entre os fluxos dos Investimentos em Carteira de Brasileiros (ICBs) registrou decréscimo, em torno de (-)US\$ 4,3 bilhões. Não obstante, em caso de arbitragem regulatória, teríamos, na verdade, algo em torno de aproximadamente (+)US\$ 3,5 bilhões como variação efetiva do IDB, no período; o que representaria algo como 78% do excesso, antes mencionado, de US\$ 4,5 bilhões do IDL sobre o nível da tendência estimada em agosto de 2011. Em outros termos, nos registros dos números dos fluxos de capital relativos à economia brasileira, há indícios, também, de

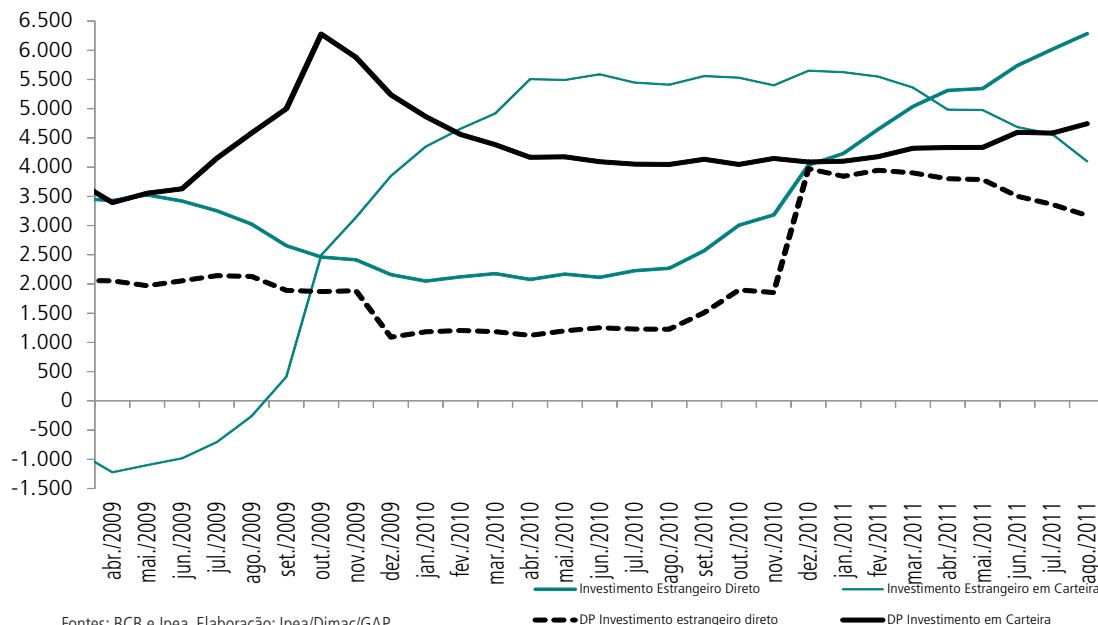
4. Considerando a rubrica IC Líquido, a variação foi de -25,5%.

5. Nesse sentido, deve-se destacar: a elevação da alíquota de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em outubro de 2010, de 2% para 6%, em aplicações de renda fixa e empréstimos externos de até dois anos; e para 2% no caso das ações.

6. Ver, também, seção Setor Externo da *Carta de Conjuntura* de junho de 2011.

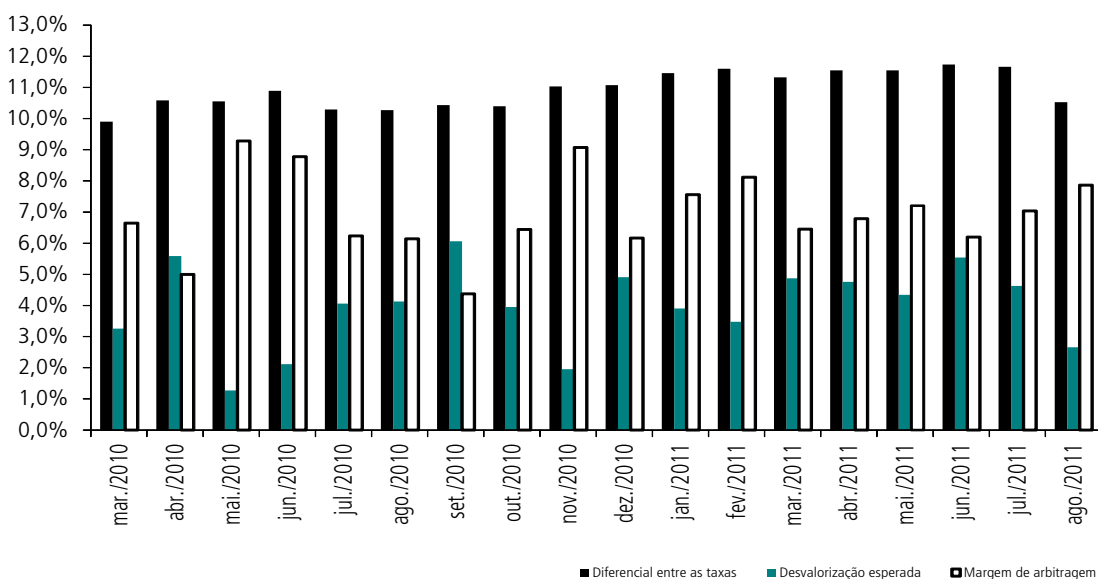
que um significativo aumento do IDL após a adoção das medidas de contenção à entrada de capital no final de 2010 seja em parte explicado por um movimento de repatriação de capital nacional.⁷

GRÁFICO 4.5
Evolução dos fluxos financeiros de investimento
(Médias móveis de 12 meses em US\$ milhões e desvios-padrão associados)



Finalmente, o gráfico 4.6 exhibe os motivos que estimulam a entrada de capital para aplicação em renda fixa no Brasil recentemente. A margem de arbitragem indicada no gráfico resulta do diferencial entre as taxas de juros doméstica (*SWAP* DI x Pre 360 dias), a internacional (taxa de um ano do *Treasury Constant Maturity Rate*)⁸ e a expectativa de desvalorização cambial vigente no mercado (mediana das expectativas de câmbio *spot* no futuro, coletada pelo BCB, contra a TC de venda no mercado *spot*). Em princípio, a margem assim calculada deveria refletir os diversos riscos associados à aplicação em moeda estrangeira no país; não obstante, sua evolução recente parece indicar a ausência de riscos justificáveis na sua composição. Em outros termos, as margens de risco para aplicações em renda fixa no Brasil parecem conter, de fato, níveis significativos e injustificáveis de *quase-renda*.

GRÁFICO 4.6
Diferencial entre as taxas doméstica e internacional de juros = desvalorização cambial esperada + margem de arbitragem
(Em %)



7. Conforme também se apontou na *Análise Temática da Conjuntura em Foco* de agosto de 2011.

8. Série divulgada pelo Federal Reserve Board of Governors dos Estados Unidos. A esse respeito, ver também: GARCIA, M.; DIDIER, T. *Taxa de Juros, Risco. Cambial e Risco Brasil*. PUC-Rio, 2001.

5 ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

A redução do nível da taxa básica de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), determinada pelo Banco Central do Brasil (BCB) no final de agosto trouxe consequências importantes para o comportamento do mercado futuro de juros, com um movimento de queda generalizada das taxas mais curtas e ajustes para baixo de maior intensidade nos contratos mais longos.

Em relação à evolução do mercado de crédito, por um lado, sofremos no momento atual as consequências negativas de uma diminuição do ritmo de crescimento da economia doméstica e a possibilidade de um agravamento do cenário econômico internacional. Por outro lado, contudo, a pronta redução das taxas de juros deve gerar um efeito compensatório positivo de expansão sobre a trajetória dos empréstimos. Assim, a resultante final da atuação dessas forças opostas sobre a evolução do crédito total (e de sua composição) só irá revelar-se com maior nitidez a partir das próximas leituras e análises dos dados divulgados pelo BCB.

MERCADO DE JUROS

O aumento das pressões inflacionárias de curto prazo, com a conseqüente deterioração das expectativas de mercado, justificou as medidas determinadas pelo BCB no primeiro semestre de 2011. A primeira delas, de restrição ao crédito, mostrou-se bem-sucedida e permitiu a desaceleração gradual dos saldos desse último para níveis mais compatíveis com o equilíbrio da economia. Soma-se a isso o ciclo de alta de juros, que totalizou 175 pontos básicos (p.b.) desde o início do ano até a reunião de julho.

Após optar pelo último aumento da taxa básica de juros, para 12,5% ao ano (a.a.) na reunião do dia 20 de julho de 2011, o BCB já havia sinalizado que o ciclo de aperto monetário poderia ter chegado ao fim. Desde então, os potenciais efeitos deflacionários de uma crise externa já faziam parte do balanço de riscos da autoridade monetária e explicavam a cautela e o gradualismo da política monetária.

Entre meados de julho até o início de agosto, a esse cenário externo mais conturbado se somaram as dúvidas quanto à aprovação da elevação do teto da dívida norte-americana que culminaram no rebaixamento de sua dívida. Com isso, em 31 de agosto, o BCB optou pela redução da taxa básica de juros em 50 p.b. para 12% a.a. No comunicado que se seguiu a essa decisão assim como na ata posteriormente divulgada, o BCB deixou claro que a deterioração do cenário externo e seu efeito moderador sobre a atividade econômica doméstica foram os fatores mais relevantes para a decisão que, em um primeiro momento, surpreendeu o mercado financeiro.

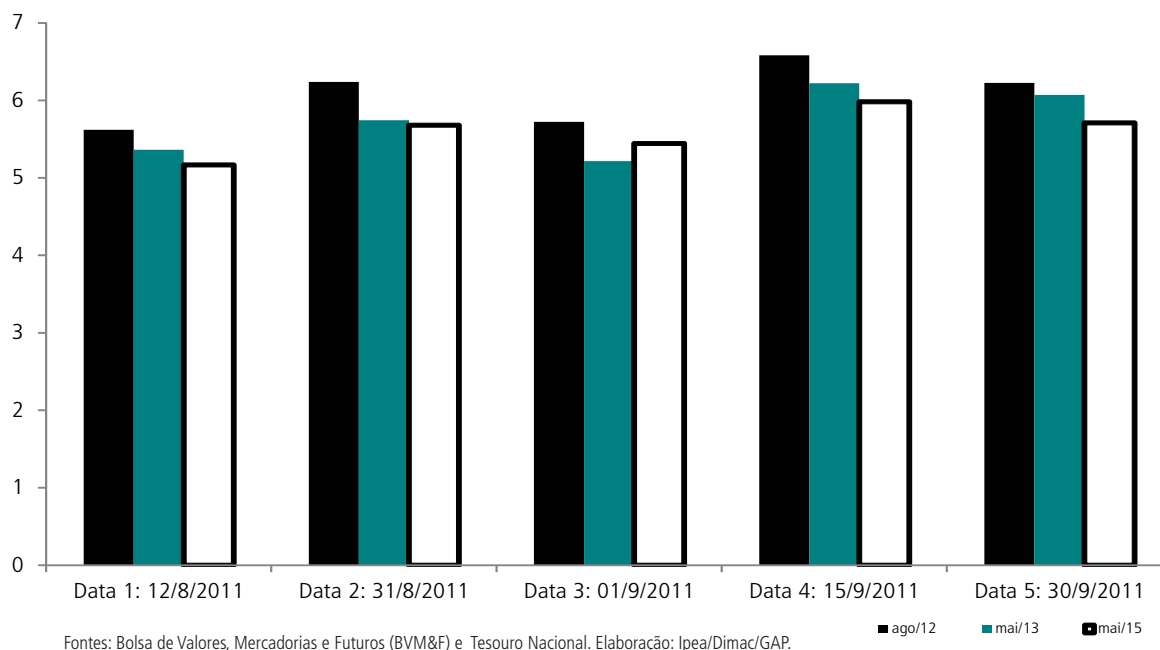
De acordo com o último *Relatório Trimestral de Inflação*, divulgado em 29 de setembro, o cenário de curto prazo para a inflação continuará pressionado, mas o BCB prevê que a inflação começará a ceder já a partir do último trimestre de 2011 e esse processo continuará em 2012 e 2013, quando se dará a convergência para o centro da meta.

Nesse sentido, o BCB elevou as projeções de inflação em relação ao último relatório, divulgado em julho. No cenário referencial, em que se consideram constantes o dólar em R\$ 1,65 e a taxa básica de juros básicos em 12% a.a., a inflação em 2011 foi projetada em 6,4% e a de 2012, em 4,7%. No cenário de mercado, que considera as expectativas do mercado para tais variáveis, as estimativas de inflação em 2011 subiram de 5,8%, em julho, para 6,4%. A projeção para a inflação em 2012 subiu de 4,9% para 5,0%, 0,3 ponto percentual (p.p.) acima do cenário de referência. Em concordância com o tom das atas mais recentes, os efeitos deflacionários da piora do cenário externo ganharam destaque, assim como a contribuição do baixo risco de um repique inflacionário no curto prazo e o auxílio da política fiscal no combate à inflação.

No mesmo relatório, o comportamento das expectativas ganhou destaque na avaliação de riscos para a convergência para o centro da meta a partir do final de 2011. De fato, as projeções de inflação do boletim *Focus* assim como as estimativas de inflação implícita apresentaram acentuada elevação nos últimos dias. Para confirmar tal tendência, calculamos a inflação implícita como sendo a diferença entre os rendimentos de um contrato de DI Futuro de data mais próxima e a taxa prefixada dos contratos das Notas do Tesouro Nacional, série B (NTN-B), conforme gráfico 5.1. É importante ressaltar que, ao incluir contratos com características distintas, os valores calculados não estão ajustados para risco, liquidez e fluxos de pagamento entre os contratos. Com isso, vale ressaltar que a análise da variação das estimativas é mais pertinente do que a do nível da inflação implícita.

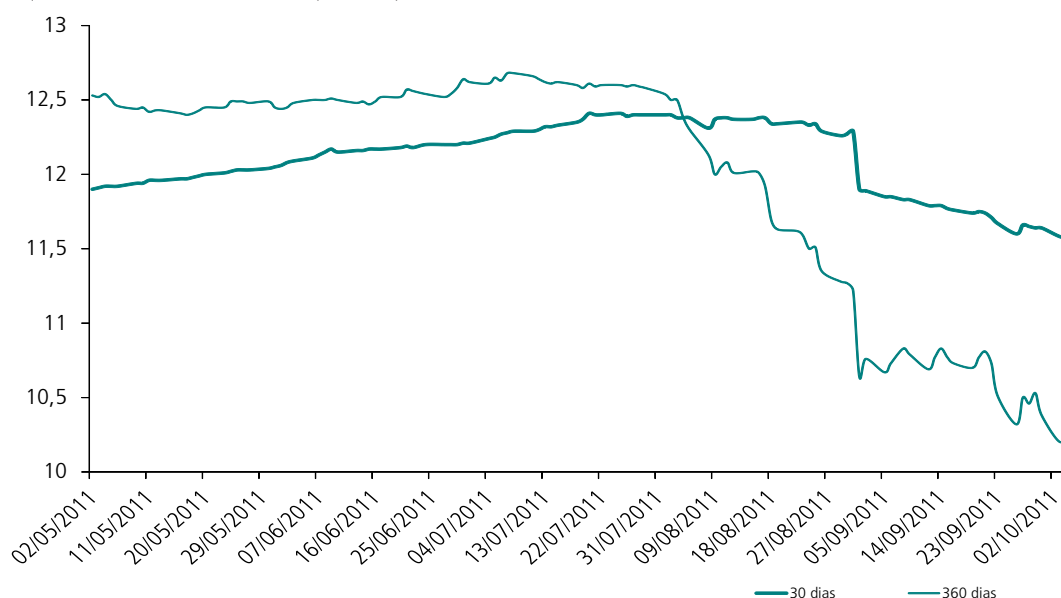
Sendo assim, o processo de aumento da inflação implícita teve contínua elevação entre meados de agosto e setembro. No final de setembro, acompanhando a evolução dos contratos futuros de juros, a inflação implícita voltou a cair. No entanto, tais observações devem ser colocadas em perspectiva devido ao aumento da volatilidade dos contratos futuros, cuja estabilização deve trazer maior clareza à análise do cenário de inflação e juros.

GRÁFICO 5.1
Inflação implícita nos contratos de NTN-B
 (Em % a.a.)



A análise do gráfico 5.2, por sua vez, mostra a evolução dos contratos de *SWAP* DI x Pre para dois vencimentos: 30 e 360 dias. A inversão das taxas dos contratos para 30 e 360 dias no início do mês de agosto, tornando negativo o *spread*, mostra que a queda na taxa básica de juros já era vislumbrada pelo mercado no horizonte de um ano. Essa queda coincide com o acordo em relação à elevação do teto da dívida pública americana que previu a implantação de um ajuste fiscal em um momento de fragilidade dos indicadores econômicos. Com isso, o mercado passou a projetar um período maior de baixo crescimento mundial, o que resultou na queda das taxas futuras. Posteriormente, a crise da dívida grega ganhou novos capítulos e contribuiu para a piora das condições macroeconômicas externas.

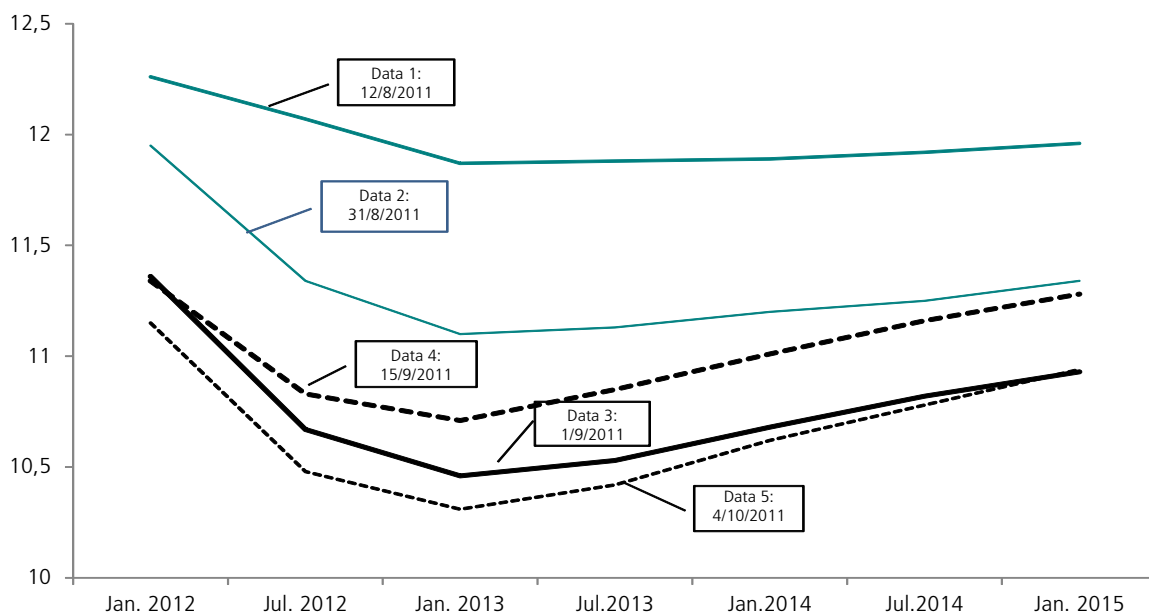
GRÁFICO 5.2
Evolução diária das taxas de juros
 (Taxas referenciais de *SWAP* DI x Prefixado, em % a.a.)



Foi diante desse cenário que o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu reduzir a taxa básica de juros em 50 p.b. para 12% a.a. No dia seguinte à decisão, as taxas de 30 e 360 dias caíram imediatamente, incorporando a percepção de que se tratava do início de um ciclo de redução de juros em reação à piora no cenário externo.

Semelhante interpretação pode ser estendida para horizontes mais longos, a julgar pela evolução dos principais contratos de DI Futuro. Em 12 de agosto de 2011, a estrutura a termo de taxa de juros mostrada no gráfico 5.3 já se encontrava invertida tal qual a curva de *SWAP* DI x Pre. Nos dias 31 de agosto de 2011 (data da decisão do Copom) e 1ª de setembro de 2011 (dia seguinte à decisão), as taxas para todos os vencimentos mantiveram a trajetória de queda a reboque da decisão de redução da taxa básica, se encontrando em patamares inferiores aos do dia 12 de agosto de 2011.

GRÁFICO 5.3
Evolução da estrutura a termo de taxa de juros dos contratos de DI Futuro para diferentes vencimentos
(Em % a.a.)



Fonte: BVM&F. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Desde a decisão do Copom, as expectativas de inflação medidas pelo boletim *Focus* apresentaram contínua elevação, o que pode explicar o aumento das taxas entre os dias 1ª de setembro de 2011 e 15 de setembro de 2011. Desde então, o processo de queda de juros futuros continuou, o que, em primeira análise, sugere que o mercado acredita que o ciclo de redução deve ser mais prolongado e mais intenso do que inicialmente previsto, em linha com a aposta do BCB na piora do cenário externo.

MERCADO DE CRÉDITO

Em agosto, o saldo total das operações de crédito atingiu R\$ 1.889 bilhão, o que corresponde a 47,8% do Produto Interno Bruto (PIB) e aceleração de 1,7% em relação a julho de 2011. Entre janeiro e agosto de 2011, houve expansão de 10,7%, enquanto o crescimento no acumulado em 12 meses foi de 19,4%.

A análise direta dos dados indica que o mercado de crédito continua em expansão, mas alguns indicadores apontaram para um crescimento mais moderado. Após a introdução das medidas macroprudenciais, foi possível constatar a redução no ritmo de concessões, a redução de prazos e o aumento das taxas de aplicação. Atualmente, temos dois fatores antagônicos em curso: de um lado, a diminuição no ritmo de crescimento da economia e a possibilidade de uma nova crise internacional influenciam negativamente a demanda por crédito; por outro, a redução das taxas de juros contribui para seu crescimento. Nos próximos dados do BCB, poderemos observar quais dessas forças predominaram.

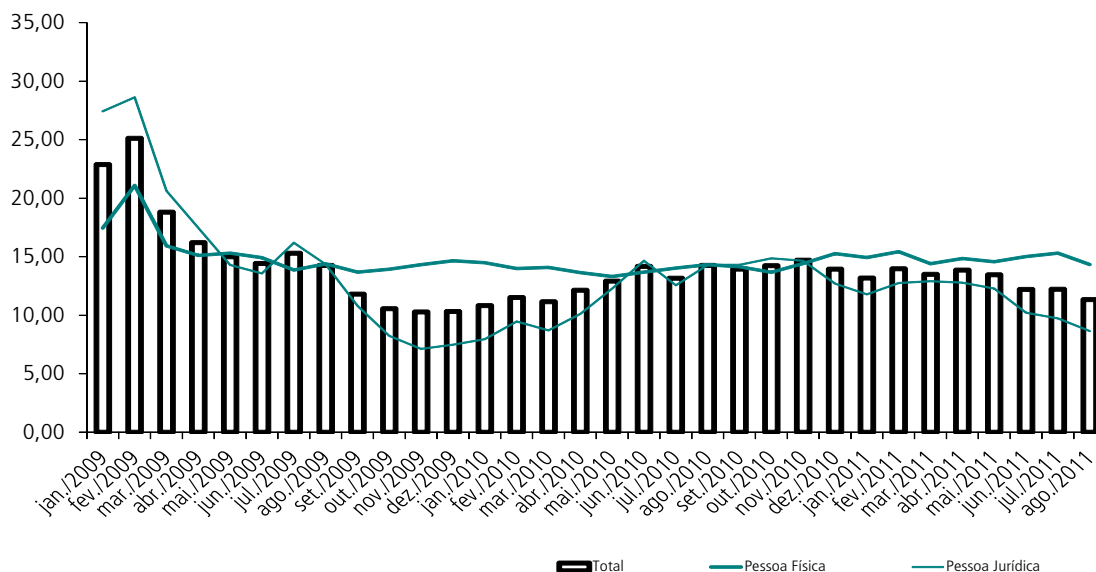
O gráfico 5.4 mostra a variação do saldo total em termos reais a partir de 2009. Até dezembro de 2009, o saldo total teve seu piso de crescimento, em particular, devido à queda no segmento de pessoa jurídica. A partir de então, o saldo se recuperou e manteve uma trajetória estável até o início de 2011, quando, então, voltou a cair.

Em agosto, o gráfico 5.5 mostra que o desempenho relativo entre as carteiras de crédito livre para pessoa física e jurídica foi equilibrado, cada qual aumentando a taxa de participação relativa ao PIB em igual magnitude. O saldo total continua se aproximando da faixa de 50%, favorecido principalmente pela expansão no crédito direcionado, como veremos adiante.

Como se pode observar pelo gráfico 5.6, o estoque de crédito com recursos direcionados totalizou R\$ 662,3 bilhões em agosto, com elevações de 2,4% em relação ao mês anterior e de 22,2% em 12 meses. Apesar da pequena e natural desaceleração, as operações destinadas ao crédito habitacional mantiveram ritmo forte de crescimento, tendo apresentado variação positiva de 47,1% em relação a agosto de 2010. Os financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento

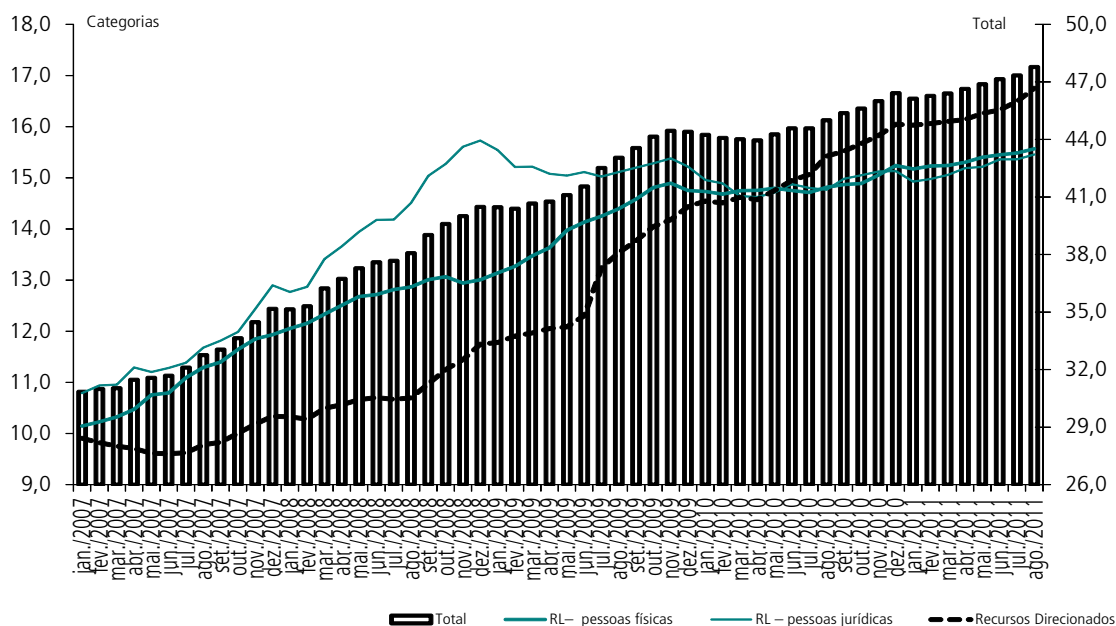
Econômico e Social (BNDES), por sua vez, exibiram desempenho mais modesto, com incremento de 14,9% em 12 meses. Vale ressaltar também o crescimento recente do setor rural que teve início no final de 2010.

GRÁFICO 5.4
Variação do saldo total, em termos reais, dos últimos 12 meses



Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 5.5
Saldo com recursos livres e direcionados
(Em % do PIB)

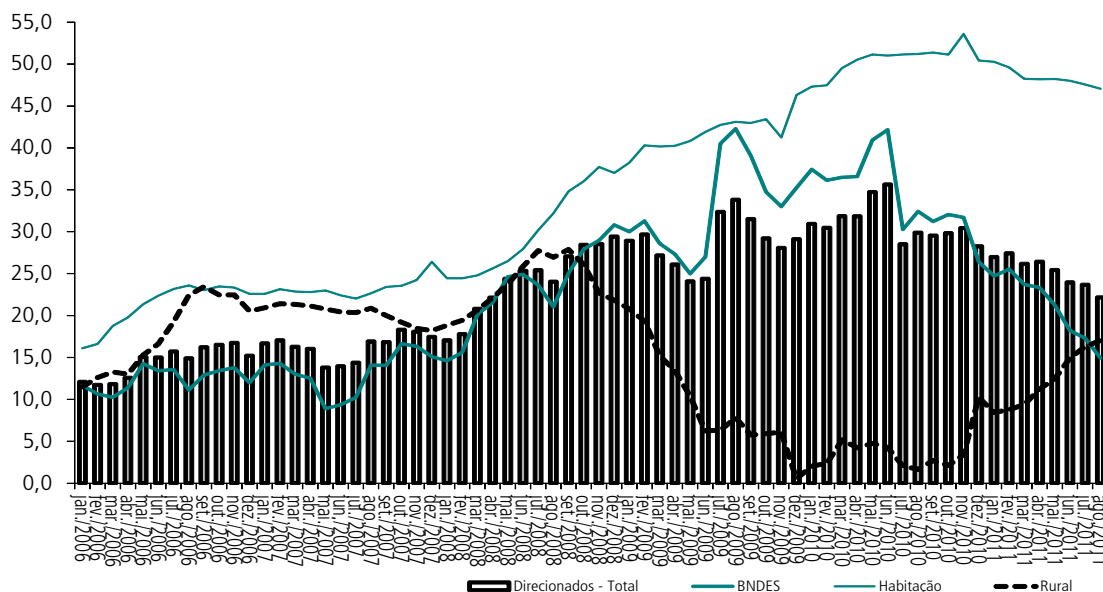


Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A análise da média diária de concessões mostra o impacto das medidas macroprudenciais, concentrado principalmente nos meses de abril e maio de 2011, conforme gráfico 5.7. Desde então, houve um período de recuperação, nos meses de junho e julho para, finalmente, ocorrer nova queda no mês de agosto.

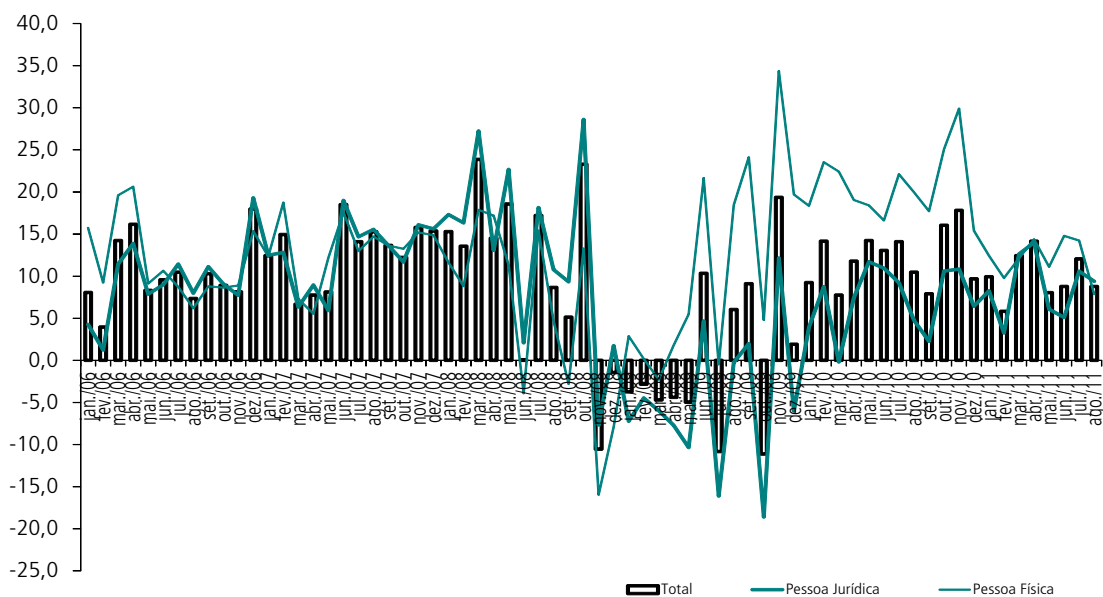
Em relação ao segmento de pessoa física, o destaque fica por conta da queda nas concessões para veículos que, nos meses de julho e agosto, apresentaram redução quando comparadas ao mesmo mês de 2010. Como mostra o gráfico 5.8, a evolução das demais modalidades é menos volátil, o que condiz com o fato de que se trata de financiamentos de menor prazo, maiores juros e que atendem a necessidades mais básicas dos indivíduos.

GRÁFICO 5.6
Saldo com recursos direcionados
 (Variação % em 12 meses)



Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 5.7
Média diária das concessões
 (Variação % em 12 meses)

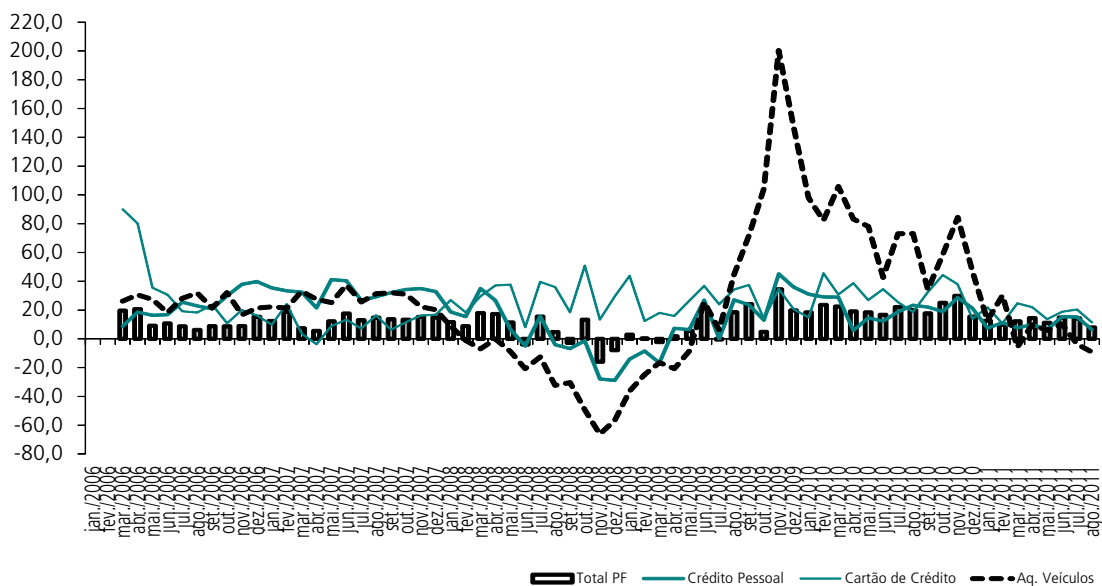


Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Quanto ao crédito pessoal, merece atenção especial o desempenho do crédito consignado que contribui com aproximadamente 60% do total dessa modalidade. A evolução do saldo real é crescente e poucas foram as interrupções nesse crescimento no período considerado, como se pode observar pelo gráfico 5.9. Em dois períodos, porém, a média móvel trimestral mostra um desempenho menos favorável. O primeiro deles, a partir de meados de 2008 até início de 2009, coincide com o da crise internacional. O segundo período foi o primeiro trimestre de 2011, onde esse indicador atingiu o mínimo da série. É possível visualizar uma recuperação no segundo trimestre, mas, como a base de comparação é baixa, é necessário aguardar os próximos dados para precisar uma tendência.

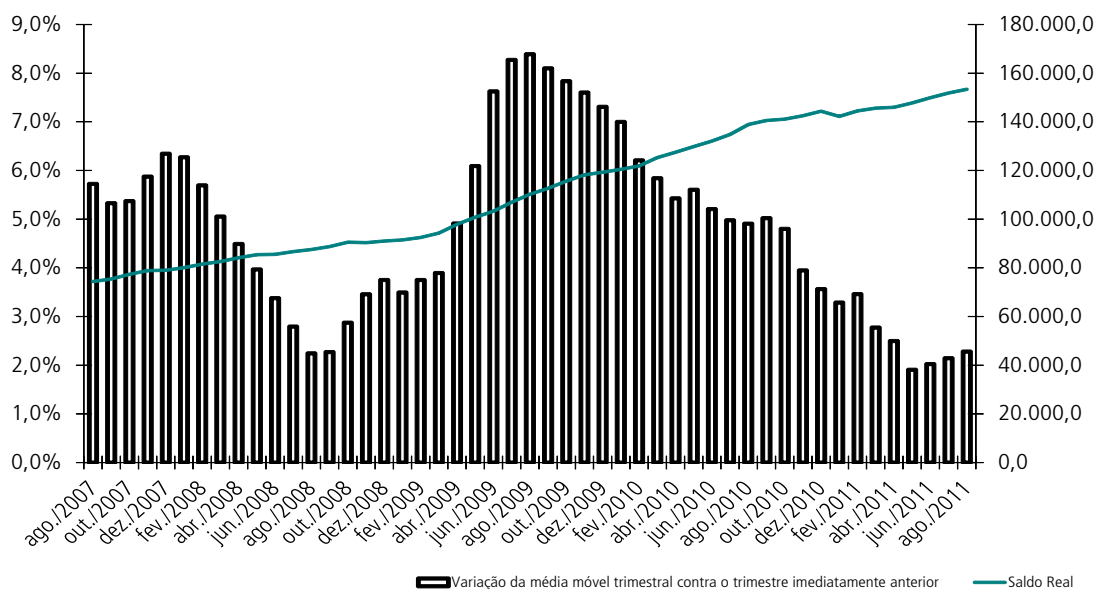
No tocante à pessoa jurídica, o gráfico 5.10 mostra que as concessões acumuladas via adiantamento de contratos de câmbio (ACC) mantiveram um bom ritmo de crescimento na média diária de concessões. No entanto, como se trata de uma captação externa, a abundância de liquidez internacional e a taxa de câmbio são fatores determinantes em sua composição. Diante do cenário externo e da desvalorização recente do dólar, as próximas leituras de concessões de ACC devem registrar taxas menores de crescimento. Outro destaque fica por conta da recuperação da modalidade capital de giro, que voltou a crescer em julho e manteve o mesmo patamar em agosto de 2011.

GRÁFICO 5.8
Média diária das concessões para pessoa física
 (Variação % em 12 meses)



Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 5.9
Crédito consignado: saldo real (R\$ milhões) e variação da média móvel trimestral contra o trimestre imediatamente anterior
 (Em %)

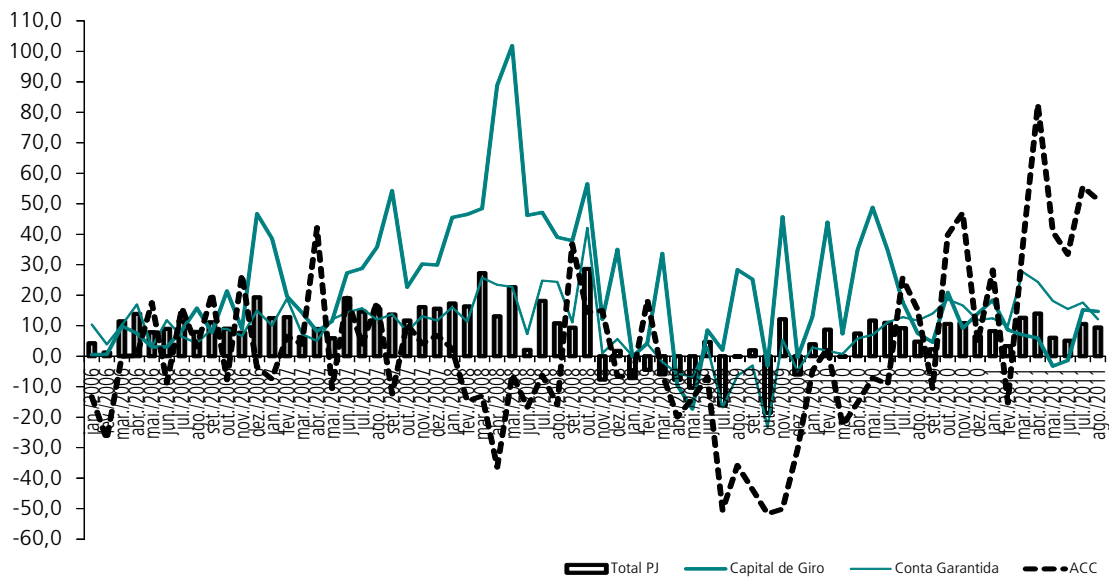


Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Após o impacto inicial das medidas de crédito, os dados de agosto mostram acomodação tanto nas taxas de juros médias quanto nos *spreads*. A taxa média de aplicação no segmento de pessoa física está em 46,2%, enquanto o segmento de pessoa jurídica passou para 30,9%. Apesar da estabilidade nas taxas de aplicação, o *spread* de pessoa física aumentou 1,3 p.p. em relação ao mês anterior e o de pessoa jurídica teve queda de 0,3 p.p. Os dados mais recentes indicam aumento nos prazos, após um período de estabilidade em decorrência do aumento de compulsórios no início do ano, conforme gráfico 5.11.

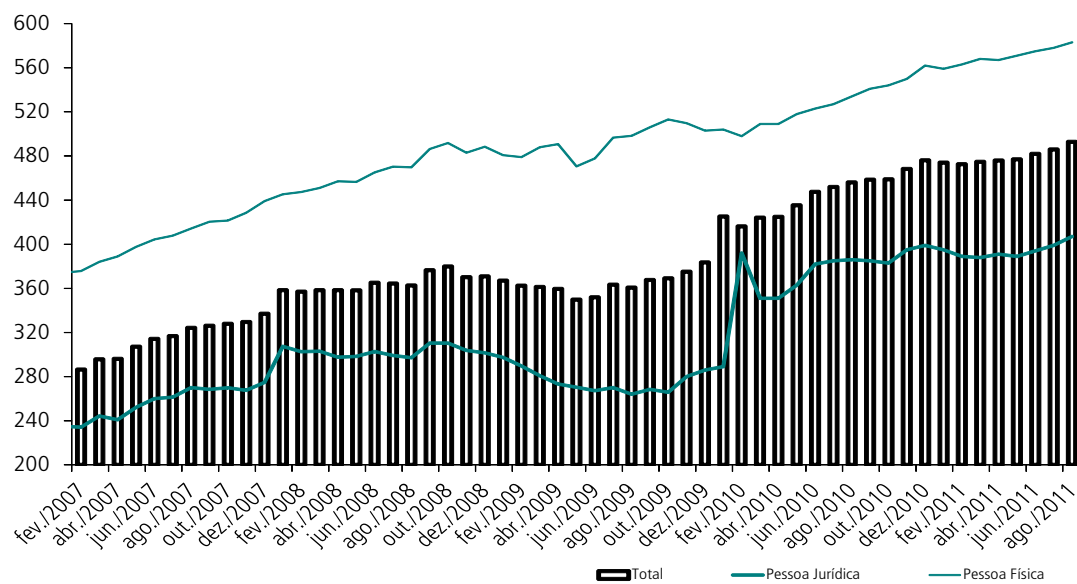
Apesar do aumento do indicador de inadimplência nos últimos meses, a análise do gráfico 5.12 sugere que as comparações de maior prazo mostram um quadro confortável e condizente com a piora recente nas condições de financiamento. É natural que a inadimplência aumente nos ciclos de alta da taxa básica de juros, que perdurou até a reunião de julho do Copom. Com a redução na taxa básica de juros e os aumentos de renda real, em particular do salário mínimo, é possível traçar um quadro positivo nos próximos meses.

GRÁFICO 5.10
Média diária das concessões para pessoa jurídica
 (Variação % em 12 meses)



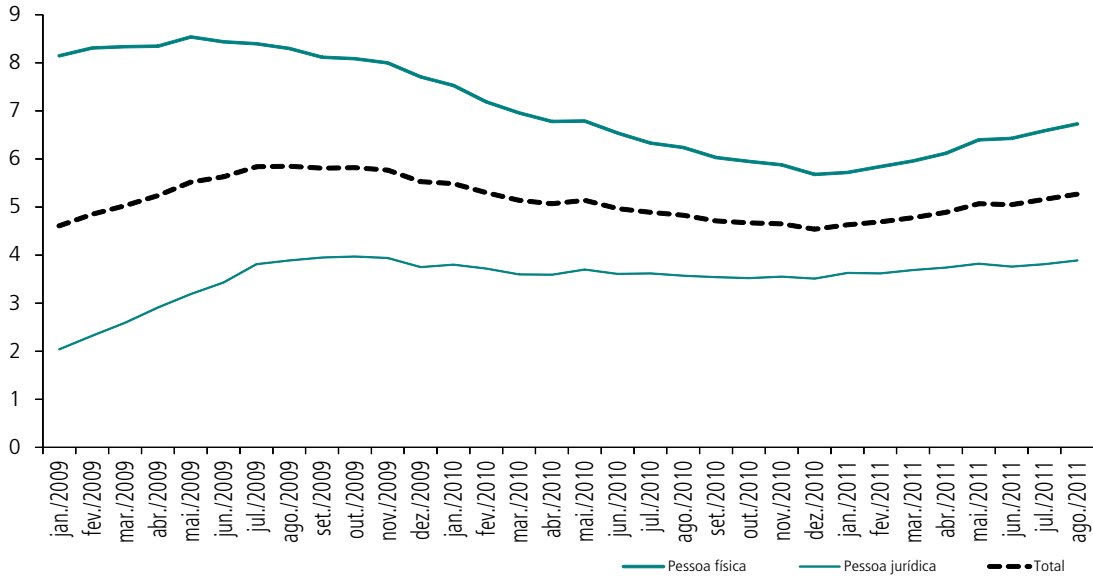
Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 5.11
Prazo médio consolidado das operações de crédito referencial para taxa de juros
 (Dias)



Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 5.12
Inadimplência acima de 90 dias
 (Em %)



Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

6 FINANÇAS PÚBLICAS

6.1 DÍVIDA PÚBLICA

A dívida líquida do setor público (DLSP) envolve a consolidação de obrigações e haveres financeiros de todo o setor público não financeiro. Em agosto de 2011, a DLSP atingiu R\$1.549,4 bilhão ou 39,2% do PIB. Deste total, 71,8% são referentes ao governo federal (que inclui o Tesouro e o Sistema de Previdência Social), -2,8% são de responsabilidade do Banco Central do Brasil (BCB) (que possui mais ativos que passivos), 25,1% dos governos estaduais, 4,3% dos governos municipais, e 1,6% das empresas do governo ligadas ao setor produtivo da economia (exclusive Petrobras e Eletrobras, que atualmente não fazem mais parte das estatísticas fiscais). No que segue, mostramos a evolução recente da dívida pública, com dados dos principais grupos de ativos e passivos do governo brasileiro, bem como analisamos o comportamento atípico de seu custo implícito nos últimos meses.¹

6.1.1 A DLSP E OS ATIVOS E PASSIVOS FINANCEIROS DO GOVERNO GERAL E DO BCB

A tabela 6.1 mostra a evolução da dívida líquida, bem como dos passivos e ativos do governo geral (governo federal, estadual e municipal) e do BCB, além da dívida líquida das empresas estatais. Evidencia-se uma tendência declinante do indicador normalizado pelo Produto Interno Bruto (PIB), que acumula queda de 21,2 pontos percentuais (p.p.) do PIB desde 2002, ou 12,8 p.p. desde 2001, antes da desvalorização de 2002 que provocou um choque adverso de 8 p.p. na DLSP. Atualmente, a dívida líquida cai em situações de desvalorização da taxa de câmbio (geralmente associadas a crises nos mercados financeiros internacionais) porque o setor público brasileiro se tornou credor líquido em divisas.² Mas, mesmo na ausência de desvalorizações cambiais (e outros ajustes patrimoniais na mesma direção), a realização de superávits primários nos atuais níveis perseguidos pelas administrações públicas, da ordem de 3,3% do PIB, já assegura uma tendência declinante para a razão dívida/PIB. Mais adiante voltaremos à temática do superávit primário, com dados desagregados por grupos de receitas e despesas, bem como com informações de alta frequência para a União e os estados.

TABELA 6.1

Ativos e passivos financeiros do governo – dezembro de 2001 a agosto de 2011
(% do PIB)

	Dez./ 2001	Dez./ 2002	Dez./ 2003	Dez./ 2004	Dez./ 2005	Dez./ 2006	Dez./ 2007	Dez./ 2008	Dez./ 2009	Dez./ 2010	Ago./ 2010	Ago./ 2011
Total de passivos do governo geral e do BCB	68,0	76,0	69,3	64,7	64,9	65,0	67,3	64,1	69,2	68,9	69,4	69,6
Dívida bruta do governo geral (DBGG) nova metodologia	62,5	67,3	61,7	56,7	56,7	56,4	58,0	57,4	62,0	54,7	57,9	56,1
Interna	48,6	48,0	47,5	45,4	47,8	50,1	53,6	52,6	58,5	51,8	54,6	53,7
Dívida mobiliária do Tesouro	36,7	36,1	40,0	39,6	44,3	45,2	45,1	41,1	43,4	43,3	42,9	42,5
Dívida mobiliária do BCB e operações compromissadas	9,0	9,8	5,7	3,7	2,0	3,3	7,0	10,7	14,3	7,9	11,1	10,7
Demais dívidas	2,9	2,2	1,8	2,0	1,5	1,6	1,5	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5
Externa	13,9	19,2	14,2	11,4	8,9	6,4	4,4	4,8	3,5	3,0	3,2	2,4
Passivos do BCB	5,5	8,7	7,7	8,0	8,1	8,6	9,4	6,7	7,2	14,2	11,5	13,5
Depósitos no BCB	1,4	3,7	3,4	3,4	3,4	3,5	3,8	1,8	2,0	8,6	6,5	9,0
Base monetária	4,1	5,0	4,3	4,6	4,7	5,1	5,5	4,9	5,2	5,6	4,9	4,5
Total de ativos do governo geral e do BCB	18,7	18,2	16,6	15,6	17,6	18,6	22,6	26,4	27,1	29,4	29,2	31,0
Internos	13,7	13,8	13,0	11,7	11,6	10,9	10,6	10,5	14,3	16,5	16,4	17,0
Recursos do FAT na rede bancária	4,0	4,5	4,4	4,5	4,8	5,2	4,8	4,5	4,4	4,0	4,0	3,8
Créditos do Tesouro a instituições financeiras oficiais	0,3	0,8	0,8	0,9	0,8	0,5	0,5	1,4	4,5	7,0	6,6	7,3
Aplicações de fundos e programas financeiros	2,4	2,6	3,3	2,4	2,5	2,1	2,1	2,0	2,3	2,6	2,4	2,5
Créditos e outras contas do BCB	2,1	1,7	1,0	0,9	0,8	0,8	1,0	0,3	1,0	0,9	1,0	1,0
Demais créditos (selicados)	4,9	4,2	3,5	3,0	2,7	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,4	2,4
Externos	5,0	4,4	3,7	4,0	6,0	7,7	12,0	15,9	12,8	12,9	12,8	14,0
Reservas internacionais	4,7	4,0	3,4	3,8	5,8	7,7	12,0	15,9	12,8	12,9	12,8	14,0
Demais	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Passivos líquidos das empresas estatais	2,8	2,6	2,2	1,5	1,2	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6
DLSP	52,0	60,4	54,8	50,6	48,4	47,3	45,5	38,5	42,8	40,2	40,8	39,2

Fonte: Coordenação de Finanças Públicas do Ipea, com dados do BCB.

1. Ver também Gobetti e Schettini (2010).

2. É esperado um ajuste patrimonial em setembro. Ver mais adiante.

Em agosto de 2011, a DBGG atingiu R\$2.216,6 bilhões, e o total de passivos do BCB, R\$535,5 bilhões. Tais ordens de grandeza equivalem a 56,1% e 13,5% do PIB, respectivamente. Na comparação com agosto de 2010, observa-se um declínio de 1,82 p.p. do PIB na DBGG e um crescimento de 2,07 p.p. nos passivos do BCB, sendo este último explicado pelos depósitos feitos no Banco.³ O total de ativos, somando os haveres financeiros do governo geral e do BCB, chegou a R\$1.227,1 bilhão em agosto de 2011, o que corresponde a 31% do PIB. Na comparação com agosto de 2010, o crescimento foi de 1,81 p.p. do PIB. A variação da DLSP no mesmo período foi de -1,62 p.p. (mantendo a trajetória de queda do indicador desde 2003).

A relativa estabilidade dos passivos frente à queda na dívida líquida é uma marca da evolução recente do endividamento líquido do governo brasileiro. A mudança patrimonial empreendida pelo setor público brasileiro nos últimos anos envolveu principalmente a troca de passivos externos por internos, além de alterações na própria composição da dívida mobiliária interna, e um notável crescimento dos ativos do governo.

A troca de passivos externos por internos é evidenciada pela queda acumulada na dívida externa bruta de 11,54 p.p. do PIB desde 2001.⁴ Entre agosto de 2010 e agosto de 2011, houve redução de 0,84 p.p. Não apenas o governo brasileiro quitou grande parte da dívida externa bruta, como acumulou 9 p.p. do PIB em ativos externos (basicamente reservas internacionais) desde 2001. Esta trajetória manteve-se entre agosto de 2010 e agosto de 2011, período no qual as reservas cresceram 1,17 p.p. do PIB.⁵ Tem-se, por outro lado, um crescimento de 5,1 p.p. do PIB no total de passivos internos do governo geral desde 2001, e 8,06 p.p. nos do BCB. As variações entre agosto de 2010 e agosto de 2011 foram de, respectivamente, -1,82 p.p. e 2,07 p.p. do PIB, como já foi apontado. No que se refere à dívida mobiliária interna do Tesouro, cabe mencionar a gradual elevação na participação dos títulos prefixados e indexados a índices de preços.⁶ No que se refere aos ativos internos, é notável como evoluíram as aplicações em créditos a instituições financeiras oficiais. Desde 2001, o crescimento acumulado é de 7,02 p.p. do PIB. Apenas para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) foram 6,58 p.p. do PIB na forma de empréstimos. Entre agosto de 2010 e agosto de 2011, a variação total nos créditos foi de 0,76 p.p., tendo o estoque de ativos dessa classe atingido o volume de R\$290,6 bilhões no final da série. No caso dos créditos ao BNDES, o crescimento foi de 0,88 p.p. do PIB para cerca de R\$273 bilhões.

6.1.2 TAXA IMPLÍCITA DA DÍVIDA PÚBLICA: DECOMPOSIÇÃO POR INDEXADOR E DETERMINANTES DO CRESCIMENTO RECENTE

A taxa implícita da dívida pública é dada pelo quociente entre os fluxos de juros líquidos pagos e o estoque de dívida líquida. Tal indicador mede o custo médio do endividamento do setor público e depende das taxas de juros que remuneram os passivos e ativos deste último, bem como da composição de tais ativos e passivos.

O gráfico 6.1 mostra a taxa implícita e a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) – taxas mensais acumuladas em 12 meses – desde novembro de 2002, bem como os estoques de passivos e ativos do governo geral e do BCB em proporção do PIB. Cabe destacar dois pontos em relação a esses dados.

O primeiro diz respeito à estabilidade da taxa de juros implícita diante da trajetória de longo prazo da SELIC, que é declinante. O padrão de queda na SELIC ao longo dos ciclos de política monetária nos últimos anos não significou uma mesma tendência para o custo médio do endividamento, apesar da SELIC indexar aproximadamente 70% da dívida líquida. Isso se deve não apenas à crescente participação dos prefixados e dos títulos indexados a índices de preços, que atribuem rigidez à taxa implícita diante de variações na SELIC, mas também à acumulação de ativos internos e externos, com taxas de juros mais baixas do que a dos passivos mobiliários, o que acaba por ampliar a taxa implícita ou impedir sua queda.

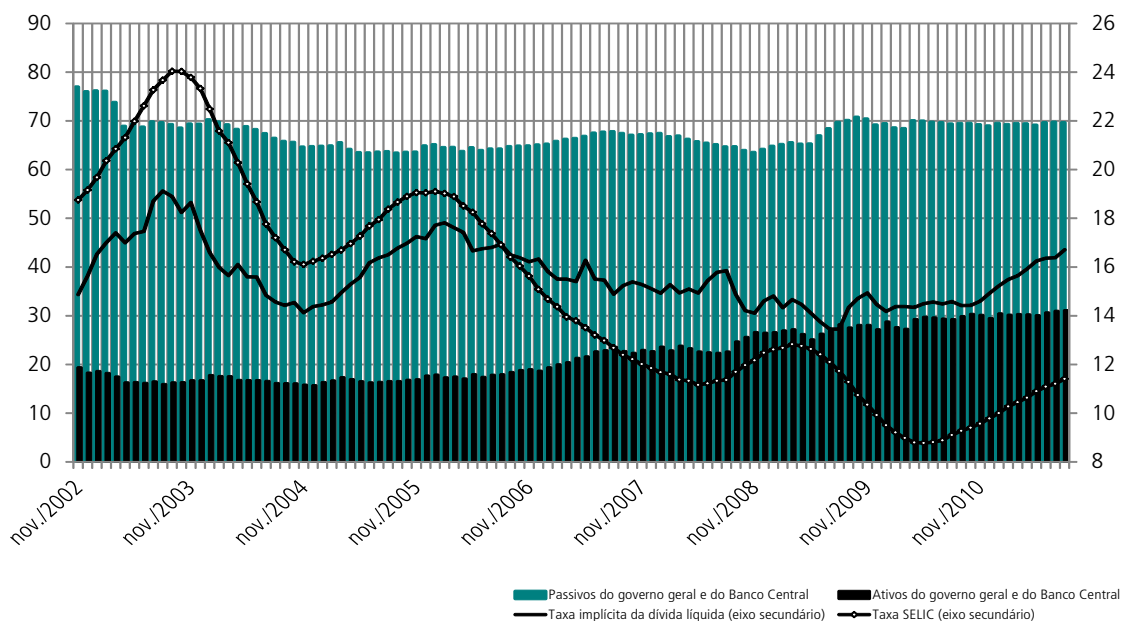
3. Os passivos do BCB (base monetária e depósitos compulsórios) refletem em grande medida o manejo da política monetária. Mas os passivos do Tesouro, em parte, também dependem da política monetária, dado que o BCB opera com a dívida mobiliária do Tesouro em operações compromissadas desde a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que impediu o Banco de emitir títulos.

4. Contribuíram para isso o pré-pagamento da dívida com o Fundo Monetário Internacional (FMI) em 2005, além do pagamento antecipado da dívida com o Clube de Paris em 2006, bem como o resgate antecipado até 2006 da maior parte dos títulos envolvidos na renegociação da dívida externa. A dívida externa não é zerada porque alguns títulos não possuem cláusula de recompra, e porque o Tesouro atualmente faz novas emissões em melhores condições de prazo e remuneração, possivelmente visando construir uma curva de juros para os títulos privados no exterior.

5. Mas note-se que a queda na dívida bruta é superestimada e a acumulação de reservas subestimada diante da valorização do real em relação ao dólar, devido ao apereçamento em reais aplicado na contabilidade da dívida.

6. Tais títulos funcionam, na prática, como uma espécie de *hedge* para o Tesouro. Isso porque a política monetária, hoje, obviamente não influencia a remuneração dos prefixados emitidos no passado, e a remuneração dos títulos indexados a índices de preços cresce junto com a capacidade de arrecadação se existe correlação positiva entre inflação e PIB.

GRÁFICO 6.1
Taxa implícita da DLSP – novembro de 2002 a agosto de 2011
(Em % do PIB)



Fonte: Coordenação de Finanças Públicas do Ipea, com dados do BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O segundo é a expansão do custo implícito do endividamento nos últimos meses. Em setembro de 2010, a taxa implícita era de 14,42%, tendo chegado a 16,71% em agosto de 2011. O crescimento foi, portanto, de 2,29 p.p. Trabalhamos, no que segue, com os dados de fluxos de juros e dívida líquida por indexador. A tabela 6.2 mostra a taxa implícita nessa desagregação de agosto de 2010 a agosto de 2011,⁷ bem como a contribuição dos grupos de passivos líquidos para a variação na taxa implícita desde agosto de 2010.⁸

No que se refere à evolução da remuneração dos ativos públicos, chama atenção a remuneração praticamente nula dos ativos cambiais (tendo em vista as baixas taxas de juros vigentes nos países centrais). A remuneração negativa destes ativos em alguns momentos sugere pagamentos líquidos de juros ao exterior, apesar do estoque de ativos públicos externos ser bem mais elevado do que o total de passivos públicos externos (que, entretanto, pagam taxas de juros maiores do que as recebidas pelas reservas). Apesar de mais elevada do que a dos ativos cambiais, a remuneração do grupo de ativos indexados pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) é pequena na comparação com os passivos indexados pela SELIC, índices de preços e prefixados.

Com relação à contribuição para a variação na taxa implícita, os cálculos reportados na tabela sugerem que os títulos remunerados pela SELIC foram os principais responsáveis pela alta verificada no período. Cabe notar que 84,1% dessa contribuição estiveram ligados ao efeito rentabilidade, ou seja, à elevação na remuneração dos títulos selicados, influenciada pela implementação da política monetária. Em seguida aparecem os títulos remunerados por índices de preços e prefixados. No caso dos índices de preços, o efeito rentabilidade explica 95,3% da contribuição, por conta da elevação na taxa de inflação no período. No caso dos prefixados, o efeito composição, com a elevação da participação dos prefixados na dívida líquida e o diferencial de rendimento preexistente, significou uma contribuição positiva deste grupo. Os demais passivos líquidos tiveram contribuição negativa (ou seja, compensaram parte da pressão exercida pela SELIC, índices de preços e prefixados). É importante notar, no entanto, que essa decomposição é estritamente algébrica.

7. Sempre se incorrerá em certa imprecisão ao se calcular a taxa implícita por indexador, o que tem a ver com a forma de divulgação dos dados. Mas, aparentemente, a imprecisão é pequena.

8. A variação na taxa implícita mensal (entre t_0 e $t_0 + 1$) é igual a: $\Delta tx_{t_0+t_0+1} = \sum_i (\Delta tx_i \bar{\alpha}_i + \bar{tx}_i \Delta \alpha_i)$ onde tx_i é a taxa implícita e α_i é a participação na DLSP do i -ésimo grupo de passivos líquidos, e a "barra" denota a média da variável (entre t_0 e $t_0 + 1$). A contribuição em p.p. do grupo j para a variação na taxa implícita é dada por: $\Delta_j, t_0+1 = \Delta tx_j \bar{\alpha}_j + \bar{tx}_j \Delta \alpha_j$. Para chegar à contribuição para a variação na taxa acumulada em 12 meses, é preciso levar em conta o efeito que se dá na margem. Por exemplo, entre $t_0 + 12$ e $t_0 + 13$ a taxa mensal do mês $t_0 + 13$ passa a ser considerada enquanto a do período $t_0 + 1$ não entra mais no cálculo.

TABELA 6.2

Taxa implícita da DLSP – novembro de 2002 a agosto de 2011

	Ago./ 2010	Set./ 2010	Out./ 2010	Nov./ 2010	Dez./ 2010	Jan./ 2011	Fev./ 2011	Mar./ 2011	Abr./ 2011	Mai./ 2011	Jun./ 2011	Jul./ 2011	Ago./ 2011	Total
Taxa implícita por indexador (%)														
Total (divulgada)	14,59	14,42	14,43	14,60	14,92	15,23	15,49	15,64	15,92	16,25	16,37	16,38	16,71	2,12
Total (calculada por indexador)	14,55	14,37	14,38	14,56	14,87	15,18	15,44	15,58	15,86	16,19	16,30	16,31	16,64	2,08
Cambial	-1,38	-0,55	-0,21	-0,24	-0,17	-0,20	-0,19	-0,08	0,05	0,19	0,32	0,40	0,29	1,67
Índices de preços	12,98	13,38	13,99	14,66	15,01	15,13	15,17	15,51	15,70	15,62	15,67	15,82	16,18	3,20
SELIC	9,48	9,65	9,61	9,88	9,99	10,43	10,64	10,85	10,98	11,29	11,39	11,32	11,38	1,90
TR	6,98	6,85	6,76	6,61	6,30	2,67	2,61	2,62	2,57	2,51	2,84	2,93	3,05	-3,93
TJLP	6,49	6,50	6,50	6,50	6,49	6,49	6,49	6,39	6,22	6,15	6,16	6,16	6,16	-0,33
Prefixados	12,61	12,27	12,00	11,82	11,88	12,38	12,69	12,26	12,20	12,49	12,36	12,29	12,43	-0,18
Outros (inclusive sem remuneração)	3,72	3,04	3,15	1,04	1,64	1,08	0,62	0,52	1,32	1,07	1,58	1,70	1,68	-2,04
Contribuição por indexador (p.p.)														
Total (calculada por indexador)	-	-0,18	0,01	0,18	0,32	0,31	0,26	0,14	0,28	0,32	0,11	0,01	0,33	2,08
Cambial	-	-0,23	-0,09	0,01	-0,02	0,01	0,00	-0,04	-0,04	-0,05	-0,04	-0,03	0,03	-0,49
Índices de preços	-	0,11	0,18	0,21	0,12	0,05	0,02	0,11	0,07	-0,01	0,00	0,04	0,12	1,02
SELIC	-	0,12	0,00	0,20	0,10	0,29	0,17	0,18	0,13	0,24	0,09	-0,05	0,11	1,59
TR	-	0,00	0,00	-0,01	-0,02	-0,20	-0,01	0,00	-0,01	-0,01	0,02	0,00	0,01	-0,23
TJLP	-	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	-0,04	-0,03	-0,02	0,00	0,01	-0,01	-0,02	-0,02	-0,27
Prefixados	-	-0,08	-0,05	0,01	0,11	0,26	0,16	-0,08	0,03	0,16	0,00	0,04	0,08	0,64
Outros (inclusive sem remuneração)	-	-0,07	0,01	-0,21	0,06	-0,07	-0,05	-0,01	0,09	-0,03	0,06	0,02	0,00	-0,18

Fonte: Coordenação de Finanças Públicas do Ipea, com dados do BCB.

Mas por que no último aperto monetário, em 2008, a taxa implícita não cresceu, tendo até caído 0,78 p.p. no período? Entre junho de 2008 e março de 2009 a taxa SELIC mensal acumulada em 12 meses teve variação de 1,61 p.p., passando de 11,22% para 12,83%. No mesmo período, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado em 12 meses passou de 6,06% para 5,31%, com queda de 0,45 p.p. Com isso, apesar da taxa implícita acumulada em 12 meses dos selicados ter crescido de 11,94% para 13,49%, a dos títulos indexados ao IPCA caiu de 14,65% para 14,08%. A participação dos selicados cresceu de 53,31% para 64,25% no total da dívida líquida, e a do IPCA passou de 21,64% para 25,25%. Na ocasião, a pressão exercida, sobretudo pela SELIC (1,87 p.p.), acabou sendo compensada principalmente pelos índices de preços (-0,14 p.p.), prefixados (-0,69 p.p.), cuja taxa implícita caiu de 13,04% para 12,81% e a participação diminuiu de 35,7% para 30,5% da dívida líquida,⁹ e passivos líquidos cambiais (-0,9 p.p.).

Concluimos apontando que é esperado um ajuste patrimonial negativo em setembro, devido à desvalorização cambial que se iniciou em setembro. A taxa de câmbio R\$/US\$ saiu de R\$1,59 no final de agosto e chegou a atingir R\$1,9 no fechamento do dia 22 de setembro, tendo encerrado o mês em R\$ 1,86.¹⁰ O BCB vendeu dólares no mercado futuro de câmbio e anunciou que não renovará contratos em que mantém posição comprada. Isso significa que o Banco tem procurado evitar uma desvalorização maior do real, o que poderia prejudicar empresas que se endividaram em dólar e convergência para a meta de inflação. Mas, na prática, tais operações não significam desembolsos de reservas internacionais, e os montantes são, ademais, pequenos diante do estoque de reservas.¹¹ Com isso, é possível que o ajuste cambial provoque um crescimento das reservas que pode chegar a mais 2 p.p. do PIB.

9. Isso porque, em dado momento da crise, o Tesouro parou de vender seus títulos prefixados, porque as taxas exigidas pelo mercado eram muito altas.

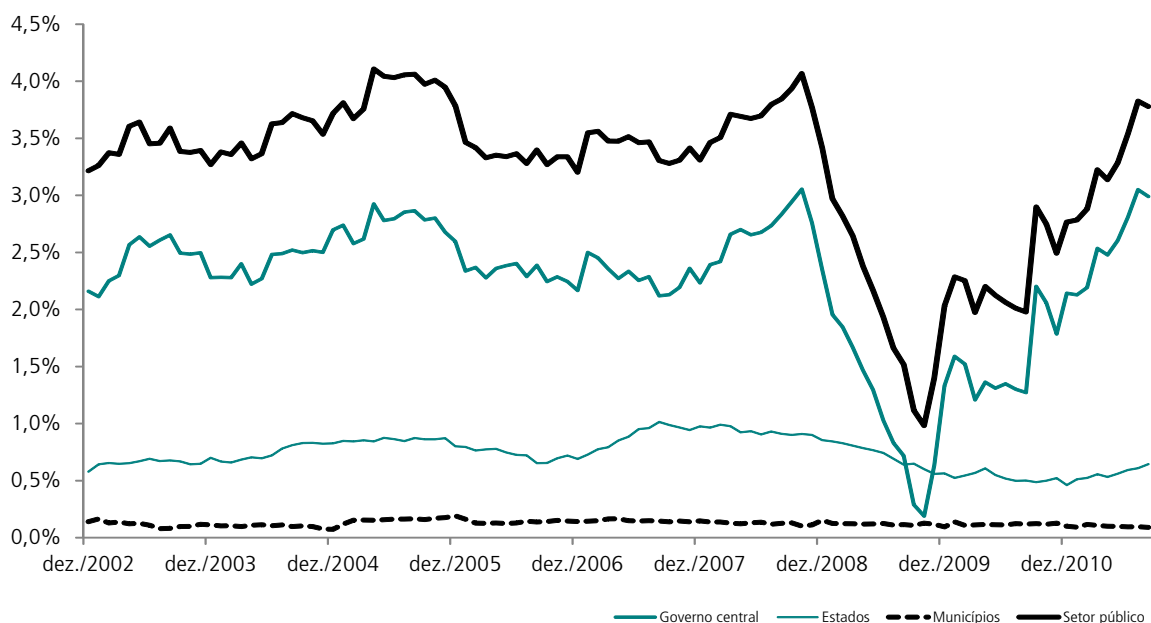
10. Note-se que atualmente mais de 80% das reservas consistem de ativos denominados em dólar, ao passo que entre 2002 e 2005 a composição, com peso significativo do euro era influenciada pelo empréstimo contraído junto ao FMI na forma de direito especial de saque (unidade de referência composta por uma cesta de moedas). Após a quitação do empréstimo, mudou o perfil do passivo externo brasileiro e, conseqüentemente, a composição das reservas, visando a um *hedge* cambial.

11. O valor de US\$2,75 bilhões da operação feita no mercado futuro não representa 1% do volume total de reservas.

6.2 O SUPERÁVIT PRIMÁRIO

No final de agosto, o governo anunciou a elevação da meta de superávit primário do governo central (Tesouro Nacional, BCB e Previdência) em R\$10 bilhões. Com isso, a meta de superávit primário do setor público consolidado passa a ser de R\$135,5 bilhões em 2011. Segundo dados do BCB, nos primeiros oito meses do ano, o setor público consolidado já cumpriu aproximadamente 71% da nova meta, sendo R\$68,3 bilhões referentes à União, R\$1,7 bilhão às estatais (exclusive Petrobras e Eletrobras), R\$24,4 bilhões aos estados e R\$ 2,0 bilhões aos municípios. A partir da análise do gráfico 6.2, que apresenta a trajetória do superávit primário acumulado em 12 meses como proporção do PIB, cumpre fazer três observações.

GRÁFICO 6.2
Superávit primário das administrações públicas – dezembro de 2001 a agosto de 2011
(Em % do PIB)



Fonte: Coordenação de Finanças Públicas do IPEA, com dados do BCB.
Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Primeiro, após sofrer grande redução devido aos impactos da crise mundial, o superávit primário do governo central vem se recuperando rapidamente. Com efeito, o resultado já alcançado nesses oito primeiros meses do ano permite a conclusão de que o governo central não terá dificuldades em cumprir a meta “cheia” em 2011,¹² sem precisar de quaisquer receitas extraordinárias para tanto.

Segundo, o superávit primário dos estados apresenta leve recuperação nos últimos meses e, terceiro, o superávit dos municípios, muito menor do que os demais, se apresenta estabilizado em todo o período. A seguir, são discutidos os fatores que explicam estas dinâmicas.

6.2.1 A evolução recente das receitas e despesas federais

Os dados de alta frequência das receitas e despesas do governo central indicam a realização de um superávit primário de R\$68,3 bilhões nos oito primeiros meses do ano. Este valor representa aproximadamente 74,5% da nova meta, que passará dos R\$81,7 bilhões, previstos na LDO aprovada em agosto de 2010, para R\$91,7 bilhões. Como veremos a seguir, este resultado é consequência do fato de que as receitas primárias cresceram aproximadamente duas vezes mais rapidamente do que as despesas primárias, quando comparadas com o mesmo período do ano passado.

A partir dos dados da tabela 6.3, que resume a evolução recente das receitas primárias da União, percebe-se que elas cresceram 14,53% em termos reais na comparação com os sete primeiros meses de 2010, sendo inexpressivo o uso de receitas não recorrentes no período. O que realmente chama atenção na tabela é o forte crescimento dos tributos sobre lucro e sobre operações financeiras, uma vez que, dado o aquecimento do mercado de trabalho, já era esperado um bom comportamento dos tributos vinculados à folha de pagamentos (tributos sobre renda do trabalho e contribuições previdenciárias). Além do aumento da lucratividade das empresas, outros dois fatores explicam o crescimento real de aproximadamente 12% dos tributos sobre lucro em relação aos oito últimos meses de 2010 (na série sazonalmente ajustada). Primeiro, o recebimento de

12. Sem uso da redução da meta em R\$32 bilhões em caso de recursos aplicados no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), como previsto na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO).

débitos parcelados em conformidade com a Lei nº 11.941/2009, o chamado Refis da Crise. Segundo, o recolhimento de R\$5,8 bilhões da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL) referente ao encerramento de questionamento judicial. Por sua vez, o crescimento real de cerca de 18% dos tributos sobre operações financeiras está associado principalmente às alterações nas alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidentes sobre operações de câmbio e de crédito de pessoa física.¹³

TABELA 6.3
Evolução das receitas primárias da União – janeiro a agosto de 2011

Receitas	Acumulado nominal janeiro/agosto de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/agosto de 2010 (IPCA)	Taxa de crescimento real em relação a maio/dezembro de 2010 (IPCA, ajuste sazonal X-12)	% do PIB nominal janeiro/agosto de 2011	% do PIB nominal janeiro/agosto de 2010
Receitas primárias	645,12	12,67	-1,69	21,55	19,76
Receitas primárias sem receitas não recorrentes	643,34	12,77	8,99	21,48	19,73
Tributos sobre a renda do trabalho	60,84	13,57	12,06	2,04	1,87
Contribuições previdenciárias	165,94	9,32	5,71	5,43	5,21
Tributos sobre o lucro	115,26	20,62	11,65	4,00	3,38
Tributos indiretos	183,80	11,63	6,56	6,02	5,66
Tributos sobre operações financeiras	40,22	22,57	18,34	1,34	1,15
Demais recorrentes	77,27	7,13	14,45	2,65	2,47

Fonte: Coordenação de Finanças Públicas do Ipea, com dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Já a evolução das despesas primárias da União (tabela 6.4) apresenta uma taxa de crescimento de quase 6% em termos reais em relação aos oito primeiros meses de 2010, o que, como destacado anteriormente, é menos da metade do crescimento das receitas. A tabela 6.4 revela, ainda, um crescimento moderado das despesas do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), das despesas de pessoal e encargos sociais, de tal sorte que estes componentes se mantêm estabilizados em proporção do PIB. Verifica-se também rápido crescimento das transferências obrigatórias a estados e municípios – inteiramente devido à dinâmica da arrecadação tributária discutida anteriormente (posto que impostos federais devem ser obrigatoriamente divididos com estados e municípios). Porém, em um contexto de maior ajuste fiscal, é esperado que o governo reduza o ritmo de despesas discricionárias, como se observa nas quedas de 2,6% e 12,1% (nas séries com ajuste sazonal) dos itens de formação bruta de capital fixo (FBCF) e transferências voluntárias a estados e municípios, respectivamente. Vale ressaltar que a dinâmica dos demais itens das despesas no período não parece ser motivo de preocupação para o alcance do resultado deste ano. Isto porque eles apresentam taxas moderadas de crescimento – como são os casos dos gastos com a Lei Orgânica de Assistência Social (Loas) e com a Renda Mensal Vitalícia (RMV) – ou porque, ainda que apresentem crescimento elevado no período, têm pouco impacto sobre o resultado, já que possuem participação insignificante no total da despesa – como são os casos dos itens “abono e seguro desemprego” e “subsídios e subvenções econômicas”.

TABELA 6.4
Evolução das despesas primárias da União – janeiro a agosto de 2011

	Acumulado nominal janeiro/agosto de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/agosto de 2010 (IPCA)	Taxa de crescimento real em relação a maio/dezembro de 2010 (IPCA, ajuste sazonal X-12)	% do PIB nominal janeiro/agosto de 2011	% do PIB nominal janeiro/agosto de 2010
Despesa total	575,27	6,36	1,06	19,00	18,67
Despesa total sem Fundo Soberano e sem capitalização da Petrobras	575,27	6,36	8,49	19,00	18,67
Transferências obrigatórias a estados e municípios	108,39	11,23	15,78	3,55	3,35
Pessoal e encargos sociais	10,81	-34,46	-12,14	0,36	0,59
Benefícios previdenciários (RGPS)	117,89	3,54	3,55	3,94	3,97
Abono e seguro-desemprego	175,86	3,54	4,30	5,72	5,77
Loas e RMV	22,39	8,67	0,68	0,73	0,68
Subsídios e subvenções econ.	16,46	5,31	3,99	0,54	0,54
Outras_despesas_cust._capit.	7,11	14,95	77,44	0,25	0,23
Investimentos (inclui transferências de capital)	16,57	-3,78	-2,59	0,54	0,61
FBCF	9,81	-4,94	3,03	0,61	0,68

Fontes: Coordenação de Finanças Públicas do Ipea, com dados da STN do BCB.

13. Informações extraídas da Análise da arrecadação das receitas federais: julho/2011. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/>>.

Como já mencionado, os dados das tabelas 3 e 4 indicam que a União não terá dificuldades em cumprir a meta fiscal em 2011. Porém, é válido mencionar que o cenário para o próximo ano ainda se mostra bastante incerto no que concerne à realização da meta de superávit primário, tal como aprovada em agosto na LDO de 2012. Isto porque a possível desaceleração do crescimento, devido aos impactos das dificuldades nos países centrais, pode afetar significativamente as receitas da União. Soma-se a isso o forte aumento esperado de alguns itens de despesa, principalmente daquelas vinculadas ao salário mínimo.

6.2.2 A evolução recente das receitas e despesas estaduais

Na última *Carta de Conjuntura* argumentou-se ser possível e desejável incorporar, ainda que de maneira preliminar e com as devidas qualificações, dados de alta frequência das receitas e despesas estaduais e municipais à análise de conjuntura das finanças públicas do setor público consolidado. Tais dados são divulgados bimestralmente nos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária (RREOs), regulamentados pela LRF.

Vale lembrar que os dados dos RREOs são “orçamentários” e, portanto, não diretamente comparáveis com os dados divulgados pelo BCB analisados nas seções anteriores, que são compilados pelo critério “de caixa”. Uma aproximação por meio de dados orçamentários do pagamento das despesas públicas no critério de caixa pode ser obtida pela soma das despesas orçamentárias liquidadas em um dado período contábil com os restos a pagar não processados – que consistem de despesas de anos anteriores que não foram liquidadas nos exercícios em que foram orçadas – pagos neste mesmo período. Infelizmente, não há informações nos RREOs do pagamento de restos a pagar não processados. Deste modo, a seguir supõe-se que as despesas liquidadas em um dado período contábil são uma boa *proxy* para as despesas efetivamente pagas neste mesmo período, o que nem sempre acontece (notadamente com as despesas de investimento).¹⁴ Ainda assim, acredita-se que um bom indicador conjuntural é obtido quando se compara a evolução das séries dos RREOs nos seis primeiros meses do ano e o mesmo período do ano anterior.¹⁵

Os dados de receitas (tabela 6.5) e despesas públicas agregadas (tabela 6.6) dos 26 estados brasileiros e do Distrito Federal indicam uma história semelhante à apresentada na seção anterior para a União. Isto porque a elevação do superávit primário no período foi obtida por meio de um rápido crescimento das receitas com contenção de alguns itens das despesas, notadamente as despesas de investimento. O crescimento das receitas correntes pode ser explicado, principalmente, por: *i*) crescimento da arrecadação tributária, decorrente da cobrança dos tributos de competência estadual – Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), imposto de transmissão causa mortis e doação (ITCMD), e de diversas taxas, e *ii*) crescimento do recebimento de transferências, que, como discutido na seção anterior, estão em grande medida vinculadas por lei à arrecadação da União. O fato de a taxa de crescimento da arrecadação tributária dos estados ser menor do que a verificada para a União se explica pela diferença nas bases de arrecadação dos tributos de competência dos estados – dos três principais tributos estaduais, somente o ICMS tende a seguir mais de perto a dinâmica do PIB. Pelo lado das despesas, como mencionado anteriormente, destaca-se a queda significativa das despesas de investimento – queda esta comum em anos pós-eleitorais.

TABELA 6.5

Evolução das receitas correntes dos estados e do Distrito Federal – janeiro a junho de 2011

	Acumulado nominal janeiro/junho de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/junho de 2010 (IPCA)	% do PIB nominal janeiro/julho de 2011	% do PIB nominal janeiro/julho de 2010
Receita corrente total	270,19	5,08	13,80	13,87
Receitas correntes tributárias	172,04	4,84	8,79	8,85
Transferências correntes recebidas	65,55	7,31	3,35	3,30
Demais correntes	32,61	2,02	1,67	1,72

Fontes: Coordenação de Finanças Públicas do Ipea, com dados da STN e BCB.

14. Ver a este respeito, Santos *et al.* (2011). No entanto, a aproximação é muito boa no caso das demais despesas dos estados – notadamente aquelas com pessoal e encargos sociais.

15. Os RREOs trazem informações sobre as receitas correntes, as quais possuem alguns componentes de receitas patrimoniais, como, por exemplo, a remuneração de depósitos bancários. No entanto, a participação de tais itens na receita corrente é baixa, de modo que esta é uma boa aproximação da receita primária.

TABELA 6.6

Evolução dos principais itens de despesas correntes (liquidadas) dos estados e do Distrito Federal – janeiro a junho de 2011

	Acumulado nominal janeiro/junho de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/junho de 2010 (IPCA)	% do PIB nominal janeiro/junho de 2011	% do PIB nominal janeiro/junho de 2010
Pessoal e encargos sociais	98,03	7,22	5,01	5,62
Despesas de investimento	8,87	-43,18	0,45	0,51
Outras despesas correntes	106,71	2,54	5,45	6,12

Fontes: Coordenação de Finanças Públicas do Ipea, com dados do BCB e dos RREOs dos 26 estados brasileiros e do Distrito Federal.

6.2.3 A evolução recente das receitas municipais

Os dados dos RREOs também podem ser utilizados para obtenção de séries de alta frequência das finanças públicas municipais – ainda que os procedimentos adotados neste caso sejam não triviais. Com efeito, diante da impossibilidade de se tratar as informações, em muitos casos de qualidade muito baixa, dos 5.565 municípios brasileiros, procedimentos estatísticos de amostragem e imputação são necessários para que se possa estimar a evolução das séries relevantes.¹⁶ Na presente *Carta de Conjuntura* a análise dos dados municipais se restringirá às informações sobre receitas dos municípios. Porém, como o superávit primário dos municípios no agregado é praticamente zero, tendo oscilado em torno de 0,1% do PIB nos últimos anos (ver gráfico 6.2), pode-se inferir que o comportamento agregado das despesas correntes segue o comportamento agregado das receitas.¹⁷

Os dados da tabela 6.7 mostram um crescimento pequeno da receita corrente total, quando comparado com os demais entes da federação. Note-se, entretanto, que o crescimento das receitas tributárias municipais foi superior ao verificado no caso dos estados, ainda que não tão elevado quanto o da União. Por outro lado, a taxa de crescimento das transferências recebidas pelos municípios foi significativamente menor. Uma vez que a arrecadação dos tributos federais e do ICMS – a base das transferências federais e estaduais obrigatórias para os municípios – tem crescido vigorosamente, parece que as transferências voluntárias para os municípios têm sido bastante afetadas pelo ajuste fiscal ora em curso. De todo modo, as “demais fontes de receita” (com queda de quase 14%) também contribuíram para o fraco desempenho das receitas municipais no período.

TABELA 6.7

Evolução das receitas correntes de uma mostra de municípios – janeiro a junho de 2011

	Acumulado nominal janeiro/junho de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/junho de 2010 (IPCA) ¹	% do PIB nominal janeiro/junho de 2011	% do PIB nominal janeiro/junho de 2010
Receita corrente total	74,13	2,69	3,79	3,90
Receitas correntes tributárias	26,99	7,51	1,38	1,36
Transferências correntes recebidas	37,22	4,67	1,90	1,92
Demais correntes	9,92	-13,89	0,51	0,62

Fonte: Coordenação de Finanças Públicas do IPEA, com dados do Banco Central e dos RREOs de 93 dos 120 maiores municípios. Esses 93 municípios responderam por 74% da receita tributária municipal total em 2010.

Nota: ¹ Dados deflacionados pelo IPCA.

REFERÊNCIAS

GOBETTI, S. W.; SCHETTINI, B. **Dívida líquida e dívida bruta**: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Brasília: Ipea, 2010, 72 p. (Texto para Discussão, n. 1.514).

ORAIR, R. O. *et al.* **Uma metodologia de construção de séries de alta frequência das finanças públicas municipais no Brasil com aplicação para o IPTU e o ISS**: 2004-2010. Brasília: Ipea, 2011 (Texto para Discussão, n. 1.632).

SANTOS, C. H. *et al.* **Uma metodologia de estimação da formação bruta de capital fixo das administrações públicas em níveis mensais para o período 2002-2010**. Brasília: Ipea, 2011 (Texto para Discussão, n. 1.660).

16. Por motivos de ordem prática, utilizamos aqui uma amostra menor do que a proposta em Orair *et al.* (2011).

17. A hipótese de que os municípios brasileiros “gastam o que ganham” parece, de fato, ser uma boa primeira aproximação da realidade. Claro está, entretanto, que uma visão mais aprofundada do gasto público municipal – que é muito importante do ponto de vista macroeconômico (ultrapassando os 8% do PIB) e ainda mais importante do ponto de vista da dinâmica regional do país – requer o acompanhamento dos diversos itens que o compõem. No futuro próximo este acompanhamento será divulgado nas cartas de conjuntura do Ipea.

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Eliezer Moreira

Elisabete de Carvalho Soares

Fabiana da Silva Matos

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

Maria Hosana Carneiro Cunha

Livraria

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

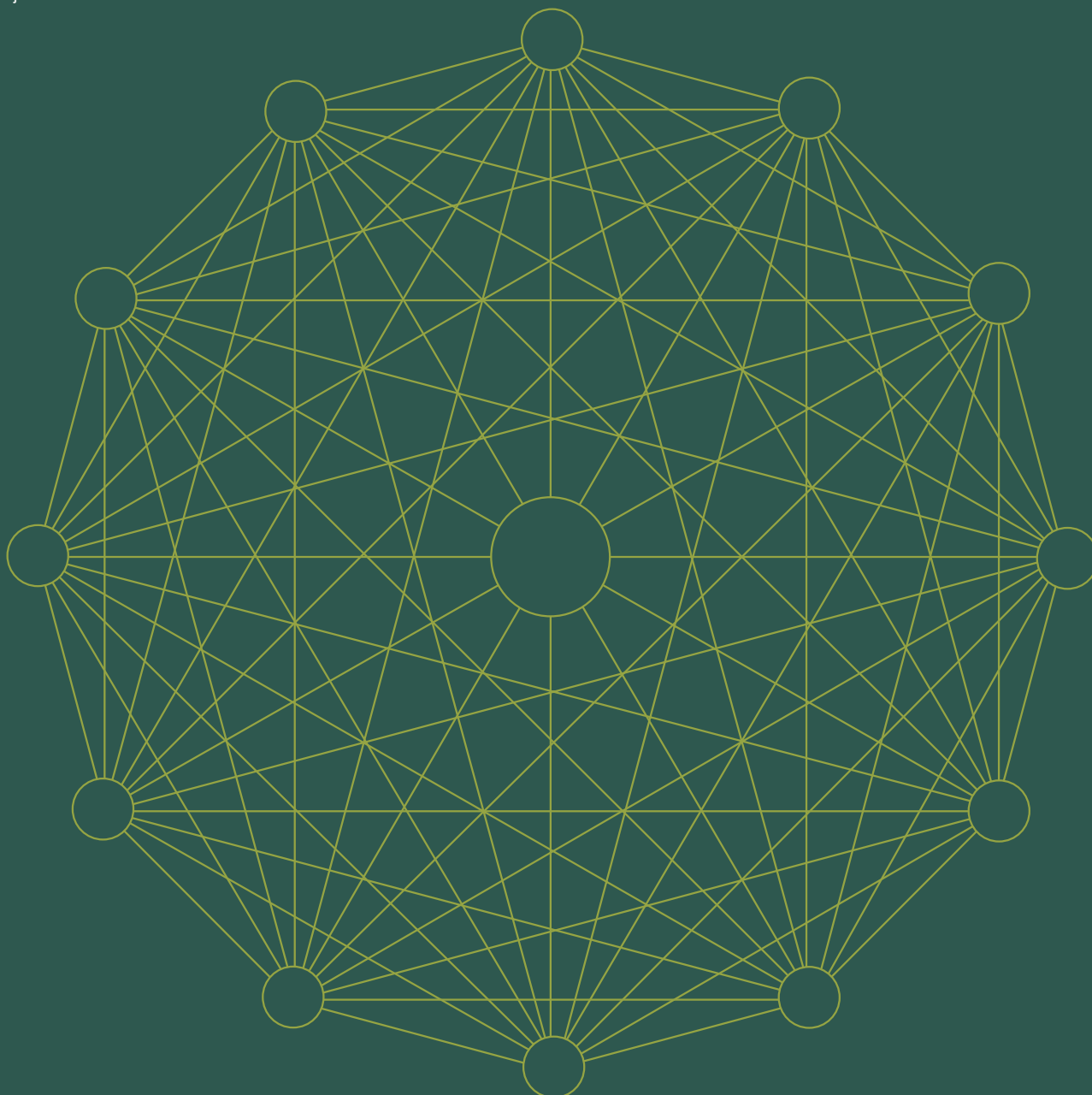
70076-900 - Brasília - DF

Tel.: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

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