

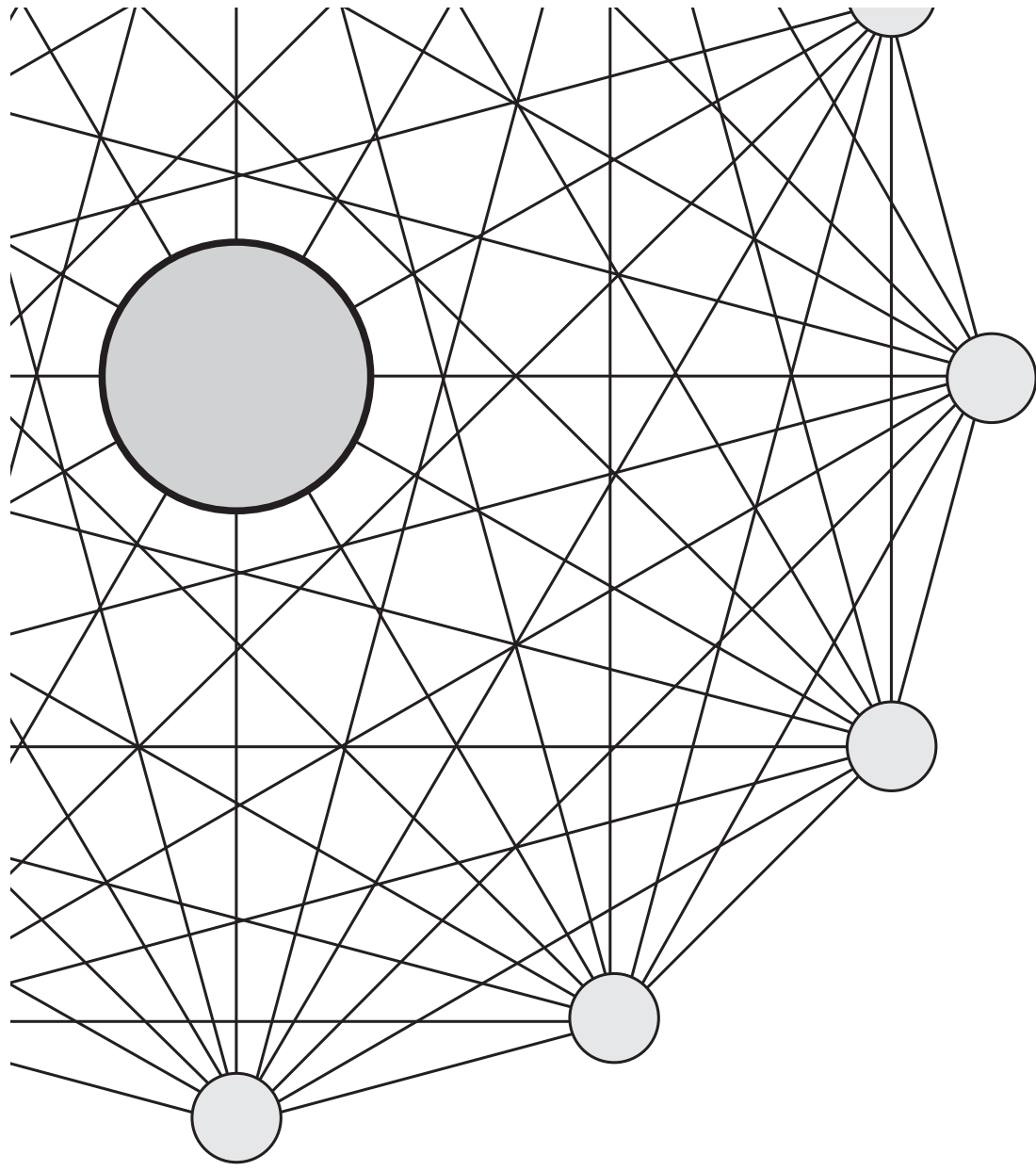
Junho

2011



CONJUNTURA

CARTA DE



Junho

2011

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

Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Mário Lisboa Theodoro

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

José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

João Sicsú

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Persio Marco Antonio Davison

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

José Bruno Ramos Torres Fevereiro

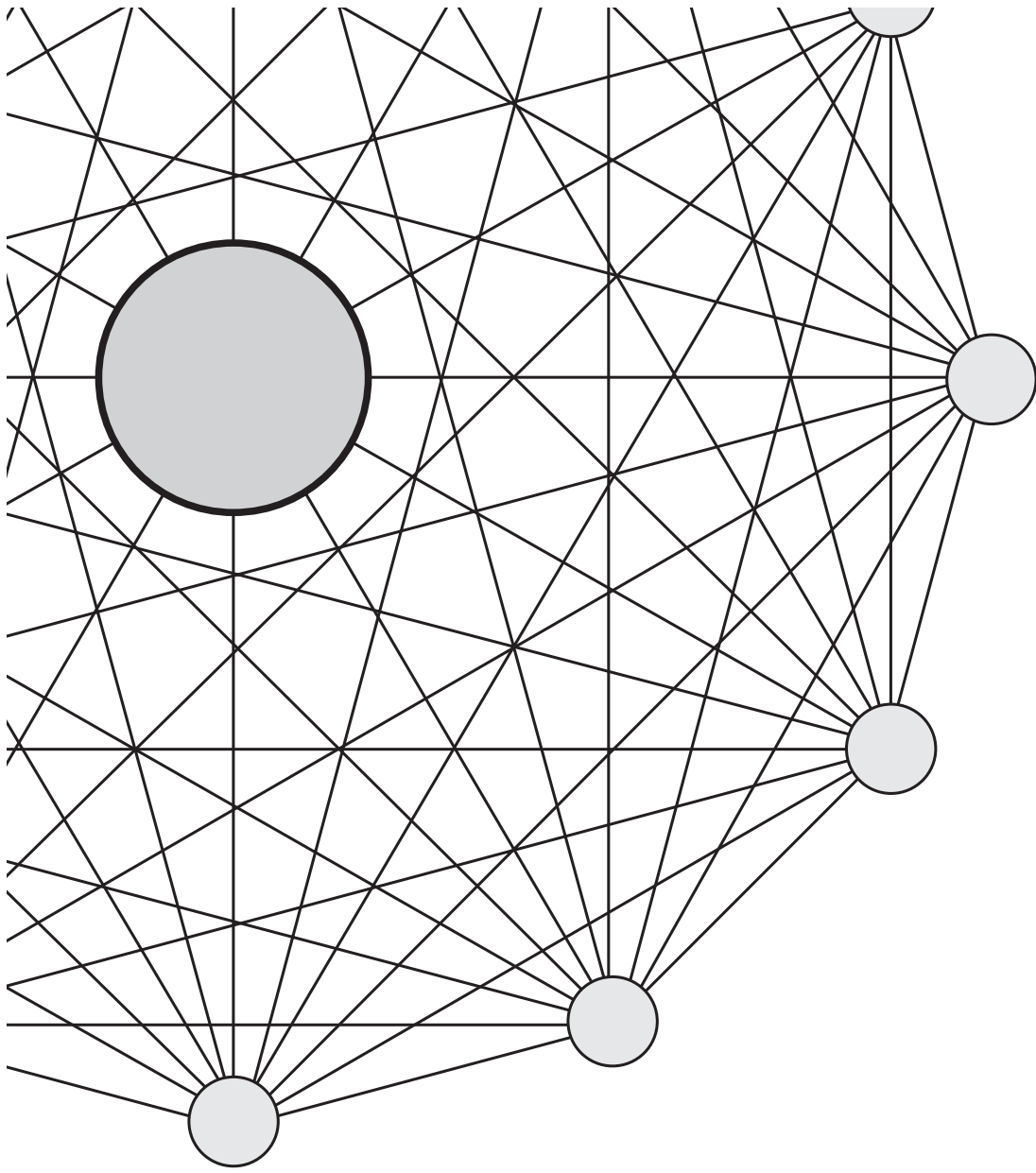
Equipe Ipeadata

André Zolotar Sardinha
Bianca Teixeira Cêa
Marcos Hecksher

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.

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

As seções desta carta foram produzidas com as informações existentes em 19 de julho de 2011.



Junho

2011

CONJUNTURA

CARTA DE

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

Trimestral.

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

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

CDD 330.05

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

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

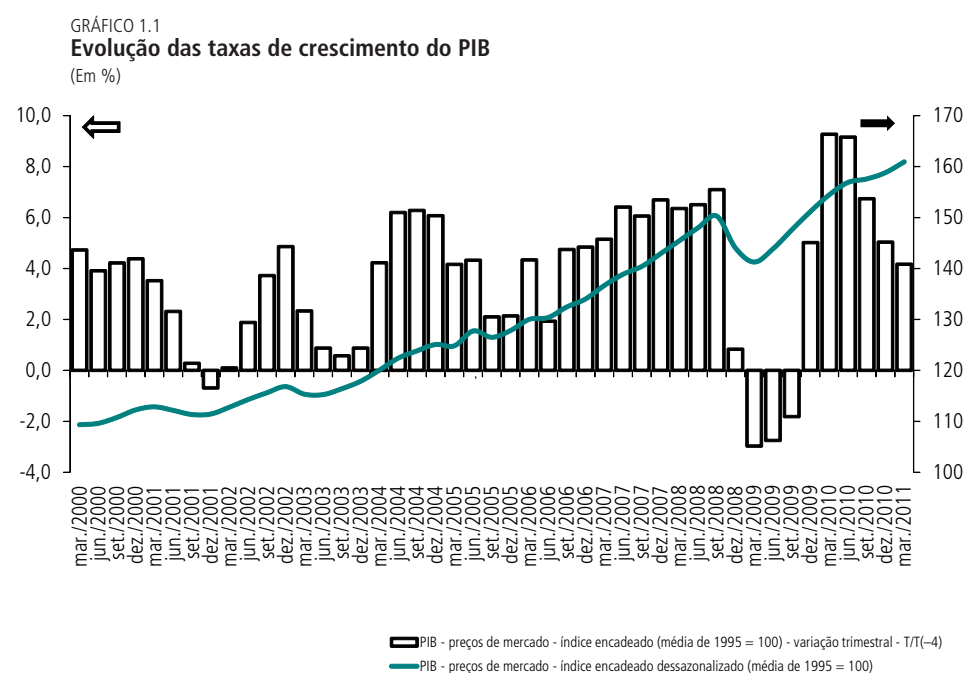
SUMÁRIO

NÍVEL DE ATIVIDADE	7
EMPREGO	19
INFLAÇÃO	25
SETOR EXTERNO	29
ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA	35
FINANÇAS PÚBLICAS	43
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 1,3% na passagem entre o quarto trimestre de 2010 e o primeiro trimestre de 2011, na série livre de influências sazonais.¹ Com este resultado, que correspondeu a uma expansão anualizada de 5,4%, o *carry-over* (carregamento estatístico) para o ano passou de 1,2% para 2,5%, ou seja, caso o PIB apresente variação nula nos próximos trimestres na série com ajuste sazonal, crescerá a esta taxa ao fim de 2011. Na comparação em relação ao primeiro trimestre de 2010, período marcado por forte aquecimento da atividade econômica, o avanço de 4,2% comprovou o bom desempenho do PIB, uma vez que incidiu sobre uma base de comparação bastante elevada (ver gráfico 1.1). O resultado, no entanto, não foi suficiente para evitar uma redução na taxa de expansão acumulada em quatro trimestres, que passou de 7,5% para 6,2%. Deve-se destacar também que, além de apresentar um ritmo de crescimento duas vezes maior que a taxa média de 0,6% verificada nos últimos dois trimestres de 2010, a composição do resultado referente ao primeiro trimestre de 2011 se mostrou mais favorável na medida em que a aceleração na margem observada na formação bruta de capital fixo (FBCF) (+1,2%) foi acompanhada por uma forte queda na taxa de expansão do consumo das famílias (+0,6%), que recuou para o seu menor nível desde o agravamento da crise financeira global, ocorrido no quarto trimestre de 2008. Com isso, a taxa de investimento líquido a preços correntes elevou-se de 18,0% para 18,4%.



A deterioração do cenário de inflação, iniciada no segundo semestre de 2010, juntamente com a existência de um possível excesso de demanda na economia deflagraram a adoção das chamadas medidas macroprudenciais em dezembro último, com o objetivo de reduzir a liquidez interna e inibir a expansão do crédito, e também deram início a um ciclo de aperto da taxa básica de juros. Além das medidas de política monetária, o governo também vem sinalizando com uma postura mais conservadora no que diz respeito à condução da política fiscal. Sendo assim, dado o aspecto amplo das políticas implementadas, e supondo um comportamento mais gradualista por parte da autoridade monetária, vale destacar que os efeitos esperados sobre a economia irão ocorrer com defasagens distintas tendo em vista que os instrumentos utilizados buscam afetar diferentes setores, através de diferentes mecanismos de transmissão. Neste sentido, embora o resultado do PIB no primeiro trimestre tenha apresentado uma considerável redução no ritmo de expansão do consumo, grande parte dos efeitos esperados pelo governo ainda irá acontecer ao longo dos próximos trimestres.

Dentro deste contexto, embora a economia ainda apresente forte dinamismo, a análise do seu comportamento no segundo trimestre, baseada num conjunto de indicadores conjunturais, evidencia sinais de que o nível de atividade está desacelerando. Em maio, por exemplo, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC- Br), que serve como proxy para o PIB mensal, avançou 0,2% ante o mês de abril, na série ajustada, deixando um arrasto estatístico de 1,0% para o crescimento na margem do segundo trimestre. No entanto, os indícios de desaceleração tem sido mais expressivos nos setores ligados à oferta. Após um primeiro trimestre bom, no qual se acumulou um crescimento de 2,7%, a *performance*

1. O IBGE revisou o crescimento dessazonalizado do PIB no quarto trimestre do ano passado, que passou de 0,7% para 0,8%.

da indústria, medida na Pesquisa Industrial Mensal (PIM), do IBGE, sinaliza para um desempenho bem mais modesto, pelo menos até o bimestre encerrado no mês de maio. Neste período, a produção permaneceu praticamente estagnada no patamar de março, registrando pequeno avanço de 0,1%. Este comportamento do setor industrial tem sido explicado por diversos fatores. Em primeiro lugar, um acúmulo indesejado de estoques durante o primeiro trimestre pode ter ocasionado alguma acomodação na produção, particularmente no mês de abril. Outro fator está associado à conjuntura internacional. Desde o agravamento da crise financeira global, ocorrida em setembro de 2008, os setores da indústria mais voltados para a exportação vêm sendo negativamente afetados pela retração da demanda mundial, especialmente no que diz respeito aos produtos manufaturados, cuja demanda é mais dependente dos países desenvolvidos. Além disso, num cenário em que a liquidez nos mercados internacionais continua elevada, a falta de perspectivas para uma recuperação mais pujante destas economias, associada à crise fiscal que atinge vários países da comunidade europeia, tem contribuído para a manutenção de um fluxo expressivo de recursos externos para a economia brasileira, pressionando ainda mais a taxa de câmbio, que já se encontra num patamar excessivamente apreciado. Este problema, apesar dos esforços do governo em conter a entrada de capital especulativo, tem sido agravado pela trajetória de evolução dos fundamentos da economia brasileira, fator este que tem aumentado ainda mais a atratividade do país enquanto destino para o capital estrangeiro. Se, por um lado, a entrada de poupança externa minimiza os riscos quanto ao financiamento do déficit em conta corrente, por outro o câmbio excessivamente apreciado continuará restringindo as atividades industriais, mais particularmente nos setores produtores de manufaturados, cuja competição com os produtos importados é mais intensa, ocorrendo tanto ao nível dos bens finais quanto dos insumos de produção. Uma consequência direta dessa situação tem sido o crescimento da participação de produtos básicos na pauta de exportações brasileira, em muito influenciada pela demanda chinesa e pelo nível elevado dos preços internacionais das *commodities*. Por fim, o ritmo mais cadenciado de crescimento da produção industrial nos últimos meses pode ser explicado, 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, de seis a nove meses para acontecer inteiramente, 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 têm se refletido no comportamento dos índices de confiança da indústria, que tem apresentado trajetória decrescente desde o início do ano.

Os indícios de desaceleração da atividade econômica, quando analisados pelo lado da demanda, são menos óbvios. Embora a redução verificada na taxa de crescimento do consumo das famílias no primeiro trimestre de 2011 tenha sido bastante expressiva, uma parte desta queda já era esperada, tendo em vista a alta base de comparação causada pela forte expansão ocorrida no trimestre anterior. Além disso, apesar de as medidas macroprudenciais já terem provocado algum arrefecimento no mercado de crédito para a pessoa física, o comportamento do comércio varejista durante o segundo trimestre ainda tem demonstrado vigor. Em contrapartida, a piora nas condições de financiamento, associada ao recente período de elevação das taxas de inflação, tem provocado um aumento persistente dos níveis de inadimplência, que pode vir a ser um forte inibidor nas decisões de endividamento futuro das famílias. Refletindo este fato, alguns indicadores que visam medir a confiança dos consumidores vêm apontando alguma preocupação com o ambiente econômico. Grande parte da explicação para esta “resistência” dos níveis de consumo está no dinamismo ainda presente no mercado de trabalho, com destaque para a criação de vagas formais de emprego que, ao mesmo tempo em que aumenta o número de consumidores com acesso ao crédito, gera mais estabilidade nos movimentos cíclicos da população ocupada, ao tornar o processo de demissões mais custoso para o empregador. Esta letargia característica do mercado de trabalho também tem contribuído para a manutenção do rendimento médio real em patamares elevados, apesar do aumento recente dos níveis de preços. Já com relação aos gastos do governo, a sinalização da equipe econômica de que o esforço fiscal será efetivamente executado tem contribuído para fortalecer as expectativas de arrefecimento da demanda. O superávit primário de R\$ 41,5 bilhões acumulado no primeiro quadrimestre de 2011 pelo governo central (Tesouro, Banco Central (BC) e Previdência Social) representou mais da metade da meta fiscal para o ano, que é de R\$ 81,7 bilhões, tendo sido consequência da combinação de mais receita tributária com maior controle das despesas públicas.

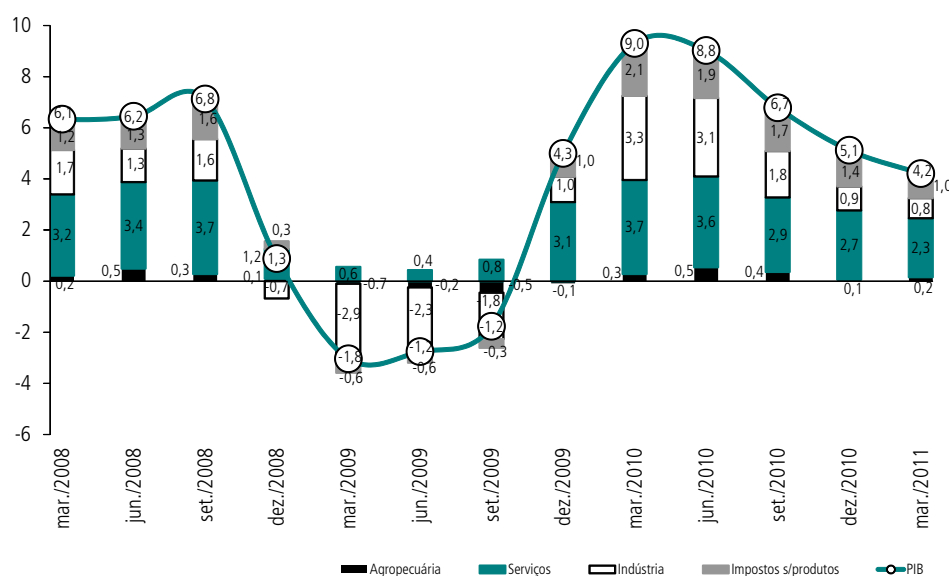
Uma vez que o ritmo de expansão da demanda interna venha a se acomodar num patamar mais suave, as decisões dos empresários por novos investimentos podem ser negativamente afetadas. Numa economia em que os gastos do setor público com investimentos ainda são incipientes, a correlação entre demanda privada e FBCF é muito elevada, tornando este último excessivamente volátil. Esta situação impõe uma restrição ao crescimento sustentável da economia, uma vez que a torna vulnerável aos ciclos de curto prazo. No caso brasileiro, onde a taxa de investimento é inferior a 20% do PIB, este problema se torna ainda mais sério. Nos momentos em que a autoridade monetária objetive reduzir o ritmo de expansão da economia, o papel do Estado como provedor de investimento autônomo seria de grande importância para evitar os chamados movimentos de “voo de galinha”, nos quais o tamanho e a duração do ajuste na taxa de crescimento da atividade econômica acabam sendo maiores do que o necessário, devido, principalmente, à alta participação do investimento privado no total. As decisões de política monetária tomadas pelo BC nos últimos meses têm sinalizado esta preocupação e, neste sentido, a decisão de alongar o horizonte de convergência do nível de preços para a meta de inflação, através de uma política mais gradualista, visa evitar uma queda excessiva no nível de atividade. Além de tornar a dinâmica

dos investimentos menos influenciada pelos movimentos de curto prazo, uma maior participação do investimento público reduziria, também, o chamado “custo Brasil”. Neste caso, é importante destacar, inclusive, a possibilidade de uma sinergia positiva entre investimento público e privado, na medida em que as melhorias na infraestrutura do país aumentariam a competitividade das firmas, induzindo e incentivando mais investimentos por parte do setor privado.

OFERTA

A análise dos componentes do PIB pelo lado da oferta, tendo por base a comparação entre o primeiro trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior, revelou estabilidade na participação relativa de cada setor no crescimento apresentado pelo PIB. O setor de Serviços voltou a registrar a maior contribuição, adicionando +2,3 pontos percentuais (p.p) ao resultado do trimestre (ver gráfico 1.2). Com isso, sua participação aumentou, passando de 52,8% para 54,8%. Já o setor industrial contribuiu positivamente pelo sexto trimestre consecutivo, sendo responsável por +0,8 p.p do crescimento do PIB, o equivalente a 18,8% do resultado. Enquanto o setor agropecuário mais que dobrou sua participação em relação ao trimestre anterior, adicionando +0,2 p.p., a contribuição dos impostos refletiu o bom desempenho da atividade econômica no primeiro trimestre, ficando em +1,0 p.p., com participação relativa de 22,8%.

GRÁFICO 1.2
Componentes do PIB pelo lado da oferta: contribuição ao crescimento
(Taxa de variação trimestre contra trimestre do ano anterior, em %)



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

Apesar do forte crescimento registrado no primeiro trimestre de 2010, todos os setores voltaram a apresentar variação positiva nesta base de comparação (ver tabela 1.1). O principal destaque ficou com o setor de Serviços que, pelo segundo trimestre consecutivo, apresentou a maior taxa de crescimento interanual. A expansão de 4,0% frente ao primeiro trimestre de 2010 foi puxada pelos resultados das atividades Intermediação Financeira e Seguros, Comércio e Serviços de informação, que avançaram 6,4%, 5,5% e 5,1%, respectivamente. Na série livre de influências sazonais, o avanço de 1,1% sobre o quarto trimestre de 2010 igualou a taxa média de crescimento na margem dos quatro trimestres anteriores. Nesta base de comparação, os principais destaques foram Comércio e Transporte, armazenagem e correio, que avançaram 1,9% e 1,7%, respectivamente.

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	2010	2011
PIB pm	9,3	9,2	6,7	5,0	4,2	7,5	4,2
Imposto sobre produtos	14,7	13,3	12,1	10,1	6,5	12,5	6,5
Agropecuária	5,4	10,4	7,0	1,1	3,1	6,5	3,1
Indústria	15,1	14,1	8,3	4,3	3,5	10,1	3,5
Serviços	6,2	6,0	4,9	4,6	4,0	5,4	4,0
Consumo – total	6,9	6,2	5,4	5,8	4,4	6,1	4,4
Famílias	8,4	6,4	5,9	7,5	5,9	7,0	5,9
Governo	2,7	5,6	4,1	1,2	2,1	3,3	2,1
FBCF	28,4	28,1	21,2	12,3	8,8	21,8	8,8
Exportação	14,7	7,2	11,3	13,5	4,3	11,5	4,3
Importação	39,6	38,9	40,9	27,2	13,1	36,2	13,1
PIB pm variação dessazonalizada (%)	2,2	1,6	0,4	0,8	1,3	-	-

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

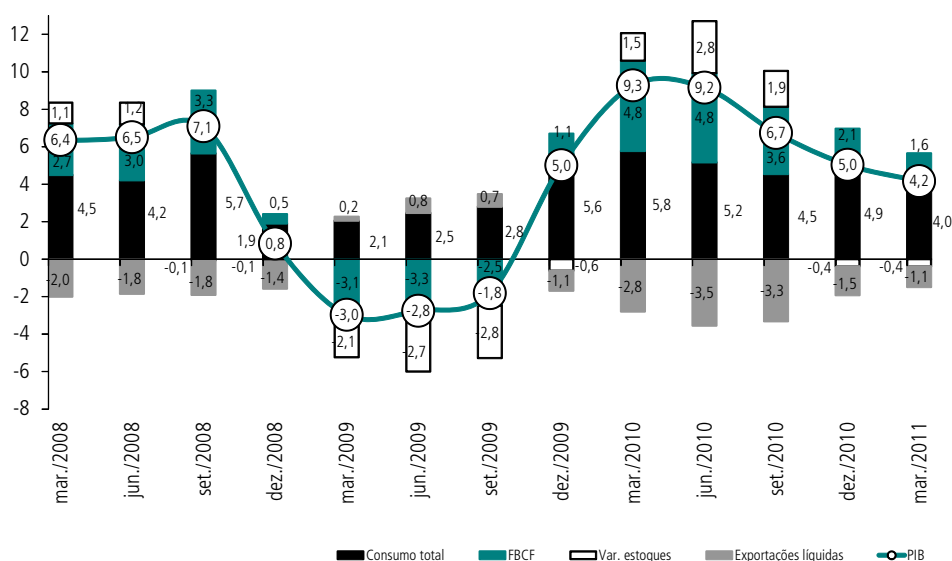
O setor industrial registrou avanço de 3,5% na comparação entre o primeiro trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Apesar da desaceleração em relação à taxa de crescimento verificada no período anterior, quando o acréscimo foi de 4,3%, este resultado pode ser considerado excelente, visto que o setor havia crescido expressivos 15,1% no primeiro trimestre do ano passado. Dentre as atividades, o crescimento foi generalizado, com destaque para Construção civil e Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana, com avanços de 5,2% e 4,9% sobre o primeiro trimestre de 2010, respectivamente. Em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, a indústria registrou forte aceleração, passando de um crescimento de 0,2% no período anterior para 2,2% no primeiro trimestre de 2011. A recuperação na série com ajuste sazonal está associada ao bom desempenho da atividade Indústria de transformação e da Construção civil, que avançaram 2,8% e 2,0%, respectivamente. O destaque negativo ficou por conta da Extrativa mineral, que registrou recuo de 1,5% na margem.

O setor de Agropecuária também registrou variação positiva na comparação interanual, com avanço de 3,1% sobre o primeiro trimestre de 2010. Este resultado pode ser explicado pelo aumento na produtividade da safra agrícola e pelo bom desempenho de algumas culturas com peso relevante no primeiro trimestre, como soja, milho, arroz e algodão. Com relação ao trimestre imediatamente anterior, com dados dessazonalizados, a agropecuária registrou o melhor desempenho entre os setores, avançando 3,3% ante o período anterior. Por fim, os Impostos sobre Produtos cresceram acima do PIB, registrando aumento de 6,5% na comparação entre o primeiro trimestre do ano e o mesmo período de 2010. Grande parte desse resultado pode ser explicado pelo bom desempenho das Importações de bens e serviços e da 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 +5,3 p.p. para o crescimento do PIB na comparação com o primeiro trimestre de 2010. Vale notar que este foi o terceiro trimestre consecutivo em que o hiato entre o PIB e a demanda interna se reduziu (ver gráfico 1.3). Um dos destaques voltou a ser o consumo total que, contribuindo positivamente pelo vigésimo oitavo trimestre consecutivo, foi responsável por +4,0 p.p. no resultado do PIB. Enquanto o consumo das famílias adicionou +3,6 p.p., o consumo do governo contribuiu com apenas +0,4 p.p. no trimestre. Refletindo, em parte, a queda sistemática dos índices de confiança da indústria, os investimentos reduziram sua participação pelo terceiro trimestre consecutivo, fato que se traduziu nas contribuições da FBCF e na variação de estoques, que adicionaram +1,6 p.p. e -0,4 p.p. no PIB, respectivamente. O outro destaque referente ao resultado do primeiro trimestre foram as exportações líquidas que, pelo terceiro trimestre consecutivo, reduziram sua contribuição negativa. O recuo do vazamento externo, que ainda assim subtraiu +1,1 p.p. do crescimento do PIB, foi reflexo do ritmo mais suave apresentado pela demanda interna, aliviando a pressão sobre o volume importado de bens e serviços. É importante destacar ainda que, numa análise que inclua os efeitos associados a mudanças de preços relativos, o vazamento externo seria até menor, na medida em que a forte trajetória de crescimento verificada nos preços de exportação, mais particularmente na classe dos produtos básicos, tem causado uma melhora acentuada nos termos de troca.

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

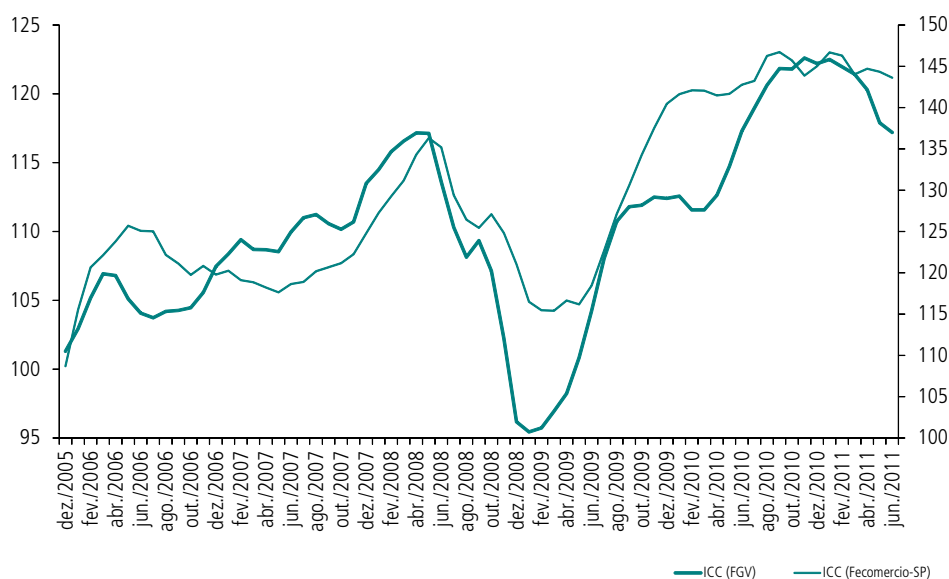


Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O consumo das famílias cresceu pelo trigésimo trimestre seguido, registrando alta de 5,9% na comparação entre o primeiro trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Na série dessazonalizada, este resultado correspondeu a uma forte desaceleração do consumo que, após ter avançado 2,3% na passagem entre o terceiro e o quarto trimestre de 2010, cresceu apenas 0,6% no primeiro trimestre de 2011, o pior resultado desde o quarto trimestre de 2008, quando havia recuado 1,9%. Com isso, a variação acumulada em quatro trimestres passou de 7,0% para 6,4%.

O resultado do consumo das famílias no primeiro trimestre de 2011, embora tenha sido bastante inferior aquele observado no período anterior, não se mostrou suficiente para confirmar as expectativas de que a sua trajetória de crescimento já estaria num processo de desaceleração. Levando-se em conta a alta base de comparação, seja em relação ao trimestre imediatamente anterior, seja em relação ao mesmo trimestre do ano passado, uma parte daquela redução poderia ter significado apenas uma acomodação. Na verdade, mesmo com a divulgação de alguns indicadores referentes ao segundo trimestre, os indícios de arrefecimento da demanda continuam ambíguos. Como exemplo, não obstante os resultados no comércio varejista continuarem positivos, o comportamento dos índices de confiança dos consumidores vem apontando alguma preocupação com o ambiente econômico. De acordo com as pesquisas Sondagens do Consumidor, da Fundação Getulio Vargas (FGV), e o Índice de Confiança do Consumidor (ICC), da Federação do Comércio de Bens, Serviços e Turismo do Estado de São Paulo (Fecomercio), os níveis de confiança dos consumidores, após um período de estabilidade durante o primeiro trimestre do ano, vêm apresentando uma tendência decrescente (ver gráfico 1.4). Corroborando a perspectiva de que o ritmo de crescimento do consumo pode vir a ser mais modesto no restante do ano, outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela Confederação Nacional das Indústrias (CNI), o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC) sofreu recuo no segundo trimestre, caindo 2,6% em relação ao patamar médio do período anterior. Dentre os componentes da pesquisa, os entrevistados mostraram maior preocupação em relação à evolução do emprego. Em contrapartida, o Índice de Expectativas das Famílias (IEF)², calculado pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), referente ao mês de junho, reverteu a tendência de queda observada nas últimas quatro edições, ficando 1,2 p.p. acima do registrado em maio. O IEF permaneceu no patamar otimista, o que significa uma expectativa de melhora na condição financeira por parte das famílias, assim como uma maior confiança num bom desempenho da economia. Por trás destas sinalizações conflitantes, encontra-se um mercado de trabalho ainda dinâmico. Embora as medidas macroprudenciais adotadas pelo governo ao final do ano passado já tenham criado algumas restrições para o financiamento voltado à pessoa física, como, por exemplo, o encarecimento do crédito e a interrupção do crescimento dos prazos nos crediários, gerando um aumento nos níveis de inadimplência, à medida que os indicadores de emprego continuarem apontando resultados positivos com relação à criação de novas vagas, especialmente no mercado formal, e enquanto o rendimento médio real continuar se expandindo, as medidas do governo para reduzir o ritmo de crescimento da demanda não serão realizadas plenamente.

GRÁFICO 1.4
Índice de confiança do consumidor (média móvel 3 meses)
(Setembro de 2005 = 100)



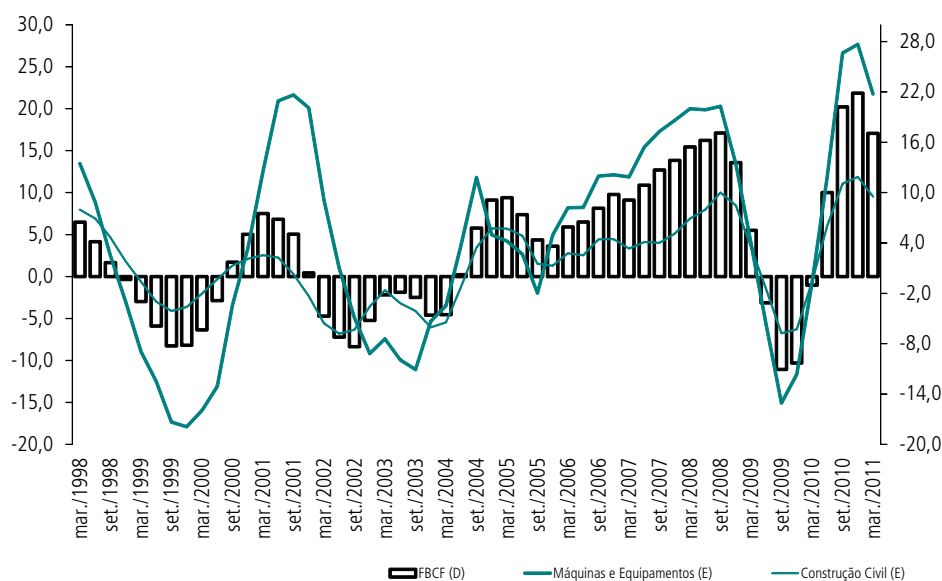
Fontes: FGV e Fecomercio. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Pelo lado da demanda, o destaque ficou por conta da FBCF que, segundo os dados divulgados pelo IBGE, registrou crescimento de 8,8% na comparação entre o primeiro trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Embora tenha sido o terceiro recuo consecutivo na taxa de crescimento interanual, o resultado se revelou satisfatório, uma vez

2. http://www.ipea.gov.br/porta/images/stories/PDFs/IEF/110706_ief11.pdf

que ocorreu sobre uma base de comparação bastante elevada, reflexo do crescimento anualizado de 17,9% no primeiro trimestre de 2010. Com isso, a taxa de expansão acumulada em quatro trimestres atingiu 17,1%, refletindo o bom desempenho tanto do consumo aparente de Máquinas e equipamentos (Came), quanto da Construção civil (ver gráfico 1.5). Enquanto o Came avançou 21,8%, influenciado pelas altas, tanto da produção (16,5%), quanto da importação (42,3%) de bens de capital, o setor da construção civil cresceu 9,5%, na mesma base de comparação. Por sua vez, a taxa de investimentos líquida acumulada em quatro trimestres se manteve estável, chegando a 18,5% no primeiro trimestre de 2011 contra 18,4% no período anterior, atingindo o maior patamar desde o primeiro trimestre de 2009. Ainda no acumulado em quatro trimestres, a taxa de poupança também apresentou estabilidade, passando de 16,5% para 16,6% do PIB. Por fim, na comparação em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série ajustada sazonalmente, a FBCF registrou variação positiva pelo oitavo trimestre consecutivo. O crescimento de 1,2% representou forte aceleração em relação ao período anterior, quando o avanço tinha sido de apenas 0,4%. Em contrapartida, pelo segundo trimestre consecutivo o investimento evoluiu abaixo do conjunto da economia.

GRÁFICO 1.5
FBCF e componentes
 (Taxa de crescimento real acumulada em 4 trimestres, em %)



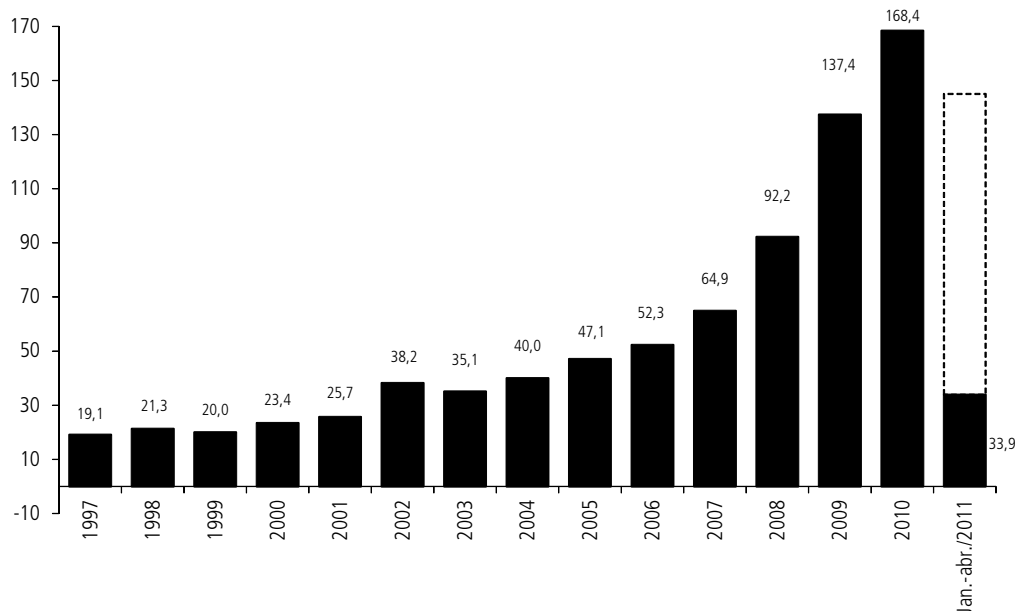
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O quarto trimestre de 2010 marcou o fim de um ciclo de forte expansão da FBCF. Durante esse período, que teve início no segundo trimestre de 2009, logo após a economia deixar para trás a recessão técnica causada pela crise financeira global, os investimentos cresceram a uma taxa média de 5,5% na margem. Com a estagnação da produção industrial durante toda a segunda metade de 2010, esta taxa despencou para 0,4% no último trimestre do ano passado. Embora os resultados do primeiro trimestre de 2011 tenham mostrado alguma recuperação em relação ao período anterior, é pouco provável que as taxas de crescimento da FBCF retornem aos patamares predominantes no ciclo passado. Além da redução dos estímulos provenientes da demanda privada, outros fatores, como o aumento da taxa básica de juros, a piora nas condições de financiamento, a folga na utilização da capacidade instalada na indústria, a redução do investimento público e a queda persistente dos níveis de confiança dos empresários, têm apontado para uma trajetória mais suave dos investimentos ao longo de 2011. Esta expectativa, em geral, tem sido corroborada pela análise dos indicadores relacionados ao setor. A produção de bens de capital, medida na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, tomando-se por base a média móvel trimestral dessazonalizada, registrou desaceleração nos dois primeiros meses do segundo trimestre, embora já acumule um crescimento de 6,4% no ano. Já a produção de insumos da construção civil, segundo a mesma pesquisa, após um comportamento bastante volátil durante o primeiro trimestre do ano, acumulou um avanço de 4,8% no bimestre abril-maio. Ainda sobre a construção civil, o índice de atividade no setor, produzido pela CNI, avançou 2,9 pontos perante abril de 2011, sendo esta a primeira alta apresentada no ano. Com relação ao volume importado de máquinas e equipamentos, a taxa de crescimento acumulada no ano chegou a 28,0% nos primeiros cinco meses de 2011. A média móvel trimestral da série dessazonalizada também comprova o vigor das importações de bens de capital. Após forte aceleração no trimestre terminado em abril, quando cresceu 5,4% sobre o período anterior, as importações voltaram a avançar no trimestre terminado em maio, registrando aumento de 2,7%.

O menor impulso nos investimentos em 2011 também está relacionado a uma piora nas condições de financiamento. De acordo com o BC, a maior desaceleração no crescimento das operações de crédito ocorreu no segmento direcionado a

pessoas jurídicas, justamente onde as operações do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) estão concentradas. A este respeito, os desembolsos do BNDES atingiram R\$ 9 bilhões em abril, recuando 14% em relação ao mesmo período do ano passado. No acumulado do ano, o total das liberações chegou a R\$ 33,9 bilhões, o que representou uma queda de 5% na comparação com o primeiro quadrimestre de 2010. Por trás deste resultado, a transição entre as etapas dois e três do Programa de Sustentação do Investimento (BNDES PSI) significou uma elevação nas taxas de juros, o que pode ter inibido a demanda por empréstimos. O setor de infraestrutura respondeu por 40% do total das liberações nos primeiros quatro meses do ano, enquanto a indústria ficou com 31%, o comércio e serviços ficaram com 20% e a agropecuária, com 9%.

GRÁFICO 1.6
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 registrou avanço de 1,3% na passagem entre os meses de abril e maio, na série com ajuste sazonal, recuperando-se da queda sofrida no mês anterior, quando havia recuado 1,2%.³ Com este resultado, a produção atingiu o ponto mais alto da série histórica, enquanto o carregamento estatístico para o ano, que chegou a ser de -0,5% ao final de dezembro, passou para 2,1%, ou seja, a indústria crescerá a essa taxa mesmo com variação dessazonalizada nula durante os meses restantes de 2011. Na comparação com o mesmo período do ano passado, após dois resultados negativos, a produção voltou a registrar variação positiva, atingindo um patamar 2,7% superior àquele de maio de 2010 (ver tabela 1.2). Com isso, os cinco primeiros meses de ano acumularam uma expansão de 1,8% diante do mesmo período de 2010, enquanto o acumulado em doze meses recuou pelo sétimo mês consecutivo, passando de 5,4% para 4,5%.

TABELA 1.2
Produção Industrial Mensal (PIM-PF)
(Variação, em %)

	Mai. 2011/abr. 2011	Mai. 2011/mai. 2010	Acumulado no ano	Em 12 meses
Geral	1,3	2,7	1,8	4,5
Classes				
Extrativa mineral	0,8	3,0	2,8	7,3
Transformação	1,0	2,7	1,7	4,3
Categorias de uso				
Capital	1,7	7,1	6,4	11,5
Intermediários	1,5	2,4	1,4	4,7
Consumo	1,0	2,1	0,9	2,3
Duráveis	2,7	2,3	2,3	2,4
Semiduráveis e não duráveis	0,0	2,0	0,5	2,3
Insumos da construção civil	2,9	3,9	3,6	6,7

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.

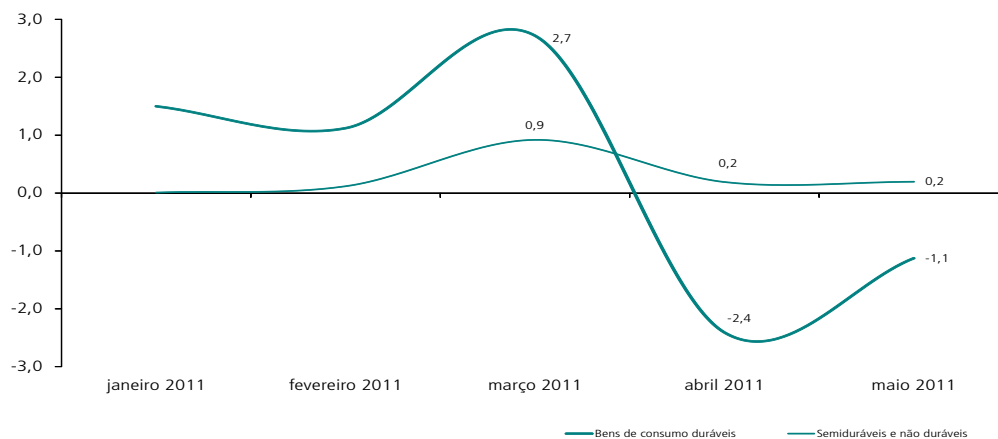
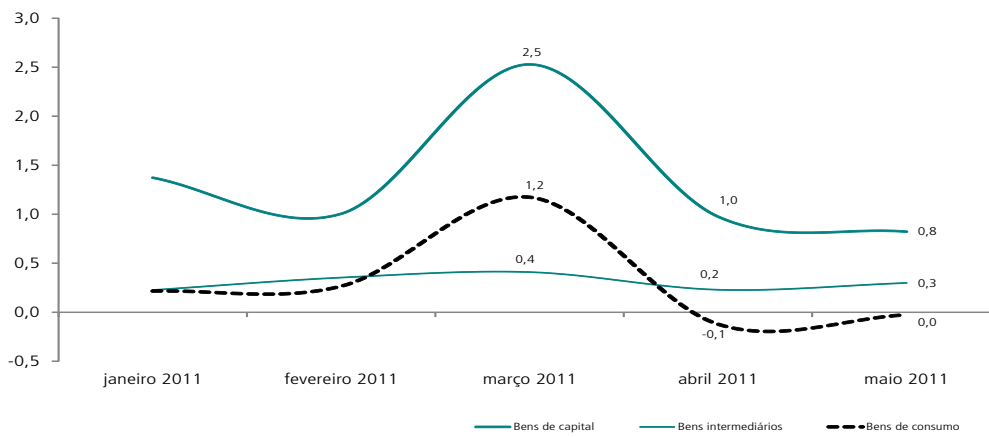
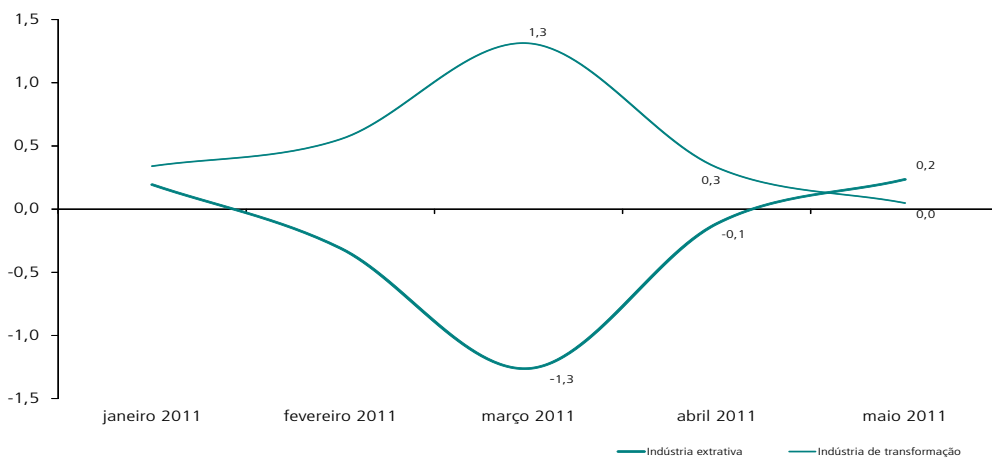
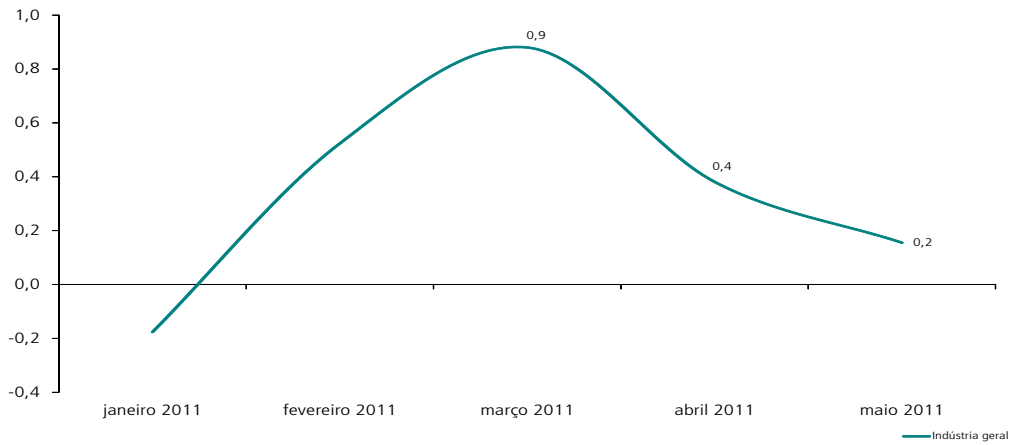
3. Conjuntamente aos dados referentes ao mês de maio foram divulgadas revisões significativas nos resultados dos meses anteriores. Enquanto a queda na margem em abril foi reduzida de -2,1% para -1,2%, a expansão observada em março caiu de 1,1% para apenas 0,3%.

Dentre as classes de produção, a de Transformação avançou 1,0 sobre o mês imediatamente anterior, na série sem sazonalidade. Dentre as 26 atividades industriais que a compõe, 18 apresentaram crescimento na margem, com destaque para Produtos de metal - exclusive máquinas e equipamentos (12,8%), Perfumaria, sabões, detergentes e produtos de limpeza (5,8%), Fumo (5,5%), Máquinas e equipamentos (4,8%) e Máquinas, aparelhos e materiais elétricos (4,4%). Com relação ao mesmo mês do ano anterior, a indústria de Transformação também apresentou resultado positivo, com alta de 2,7% sobre maio de 2010. Entre os 18 setores que apresentaram crescimento nesta base de comparação, destacaram-se Fumo, Equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros, e Outros equipamentos de transporte, com expansão de 20,2%, 14,7% e 20,2%, respectivamente. A classe Extrativa Mineral também registrou variação positiva na margem, com alta de 0,8% sobre o mês de abril. O principal destaque foi o subsetor Extração de minerais metálicos não ferrosos, que apresentou crescimento de 16,9%. No confronto interanual, a alta foi de 2,8% contra igual período de 2010.

Na análise por categorias de uso, tomando por base a série com ajuste sazonal, a produção de bens de consumo duráveis foi o principal destaque positivo. Revertendo, em parte, a forte queda observada no período anterior, quando sofreu recuo de 10,0%, o setor registrou crescimento de 2,7% sobre o mês de abril. No confronto com o mês de maio de 2010, este resultado se refletiu numa alta de 2,3%, interrompendo dois meses seguidos de retração. Com isso, a expansão acumulada nos primeiros cinco meses do ano ficou em 2,3%, o segundo maior entre todas as categorias de uso. A este respeito, vale destacar a alta base de comparação sobre a qual este crescimento ocorreu, na medida em que o mesmo período do ano anterior havia sido caracterizado pela existência de uma forte demanda por bens de consumo duráveis, estimulada pelos efeitos da política de isenções tributárias em setores importantes, como o automotivo, por exemplo, e pela realização da Copa do Mundo. Já o setor de semi e não duráveis permaneceu estável na passagem de abril para maio, após ter retraído 1,5% no período anterior. Prejudicado pelo aumento das taxas de inflação durante os primeiros meses de 2011, que afetou negativamente a demanda por produtos associados ao consumo das classes de baixa renda, a produção do setor acumula um crescimento de apenas 0,5% no ano. O segundo melhor desempenho em maio foi alcançado pela produção de bens de capital, que avançou 1,7% perante o mês anterior, na série dessazonalizada. Dentre os subsetores, destacaram-se a produção de bens de capital para fins agrícolas, para construção civil e para o uso misto, com altas de 14,1%, 3,2% e 2,6%, respectivamente. A recuperação da produção de máquinas e equipamentos em maio se refletiu na comparação interanual, quando o setor registrou expansão de 7,1%. Na variação acumulada no ano, o setor atingiu nos primeiros cinco meses de 2011 um montante 6,4% superior àquele produzido no mesmo período do ano passado. Este resultado, contudo, não foi suficiente para evitar a sexta redução consecutiva na taxa acumulada em 12 meses, que caiu de 13,7% para 11,5%. A produção de bens intermediários também se elevou em relação ao mês anterior, registrando alta de 1,5% sobre abril, na série ajustada. Na comparação com maio do ano passado, o setor cresceu 2,4%, influenciado positivamente pelos produtos associados às atividades de produtos de metal (18,3%), veículos automotores (11,5%), minerais não metálicos (4,9%), indústrias extrativas (3,0%) e refino de petróleo e produção de álcool (2,4%). No acumulado do ano, o crescimento chegou a 1,4%. Com o resultado alcançado em maio, o setor de intermediários, que possui o maior peso entre as categorias de uso (aproximadamente 65%), atingiu um patamar apenas 0,8% abaixo do ponto máximo da série, atingido no mês de julho de 2008, pouco antes do agravamento da crise financeira global. Por fim, e ainda relacionado a esta categoria de uso, o setor produtor de insumos para construção civil avançou 2,9% na comparação dessazonalizada. Este foi o segundo mês seguido em que a produção registra variação positiva.

O bom desempenho da indústria no primeiro trimestre do ano, período no qual acumulou uma expansão de 2,7%, interrompeu uma trajetória de estagnação, que prevaleceu ao longo de todo o segundo semestre de 2010. Estimulada pelo dinamismo ainda presente na demanda interna, a produção industrial cresceu a uma taxa média de 0,9% na margem durante os três primeiros meses de 2011. Durante o segundo trimestre, no entanto, embora o resultado positivo referente ao mês de maio tenha revertido a queda verificada em abril (possivelmente influenciada por um ajustamento no nível de estoques), a produção industrial já apresenta sinais de desaceleração. 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, vem se reduzindo seguidamente. Após ter atingido uma taxa de crescimento de 0,9% em março, na comparação com a média do trimestre encerrado em fevereiro, a produção apresentou uma trajetória de expansão cada vez mais suave durante os meses de abril e maio, quando cresceu 0,4% e 0,2%, respectivamente (ver gráfico 1.7). 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, enquanto a produção de intermediários tem demonstrado um ritmo mais regular, esta tendência de arrefecimento tem sido mais aparente nos setores produtores de bens de capital e de bens de consumo. Neste último, chama a atenção a volatilidade apresentada pela produção de duráveis, cuja dinâmica tem sido bastante afetada pela concorrência dos similares importados. Este processo de redução no ritmo de crescimento da atividade industrial pode ter se intensificado ainda mais. Com a divulgação dos indicadores coincidentes da indústria referentes ao mês de junho, aumenta a probabilidade de que a produção tenha encerrado o segundo trimestre apresentando recuo na margem. Enquanto a produção de automóveis registrou queda 2,1% na passagem de maio para junho, as vendas de papelão ondulado e o fluxo de veículos pesados em rodovias com pedágio também retraíram em relação ao mês anterior, com recuos de 1,9% e 0,5%, respectivamente.

GRÁFICO 1.7
Evolução da produção industrial física
 (Taxa de crescimento da média móvel trimestral, em %)

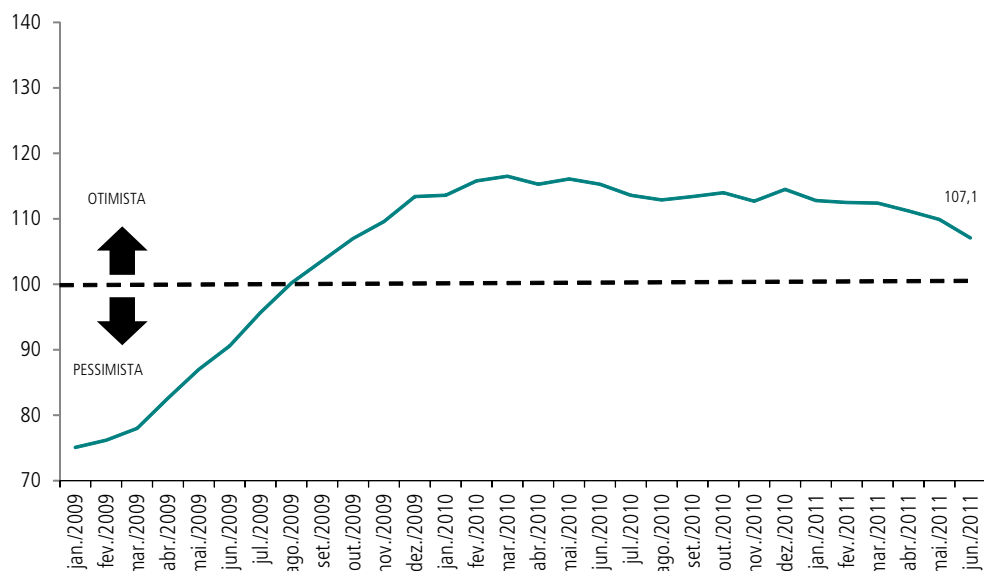


Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A tendência de desaceleração da produção industrial vem corroborar as expectativas de um crescimento mais modesto do nível de atividade durante o ano de 2011. Dentre os principais fatores que ajudam a explicar a trajetória mais suave prevista para a indústria está 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. Este processo, vale destacar, tem se espalhado por toda a cadeia produtiva, uma vez que os empresários têm cada vez mais substituído insumos, componentes e até mesmo bens finais pelos seus concorrentes importados, impactando negativamente vários setores produtivos. 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 cenário externo, no qual o elevado grau de liquidez nos mercados internacionais convive com a falta de perspectivas para uma recuperação mais pujante das economias desenvolvidas, tem contribuído para manter um fluxo expressivo de recursos externos para a economia brasileira, mantendo na taxa de câmbio um forte viés de apreciação. Além disso, o potencial de crescimento da economia brasileira, associado a uma melhora contínua dos seus fundamentos e a um elevado diferencial de juros, tem dificultado a tarefa do governo em reduzir a entrada de capital especulativo. O ritmo mais cadenciado de crescimento 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 considerando que os mecanismos de transmissão pelos quais a elevação da taxa básica de juros afeta o setor real da economia levam, em média, de seis a nove meses para acontecer inteiramente, já é possível notar alguma elevação dos custos de financiamento voltados à pessoa jurídica, além da uma redução dos estímulos gerados pelo consumo privado.

Estes fatores têm se refletido no comportamento dos índices de confiança da indústria, que tem apresentado trajetória decrescente desde o início do ano. De acordo com a pesquisa Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, da FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) registrou recuo de 2,5% entre os meses de maio para junho, passando de 109,9 para 107,1 pontos, na série com ajuste sazonal (ver gráfico 1.8a). Esta foi a sexta queda no ano, o que levou o índice a atingir o menor nível desde outubro de 2009. A queda do ICI em junho pode ser explicada principalmente pela piora das avaliações em relação ao momento presente. Enquanto o Índice da Situação Atual (ISA) retraiu 3,5%, passando 107,7 pontos, o Índice de Expectativas cedeu 1,7%, passando a 106,5 pontos, sendo este o mais baixo desde setembro de 2009. Dentre os três componentes do ISA, o grau de satisfação com o ambiente atual dos negócios foi o principal responsável pela queda. Na passagem de maio para junho, o indicador recuou 6,6%. Além disso, a proporção de empresas que consideram a situação dos negócios como boa reduziu-se de 32,2% para 26,5% e a parcela das que a avaliam como fraca aumentou de 10,4% para 12,7%.

GRÁFICO 1.8A
Evolução do nível de confiança da indústria – ICI
(Índice dessazonalizado)



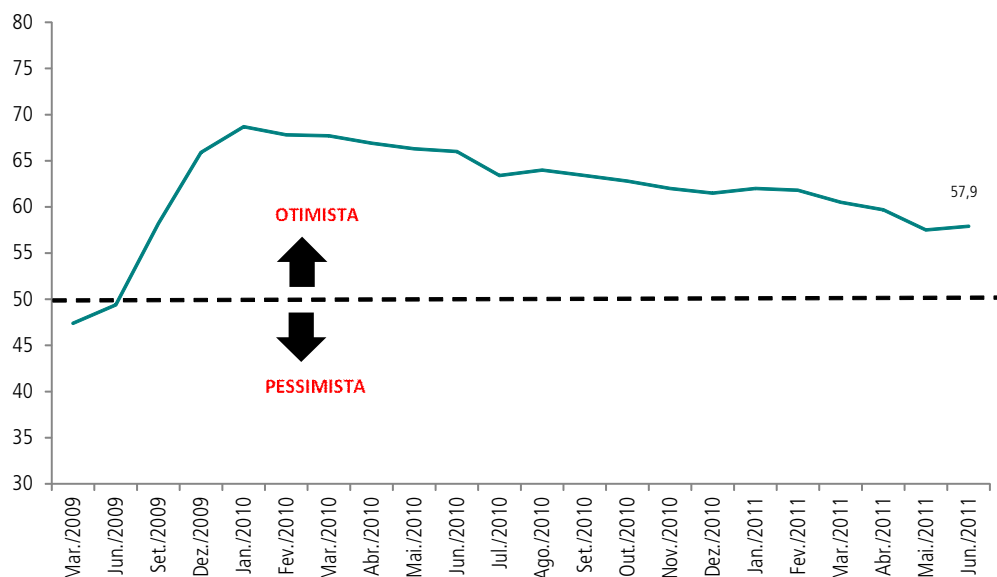
Fonte: FGV. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI) registrou queda de 12,3% na comparação entre o mês de junho de 2011 e o mesmo período do ano anterior.⁴ Este foi o sexto recuo consecutivo do índice, corroborando a piora no ambiente de negócios. Em uma escala na qual valores acima de 50 pontos indicam perspectivas otimistas para os próximos seis meses, o índice atingiu 57,9 pontos (ver gráfico 1.8b). O resultado do ICEI para o mês de junho foi bastante influenciado pelo quesito que avalia as condições atuais da economia e

4. A série histórica não é grande o suficiente para uma análise dessazonalizada.

da empresa em relação aos seis meses anteriores, que revelou pessimismo por parte dos empresários, uma vez que o índice ficou em 44,9 pontos. Já com relação às perspectivas para a economia nos próximos seis meses, o resultado foi otimista, tendo o índice permanecido praticamente estável entre maio e junho, com alta de 0,5 p.p., registrando 62,6 pontos.

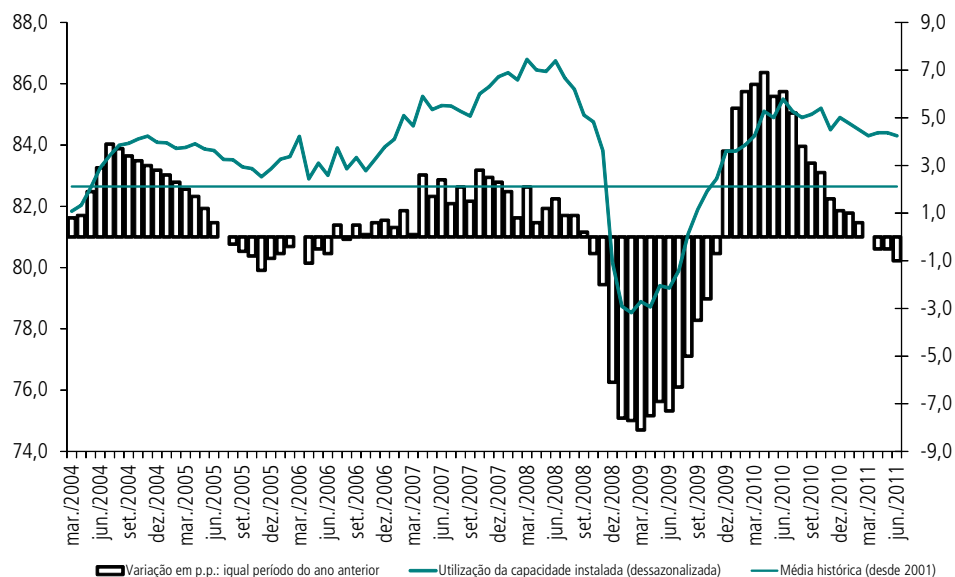
GRÁFICO 1.8B
Evolução do nível de confiança do empresário industrial – Icei
(Índice)



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

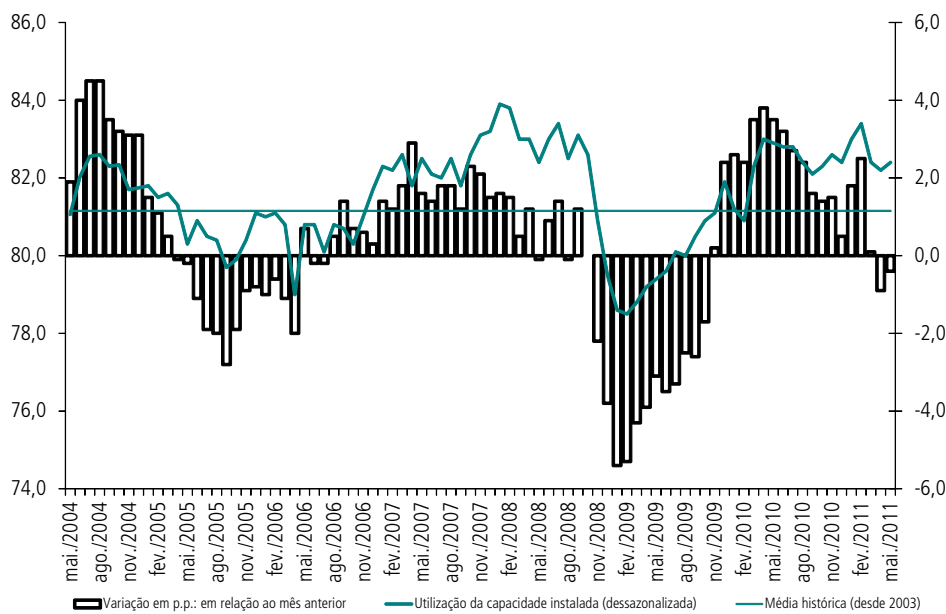
A redução do ritmo de crescimento na atividade industrial também pode ser percebida no uso dos fatores de produção. Segundo a pesquisa Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação, realizada pela FGV, o nível de utilização de capacidade instalada da indústria (NUCI) atingiu o patamar de 84,3% em junho, na série livre de influências sazonais, o que representou uma queda de 0,1 p.p. em relação ao mês anterior (ver gráfico 1.9a). Desde junho de 2010, porém, o NUCI vem apresentando tendência de recuo, aproximando-se cada vez mais da média histórica da série, que é de 82,6%. Na série medida em termos da média móvel trimestral, o NUCI referente ao segundo trimestre de 2011 ficou 0,8 p.p. abaixo do resultado observado no mesmo período do ano passado. Outra medida de NUCI, calculada pela CNI, embora ainda não tenha divulgado o dado referente ao mês de junho, corrobora a tendência de alívio no grau de utilização dos fatores de produção, refletindo uma trajetória mais suave da indústria. Apesar do pequeno aumento na margem registrado no mês de maio, o indicador já acumulava uma queda de 1,2 p.p. desde março deste ano (ver gráfico 1.9b). Já, na comparação com o mesmo período do ano passado, o NUCI apresentou quedas sucessivas em abril e maio, recuando 0,9 p.p. e 0,4 p.p., respectivamente.

GRÁFICO 1.9A
Nuci – FGV
(Índices dessazonalizados)



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

GRÁFICO 1.9B
Nuci – CNI
 (Índices dessazonalizados)



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

COMÉRCIO

Os sinais de uma maior inflexão no consumo agregado de bens continuam a ser negados pelos indicadores do varejo. De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), realizada pelo IBGE, as vendas do comércio varejista restrito voltaram a acelerar em maio, registrando aumento de 0,6% sobre o mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Por trás deste resultado, destacaram-se os grupos Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação e Tecidos, vestuário e calçados, com avanços de 11,6% e 2,5%, respectivamente. Na comparação com mesmo período do ano passado, o índice de vendas no varejo também cresceu, avançando 6,2% sobre maio de 2010. Nesta base de comparação, os destaques foram os grupos Móveis e eletrodomésticos (20,4%) e Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (14,7%). Em relação ao mês de junho, o indicador Serasa Experian de Atividade do Comércio, que possui abrangência nacional, apontou para um crescimento de 10,3% da atividade do comércio na comparação contra junho do ano passado. Na série livre de influências sazonais, após as altas de 2,7% em abril e 1,3% em maio, o índice de vendas permaneceu estável na passagem para junho. No acumulado do primeiro semestre, na comparação com o mesmo período do ano anterior, o crescimento ficou em 9,6%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado⁵, o mês de maio registrou o terceiro resultado positivo consecutivo, crescendo 1,0% sobre o mês imediatamente anterior. Esta alta na série dessazonalizada foi influenciada pelo bom desempenho das vendas de veículos, que avançaram 0,2% em junho. Apesar das medidas macroprudenciais adotadas a partir de dezembro, que encareceram o crédito e estabilizaram os prazos, as vendas continuam a apresentar dinamismo. Segundo os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), as vendas totais de autoveículos encerraram o primeiro semestre acumulando um crescimento de 10,0% sobre o mesmo período do ano anterior. Na comparação interanual, as vendas do comércio varejista ampliado cresceram 12,8%, alavancadas pelo aumento de 25,9% nas vendas do grupo Veículos e motos, partes e peças e pelo avanço de 11,7% nas vendas do grupo Material de construção. Embora o ritmo de expansão do comércio deva arrefecer ao longo dos próximos meses, o *carry-over* de 5,6% para o crescimento do varejo ampliado em 2011 contrasta com um crescimento de apenas 2,1% para a produção industrial.

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

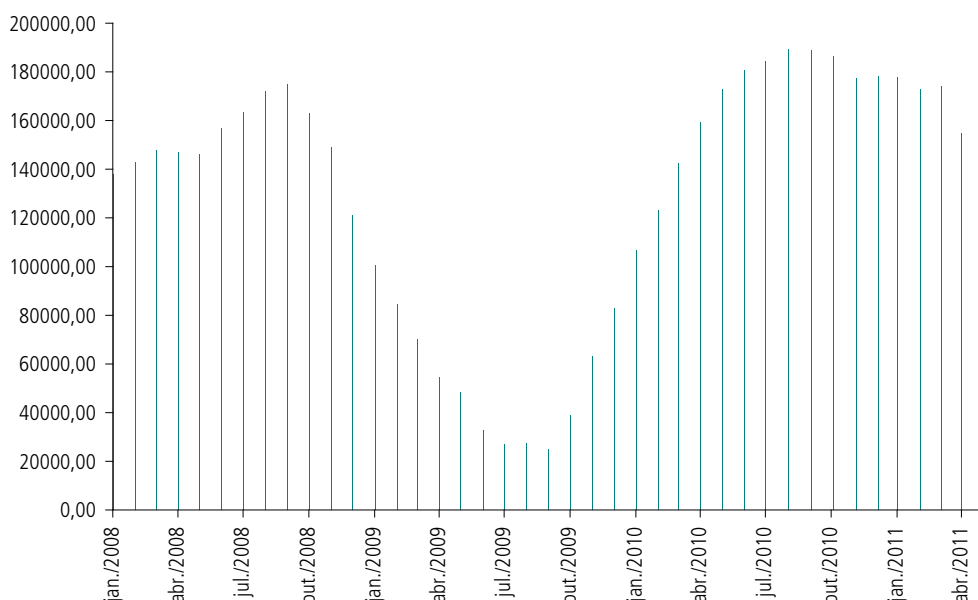
2 EMPREGO

Os dados relativos ao mercado de trabalho no país ainda revelam um bom dinamismo deste setor, mesmo em face da desaceleração econômica em curso. De fato, conforme já salientamos em ocasiões anteriores, a maior formalização do trabalho no Brasil, ao longo dos últimos anos, ampliou o percentual de vínculos de emprego que, para serem rompidos, exigem que o empregador incorra em custo de demissão. Dessa forma, a queda na taxa de crescimento da economia tem tido impactos cada vez menos imediatos sobre os níveis de desemprego. No entanto, já se podem observar alguns leves indícios de que o mercado de trabalho começa a adentrar um período de maior acomodação.

De acordo com os dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (CAGED) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), o saldo líquido de empregos formais gerados no país em maio de 2011 foi de 252.067 postos de trabalho, o que corresponde a uma queda de cerca de 15% ante o total de vagas geradas em maio de 2010. No acumulado do ano até maio, a queda em relação ao mesmo período do ano anterior é de 17%. Nos primeiros seis meses de 2010, haviam sido gerados 1.260.368 postos de trabalho formais, ainda segundo o CAGED, enquanto no mesmo período de 2011 foram gerados 1.049.857 postos – uma diferença de 210.511 postos em favor de 2010.

No gráfico abaixo, onde se mostram as médias móveis de 12 meses, também fica claro este início de trajetória de desaceleração na taxa de crescimento do emprego formal.

GRÁFICO 2.1
CAGED – Saldo de emprego formais
(Média móvel de 12 meses)



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

Analisando-se de forma setorial mais desagregada a evolução dos postos de trabalho gerados nos primeiros cinco meses de 2010 com os de 2011, já é possível perceber alguns indícios dos efeitos que as medidas de desaquecimento da economia, tomadas recentemente, têm tido sobre o mercado de trabalho. A diferença de 210.511 postos de trabalho gerados (nos primeiros cinco meses) em 2010 e em 2011 deveu-se especialmente à queda na geração de empregos na indústria de transformação e na construção civil, justamente as atividades que respondem de forma mais imediata às medidas restritivas de políticas fiscal e monetária. Em termos líquidos, o saldo menor de postos gerados nos primeiros cinco meses de 2011, em comparação com o mesmo período de 2010, deveu-se, em quase 100%, à soma das duas atividades mencionadas: a indústria de transformação gerou, no período aludido, 128.296 postos a menos, em 2011, em relação a 2010, e a construção civil, 79.017 postos.

Este comportamento mais moderado no mercado de trabalho revelado pelos dados do CAGED, no entanto, ainda não pode ser visualizado de forma tão clara na análise dos dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em junho, segundo a PME, a taxa de desocupação foi de 6,2%, o que corresponde ao melhor resultado para este mês desde o início da série em 2002. Na comparação interanual a queda foi de 0,8 ponto percentual (p.p) e, em termos dessazonalizados, a desocupação em junho foi ligeiramente superior a observada em maio, mas ainda se mantendo em nível baixo.

TABELA 2.1

CAGED: Saldo setorial de empregos gerados de janeiro a maio

(Em unidades)

	2010 (A)	2011 (B)	(B) – (A)
Extrativa mineral	7.360	8.806	1.446
Indústria de transformação	349.663	221.367	-128.296
Serviços Industriais de Utilidade Pública (SIUP)	8.723	6.354	-2.369
Construção civil	205.194	126.177	-79.017
Comércio	117.504	62.343	-55.161
Serviços	432.578	453.567	20.989
Administração pública	19.663	22.965	3.302
Agropecuária	119.683	148.278	28.595
Outros/ignorados	-	-	-
Total	1.260.368	1.049.857	-210.511

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

GRÁFICO 2.2

Taxa de desocupação dessazonalizada

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

Esta queda na taxa de desocupação ao longo do ano deve-se não só ao fato de que a população ocupada vem aumentando de forma consistente, mas também devido à queda na taxa de crescimento da População Economicamente Ativa (PEA). No primeiro semestre do ano a PEA se expandiu 1,3%, ao passo que no mesmo período, em 2010, o aumento registrado foi de 2,1%. A desaceleração na taxa de participação da PEA parece indicar que as pessoas em idade ativa estão, de alguma forma, retardando o seu ingresso/retorno ao mercado de trabalho.

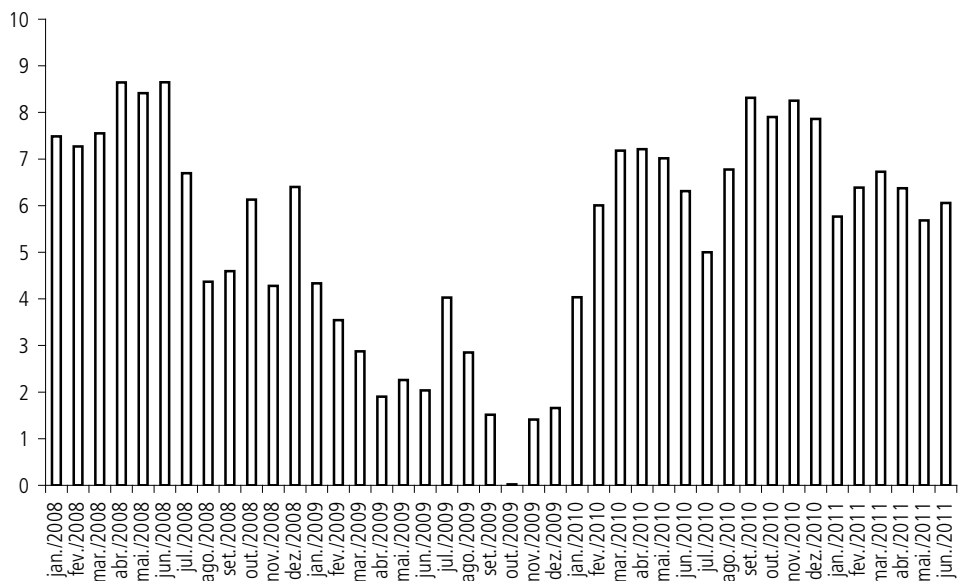
Os dados também indicam que continua ocorrendo expansão da formalização dos vínculos empregatícios no mercado de trabalho. A população ocupada com carteira de trabalho assinada mantém um ritmo de expansão bem acima da média do total de ocupados. No período entre janeiro e junho, enquanto a população ocupada total cresceu 2,4%, o segmento de ocupação com carteira mostrou um incremento de 6,2%. Na comparação com os mesmos meses do ano anterior, nota-se que, após apresentar queda em abril e maio, a taxa de crescimento da população ocupada com carteira voltou a subir em junho quando apontou alta de 6,1% em relação a junho de 2010.

A melhora que vem sendo observada no mercado de trabalho ao longo dos últimos anos tem sido pontuada não apenas por uma ampliação do contingente de trabalhadores ocupados, mas também por uma expansão dos rendimentos reais por eles recebidos. Em junho, de acordo com a série dessazonalizada, os rendimentos médios reais habitualmente recebidos apontaram variação de 0,5% ante maio e 4,2% frente ao registrado no mesmo mês do ano passado. Com este resultado, nos seis primeiros meses do ano, o rendimento médio real habitualmente recebido pelos trabalhadores registrou um incremento de 3,9% em relação ao primeiro semestre de 2010.

GRÁFICO 2.3

Taxa de crescimento da população ocupada com carteira

(Variação ao mês/ mesmo mês ano anterior, em %)

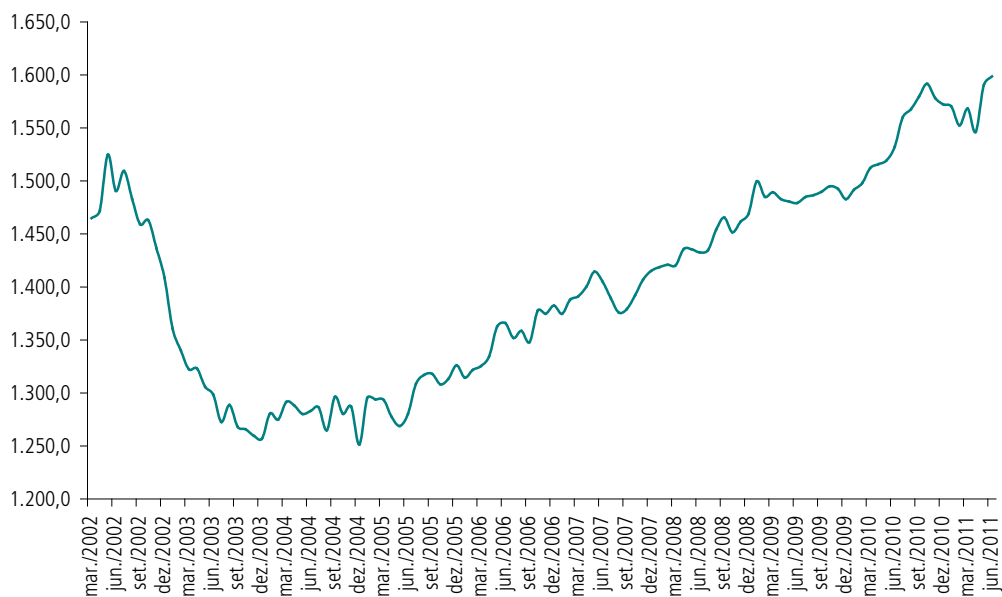


Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 2.4

Rendimento médio real habitual dessazonalizado

(Em R\$ de maio de 2011)



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

Na decomposição dos rendimentos por setores da atividade ao longo do ano, nota-se que, na comparação com o mesmo período de 2010, os segmentos que apresentaram maiores ganhos reais foram a indústria (7,5%), os serviços domésticos (6,5%) e os chamados “outros serviços”, que englobam serviços pessoais, transporte, serviços recreativos além de hotelaria e alimentação fora do domicílio (5,9%). No caso da indústria, em que pese o aumento no custo da mão de obra, a apreciação cambial, via queda nos preços das matérias-primas importadas, acaba arrefecendo o impacto do fator trabalho nos custos de produção. No que diz respeito aos serviços, conforme discutido no *Conjuntura em Foco* de maio de 2011, estes ganhos reais de salários acima da produtividade vêm causando uma pressão sobre os preços ao consumidor, uma vez que a mão de obra se constitui no principal, se não único, insumo destes segmentos. No entanto, a expectativa é de que esta pressão salarial sobre os níveis de preços dos serviços, sobretudo os pessoais, perca um pouco de força nos próximos meses, tendo em vista uma provável acomodação dos rendimentos reais neste setor influenciada pela própria desaceleração da inflação, uma vez que os preços trazem consigo uma forte inércia inflacionária.²

1. De acordo com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), no acumulado em 12 meses, os serviços apresentam alta de 8,7%.

2. Para maiores detalhes, ver a seção Inflação desta *Carta de Conjuntura*.

TABELA 2.2

Taxa de variação dos rendimentos reais

(Em %)

	2007	2008	2009	2010	2011 ¹
Total	3,2	3,4	3,2	3,8	3,9
Indústria extr. transf. e distribuição de energia	4,2	1,3	2,7	1,3	7,5
Construção	7,0	4,5	5,6	10,9	4,4
Comércio	2,3	1,6	2,8	5,0	1,3
Serviços prestados a empresas	0,7	3,1	2,7	2,6	-1,7
Educação, saúde, administração pública etc.	3,9	3,6	5,2	2,9	3,9
Serviços domésticos	5,3	4,5	5,2	5,9	6,5
Outros serviços	3,2	3,3	0,4	2,4	5,9
Outras atividades	-3,1	11,3	-20,4	20,5	28,7

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

Nota: ¹ De janeiro- junho de 2011 ante janeiro-junho de 2010.

Em contrapartida, a ocorrência de uma série de datas-base de dissídios de categorias importantes de trabalhadores (por exemplo, químicos, petroquímicos, bancários e metalúrgicos – todas inclusive com ampla capacidade de influenciar negociações salariais de outras categorias profissionais) concentradas no segundo semestre tem reavivado o debate acerca dos seus efeitos sobre os custos empresariais e sobre a inflação. A tradição do movimento sindical brasileiro é nortear as reivindicações salariais com base na inflação passada, o que sugere que as negociações devem se abrir com pedidos de aumentos nominais de salários maiores do que no ano passado. Por outro lado, o cenário de desaquecimento da economia deve fazer com que os acordos resultem em aumentos salariais menores do que no ano passado, embora provavelmente ainda com ganhos reais também inferiores aos reais do ano passado. Não parece haver risco de uma indexação da economia com base nessas negociações.

Esta conjunção de taxas de crescimento positivas da população ocupada e dos rendimentos vem proporcionando uma forte elevação da massa salarial real. No acumulado do ano, a massa salarial real habitualmente recebida mostra alta de 6,4%, bem acima do observado nos cinco primeiros meses de 2010 (5,3%). Desde janeiro de 2005, a massa salarial habitualmente recebida registra uma taxa de crescimento de 48%, com destaque para o ano de 2010, onde o incremento observado foi de 7,4%.

No entanto, na margem, já se verifica uma desaceleração no ritmo de expansão da massa salarial, em decorrência de uma diminuição nas taxas de crescimento da população ocupada. Após atingir, em março, uma variação acumulada de 8,1% em 12 meses, a massa salarial real habitual recuou para 7,9% nos meses de abril e maio e para 7,8% em junho. Este resultado foi proporcionado pelo expressivo recuo na taxa de variação da massa salarial no setor da construção civil, cujo percentual em 12 meses recuou de 17% em dezembro de 2010, para 9,3% em junho último.

No recorte do mercado de trabalho pelo setor industrial, nota-se que, de acordo com os dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes)/IBGE, houve, em maio, uma ligeira expansão do emprego na margem (0,07%) e um crescimento mais significativo na comparação interanual (1,3%). No entanto, no acumulado em 12 meses, a taxa de crescimento do emprego na indústria recuou de 3,7% em abril para 3,5% em maio.

TABELA 2.3

Evolução mensal de empregos e salários na indústria

(Variação %)

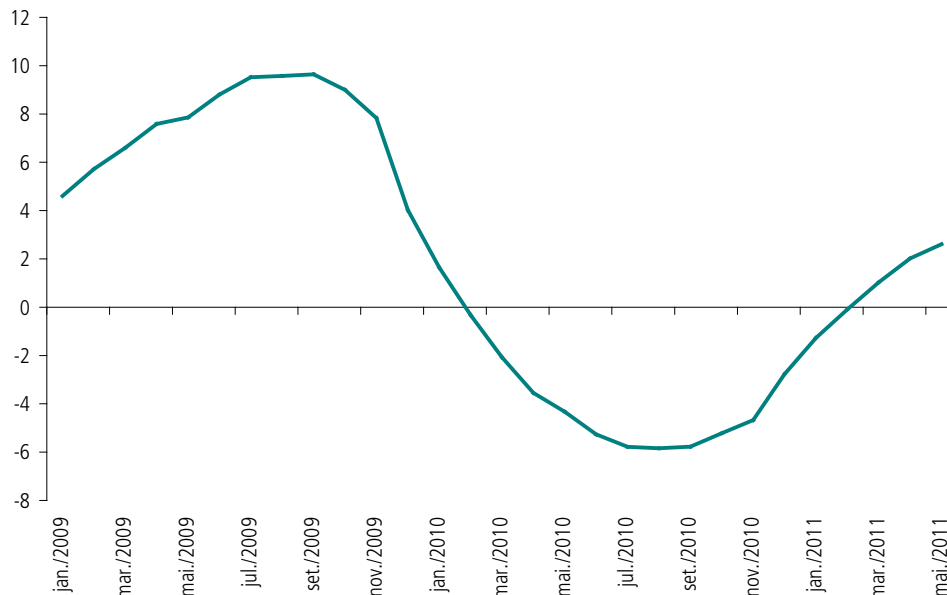
	Maio 2011/abril 2011 ¹	Maio 2011/maio 2010	Acumulado no ano	Em 12 meses
Pessoal ocupado assalariado	0,07	1,34	2,17	3,47
Extrativa mineral	0,6	3,8	4,0	5,4
Transformação	0,0	1,3	2,1	3,4
Número de horas pagas	0,13	0,86	1,92	3,60
Extrativa mineral	0,2	3,8	4,2	5,3
Transformação	0,1	0,8	1,9	3,6
Folha de pagamento real por trabalhador	0,62	3,62	3,66	4,00
Extrativa mineral	-2,5	1,0	2,7	8,5
Transformação	0,8	3,7	3,7	3,7

Fonte: IBGE.

Nota: ¹ Dados com ajuste sazonal.

Em consonância com o exposto na PME, a folha de pagamento real por trabalhador na indústria de acordo com a Pimes também apresenta um bom resultado ao longo dos últimos anos. No acumulado em 12 meses até maio, a folha de pagamento real aponta elevação de 4,0%, com destaque para a indústria extrativa, cuja folha registrou alta de 8,5% na mesma base de comparação.

GRÁFICO 2.5
Custo unitário de mão de obra – indústria de transformação
 (Variação acumulada em 12 meses)



Fonte e Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Este aumento no nível de salário acima dos ganhos de produtividade (gráfico abaixo) vem gerando um incremento no custo unitário da mão de obra. No período compreendido entre junho de 2010 e maio de 2011, enquanto os salários se expandiram 3,7% na indústria de transformação, a produtividade cresceu 0,7%. Com este resultado, nos últimos 12 meses, a indústria de transformação registra um aumento no custo unitário da mão de obra de 2,6%.

De acordo com o cenário exposto, a perspectiva é que a retração da atividade econômica em curso comece a se propagar pelo mercado de trabalho com mais intensidade nos próximos meses, reduzindo o ritmo de crescimento da população ocupada e a taxa de crescimento dos salários reais. Como consequência deste arrefecimento nas taxas de expansão do emprego e na renda, a massa salarial também deverá crescer de modo mais lento, atenuando a pressão de demanda existente na economia.

3 INFLAÇÃO

DESINFLAÇÃO E INÉRCIA

A inflação segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) registrou alta de 6,71% no acumulado de 12 meses terminados em junho, continuando a trajetória de alta iniciada em setembro de 2010. A inflação mensal de junho (contra maio) foi de 0,15%, baixa por motivos sazonais. Ainda assim, retirando a sazonalidade, observa-se uma continuidade da trajetória de queda dos índices mensais. A divergência das duas medidas é um *efeito estatístico* parecido ao que ocorreu no segundo semestre de 2008 quando a inflação acumulada em 12 meses permaneceu em patamar alto enquanto as variações mensais (mês/mês anterior) já delineavam trajetória de queda (ver gráfico 3.1).

GRÁFICO 3.1
IPCA



Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/ Dimac/ GAP.
¹ Dado dessazonalizado e suavizado pelo filtro X-12 Arima.

O índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) – contabilizado em Reais – apresentou nova queda em junho contra maio (-1,61%).¹ Esse índice sofreu alta de aproximadamente 40% entre julho de 2010 e 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: a apreciação cambial (em abril e junho) e a queda das cotações das *commodities* em dólares nos mercados internacionais (em maio).

Essas quedas são discretas diante do aumento passado, espelhando preços relativos das *commodities* ainda altos frente aos preços industriais em todo o mundo, porém já tiveram impacto sobre os preços internos. Enquanto em maio a queda do IC-Br repercutiu somente no setor atacadista, em junho chegou também ao varejo, ditando a queda no Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) da Fundação Getulio Vargas (FGV) em junho contra maio (-0,13%). No atacado, a queda ocorreu por causa da diminuição dos preços dos alimentos *in natura*, “materiais e de componentes para a manufatura” e matérias-primas brutas (com destaque para a cana-de-açúcar). No varejo, o fim do *superchoque de commodities* ditou fortes quedas no preço dos alimentos e dos combustíveis (tanto do etanol quanto da gasolina). Com a queda da gasolina (-3,94% em junho contra maio do item no IPCA), os preços monitorados pelo governo voltaram a contribuir favoravelmente para a diminuição da inflação, como acontecia desde 2006 e parou de ocorrer nos primeiros meses de 2011 por causa da alta do preço do etanol utilizado na mistura da gasolina na bomba. O IGP-M de julho (2ª prévia) reforça o quadro de deflação, registrando queda de 0,21%.

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 BCB.

GRÁFICO 3.2
Índice de preços das commodities
 (Índice com base 100 em dezembro de 1995)



Índices com base 100 em dezembro de 1995.
 Fonte: Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração: Ipea/ Dimac/ GAP.

A inflação ao consumidor ainda alta é bastante influenciada pelos serviços não monitorados pelo governo (ver tabela 1). Essa classificação feita pelo Banco Central (BC) compreende os chamados serviços pessoais, prestados por empregados domésticos, cabeleireiros; serviços prestados por outros profissionais tais como mestre de obras, mecânicos, bombeiros; e serviços prestados pelos chamados profissionais liberais (médicos, dentistas, advogados, entre outros). Outras componentes com peso significativo são o aluguel residencial, as taxas condominiais e, especialmente, serviços da área de educação. Os itens *cursos e cursos livres* são, de longe, os que apresentam maior peso no índice, com forte influência, em particular, do ensino fundamental e superior.² A inflação desses serviços acumulou alta de 8,7% nos doze meses terminados em junho, com destaque para a alta nos serviços pessoais (9,8%) e residenciais (9,2%).

TABELA 3.1
Serviços não monitorados pelo governo
 (Inflação acumulada em 12 meses)

	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Serviços-total ¹
2011							
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
Maior	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

Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
 Nota: ¹ Serviços não monitorados pelo governo (contribuição média no período de 24,5% no IPCA).

Nos últimos anos, o preço desses serviços aumentou acima da média (cerca de 5,5% ao ano entre 2006 e 2009). O aumento do *preço relativo* desses serviços na década de 2000 foi reflexo: *i*) da desejada redistribuição de renda devido à política de recuperação do poder de compra do salário mínimo e a um ambiente mais favorável ao crescimento dos salários médios, já que é um setor fortemente intensivo em trabalho; *ii*) do menor crescimento da produtividade no setor de serviços *vis à vis* ao setor industrial. Esse aumento estava sendo compensado pelo crescimento abaixo da média dos bens de consumo duráveis, beneficiados pelo crescimento da produtividade no setor industrial, pelas novas regras dos monitorados e por outras políticas não monetárias de controle da inflação.³ Com o surgimento dessa nova bolha de *commodities*, essa

2. É importante ressaltar que na classificação feita na tabela 1 não estão inclusos a variação dos preços de plano de saúde, os combustíveis, as passagens, os pedágios e as taxas de telefonia, uma vez que estes são preços monitorados pelo governo.

3. Ver BRAGA, J. Inflação no Brasil nos anos 2000: conflitos, limites e políticas não-monetárias. In: CARNEIRO, R.; MATIJASCIC, M. (Org.). **Desafios para o Desenvolvimento Brasileiro**. Brasília: Ipea, 2011.

compensação parou de ser efetiva, devido ao crescimento dos preços monitorados influenciados pelo aumento do preço do etanol.⁴

Uma análise mais minuciosa dos dados mostra, contudo, que 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 3.3 mostra a aceleração da inflação (relativamente à média dos quatro anos anteriores),⁵ deixando clara a liderança dos alimentos e combustíveis ante os serviços. Dados maiores que zero significam aceleração da inflação e dados menores que zero significam desinflação. Foram utilizados componentes do IPCA, agrupando-se os alimentos no domicílio e combustíveis para veículos, de um lado, e os serviços não monitorados pelo governo, de outro. Nos meses de setembro a novembro houve uma aceleração da inflação de alimentos e combustíveis, basicamente por influência dos alimentos. A inflação de serviços reagiu nos meses seguintes, acelerando de janeiro a março. Em abril, houve nova aceleração da inflação de alimentos e combustíveis (dessa vez por influência dos combustíveis), seguida pela aceleração da inflação nos serviços (em junho).

GRÁFICO 3.3
Aceleração da inflação¹



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

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).

Dessa forma, a queda dos grupos alimentos e combustíveis é uma boa notícia. Como é nestes grupos que está a origem da aceleração da inflação ocorrida nos últimos meses, é de se esperar que o *processo de desinflação* também comece por eles (primeiro no atacado e depois também no varejo). A resistência inflacionária do setor de serviços não monitorados pelo governo tende a arrefecer somente num segundo momento “olhando para o retrovisor”, pelo mecanismo da chamada *inércia inflacionária*. Vale lembrar que a inércia é um processo de autoalimentação da inflação, em que o passado influencia o presente, que é válido tanto em momentos de alta quanto de queda da inflação.

O custo unitário do trabalho na indústria geral registrou alta de 2,8% no acumulado de 12 meses terminados em maio. Esse aumento é diretamente relacionado à produtividade no setor, que no acumulado em 12 meses diminuiu de 6,2% (até dezembro de 2010) para 1,1% (até maio de 2011). Para os próximos meses, contudo, o cenário para a variação salarial não é alarmante como explicado na *seção sobre Mercado de Trabalho*. Apesar da inflação passada ter sido alta, os dissídios serão negociados sob um ambiente de menor crescimento do setor. Ademais, a deflação de outros custos além da folha salarial (como registrado no item “materiais e componentes para manufatura” do Índice de Preços por Atacado (IPA) da FGV) representa um grau de liberdade adicional para a acomodação da pressão dos salários sobre os preços finais.

Como o processo de aceleração da inflação recente tem sua origem na bolha de *commodities*, toda projeção para inflação não pode prescindir necessariamente de uma análise prospectiva para o comportamento dos preços dos ativos ligados

4. O mercado futuro de álcool é bastante recente. O primeiro contrato futuro de álcool anidro carburante foi colocado pela BM&F-Bovespa em 2000. Em 2005 a Chicago Board of Trade introduziu o contrato futuro de etanol.

5. Portanto, existe comportamento sazonal nesses dados. A aceleração da inflação (Π) do mês X no ano t é dada pela fórmula:

$$\Pi \text{mês} X_t - ((\Pi \text{mês} X_{t-1} + \Pi \text{mês} X_{t-2} + \Pi \text{mês} X_{t-3} + \Pi \text{mês} X_{t-4})/4).$$

a *commodities*. Como discutimos na *Conjuntura em Foco* de maio, a bolha de *commodities* ocorrida a partir de meados de 2010 foi determinada por um conjunto simultâneo de fatores atípicos, que surpreenderam e frustraram as expectativas de diversos analistas e investidores.⁶ Para os próximos meses, a expectativa de analistas internacionais é de uma acomodação dos índices de *commodities*. Tal acomodação, que já é observada nos últimos dados, acontecerá em patamares de preços relativos elevados, mas tem a importante consequência de reduzir (ou mesmo tornar negativa temporariamente) a inflação de *commodities*. As estimativas de preços relativos em patamares altos são justificadas pelos níveis historicamente baixos de estoques de alimentos e a continuidade de conflitos em alguns países do Oriente Médio e do norte da África. Nos médio e longo prazos pesam também a continuidade de um crescimento estrutural da China e demais BRICs, o problema das mudanças climáticas, o custo unitário mais elevado da extração de novas jazidas de petróleo e o aprofundamento dos mercados de derivativos de *commodities*. Tais fatores colocam um piso para o patamar dos preços de *commodities* e podem ser a causa de uma continuação do comportamento volátil dos preços com ameaças de repiques inflacionários.

Ainda assim, o cenário de surgimento de nova bolha de *commodities* é improvável. Essa baixa probabilidade é corroborada por fatores determinantes para a reação da oferta desses produtos, dentre eles a melhora nas condições climáticas neste ano, levando a uma recuperação da oferta no setor agropecuário. Destacam-se os desempenhos das safras brasileiras de grãos e de outras culturas que já surtiram efeito positivo sobre os preços das *commodities* agrícolas. No caso do petróleo, ao contrário do que ocorreu em 2008, previamente ao desencadeamento da crise financeira mundial, existe uma situação de capacidade excedente de produção nos países da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEC) que possibilita compensar a queda da produção em países como a Líbia.⁷ Pelo lado da demanda, políticas econômicas mais restritivas nos países emergentes, sobretudo na China, para conter a inflação interna, têm impacto de diminuir o crescimento da demanda por *commodities*. A adoção de políticas monetárias mais conservadoras por parte de alguns BCs de países avançados, aliada ao fim do afrouxamento quantitativo do Federal Reserve, tem papel importante no sentido de diminuir um pouco a liquidez internacional e, portanto, de desestimular a especulação nos mercados derivativos de *commodities*.

Os dados de junho confirmam as hipóteses levantadas na *Conjuntura em Foco* do Ipea dos meses de maio e junho de que o processo de desinflação na economia brasileira está em andamento. Pelas razões apontadas anteriormente, nossa expectativa é de que os números da inflação mensais altos do segundo semestre de 2010 sejam substituídos por números menores do segundo semestre de 2011. Como consequência, a trajetória de alta da inflação acumulada em 12 meses terá uma inflexão nos próximos meses, seguindo ao que já ocorre com os índices mensais, fazendo com que a inflação ao consumidor do ano de 2011 fique dentro do intervalo da meta de inflação (2,5% a 6,5%).

6. *World Economic Outlook*. Tensions from the Two-Speed Recovery: unemployment, commodities, and capital flows, April 2011, International Monetary Fund.

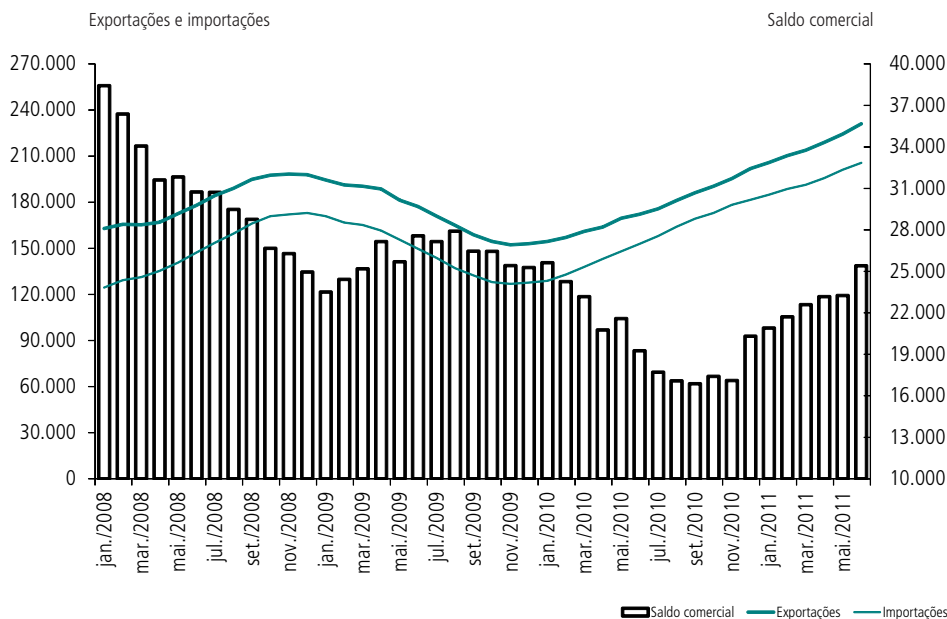
7. *Short-Term Energy and Summer Fuels Outlook*, U.S. Energy Information Administration, Independent Statistics & Analysis, July 2011.

4 SETOR EXTERNO

BALANÇA COMERCIAL

As exportações e importações alcançaram no primeiro semestre de 2011 as cifras respectivas de U\$S 118,3 e U\$S 105,3 bilhões, resultando em saldo comercial de U\$S 12,9 bilhões. Na comparação com o acumulado de janeiro a junho de 2010, o saldo cresceu 64,7%. Considerando os valores acumulados em 12 meses encerrados em junho de 2011, o crescimento do saldo foi de 31,4%, significativamente superior à taxa de 12 meses entre maio de 2010 e de 2011 (7,7%).

GRÁFICO 4.1
Balança comercial: exportações, importações e saldo comercial
(Valores acumulados em 12 meses, em U\$S milhões)



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

Do lado das exportações, todas as classes de produtos registraram crescimentos positivos na taxa de 12 meses entre junho de 2011 e de 2010: básicos (50,9%); semimanufaturados (33,2%) e manufaturados (20,1%). A trajetória crescente de taxas de crescimento dos produtos básicos relativamente às dos produtos manufaturados tem reforçado a tendência de concentração dos primeiros na pauta de exportações. Entre junho de 2007 e 2011, a participação desses produtos elevou-se de 30,4% para 46,5%, considerando os valores acumulados em 12 meses. De forma contrária, a participação dos produtos manufaturados reduziu-se de 53,3% para 38,1% no mesmo período.

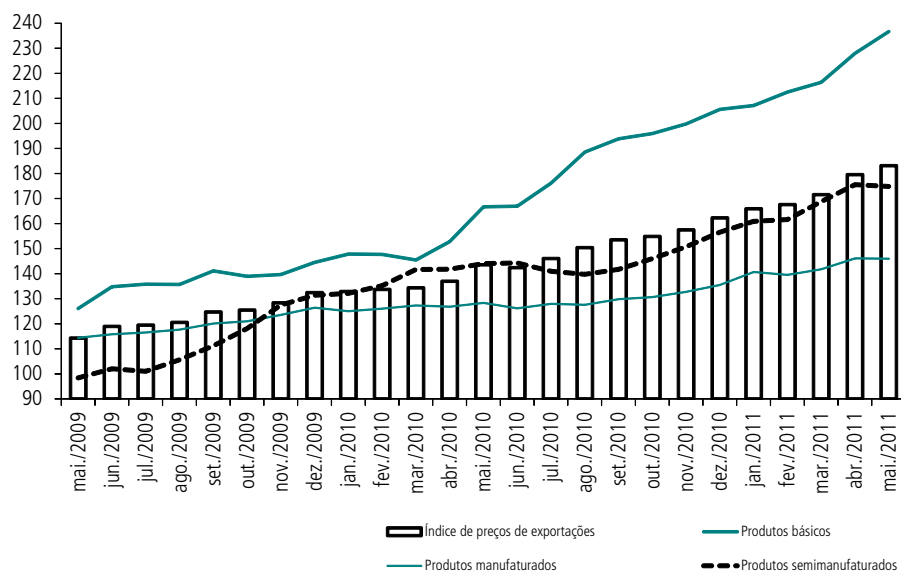
Do ponto de vista das importações, observam-se as seguintes taxas de crescimento de 12 meses segundo as categorias de uso: bens de consumo duráveis (44,4%); combustíveis e lubrificantes (40,4%); matérias-primas e intermediários (30,4%); bens de consumo não duráveis (26,9%); bens de capital (12,7%). Quanto à participação dessas categorias no total das importações, considerando os valores acumulados em 12 meses, vale destacar a tendência de aumento da participação de bens de consumo duráveis, que entre junho de 2005 e de 2011 dobrou sua participação no total das importações de 5% para 10,5%, e do movimento recente de redução da participação de bens de capital, que passou de 22,6% da pauta em dezembro de 2010 para 18,4% em junho de 2011.

O desempenho positivo do saldo comercial pode ser atribuído à expressiva elevação dos preços das exportações, sobretudo dos produtos básicos (gráfico 4.2), relativamente aos preços das importações. Mesmo com uma pequena deterioração no início de 2011, em função da aceleração dos preços de importação, sobretudo de combustíveis (gráfico 4.3), os termos de troca das exportações ainda registram um crescimento de 12,3% no período janeiro-maio em relação ao mesmo período do ano passado.

Entre maio de 2010 e de 2011, considerando a média de 12 meses, os termos de troca das exportações elevaram-se 15,1%, compensando a valorização real da moeda doméstica no período (8,2%). Entretanto essa elevação não é homogênea entre as classes de produtos. Na mesma base de comparação, enquanto os produtos básicos obtiveram um ganho de 29,3% em seus termos de troca, os produtos manufaturados registraram modesto aumento de 1,7%. Essa discrepância

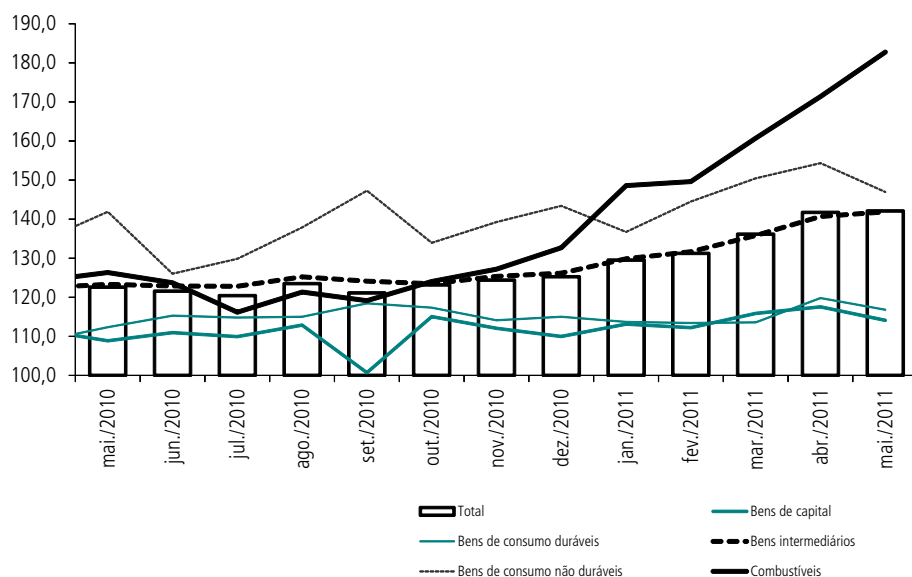
de ganhos entre as classes de produtos também aparece no índice de rentabilidade das exportações.¹ Enquanto os exportadores de produtos básicos têm obtido expressivos ganhos de rentabilidade, os de produtos manufaturados (e de alguns semimanufaturados) vêm sofrendo perdas sucessivas em decorrência dos impactos negativos da valorização cambial.²

GRÁFICO 4.2
Índice de preços de exportações segundo a classe de produto (2006 = 100)



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

GRÁFICO 4.3
Índices de preços de importações segundo categorias de uso (2006 = 100)



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

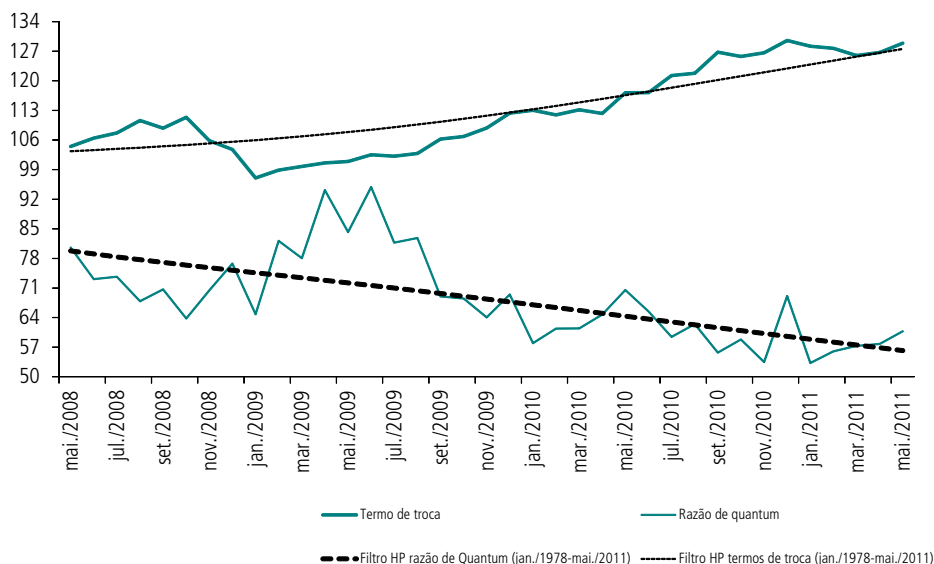
Por outro lado, considerando a média de 12 meses, a razão de *quantum* entre exportações e importações decresceu 16,2% entre maio de 2010 e de 2011, resultado que pode ser atribuído tanto ao crescimento do *quantum* importado (decorrente da demanda doméstica em alta e da valorização cambial), quanto do crescimento modesto das quantidades exportadas: enquanto o primeiro cresceu 25,8%, puxado, sobretudo, pelas importações de bens de consumo duráveis e de bens de capital, estas últimas apresentaram crescimento relativamente mais baixo, de 6,4% no período.

1. O índice de rentabilidade das exportações é calculado pela Funcex através da multiplicação da taxa de câmbio nominal média do mês (R\$/US\$) pelo índice de preço de exportação (total ou de cada setor). O resultado é deflacionado pelo índice de custo de produção dos bens, medidos em reais. O índice de custo (total e setorial) é calculado a partir das variações dos preços dos insumos de procedência nacional, dos insumos importados, dos serviços e dos salários e encargos, com os respectivos pesos obtidos da matriz insumo-produto de 2005 do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Ver Funcex, Boletim de Comércio Exterior.

2. Do total de 24 setores constantes da Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE), somente quatro (todos ligados à produção de *commodities*) obtiveram aumentos de rentabilidade no acumulado do ano, entre maio de 2010 e de 2011: extração de minerais metálicos, (+)41,8%; extração de petróleo, (+)10,5%; agricultura e pecuária, (+)13,1%; coque, refino de petróleo e combustíveis, (+)9,0%.

Das considerações anteriores, é possível destacar duas ordens de influências sobre o comportamento recente do comércio exterior brasileiro: *i*) a dependência de fatores monetários e expectacionais externos voláteis para a sustentação da trajetória crescente dos saldos comerciais; e *ii*) os efeitos negativos da taxa real de câmbio e da demanda doméstica sobre o desempenho relativamente inferior das quantidades exportadas sobre as importadas. O gráfico 4.4 ilustra as trajetórias divergentes dos termos de troca e da razão de *quantum* entre exportações e importações no período recente.

GRÁFICO 4.4
Termos de troca e razão de *quantum* das exportações (2006 =100)



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

BALANÇO DE PAGAMENTOS

Em maio, a conta de transações correntes apresentou déficit de US\$ 4,1 bilhões, acumulando no ano o valor de (–) US\$ 22,2 bilhões. Em 12 meses, a conta de transações correntes mostra 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.

Analisando os fatores que contribuíram para os saldos acumulados em 12 meses nas transações correntes, observa-se, mais recentemente, 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 janeiro de 2011 e de 2010, a deterioração do saldo comercial havia contribuído com 20,4% para a variação negativa de US\$ 15,6 bilhões no saldo de 12 meses das transações correntes. Desde então, a contribuição da balança comercial para a deterioração nesta conta tem sido cada vez menor, invertendo seu sinal (ou seja, tornando-se negativa) nos meses de abril (–18,0%) e de maio (–10,7%). Em contraste, a evolução recente das contas de serviços e rendas (sobretudo a de serviços) tem contribuído de forma crescente para a maior parte da deterioração do saldo em conta corrente do balanço de pagamentos; revelando, entre janeiro e maio de 2011, um aumento de (+)77,1% para (+)106,8% na sua explicação da variação negativa deste saldo.

TABELA 4.1
Síntese das transações correntes do balanço de pagamentos
(Contribuições às variações do saldo acumulado em 12 meses, em %)

Discriminação	Janeiro/2011 (%)	Fevereiro/2011 (%)	Março/2011 (%)	Abril/2011 (%)	Mai/2011 (%)
(A) Balança comercial (FOB)	20,38	12,3	3,6	–18,0	–10,7
(B) Serviços e rendas	77,11	86,5	94,7	114,9	106,8
Serviços	51,03	53,4	54,8	80,0	72,6
Rendas	26,09	33,1	39,9	34,9	34,1
(C) Transferências unilaterais correntes (líquido)	2,51	1,3	1,6	3,1	3,9
Transações correntes (A) + (B) + (C)	100,00	100,0	100,0	100,0	100,0

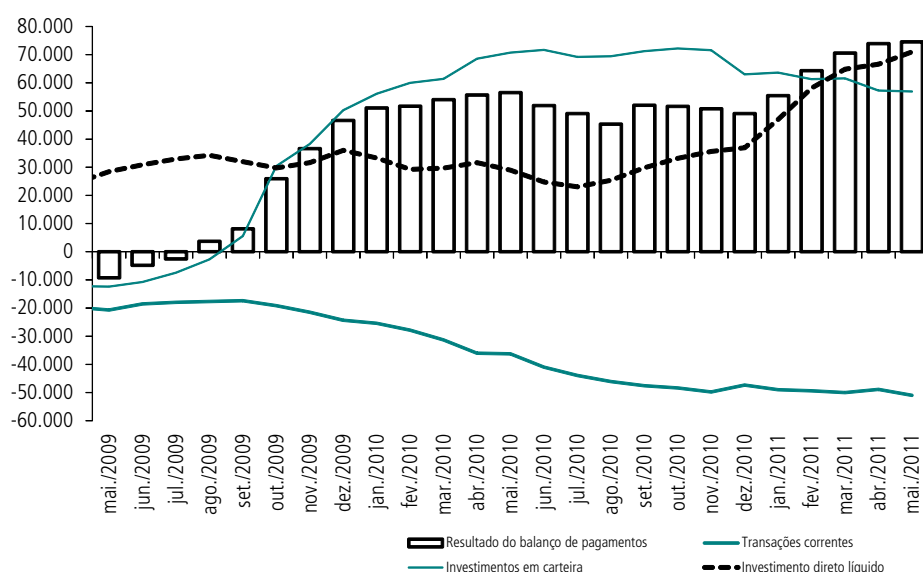
Fontes: Banco Central do Brasil (BCB) e Ipea. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Nas contas de serviços e rendas, dentre os itens que mais contribuíram para os déficits relatados, destacam-se, na primeira conta, as despesas com transportes, viagens internacionais (turismo e gastos no cartão de crédito) e aluguel de equipamentos – itens que mais sofrem o impacto do movimento de apreciação cambial. Na conta de rendas, cumpre destacar as remessas de lucros obtidos com investimentos diretos e os retornos dos investimentos em carteira – itens cujo crescimento decorre do intenso influxo dos capitais estrangeiros.

Esse volume expressivo de ingresso de capitais na conta financeira tem sido mais do que suficiente para financiar os déficits em transações correntes, tornando os resultados mensais do balanço de pagamentos progressivamente maiores. Em maio de 2011, o balanço de pagamentos registrou superávits de US\$ 5,2 bilhões e de US\$ 39,6 bilhões em termos dos valores mensal e acumulado no ano, respectivamente. Tais cifras representaram variações positivas de 13,9% e de 178,9% em relação ao mesmo mês e ao acumulado nos primeiros cinco meses de 2010, respectivamente.

Após registrar resultados mensais negativos entre setembro de 2008 e fevereiro de 2009, em função dos impactos da crise financeira internacional, o balanço de pagamentos passou a exibir uma trajetória de resultados mensais superavitários. Considerando os valores em 12 meses, é possível observar dois períodos distintos na evolução positiva desses resultados (gráfico 4.5): *i*) de agosto de 2009 a maio de 2010; e *ii*) entre janeiro e maio de 2011. No primeiro período, os resultados positivos decorreram de uma combinação entre déficits progressivos nas transações correntes e influxos crescentes dos investimentos em carteira. Já no segundo período, tem-se um comportamento mais estável dos déficits em transações correntes aliado a uma trajetória ascendente dos investimentos diretos líquidos. Do ponto de vista do perfil de financiamento do balanço de pagamentos, a partir de março de 2011, os fluxos acumulados dos investimentos diretos líquidos passaram a superar os valores dos investimentos em carteira.

GRÁFICO 4.5
Evolução do balanço de pagamentos
(Valores acumulados em 12 meses)



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

A comparação dos valores acumulados entre 12 meses idênticos (com defasagem de 12 meses) mostra que, entre maio de 2009 e de 2010, cerca de -23,7% e de 137,4% do total da variação positiva (US\$65,8 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 e investimentos em carteira tiveram contribuição de 0,8% e de 104,1%, respectivamente, para essa variação. Por sua vez, entre maio 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\$ 18,0 bilhões) foram de -81,4% e de 185,6%, respectivamente. Contudo, a abertura da conta financeira indica uma mudança no perfil de endividamento no período: as contribuições dos investimentos diretos líquidos e em carteira foram de 233,0% e de 170,5%, respectivamente.

Depois de uma breve retração no volume de influxos de capitais na economia brasileira (em consequência da crise financeira internacional de 2008), a partir de meados de 2009, os fluxos financeiros passaram a apresentar uma trajetória ascendente com tendência à estabilização na segunda metade de 2010. Entretanto, os resultados apresentados a partir de dezembro de 2010 até maio de 2011 mostram uma nova fase de crescimento mais pronunciado dos influxos de capitais. Dentre seus fatores de atração, destacam-se: taxas de crescimento econômico superiores às dos países centrais; elevado patamar da taxa e do diferencial de juros em relação às taxas vigentes nos mercados internacionais; permanência da abundância de liquidez internacional; ampliação da dimensão do mercado financeiro doméstico (mais líquido e mais profundo); e, ainda, aumento expressivo dos preços das *commodities*³ (o que estimula investimentos em ações das empresas exportadoras desses produtos).

3. O aumento do preço das *commodities* pode ser atribuído a dois fatores: "efeito China" – que consiste na demanda robusta por *commodities* deste país, em função de sua expansão econômica – e especulação financeira nos mercados de derivativos – fomentada pelas baixas taxas de juros nos países centrais e pela abundância de liquidez no mercado financeiro internacional.

TABELA 4.2

Síntese do balanço de pagamentos

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

Discriminação	Maior/2010	Setembro/2010	Março/2011	Maior/2011
(I) Transações correntes	-23,7	-68,9	-112,6	-81,4
(II) Conta capital e financeira	137,1	204,9	220,6	187,1
Conta capital ¹	-0,3	0,0	0,8	1,4
Conta financeira	137,4	204,9	219,8	185,6
Investimento direto (líquido)	0,8	-4,9	211,7	233,0
Investimentos em carteira	104,1	126,4	235,3	170,5
Derivativos	-0,4	-0,7	-0,5	-0,3
Outros investimentos ²	10,7	61,0	7,8	29,6
(III) Erros e omissões	-13,4	-36,1	-8,0	-5,6
(IV) Resultado do balanço de pagamentos (I)+(II)+(III)	100,0	100,0	100,0	100,0

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

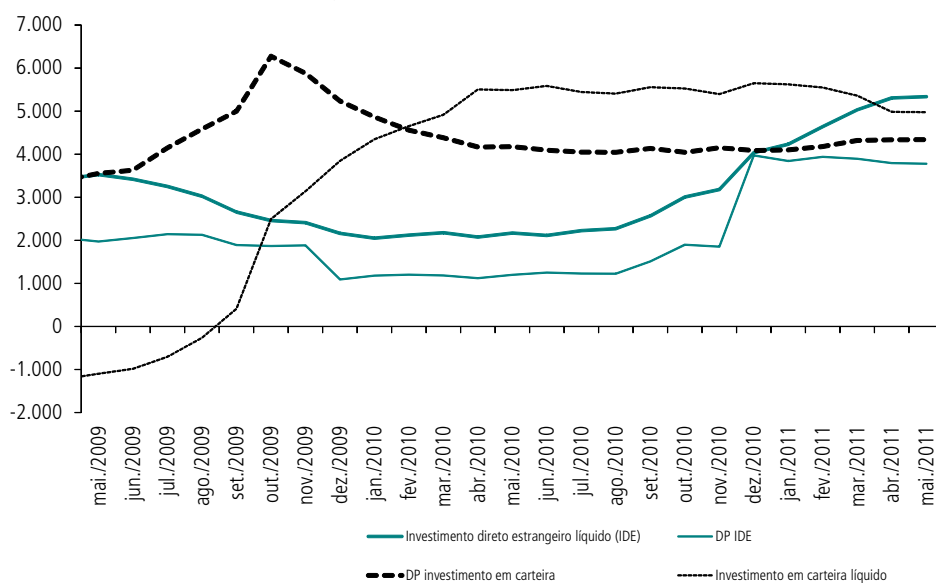
¹ Inclui transferências de patrimônio.² Registra créditos comerciais, empréstimos, moedas e depósitos, outros ativos e passivos e operações de regularização.

O ingresso maciço de dólares na economia brasileira e a consequente apreciação da taxa de câmbio levaram o governo brasileiro a adotar medidas de controle dos fluxos de capitais.⁴ Embora os dados mais recentes não apontem para uma desaceleração do volume dos influxos, observam-se duas principais mudanças qualitativas na composição dos fluxos: *i*) a participação dos investimentos diretos líquidos passou a superar a dos investimentos em carteira no total da conta financeira a partir de abril de 2011 como mostra o gráfico 4.6; e *ii*) mudança no perfil do endividamento externo com o alongamento de prazos das captações externas (colocação de títulos no exterior e empréstimos bancários), sobretudo de bancos.

GRÁFICO 4.6

Evolução dos fluxos financeiros: investimento em carteira e IDE

(Médias móveis de 12 meses e desvios-padrão associados)



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

A primeira mudança levanta dúvidas acerca da entrada efetiva de investimentos estrangeiros diretos (IEDs) na economia brasileira, sugerindo a prática de arbitragem regulatória pelos investidores estrangeiros. O gráfico 4.6 exibe a evolução das médias móveis em 12 meses dos fluxos de IED e de investimentos em carteira, com os respectivos desvios-padrão. Por constituírem recursos destinados à obtenção de ganhos financeiros de curto prazo, os investimentos em carteira apresentam maior volatilidade, indicada pelos patamares mais elevados de seu desvio-padrão. Contudo, os deslocamentos recentes para cima das trajetórias da média móvel e do desvio-padrão de IED constituem um indício adicional da entrada efetiva de aplicações em carteira sob a rubrica deste último.

A segunda mudança, por sua vez, embora represente uma melhora no perfil do endividamento externo, não tem sido suficiente para desestimular o significativo aumento das captações externas do setor privado. Entre dezembro de 2010 e maio de 2011, a dívida externa privada passou de US\$ 187 bilhões para US\$ 216 bilhões, constituindo uma elevação de 15,6%. Do total de maio, 57% correspondem a dívidas de bancos, com crescimento de 20% em relação a dezembro de

4. Dentre as principais medidas, destacam-se: 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; e, ainda, mais recentemente, em 8 de julho de 2011, o estabelecimento de compulsório de 60% sobre as posições vendidas em moeda estrangeira acima de US\$ 1 bilhão das instituições financeiras (ou de seu patrimônio de referência; o que for mais elevado).

2010. Essas captações, por não estarem sujeitas à incidência de recolhimentos compulsórios, servem de fonte alternativa para a expansão do crédito doméstico, reduzindo a eficácia das medidas macroprudenciais.

Em suma, os influxos recentes de capitais, embora apresentem mudanças qualitativas positivas à primeira vista, como o aumento da participação relativa de IED na composição da conta financeira do balanço de pagamentos e o alongamento do passivo externo bruto, não afastam a preocupação justificada a respeito do aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Volatilidade do fluxo de IED

Um dos pontos mais destacados nas análises da atual conjuntura econômica brasileira é a recente incorporação maciça de fluxos financeiros e seus efeitos sobre o processo de valorização do real. Tal processo incentivou o endividamento privado em dólares preocupando as autoridades monetárias quanto à vulnerabilidade desses agentes diante de inesperadas mudanças de expectativas nos mercados financeiros internacionais.

O gráfico 4.6 da seção de Setor Externo desta *Carta* apresentou uma primeira aproximação de medida de instabilidade desses fluxos, através dos desvios-padrão associados aos fluxos médios mensais de 12 meses de IED e investimento em carteira. Com essa metodologia, procuramos apontar indícios da prática de arbitragem regulatória dos investidores estrangeiros em reação às medidas macroprudenciais recentes adotadas pelo BCB para desestimular o influxo de capitais especulativos de curto prazo para o país.

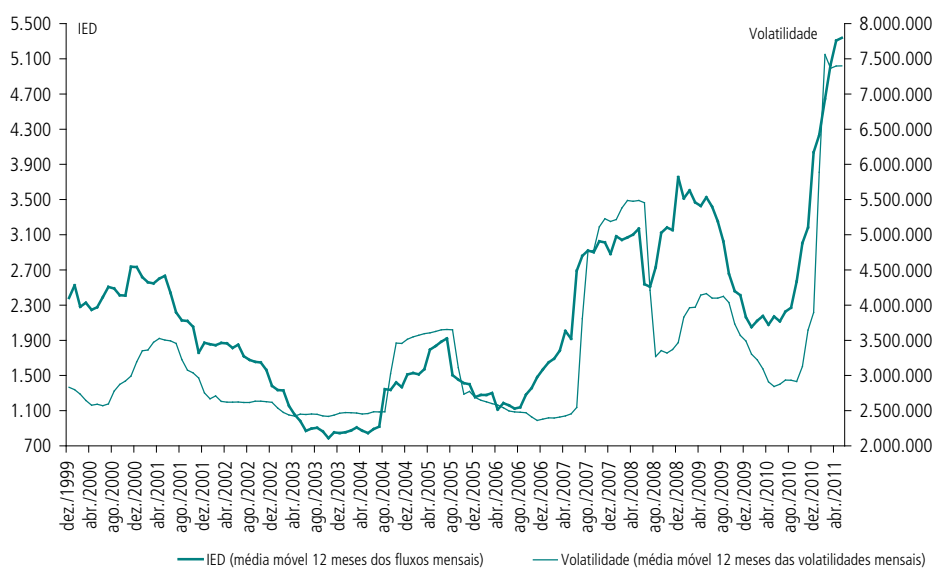
Neste boxe, apresentamos uma abordagem formal de modelagem da volatilidade. Utilizamos a metodologia sugerida por Munhoz e Corrêa (2009)¹ que se baseia em um modelo econométrico específico para séries temporais – Modelo Autorregressivo com Heterocedasticidade Condicional (ARCH). As autoras estimam a volatilidade dos fluxos anuais da conta financeira do balanço de pagamentos para o período entre 1999 e 2005 em quatro níveis de abertura, totalizando 50 séries. Os resultados encontrados mostram que a volatilidade dos fluxos de investimento em carteira são superiores aos do IED líquido.

Seguindo esta metodologia, atualizamos o modelo para o caso específico da série IED bruto abrangendo o período de dezembro de 1999 a maio de 2011. Os testes de raiz unitária apontam para a rejeição da não estacionariedade das séries. Contudo, observamos que a dinâmica das séries mudou a partir de 2006, apresentando comportamento mais instável e uma tendência a maior crescimento. Dessa forma, as especificações do modelo foram alteradas de acordo com a análise dos correlogramas. O modelo final escolhido foi um Autoregressive Integrated Moving Average (ARIMA–2, 1)/Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity (GARCH–1), gerando resíduos não correlacionados e com variância estatisticamente constante.

Pelo gráfico a seguir, é possível observar que o nível de volatilidade aumentou intensamente no período que antecedeu a crise financeira mundial, quando existia uma situação de liquidez abundante nos mercados internacionais. Essa volatilidade sofreu retração durante a crise, entre dezembro de 2008 e janeiro de 2010, quando houve redução substancial do ingresso de IED no país.

Com efeito, a partir do final de 2010, observa-se novo e mais pronunciado aumento da volatilidade, acompanhando o maior ingresso em volume de IED. Esse aumento recente da variância condicional obtida a partir do modelo GARCH corrobora os resultados obtidos pela análise dos desvios-padrão calculados na seção de Setor Externo (gráfico 4.6). Como mostrado por Munhoz e Corrêa (2009), volatilidade alta é uma propriedade de fluxos de curto prazo, de natureza especulativa. Assim, a elevação crescente dos fluxos de IED associada a uma volatilidade maior é indício da validade da hipótese levantada inicialmente da existência de arbitragem regulatória.

GRÁFICO BOX
IED: fluxos médios e volatilidade média¹
(Em US\$ milhões)



Fontes: BCB e Ipea. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP
¹Modelo autorregressivo com heterocedasticidade condicional (GARCH).

1. MUNHOZ, V. C. V.; CORRÊA, V. P. Volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil: uma análise empírica por meio do modelo ARCH. *Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 27, n. 52, set. 2009.

5 ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

As últimas leituras do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foram positivas e confirmaram a redução das pressões inflacionárias de curto prazo tal como antecipada no boletim *Conjuntura em Foco* de maio de 2011. No entanto, a continuidade das incertezas no ambiente externo e o aquecimento do mercado de trabalho doméstico constituem fatores de risco para o cenário prospectivo, como alertou o Banco Central do Brasil (BCB) por meio do Relatório de Inflação de junho de 2011. Com isso, o Comitê de Política Monetária (Copom) optou por manter o ritmo de elevação da taxa básica de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) em 25 pontos básicos (p.b.), para os atuais 12,25% ao ano (a.a.).

Quanto ao mercado de crédito, é possível afirmar que as medidas prudenciais obtiveram sucesso em desacelerar tanto o saldo total quanto as novas concessões. No entanto, esse efeito foi mais concentrado no primeiro trimestre, em especial no mês de março, tendo o mercado se recuperado nos dois meses seguintes. Sendo assim, as previsões apontam para um crescimento robusto, ainda que em níveis menores do que os de 2010.

MERCADO DE JUROS

Nos quatro primeiros meses do ano, os índices de inflação mensal apresentaram alta acentuada, em especial nos setores de alimentos e serviços. Esse movimento se refletiu diretamente na elevação das expectativas inflacionárias e, por conseguinte, das estimativas de amplitude do ciclo de elevação da taxa básica de juros.

Nesse contexto, a reunião do Copom em 20 de abril de 2011 teve como resultado o aumento em 25 p.b. da taxa SELIC para 12% a.a. Na ata posteriormente divulgada, a autoridade monetária deixou clara a necessidade de um ajuste suficientemente prolongado devido às incertezas referentes à evolução do ambiente externo e à persistência de pressões inflacionárias. Além de prever que a dinâmica de preços continuaria desfavorável até o terceiro trimestre desse ano, o documento apontou a recomposição salarial acima da produtividade e a contínua elevação dos preços de *commodities* como fontes de risco num horizonte de médio prazo.

Na segunda reunião, em 08 de junho de 2011, o Copom decidiu aumentar a taxa básica de juros para 12,25%, mantendo a estratégia de incrementos graduais a fim de obter a convergência para o centro da meta em 2012. O ajuste na taxa básica de juros começou em abril de 2010 e já totaliza 350 p.b. Se considerarmos somente a segunda parte do ciclo de alta, o ajuste foi de 150 p.b.

Apesar de reconhecer a melhora nos cenários prospectivos para a inflação, a ata referente a essa reunião sugeriu que o BCB ainda considerava as incertezas do ambiente externo e a persistência das pressões sobre preços como possíveis fontes de risco para a trajetória da inflação.

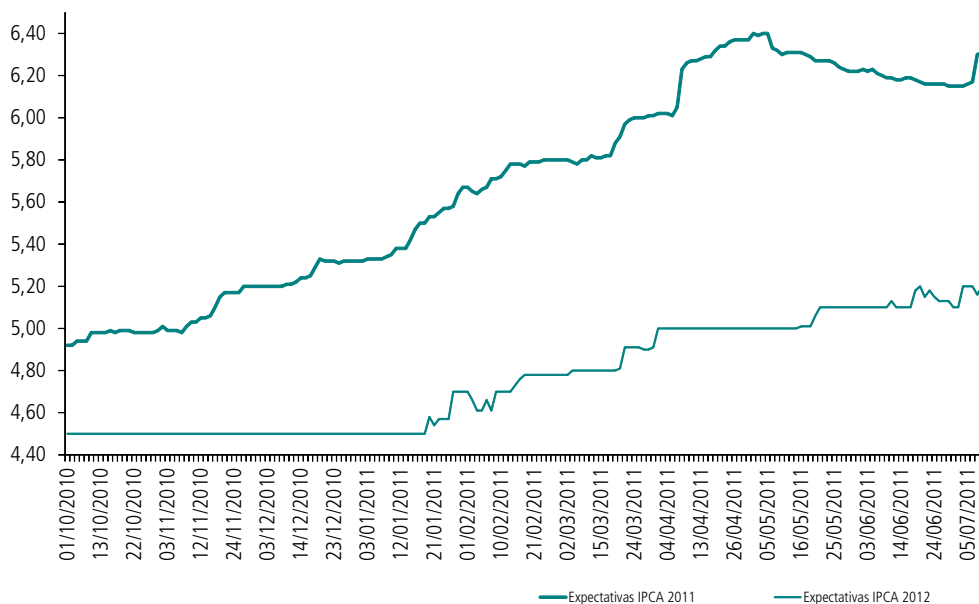
Seguindo padrão semelhante ao do ano anterior, a inflação medida pelo IPCA dos meses de maio e junho sofreu expressiva queda. Soma-se a isso o fato de os efeitos dos baixos índices que medem a inflação no atacado terem impacto defasado nos índices de varejo, de modo que ainda influenciarão as próximas leituras do IPCA.

A percepção sobre a redução das pressões inflacionárias foi compartilhada pelo mercado financeiro uma vez que as expectativas inflacionárias para 2011, medidas pelo Boletim Focus, voltaram a recuar nas últimas semanas, ficando em 6,31% na segunda leitura de julho. Em relação a 2012, por sua vez, se observa um aumento de 5,00% para 5,20% nos últimos dois meses. Atualmente, a inflação acumulada em 2011 está em 3,87% e, em doze meses, 6,71%.

De acordo com o Relatório Trimestral de Inflação divulgado em 29 de junho, o BCB elevou as projeções de inflação em relação ao último relatório, divulgado em março. Tanto no cenário referencial, em que se considera a manutenção do dólar e dos juros básicos nos níveis atuais, quanto no cenário de mercado, que considera as expectativas do mercado para tais variáveis, as estimativas de inflação para 2011 subiram de 5,6% em março para 5,8% em junho. Para 2012, a inflação será de 4,8% e 4,9%, segundo os cenários referencial e de mercado, respectivamente, ante 4,6% no relatório de março.

Segundo o mesmo relatório e em concordância com o tom das atas mais recentes, o risco externo para a concretização do cenário referencial é a evolução do preço de *commodities*. As perspectivas menos favoráveis de crescimento, em particular nos Estados Unidos e na Europa, ajudaram a frear a alta de preços, mas as incertezas continuam e a volatilidade ainda deve perdurar por algum tempo. No âmbito doméstico, o mercado de trabalho continua aquecido e permanece o descompasso entre crescimento da demanda e da oferta. Com isso, a dinâmica de preços fica mais suscetível à inflação passada, além de afetar as expectativas futuras. O BCB considera também a desaceleração no mercado de crédito como elemento fundamental para que o cenário central seja concretizado.

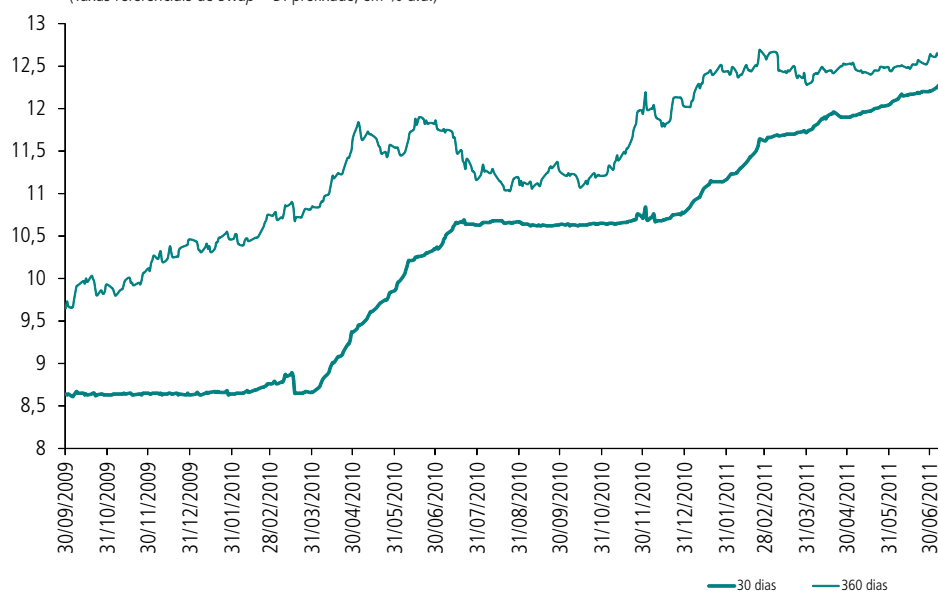
GRÁFICO 5.1
Expectativas de inflação (IPCA)
(Em % a.a.)



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

Desde março de 2011, o mercado futuro de juros tem apresentado menor volatilidade, com o *SWAP* DI x Pré com vencimento em 360 dias se situando próximo à faixa de 12,50%. Em 01 de julho de 2010, o *spread* entre os contratos de 30 e 360 dias era de 1,40% e, em 01 de julho de 2011, era de 0,38%, corroborando a tendência de estabilidade num horizonte de médio prazo. Cabe ressaltar que, a partir de 08 de julho, após a divulgação do IPCA de junho um pouco acima das previsões do mercado, houve aumento em ambas as curvas e algumas apostas na necessidade de mais um aumento de 25 p.b. na taxa básica de juros.

GRÁFICO 5.2
Evolução diária das taxas de juros
(Taxas referenciais de *Swap* – DI prefixado, em % a.a.)



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

A taxa de DI Futuro para o vencimento de janeiro de 2013 permaneceu estável, em 12,70%, entre 28 abril e 11 de julho. O contrato com vencimento em janeiro de 2014, por sua vez, caiu de 12,64% para 12,62% em igual período. Tais variações sugerem que a estabilidade também se aplica a prazos mais longos, demonstrando a confiança nas ações de política monetária do BCB.

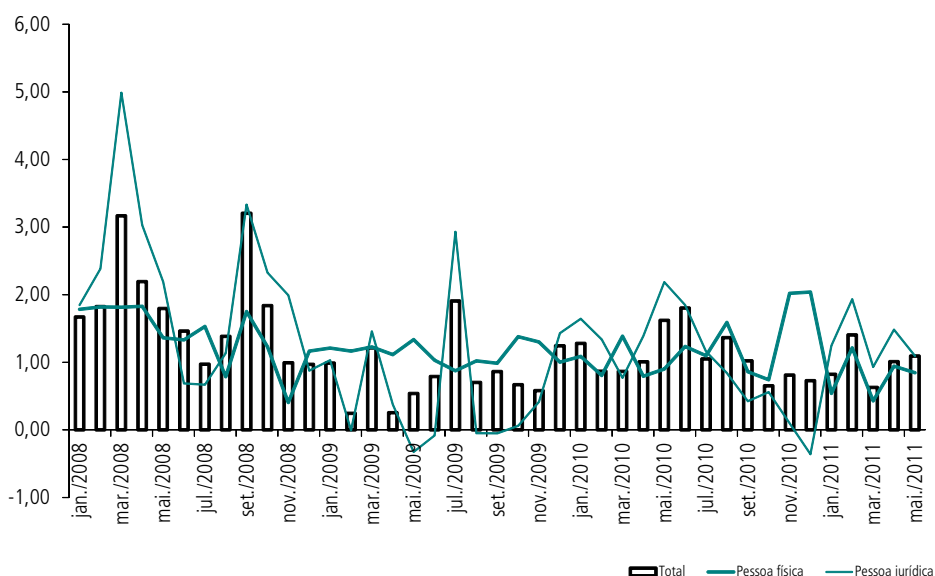
MERCADO DE CRÉDITO

Em maio, o saldo total das operações de crédito atingiu R\$ 1.804 bilhão, o que corresponde a 46,9% do Produto Interno Bruto (PIB) e a um incremento de 1,6% em relação a abril. Entre janeiro e maio de 2011, houve expansão de 5,8%, enquanto o crescimento no acumulado em doze meses foi de 20,4%.

Como é comum em séries de dados econômicos, o mercado de crédito está sujeito aos ciclos de produção e consumo, o que prejudica a análise de variações mensais. O mês de maio, em particular, é normalmente associado à forte expansão no mercado. Portanto, apesar de os dados mostrarem um crescimento robusto nesse mês, é necessário realizar os devidos ajustes sazonais a fim de melhor qualificar a análise das medidas de restrição de crédito. Outro fator importante a ser considerado é o dos efeitos da inflação sobre o saldo total. Para tanto, a série de dados foi deflacionada pelo índice acumulado do IPCA nos doze meses anteriores.

Ambos os efeitos foram considerados no gráfico a seguir, que mostra que o efeito das medidas de restrição ao crédito, em especial do aumento dos compulsórios sobre depósitos à vista e a prazo em dezembro de 2010, foi mais pronunciado na passagem de fevereiro para março de 2011, cujo crescimento de 0,63% foi o menor desde novembro de 2009. Em abril de 2011, a variação mensal subiu para 1,01% em relação ao mês anterior e para 1,09% em maio de 2011. Em primeira análise, portanto, as medidas de crédito tiveram forte impacto no mercado no momento inicial, tendo se recuperado no momento posterior, ainda que com taxas mensais de crescimento inferiores em relação ao ano passado. Essa acomodação pode ser considerada natural, dado que não se vislumbra num horizonte de curto prazo mudanças radicais nas condições de financiamento.

GRÁFICO 5.3
Saldo com recursos livres e direcionados
(Variação mensal em %, deflacionada pelo IPCA, com ajuste sazonal)



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

A variação do saldo trimestral contra o trimestre encerrado no mês anterior mostra que o segmento de pessoa física foi o que mais sofreu com as medidas de restrição. Essa retração foi parcialmente compensada pelo segmento de pessoa jurídica até abril de 2011. Com isso, em maio, o indicador já apresenta tendência de queda quando se considera o saldo total.

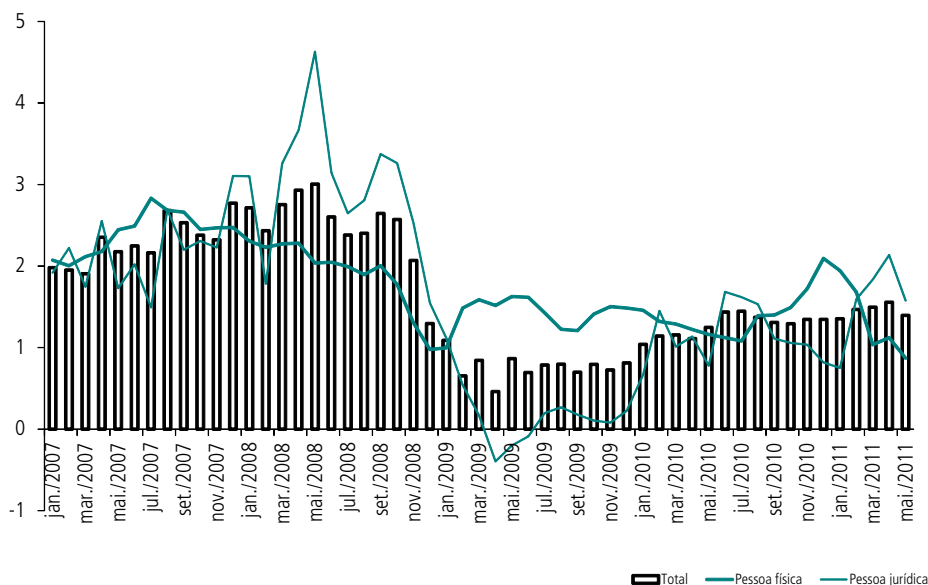
Vê-se, portanto, que o mercado de crédito continua crescendo, mas os indicadores analisados permitem concluir que esse crescimento se dará em níveis menores.

Em maio, o desempenho relativo entre as carteiras de crédito livre e direcionado foi equilibrado, cada qual mantendo a taxa de participação relativa ao PIB. O estoque de crédito com recursos livres totalizou R\$1.180 bilhão, com expansão de 1,6% em relação a abril de 2011 e 18,1% em relação a maio de 2010. A comparação do desempenho da carteira para pessoa física e jurídica também aponta para o equilíbrio, sendo que desde janeiro de 2010 as participações relativas de cada segmento caminham juntas.

Quanto às operações com recursos direcionados, o estoque de crédito totalizou R\$ 624,9 bilhões em maio, com elevações de 1,6% em relação ao mês anterior e de 25,1% em doze meses. As operações destinadas ao crédito habitacional mantiveram o ritmo de 2010, tendo apresentado expressiva variação positiva de 48,2% em relação a maio de 2010 e de 15,5% no acumulado do ano. Os financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por sua vez, exibiram desempenho mais moderado, com incremento de 21,2% em doze meses, sendo que os desembolsos

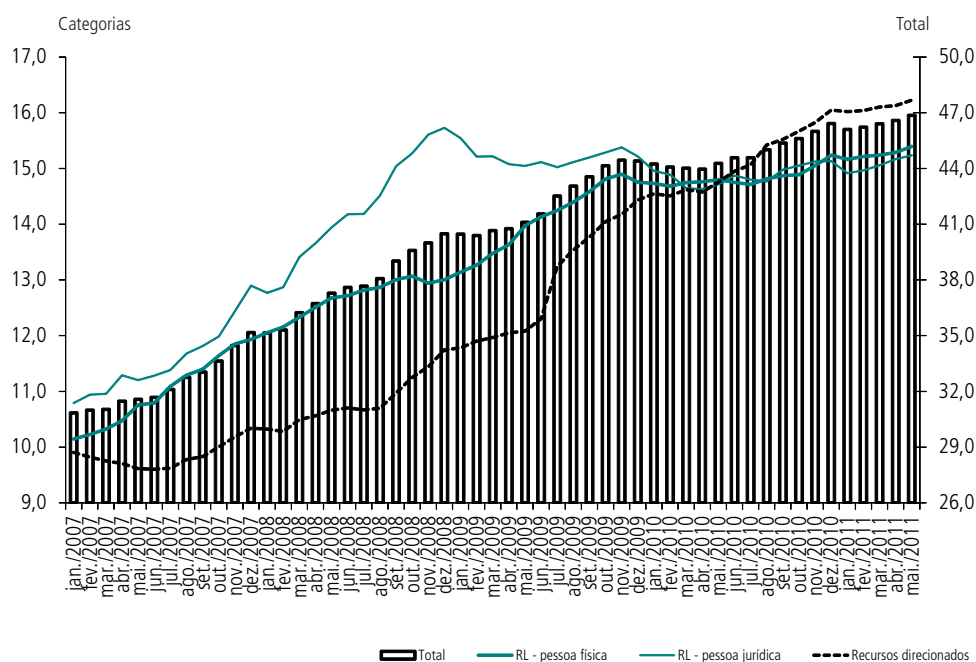
entre janeiro e abril de 2011 registraram retração de 5%. Com isso, a tendência para o ano é que o segmento habitacional continue aquecido, sendo parcialmente compensado por um desempenho do BNDES mais próximo da média total.

GRÁFICO 5.4
Saldo das operações de crédito com recursos livres
 (Variação em %, trimestre contra trimestre encerrado no mês anterior, com ajuste sazonal)



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

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

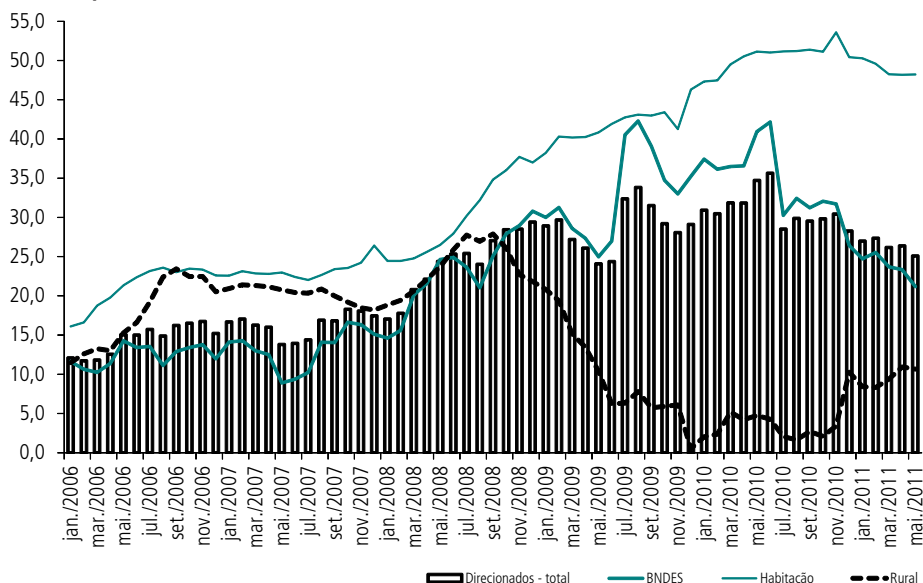


Fonte: BCB-DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A análise das novas concessões, por sua vez, corrobora a visão de que as medidas no mercado de crédito tiveram impacto mais concentrado no mês de março, se recuperando nos meses de abril e maio. Entre fevereiro e março, a queda foi de 9,0% e 12,0% nos segmentos de pessoa física e jurídica, respectivamente.

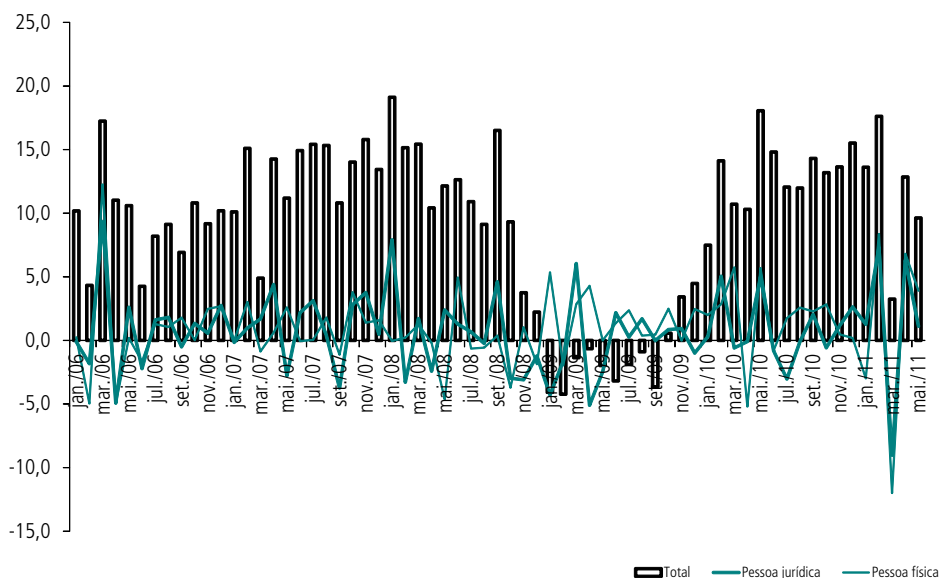
O gráfico 5.8 apresenta a evolução das concessões acumuladas no trimestre contra o mesmo trimestre do ano anterior das modalidades com maior volume em maio de 2011. O registro mais importante fica por conta da queda na modalidade “aquisição de veículos”, processo este que começou em dezembro de 2009 e foi reforçado em dezembro de 2010, após as medidas do BCB. Apesar de a evolução das demais modalidades seguir padrão semelhante, cabe a ressalva de que as maiores variações no mês de maio se referem a modalidades em que historicamente prevalecem taxas de juros mais altas: cheque especial e cartão de crédito.

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



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

GRÁFICO 5.7
Concessões acumuladas no mês
 (Variação mensal interanual em %, com ajuste sazonal)¹



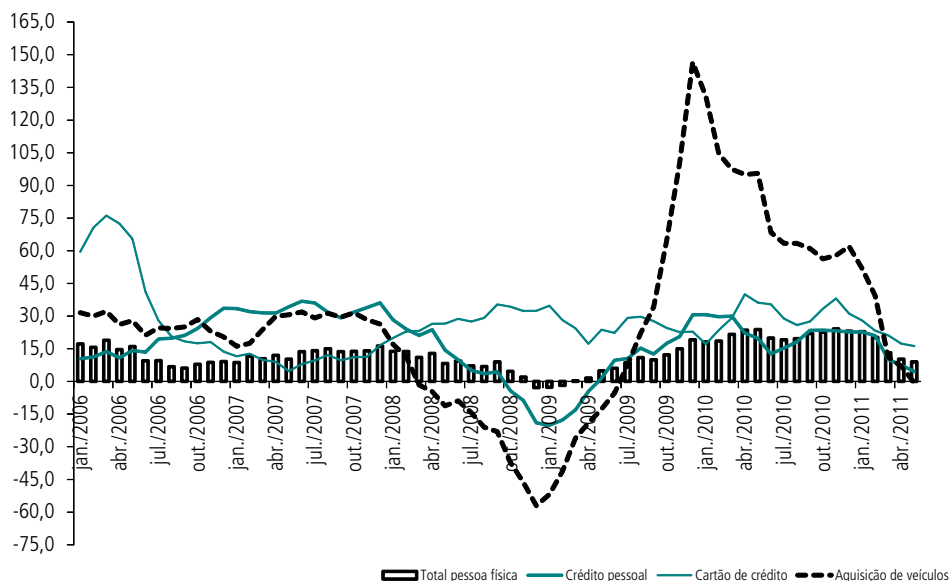
Fonte: BCB-DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
 Nota: ¹ Método X-12 Arima.

No tocante a pessoa jurídica, as concessões acumuladas via adiantamento de contratos de câmbio (ACC) ganharam destaque, apresentando crescimento de 8,1% na comparação entre abril e maio de 2011, e 47,5% nos últimos doze meses. Quando analisamos a variação nos últimos doze meses, com ajuste sazonal, é possível perceber que essa recuperação precede o aumento dos compulsórios em dezembro de 2010. Em se tratando de uma captação externa, o ACC se beneficia da abundância de liquidez internacional e da taxa de câmbio. As condições favoráveis sofreram um pequeno abalo com o aumento expressivo em maio do cupom cambial como resultado das medidas do governo de restrição de posições vendidas dos bancos e do aumento do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros (IOF) sobre operações estrangeiras de curto prazo. O contrato com vencimento em janeiro de 2012 era negociado a 2,80% em 31 de março e passou para 4,23% em 31 de maio. O avanço do cupom cambial diminuiu a vantagem das operações de arbitragem no Brasil, reduzindo o incentivo para a compra de reais com dólares levantados em empréstimos mais baratos na moeda americana feitos no exterior. Quanto maior o cupom cambial, menor o dólar futuro e menor o desejo de trocar dólares por reais. No entanto, em 27 de junho, o mesmo contrato já era negociado a 2,55%, restabelecendo o incentivo à captação externa.

GRÁFICO 5.8

Concessões acumuladas no mês: pessoa física

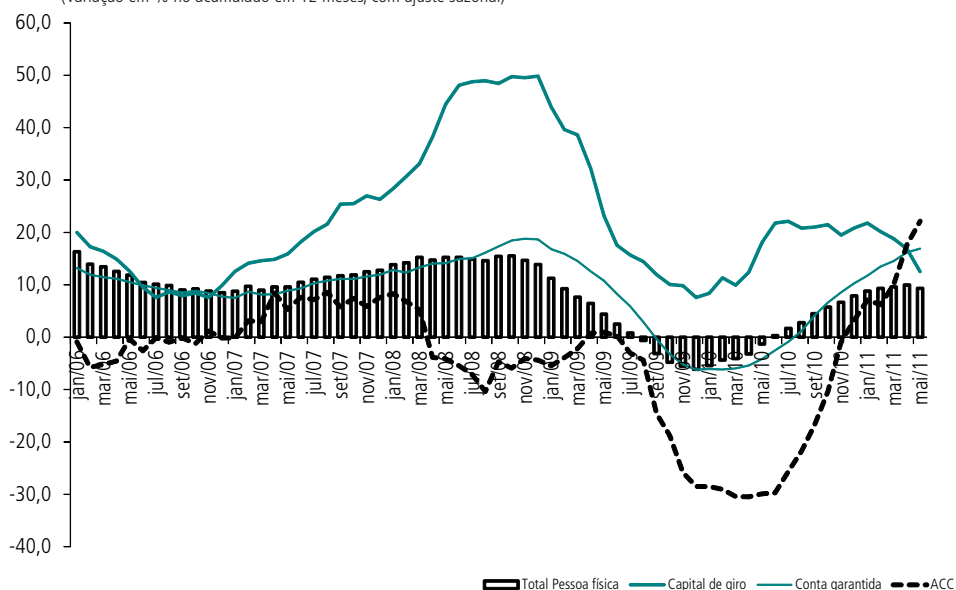
(Variação trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, em %)



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

Ao contrário do ACC, as concessões para capital de giro perderam força em 2011. Nesse caso, a maior atratividade das linhas de crédito internacionais pode ter incentivado uma troca de modalidades.

GRÁFICO 5.9

Concessões acumuladas no mês: pessoa jurídica(Variação em % no acumulado em 12 meses, com ajuste sazonal)¹

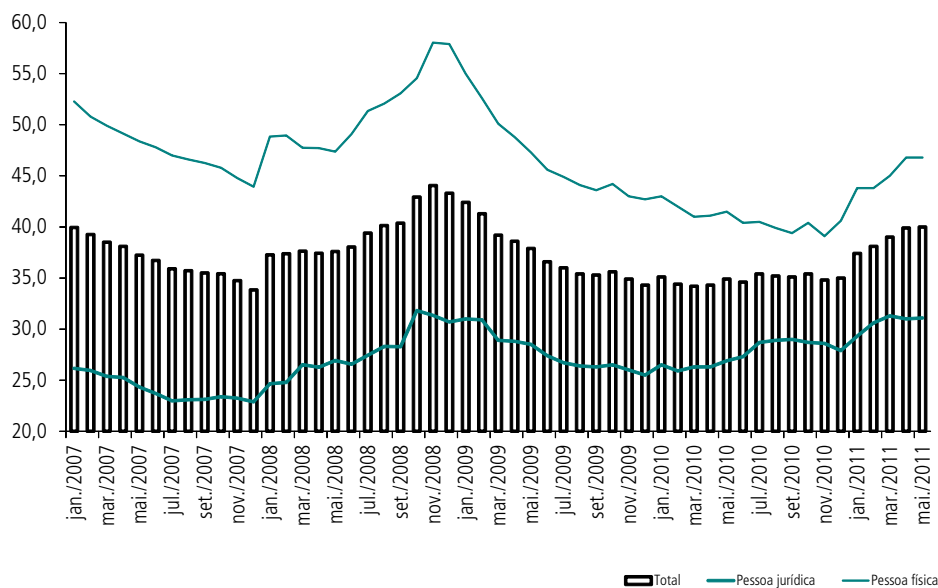
Fonte: BCB-DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Nota: ¹ Método X-12 Arima.

Após o impacto inicial das medidas de crédito, os dados de maio mostram acomodação tanto nas taxas de juros médias quanto nos *spreads*. De dezembro de 2010 até abril de 2011, houve aumento de 4,9 pontos percentuais (p.p.) e 4,3 p.p. na taxa de aplicação e no *spread*, respectivamente. Na passagem de abril para maio, houve aumento de somente 0,1 p.p. em ambos os indicadores. A taxa média de aplicação no segmento de pessoa física se manteve estável entre abril e maio, em 46,8%, enquanto o segmento de pessoa jurídica passou de 31,0% para 31,1% a.a.

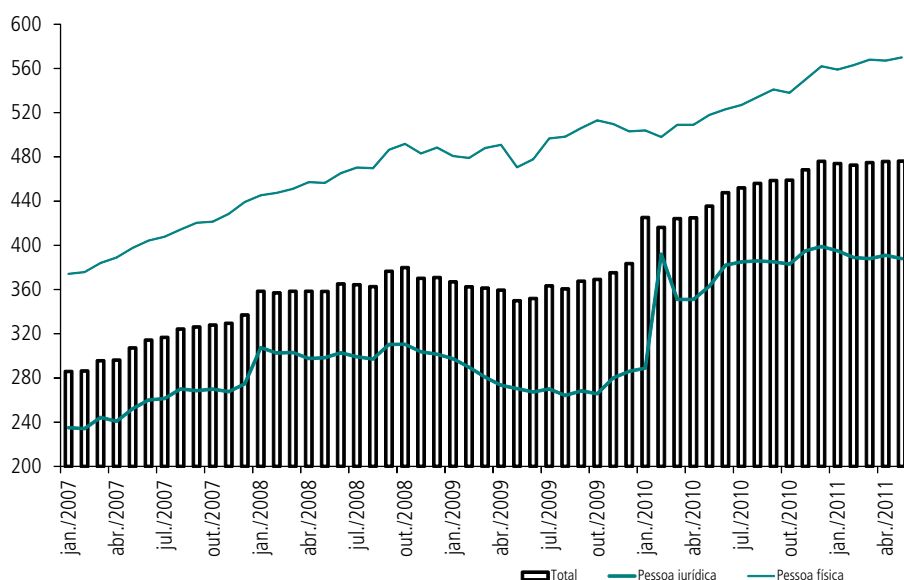
Os dados mais recentes indicam estabilidade nos prazos, após o recuo observado imediatamente após o aumento de compulsórios. Em relação ao segmento de pessoa jurídica, entre dezembro de 2010 e maio de 2011 houve redução de 399 para 388 dias no prazo médio das operações. Em igual período, o segmento de pessoa física experimentou pequeno acréscimo, de 562 para 570 dias. Em relação a maio de 2010, ambos os segmentos apresentam incrementos de 25 e 52 dias, respectivamente, mostrando que ainda há espaço para atuação das medidas de restrição ao crédito.

GRÁFICO 5.10
Taxa média mensal das operações prefixadas
(Em % a.a.)



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

GRÁFICO 5.11
Prazo médio consolidado das operações de crédito referenciais para taxa de juros
(Em dias)



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

Devido à piora nas condições de financiamento, a inadimplência teve aumentos consecutivos nos últimos meses, confirmando os dados de indicadores antecedentes, como o da Serasa Experian. De janeiro até maio, a inadimplência para pessoa física cresceu 0,7 p.p., e a de pessoa jurídica, 0,4 p.p., na comparação entre março e maio.

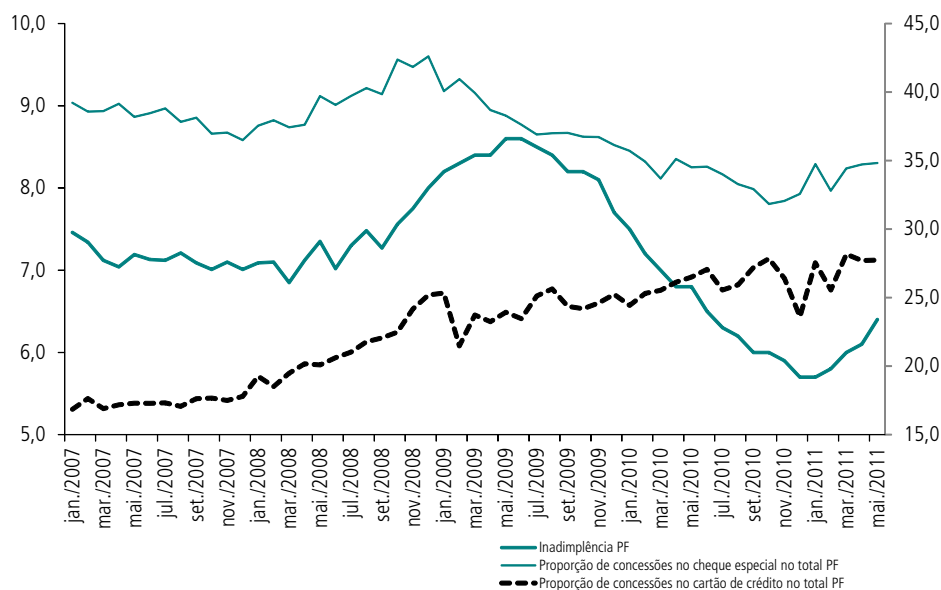
É natural que a inadimplência aumente nos ciclos de aumento da taxa básica e na ocorrência de aumentos de *spread*. Soma-se a isso o fato de a proporção de novas concessões de linhas de curto prazo (eixo à direita do gráfico) ter aumentado no período recente, como se observa no gráfico a seguir. Com isso, se espera que nos próximos meses a inadimplência aumente, apesar de a comparação em relação a maio de 2010 ainda mostrar níveis confortáveis do indicador. Cabe ressaltar também que as medidas de contenção de crédito buscaram justamente corrigir eventuais excessos nesse mercado num horizonte de médio prazo.

A Serasa Experian já prevê um esgotamento na alta da inadimplência do consumidor a partir do final do ano, segundo seu indicador de perspectivas. No que se refere às empresas, o processo de alta deve ser mais longo, principalmente devido à persistência de juros e *spreads* mais altos em relação ao ano passado.

GRÁFICO 5.12

Inadimplência acima de 90 dias em relação ao total da modalidade e proporção de crédito de curto prazo

(Em %)



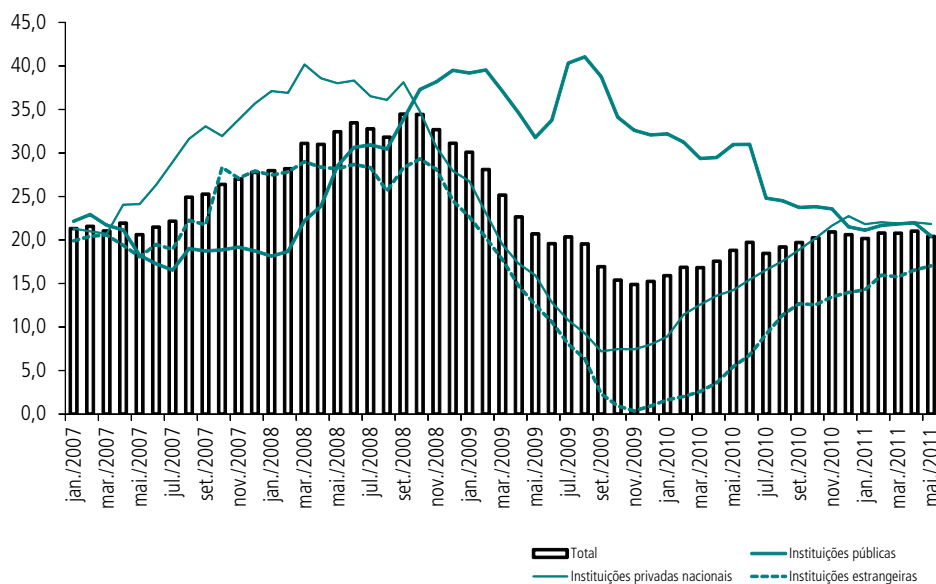
Fonte: BCB-DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A distribuição do estoque de crédito por controle de capital sofreu poucas alterações ao longo do ano. Os bancos privados nacionais recuperaram ligeiramente sua participação ao longo de 2011, respondendo em maio de 2011 por 41,0% do saldo total, ainda inferior aos 41,8% das instituições públicas que assumiram a dianteira após a eclosão da crise financeira de 2008/2009. Pela análise do gráfico a seguir, se vê que as taxas de crescimento dos bancos privados nacionais e públicos estão se estabilizando enquanto os bancos internacionais mantêm trajetória de crescimento.

GRÁFICO 5.13

Taxa de crescimento nominal, em 12 meses, do saldo das operações de crédito, por controle de capital

(Em %)



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

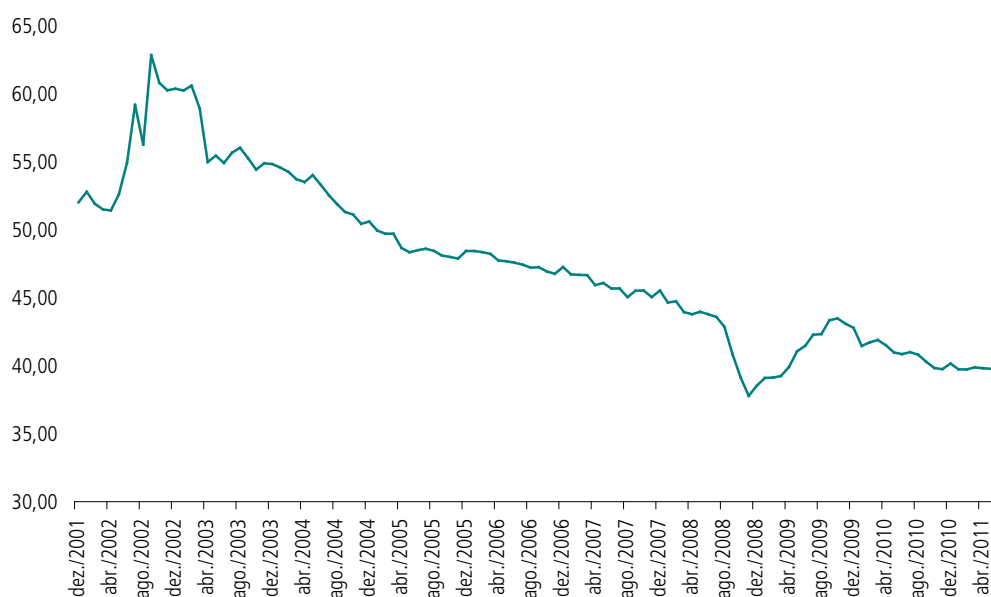
6 FINANÇAS PÚBLICAS

COMPORTAMENTO DAS FINANÇAS PÚBLICAS NOS CINCO PRIMEIROS MESES DE 2011

EVOLUÇÃO RECENTE DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP)

Nos cinco primeiros meses de 2011, a DLSP, exclusive Petrobras e Eletrobras – dada pela diferença entre a dívida pública total e os ativos financeiros (ambos consolidados) da União, dos 26 estados, do Distrito Federal, dos 5.565 municípios e das demais empresas estatais brasileiras –, permaneceu essencialmente estável em 39,8% do Produto Interno Bruto (PIB) (ver gráfico 1).

GRÁFICO 6.1
Evolução mensal da DLSP
(Em % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A dinâmica da DLSP medida em porcentagem do PIB (aqui abreviada por “d”) depende de quatro variáveis básicas, a saber: *i*) a taxa “real” de crescimento do PIB (aqui abreviada por “g”); *ii*) a taxa de juros (líquida) “real” incidente sobre a DLSP (abreviada por “r”); *iii*) o valor do superávit primário medido como porcentagem do PIB (abreviado por “prim”); e *iv*) o valor dos “ajustes patrimoniais” incidentes sobre a DLSP medido em porcentagem do PIB (abreviado por “ap”). Com efeito, algebricamente tem-se que:

$$d_t \approx (1 + r_t - g_t) * d_{t-1} - prim_t + ap_t \quad (1)$$

O restante desta primeira seção discute o comportamento recente dos condicionantes da DLSP.

O SUPERÁVIT PRIMÁRIO

A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) aprovada pelo Congresso Nacional em agosto de 2010 fixou a meta de superávit primário do setor público consolidado (exclusive Petrobras) para 2011 em R\$ 125,5 bilhões (ou 3,3% de R\$ 3,927 trilhões, o PIB nominal previsto para 2011). Esperava-se, ademais, que *i*) a União contribuísse com R\$ 81,7 bilhões deste valor; *ii*) que o superávit primário das empresas estatais federais (exclusive Petrobras) fosse de R\$ 7,6 bilhões; e que *iii*) estados e municípios contribuíssem com R\$ 36,1 bilhões. Finalmente, a LDO admitia a possibilidade de reduzir a referida meta em R\$ 32 bilhões desde que os recursos em questão fossem utilizados para financiar obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC).

Dados do BCB relativos aos meses de janeiro a maio de 2011 mostram que o superávit primário acumulado da União nos cinco primeiros meses do ano foi de R\$ 45,7 bilhões, enquanto o de estados e municípios atingiu R\$ 19,0 bilhões e o das empresas estatais federais (e estaduais e municipais) foi essencialmente zero. Ou seja, em cinco meses o governo já atingiu 51,5% da meta “cheia” de superávit primário para todo o ano de 2011 – sem que a União tivesse que recorrer a quaisquer receitas extraordinárias.

É provável, entretanto, que o PIB de 2011 venha a ser superior ao previsto em agosto de 2010. Daí, talvez, a expectativa média de superávit primário da ordem de 2,8% do PIB em 2011 por parte das instituições ouvidas pelo boletim *Focus* do BCB – número este que nos parece ligeiramente conservador.

A TAXA IMPLÍCITA REAL DE JUROS

Nos cinco primeiros meses de 2011 a taxa de juros real implícita sobre a DLSP – isto é, a taxa nominal mensal anualizada menos a inflação mensal anualizada medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), uma *proxy* do “ r ” da equação (1), portanto¹ – tem flutuado em torno de 9,5% ao ano (a.a.) (ver gráfico 1) – valor próximo do verificado nos últimos anos. Com efeito, a elevação na taxa de juros implícita nominal verificada nos últimos meses (de cerca de 14% para 16% anuais) apenas compensou o efeito da elevação da inflação (medida pelo IPCA e anualizada) no mesmo período.

GRÁFICO 6.2
Taxas de juros implícitas anuais sobre a DLSP
(Em % do PIB e em % a.a.)



Fontes: BCB e cálculos dos autores. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A DLSP é composta por muitos ativos e passivos distintos, emitidos em datas diferentes e remunerados a taxas diversas. Em maio de 2011, por exemplo, os principais passivos públicos eram: *i*) a dívida mobiliária federal (42,9% do PIB); *ii*) operações compromissadas do BCB (9,8% do PIB); *iii*) depósitos do setor privado no BCB (8,8% do PIB); e *iv*) a base monetária (4,6% do PIB). Os principais ativos financeiros públicos, por sua vez, eram: *i*) reservas internacionais do BCB (da ordem de 13,5% do PIB); *ii*) aplicações do Fundo de Amparo ao trabalhador (FAT) (4,7% do PIB); e *iii*) créditos junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (6,8% do PIB).

A taxa implícita de juros sobre a DLSP reflete, portanto, o histórico de decisões tomadas no passado sobre a aquisição de ativos e passivos pelo governo (e a “maturidade” e a remuneração dos mesmos).² Sabe-se, entretanto, que a remuneração dos passivos públicos (com exceção da base monetária) tende a ser igual ou superior à taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) vigente quando da emissão dos mesmos, enquanto os principais ativos financeiros públicos tendem a ser remunerados (quando muito) pela taxa de juros de longo prazo (TJLP).³ Daí que a taxa de juros implícita sobre a DLSP tende a ser maior quanto maior for o tamanho do passivo público total e maior a diferença entre a TJLP e a taxa SELIC nos anos passados próximos – de modo que a estabilidade recente tem muito a ver com o fato de que o aumento do primeiro (quando comparado a 2008, por exemplo) foi em grande medida compensado pela diminuição da segunda.

Daí também que o comportamento futuro próximo da taxa de juros implícita real incidente sobre a DLSP irá depender fundamentalmente do *timing* e da magnitude do aperto monetário ora em curso e do comportamento da inflação

1. Note-se que o conceito relevante de inflação na equação (1) é inflação medida pelo deflator do PIB (ver tabela 1).

2. Ver, para detalhes, Schettini, B.; Gobetti, S. *Dívida líquida e dívida bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro*. Ipea, 2010 (Texto para Discussão, n.1.514).

3. Registre-se que as reservas internacionais (cada vez maiores) são remuneradas a taxas muito menores do que a TJLP – refletindo os baixos juros nominais incidentes sobre os títulos da dívida pública dos países centrais.

no restante do ano – assim como das decisões do governo quanto à acumulação de reservas. De todo modo, elevações muito significativas em “*r*” ainda em 2011 parecem pouco prováveis a esta altura.

OS AJUSTES PATRIMONIAIS

Ajustes patrimoniais sobre a DLSP são de três tipos, a saber: *i*) ajustes cambiais; *ii*) ajustes por conta de reconhecimentos de dívidas (por conta, por exemplo, de decisões judiciais); e *iii*) privatizações. Desde 1999 os únicos ajustes patrimoniais macroeconomicamente relevantes têm sido os ajustes cambiais.

Variações na taxa de câmbio afetam a DLSP porque modificam o valor em reais dos passivos e ativos públicos denominados em dólares. Desvalorizações do real aumentaram fortemente a DLSP em 1999 e 2002 porque os passivos públicos denominados em dólares eram bem maiores do que os ativos públicos em moeda estrangeira (notadamente reservas internacionais em poder do BCB). O contrário ocorreu no final de 2008 – quando as reservas internacionais já eram bem maiores do que os passivos públicos denominados em dólares, situação que permanece até hoje.

Daí que, na atual conjuntura, apreciações do real aumentam a DLSP ao passo que desvalorizações do real diminuem a DLSP. A julgar pela expectativa média das instituições ouvidas pelo boletim *Focus/BCB* – que antecipam o dólar fechando 2011 cotado a R\$ 1,78 – espera-se que o câmbio contribua para diminuir e não para aumentar a DLSP no segundo semestre de 2011.

AS PERSPECTIVAS PARA 2011

Do que foi exposto acima parece sensato esperar que a DLSP feche 2011 em um nível menor do que os 40,2% do PIB verificados no final de 2010. Com efeito, a tabela 1 evidencia que a manutenção da DLSP nos níveis de 2010 requer um cenário particularmente pessimista – notadamente a combinação de baixo crescimento (da ordem de 3,5% em termos reais em 2011), superávit primário em torno de 2,8% do PIB, forte aumento na taxa de juros real incidente sobre a DLSP (em um contexto de inflação estável) e ajustes cambiais positivos (a despeito da expectativa de desvalorização cambial). Por outro lado, um cenário mais provável – no qual a economia cresce 4% em 2011, a taxa de juros real incidente sobre a DLSP aumenta em 10%, o superávit primário termina o ano em 3% do PIB e os ajustes patrimoniais são nulos – implicaria uma DLSP de 38,7% do PIB no final de 2011.

Note-se, por fim, que a conta de juros líquidos pagos aos credores do setor público – que atingiu 5,3% do PIB em 2010, o menor valor em mais de uma década – apresenta ligeira tendência de alta em todos os cenários da tabela 1, variando entre 5,6% do PIB nos cenários mais favoráveis até 5,9% do PIB no cenário i. Daí que parece justo esperar uma relativa estabilidade do déficit nominal do setor público em torno dos 2,55% do PIB verificados em 2010, ou até uma ligeira deterioração desta última variável em 2011.

TABELA 6.1
Cenários para a DLSP em 2011

Ano	d_{t-1}	r_t	Taxa nominal de juros (média anual)	Inflação (deflator anual do PIB)	g_t	$prim_t$	a_t	d_t	Juros líquidos (% do PIB)
2009	0.3850	0.0857	0.1430	0.0573	-0.0064	0.0200	0.0280	0.4285	0.0537
2010	0.4280	0.0706	0.1440	0.0734	0.0749	0.0280	0.0053	0.4035	0.0532
2011a	0.4020	0.0770	0.1570	0.0800	0.0400	0.0330	0.0000	0.3834	0.0561
2011b	0.4020	0.0870	0.1570	0.0700	0.0400	0.0330	0.0000	0.3875	0.0567
2011c	0.4020	0.0670	0.1570	0.0900	0.0400	0.0330	0.0000	0.3794	0.0556
2011d	0.4020	0.0770	0.1570	0.0800	0.0500	0.0330	0.0000	0.3794	0.0556
2011e	0.4020	0.0770	0.1570	0.0800	0.0300	0.0330	0.0000	0.3875	0.0567
2011f	0.4020	0.0770	0.1570	0.0800	0.0400	0.0300	0.0000	0.3864	0.0561
2011g	0.4020	0.0770	0.1570	0.0800	0.0400	0.0280	0.0000	0.3884	0.0561
2011h	0.4020	0.0770	0.1570	0.0800	0.0400	0.0280	0.0050	0.3934	0.0561
2011i	0.4020	0.0770	0.1630	0.0800	0.0350	0.0280	0.0080	0.4029	0.0586

Fonte: Coordenação de Finanças Públicas (CFP) do Ipea a partir de dados primários do BCB.

A EVOLUÇÃO RECENTE DAS RECEITAS E DESPESAS FEDERAIS

Espera-se que a União responda por cerca de dois terços do superávit primário total em 2011. Uma análise mais detida dos dados de alta frequência disponíveis tanto para a arrecadação quanto para os gastos públicos federais parece indicar que a União não terá maiores problemas para cumprir a referida meta.

A tabela 2 resume os números relevantes da evolução mensal das receitas públicas federais – publicados pela Secretária do Tesouro Nacional (STN) – agrupados de modo conveniente para os nossos propósitos.

Os dados da tabela 2 indicam que o desempenho da arrecadação dos tributos federais nos cinco primeiros meses de 2011 foi significativamente superior ao registrado nos cinco primeiros meses de 2010 em praticamente todos os tipos de tributos. Indicam, ainda, que a receita primária da União excluindo receitas não recorrentes tem crescido mais rapidamente do que o PIB nos cinco primeiros meses de 2011. Note-se que o decréscimo verificado na receita primária total de janeiro a maio de 2011, quando comparada à verificada nos cinco últimos meses de 2010 (na série com ajuste sazonal), é inteiramente explicado pelos R\$ 74 bilhões em receitas não recorrentes verificados em setembro de 2010 (por conta do contrato de cessão onerosa realizado entre o governo e a Petrobras no referido mês).

TABELA 6.2

Evolução das receitas primárias da União nos primeiros cinco meses de 2011

	Acumulado nominal janeiro/maio de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/maio de 2010 (IPCA)	Taxa de crescimento real em relação a agosto/dezembro de 2010 (IPCA, ajuste sazonal X-12)	% do PIB nominal janeiro/maio de 2011	% do PIB nominal janeiro/maio de 2010
Receitas primárias	396.35	10,48	-10,63	24,65	23,57
Receitas primárias sem receitas não recorrentes	394.98	10,24	5,13	24,56	23,54
Tributos sobre a renda do trabalho	40.10	15,98	11,75	2,49	2,27
Contribuições previdenciárias	100.41	9,00	2,31	6,24	6,05
Tributos sobre o lucro	71.76	14,98	4,07	4,46	4,10
Tributos indiretos	112.02	12,27	4,39	6,97	6,56
Tributos sobre operações financeiras	22.04	17,20	12,40	1,37	1,24
Demais recorrentes	48.65	-3,92	-8,32	3,03	3,33

Fonte: Ipea/Dimac/CFP a partir de dados primários da STN do Ministério da Fazenda.

A tabela 3, por sua vez, resume os números relevantes da evolução mensal das despesas públicas federais agrupados de modo conveniente para os nossos propósitos. Tais dados são publicados pela STN e/ou estimados por meio de consultas ao Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (Siafi).

TABELA 6.3

Evolução das despesas primárias da União nos primeiros cinco meses de 2011

	Acumulado nominal janeiro/maio de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/maio de 2010 (IPCA)	Taxa de crescimento real em relação a agosto/dezembro de 2010 (IPCA, ajuste sazonal X-12)	% do PIB nominal janeiro/maio de 2011	% do PIB nominal janeiro/maio de 2010
Despesa total	350.89	5,39	-2,65	21,82	21,88
Despesa total sem Fundo Soberano e sem capitalização da Petrobras	350.89	5,39	7,52	21,82	21,88
Transferências obrigatórias a estados e municípios ¹	72.56	17,43	13,21	4,51	4,06
Pessoal e encargos sociais	73.27	4,58	3,65	4,56	4,60
Benefícios previdenciários (RGPS ²)	108.12	3,91	3,98	6,72	6,83
Abono e seguro-desemprego	9.80	1,57	-5,53	0,61	0,63
Loas ³ e RMV ⁴	10.19	5,90	3,12	0,63	0,63
Subsídios e subvenções econ.	3.83	-12,83	110,51	0,24	0,29
Outras_despesas_cust._capit.	70.79	-0,93	11,75	4,40	4,70
Investimentos (inclui transferências de capital)	14.13	-13,32	8,44	0,88	1,07
Formação bruta de capital fixo (FBCF)	9.81	-4,94	3,03	0,61	0,68

Fontes: Ipea/Dimac/CFP a partir de dados primários da STN, do Siafi e do BCB.

Notas: ¹ Note-se que as transferências voluntárias a estados e municípios são computadas no item "outras despesas de custeio e capital".

² Regime Geral de Previdência Social.

³ Lei Orgânica de Assistência Social.

⁴ Renda Mensal Vitalícia.

Percebe-se na tabela 3, em primeiro lugar, que o crescimento dos gastos públicos federais nos primeiros cinco meses de 2011 em relação aos primeiros cinco meses de 2010 é pouco mais da metade do crescimento das receitas verificado no mesmo período. Percebe-se, ainda, que as despesas recorrentes (isto é, as que excluem aplicações no fundo soberano e capitalizações da Petrobras) vêm crescendo mais do que o PIB nos últimos cinco meses.⁴ Crucial para a correta compreensão

4. A queda verificada na despesa primária total é inteiramente explicada pela despesa primária extraordinária com a capitalização da Petrobras verificada em setembro de 2010.

destes dados é o fato de que os vários tipos de gasto se comportaram de maneira bastante diferente no período em questão. Por um lado, as transferências obrigatórias para estados e municípios (principalmente) e as “outras despesas de custeio e capital” (que incluem os investimentos) têm crescido mais rapidamente do que o PIB nos últimos cinco meses, refletindo respectivamente o crescimento da arrecadação tributária e o baixo dinamismo dos investimentos no final do ano (eleitoral) passado (além de algumas decisões judiciais negativas ao governo federal). Por outro lado, as despesas com funcionários públicos ativos e inativos e os gastos com previdência e assistência social têm crescido um pouco menos rapidamente do que o PIB – refletindo a ausência de aumentos salariais e/ou contratações significativas de funcionários públicos no período e o modesto reajuste do salário mínimo (SM) neste ano (em vista da retração do PIB em 2009). Parece justo, entretanto, supor que o crescimento das outras despesas de custeio e capital deva convergir para próximo do crescimento do PIB no restante do ano – deixando assim as transferências obrigatórias para estados e municípios (reflexo do crescimento das receitas tributárias) como o único item a elevar as despesas da União significativamente acima do PIB em 2011.

A EVOLUÇÃO RECENTE DAS RECEITAS E DESPESAS ESTADUAIS

Dados de alta frequência para as receitas e para aproximações dos gastos de estados e municípios são disponibilizados nos *Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária* (RREOs), regulamentados pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e divulgados bimestralmente por União, estados e municípios. Frise-se que os dados disponibilizados nos RREOs são orçamentários – e não “de caixa”, como os dados utilizados na metodologia de cálculo do superávit primário utilizada pelo BCB (e utilizada na LDO). Daí que os dados – notadamente de despesa – extraídos dos RREOs (até o segundo bimestre de 2011) devem ser vistos como primeiras aproximações das variáveis relevantes (ver abaixo).

Espera-se que estados e municípios respondam por pouco menos de um terço do superávit primário do setor público em 2011. Note-se, entretanto, que o superávit primário dos municípios não é particularmente importante em termos macroeconômicos – tendo flutuado em torno de 0,1% do PIB nos últimos dois anos. Por conta deste último fato – e por motivos de ordem técnica⁵ – o restante desta seção se concentra nos dados dos estados e do Distrito Federal.

A tabela 4 detalha a evolução dos principais agregados da receita primária dos estados brasileiros – a saber, a própria receita primária (corrente) total dos estados, e as parcelas desta última que consistem em arrecadação de tributos – notadamente, Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS), Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) e Imposto sobre Transmissão Causa *Mortis* e Doações (ITCMD), além de taxas diversas –, transferências correntes recebidas (notadamente da União) e de “outras receitas correntes”. Percebe-se que a receita corrente total dos estados nos primeiros quatro meses do ano permaneceu relativamente constante – quando medida em porcentagem do PIB – em relação aos quatro primeiros meses de 2010. Por outro lado, quando se compara o desempenho dos quatro primeiros meses do ano com o registrado nos quatro últimos meses de 2010 (nas séries com ajuste sazonal) percebe-se que as receitas primárias dos estados têm crescido a um ritmo ligeiramente menor do que o verificado no caso do PIB.

TABELA 6.4

Evolução das receitas correntes dos estados e do Distrito Federal nos primeiros quatro meses de 2011

	Acumulado nominal janeiro/abril de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/abril de 2010 (IPCA)	Taxa de crescimento real em relação a setembro/dezembro de 2010 (IPCA, ajuste sazonal X-12)	% do PIB nominal janeiro/abril de 2011	% do PIB nominal janeiro/abril de 2010
Receita corrente total	179.45	5,38	3,66	14,20	14,24
Receitas correntes tributárias	116.78	5,60	1,53	9,24	9,25
Transferências correntes recebidas	43.06	8,04	4,18	3,41	3,33
Outras receitas correntes	19.62	-1,17	8,76	1,55	1,66

Fonte: Ipea/Dimac/CFP a partir de dados dos RREOs dos 26 estados brasileiros e do Distrito Federal e do BCB.

Uma maneira simples de aproximar – por meio de dados orçamentários – o pagamento efetivo (“de caixa”) das despesas públicas é somar as despesas orçamentárias “liquidadas” em um dado período contábil com os “restos a pagar não processados” (liquidados e) pagos neste mesmo período. Os termos entre aspas são conceitos da contabilidade pública brasileira, regulamentada pela Lei nº 4.320, de março de 1964. Uma despesa pública (de um determinado orçamento anual) é dita “liquidada” quando se reconhece de que os bens ou serviços adquiridos pela administração pública foram entregues/prestados pelos fornecedores no mesmo exercício/ano em que a referida despesa foi orçada. “Restos a pagar

5. Ver, para detalhes, Orair, R. 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*. Ipea, 2011 (Texto para Discussão, n. 1.632). No futuro próximo os resultados da aplicação da metodologia de Orair et al. (2011) serão divulgados nas *Cartas de Conjuntura* do Ipea.

não processados”, por sua vez, são despesas de exercícios/anos anteriores que não foram liquidadas nos exercícios em que foram orçadas. Daí que o simples fato de as despesas de investimento “liquidadas” de um determinado ente federado em um dado bimestre terem sido, por exemplo, de R\$ 100 não significa que o investimento efetivo deste ente tenha sido, de fato, de R\$ 100. Suponha, por exemplo, que o referido ente federado também tenha (liquidado e) pago despesas de investimento previamente inscritas em restos a pagar não processados no valor de R\$ 50. Neste caso, o investimento efetivo do ente teria sido de R\$ 150 e não de R\$ 100.⁶

Infelizmente, os RREOs não trazem informações (da liquidação e) do pagamento de restos a pagar não processados por categoria econômica de despesa. Daí que os dados “liquidados” da tabela 5 – que mostram os principais itens de despesa primária dos estados – devem ser vistos como primeiras aproximações das variáveis relevantes. Ainda assim, nos parece digno de nota que os dados indiquem que todos os itens de despesa dos estados diminuíram em porcentagem do PIB nos quatro primeiros meses de 2011 quando comparados aos quatro primeiros meses de 2010. Assim como nos parece digna de nota a queda – de cerca de 40% – das despesas de investimento liquidadas dos estados na comparação entre os quatro primeiros meses de 2010 (ano eleitoral) e 2011.

TABELA 6.5

Evolução dos principais itens de despesas correntes (“liquidadas”) dos estados e do Distrito Federal nos primeiros quatro meses de 2011

	Acumulado nominal janeiro/abril de 2011 (R\$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a janeiro/abril de 2010 (IPCA)	Taxa de crescimento real em relação a setembro/dezembro de 2010 (IPCA, ajuste sazonal X-12)	% do PIB nominal janeiro/abril de 2011	% do PIB nominal janeiro/abril de 2010
Pessoal e encargos sociais	61,75	4,59	n.d.	4,89	4,93
Despesas de investimento	4,70	-40,60	n.d.	0,37	0,66
Outras despesas correntes	67,45	0,87	n.d.	5,34	5,59

Fonte: Ipea/Dimac/CFP a partir de dados dos RREOs dos 26 estados brasileiros e do Distrito Federal e do BCB.

Em suma, tomados em conjunto, os dados das tabelas 1-5 parecem sinalizar que a situação fiscal do país está controlada – com uma meta de superávit fiscal simultaneamente austera e realista e a DLSP em queda. As más notícias são as perspectivas de aumento na conta de juros líquidos pagos aos credores do setor público e de diminuição do investimento público (notadamente o estadual).

6. Note-se, entretanto, que a referida aproximação supõe que as despesas liquidadas em um dado período contábil são efetivamente pagas neste mesmo período – o que nem sempre é verdade.

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Eliezer Moreira

Elisabete de Carvalho Soares

Fabiana da Silva Matos

Gilson Baptista Soares

Lucia Duarte Moreira

Miriam Nunes da Fonseca

Editores

Roberto das Chagas Campos

Aeromilson Mesquita

Camila Guimarães Simas

Carlos Henrique Santos Vianna

Maria Hosana Carneiro Cunha

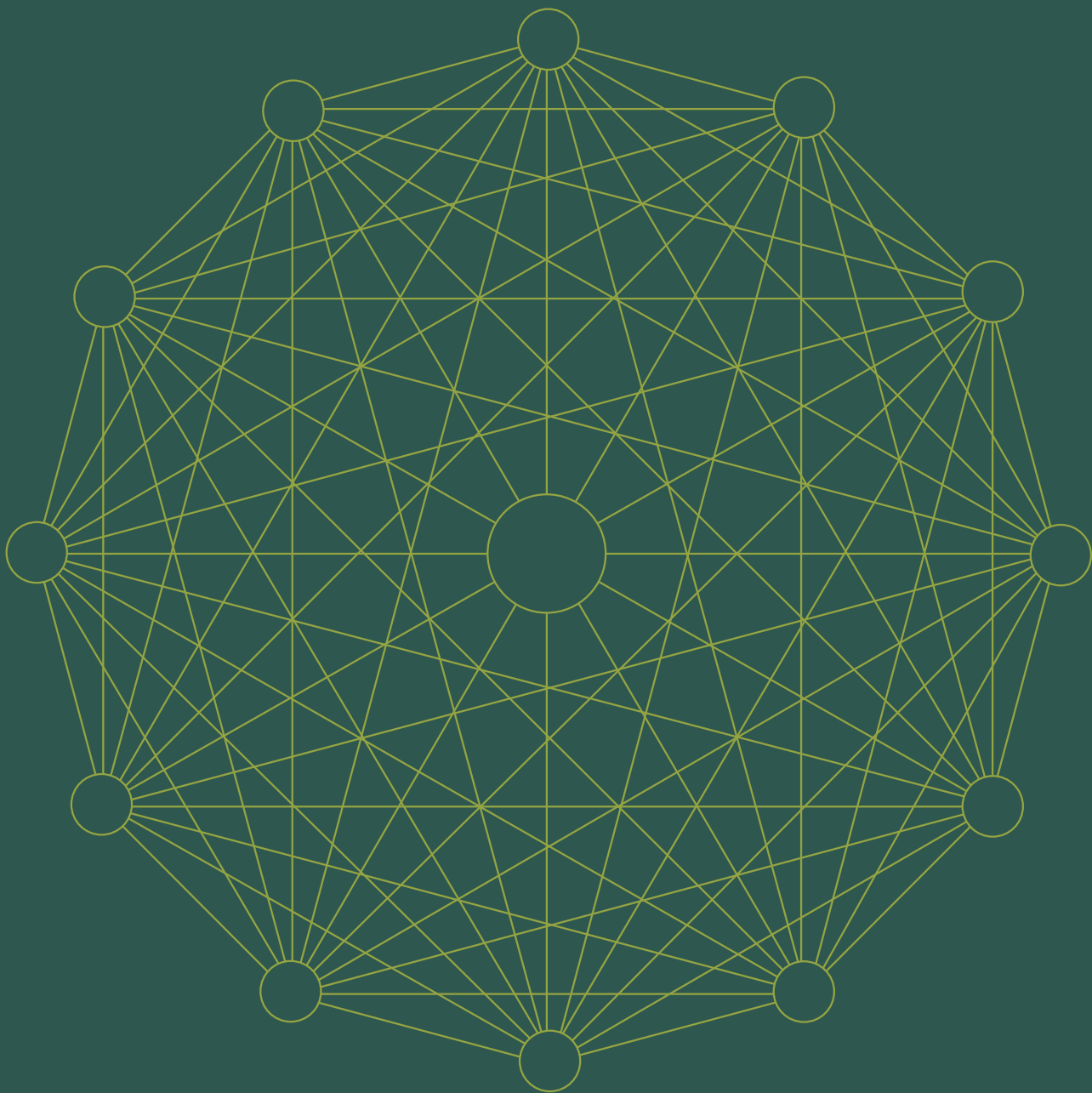
Livraria

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

70076-900 - Brasília - DF

Tel.: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br



Ipea - Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada



GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA

