

Junho

---

2008

**ipea**

Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

**CONJUNTURA**

CARTA DE

Governo Federal

Ministro de Estado Extraordinário de  
Assuntos Estratégicos – Roberto Mangabeira Unger

Núcleo de Assuntos Estratégicos  
da Presidência da República

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Núcleo 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 Administração e Finanças**

Fernando Ferreira

**Diretor de Estudos Macroeconômicos**

João Sicsú

**Diretor de Estudos Sociais**

Jorge Abrahão de Castro

**Diretora de Estudos Regionais e Urbanos**

Liana Maria da Frota Carleial

**Diretor de Estudos Setoriais**

Márcio Wohlers de Almeida

**Diretor de Cooperação e Desenvolvimento**

Mário Lisboa Theodoro

**Chefe de Gabinete**

Persio Marco Antonio Davison

**Assessor-Chefe de Comunicação**

Estanislau Maria de Freitas Júnior

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

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

ISSN 1982-8772

# carta de conjuntura

Diretoria de Estudos  
Macroeconômicos

**GAP – Grupo de Análise e  
Previsões**

**Equipe Técnica**

Marcelo José Braga Nonnenberg (coordenador)

Miguel Bruno (coordenador)

Adriana Inhudes

Ana Cecília Kreter

Denise Lobato Gentil

Leonardo Mello de Carvalho

Maria Andréia Parente Lameiras

Mario Rubens de Mello Neto

**Estagiários**

Carolina Okumura

Julio Cesar de M. Barros

Norberto M. Martins

Patrick Reis de Araujo

**Equipe Ipeadata**

Amalia Hirakawa

Bianca Teixeira Cêa

Flavia Bandeira

Igor Menezes da Costa

Ingreed Valda Estevez

Marcia Pimentel

Nancy Simões

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 do Núcleo de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

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 20 de junho de 2008.

# SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	5
NÍVEL DE ATIVIDADE	7
EMPREGO	15
INFLAÇÃO	19
SETOR EXTERNO	23
ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA	27
FINANÇAS PÚBLICAS	31



# APRESENTAÇÃO

A economia brasileira está crescendo a taxas consideradas elevadas, se comparadas com as taxas verificadas nas duas últimas décadas do século passado e no início desta década. No primeiro trimestre de 2008, a economia brasileira cresceu 5,8% em relação a igual período do ano anterior. Há uma característica especial e de alta qualidade do crescimento nesse ciclo: o investimento cresce há 12 trimestres a uma taxa que é, em média, 2,4 vezes superior à taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB).

Grande parte dos setores industriais opera em um nível elevado de utilização de capacidade. Em abril, pelo sexto mês consecutivo, o indicador Nível de Utilização da Capacidade Instalada (Nuci), com ajuste sazonal, divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), permaneceu estável no patamar de 83%, a despeito da intensificação da atividade industrial, possivelmente refletindo a maturação dos investimentos realizados no setor. Uma novidade que apresentamos nesta *Carta* é que esse fato aponta para a necessidade de se considerar outros indicadores que possam revelar o potencial produtivo das bases técnicas à disposição da indústria brasileira. Os ganhos de produtividade, revelam-se muito sensíveis às variações do Nuci. Constatações empíricas, portanto, indicaram que o comportamento do Nuci, isoladamente, não é um indicador satisfatório do grau de resposta da oferta aos aumentos de demanda. Em outras palavras, a capacidade de atender a aumentos de demanda da indústria não deve ser analisada somente com base no nível de utilização da sua capacidade instalada; por exemplo, devem ser observados também os ganhos de produtividade. Nos últimos 12 meses (acumulado) houve aumento do Nuci (de 1,03%) e aumento expressivo da produtividade (3,17%).

A economia internacional continua a enfrentar dois graves problemas: *a*) o ritmo de crescimento tende a ser baixo devido aos efeitos monetários e financeiros provocados pela crise americana, que teve início no ano passado e *b*) o aumento da inflação devido à elevação do preço dos alimentos e das *commodities* (especialmente, petróleo e metais). Cabe ser mencionado que a economia americana tem surpreendido positivamente ao não mergulhar numa recessão profunda e prolongada como muitos previram. Haverá, neste ano, nos Estados Unidos um crescimento econômico modesto – e não uma recessão. Ademais, a tendência é que a inflação de 2008 seja inferior à de 2007. Até o momento, as políticas monetárias e fiscais aplicadas, respectivamente pelo Federal Reserve (Fed) e pelo Tesouro americano estão sendo relativamente bem-sucedidas.

A inflação no Brasil tem se acelerado. É esperado pela pesquisa *Focus*, coordenada pelo Banco Central do Brasil (BCB), uma inflação de 5,8% para o ano. No caso do Brasil, a inflação é explicada basicamente pela inflação do item alimentos, que variou em maio (acumulada em 12 meses) mais que 14,5%, percentual muito superior à inflação esperada. Por inspeção gráfica, as medidas de núcleo da inflação não estão convergindo em direção ao Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o que é positivo porque isso é um indício de que a inflação não está disseminada. Entretanto, é um sinal de alerta que a medida de difusão, que indica a quantidade de itens da cesta que compõe o IPCA que variaram positivamente, está aumentando – embora não esteja configurada uma tendência. Portanto, há indicação de que um maior número de itens tem contribuído para acelerar a taxa de variação do IPCA. Contudo a variação desses itens, em média, foi apenas um pouco superior a 3% (acumulada em 12 meses) em maio.

O mercado de trabalho da economia brasileira vem demonstrando excelente dinamismo. A taxa média de desocupação foi de 8,5% no primeiro quadrimestre do ano. Alguns aspectos valem a pena ser destacados. Primeiro, o número de desalentados tem diminuído, isto é, aqueles que já tinham desistido de procurar emprego voltaram a procurá-lo e, mais do que isso, encontraram vagas disponíveis. Segundo, o grau de formalização da força de trabalho atingiu em maio seu maior nível: 49% das pessoas ocupadas possuem atualmente carteira de trabalho. Terceiro, houve elevação dos rendimentos médios reais de 2,6% no primeiro quadrimestre do ano em relação ao mesmo período do ano anterior. Esse ganho poderia ter sido maior, caso a inflação estivesse em patamar mais reduzido e se não estivesse concentrada no item alimentos, que ocupa grande parte do orçamento daqueles que recebem rendimentos mais baixos, de até dois salários mínimos (SM). E, cabe ser mencionado que 82% das vagas criadas para trabalhadores com carteira no mês de maio ofertaram rendimentos entre 0 e 2 SMs de remuneração.

O Brasil ganhou grau de investimento de duas agências de *rating*. É interessante notar que apesar da alta do índice da Bolsa de Valores de São Paulo após o anúncio da Standard & Poor's (S&P), o mercado de ações não apresentou um aumento na média do volume negociado. Isso não confirma a opinião de parte dos analistas financeiros, que esperavam um grande aumento dos investimentos em ações decorrente da possível participação dos grandes fundos de pensão estrangeiros, os quais somente podem operar nos países com grau de investimento. Nesse primeiro momento, parece estar sendo confirmada a previsão de que fundos de pensão estrangeiros já teriam direcionado recursos para o país via investimento direto estrangeiro, adquirindo empresas. Nessa ótica, o volume do mercado acionário tenderia, agora, possivelmente, a movimentos mais suaves e estáveis.

A administração fiscal prossegue realizando elevados superávits primários. No primeiro quadrimestre deste ano, atingiu 6,82% do PIB. O maior superávit primário dos últimos anos. Em 2007, em igual período, foi de 6,31% e, em 2006, foi de 5,58%. O resultado deste início de 2008 foi tão expressivo que propiciou um inédito superávit nominal de 0,76% em relação ao PIB. As receitas se elevaram em 17,9% em valores nominais (ou 12,1%, quando deflacionadas pelo IPCA) no período janeiro-abril do corrente ano, em comparação com igual período do ano anterior. Essa elevação da receita é decorrente do crescimento econômico, isto é, do aumento dos lucros, dos rendimentos dos ocupados e do surgimento de novas empresas e novas vagas de trabalho. As despesas públicas cresceram bem menos que as receitas. As receitas cresceram em termos nominais aproximadamente 18% (como mencionado), enquanto as despesas cresceram, também em termos nominais, 9% no período janeiro-abril. As despesas com benefícios previdenciários, no quadrimestre janeiro-abril, foram da ordem de R\$ 56 bilhões, enquanto as despesas com o pagamento de juros e encargos da dívida foram de R\$ 44 bilhões. A relação dívida/PIB continua em queda, atingindo 41% em abril – o que pode ser explicado, em grande parte, pelo crescimento do PIB e pela formação de um volume elevado de reservas internacionais.

Tal como anunciado na *Carta de Conjuntura* de março de 2008, nossa metodologia de apresentação de previsões de variáveis macroeconômicas foi alterada a partir do início deste ano, particularmente, em dois aspectos: *a)* As previsões seriam feitas no início de cada ano e somente seriam refeitas em caso de erro, ou seja, quando a variável verificada fosse diferente da prevista. Nesse caso, apresentaríamos uma nova previsão e a justificativa analítica do erro. *b)* As previsões de algumas variáveis seriam feitas na forma de bandas, por exemplo, foi previsto na *Carta* de março um crescimento para o PIB em 2008 entre 4,2% e 5,2%.

# 1 NÍVEL DE ATIVIDADE

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Produto Interno Bruto (PIB) registrou crescimento de 5,8% no primeiro trimestre de 2008 sobre igual período do ano anterior. Na comparação com o quarto trimestre de 2007, a variação foi de 0,7%, já descontados os efeitos sazonais. Novamente o crescimento foi explicado, em grande medida, pelo consumo e pelo investimento, com destaque negativo para as exportações líquidas. Apesar da pequena desaceleração na margem, a variação acumulada em quatro trimestres foi a maior desde o terceiro trimestre de 1995, chegando a 5,8%. Os resultados do primeiro trimestre deixam um *carry-over* para 2008 de 3,2%.

## PIB

### OFERTA

Em relação ao primeiro trimestre de 2007, todos os setores produtivos tiveram expansão (ver tabela 1.1). A indústria obteve o melhor desempenho, registrando crescimento de 6,9%. Dentro da atividade industrial os destaques foram a construção civil (8,8%), impulsionada principalmente pela expansão do crédito imobiliário e a indústria de transformação (7,3%). No caso deste último setor, ganha destaque o fato de o seu crescimento ter superado os níveis de produção física divulgados na pesquisa Produção Industrial Mensal (PIM-PF), não obstante a ampliação dos coeficientes de importação na indústria, o que levaria a uma redução do valor adicionado para uma dada quantidade produzida.

TABELA 1.1

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

	2007				2008	Variação anual		
	I	II	III	IV	I	2007	2008 <sup>a</sup>	
PIB a preço de mercado	4,4	5,4	5,6	6,2	5,8	5,4	4,2	5,2
Imposto sobre produtos	6,9	9,2	8,7	11,6	8,0	9,1	5,8	6,7
Agropecuária	3,7	1,1	9,7	8,6	2,4	5,3	3,6	4,4
Indústria	3,2	6,9	5,0	4,3	6,9	4,9	4,5	5,3
Serviços	4,5	4,5	4,6	5,3	5,0	4,7	3,9	4,9
Consumo – total	5,2	5,2	5,3	6,9	6,4	5,7	5,3	5,9
FBCF	8,8	13,9	14,6	16,0	15,2	13,4	12,4	14,1
Exportação	6,0	13,3	1,8	6,4	-2,1	6,6	3,3	5,0
Importação	19,8	18,6	20,4	23,4	18,9	20,7	20,6	24,1
PIB a preço de mercado var. dessaz.	1,0	1,5	1,8	1,6	0,7			

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

<sup>a</sup> Projetado.

Já o setor de serviços registrou uma variação de 5,0% ante o mesmo período do ano anterior, segunda maior taxa de crescimento desde o terceiro trimestre de 2004. Entre os setores que mais se destacaram estão intermediação financeira e seguros (15,2%), serviços de informação (9,5%) e comércio (7,7%).

O destaque negativo ficou por conta da agropecuária que, apesar de um crescimento interanual de 2,4%, registrou uma queda de 3,5% na margem. Segundo o IBGE, esse fraco desempenho está relacionado a uma mudança na metodologia de cálculo do PIB para este setor, que passou a incorporar a produtividade das culturas, e não apenas a estimativa de colheita, como antes. Assim, a soja, principal produto agropecuário do primeiro trimestre, ao registrar queda de produtividade, influenciou negativamente o desempenho do setor.

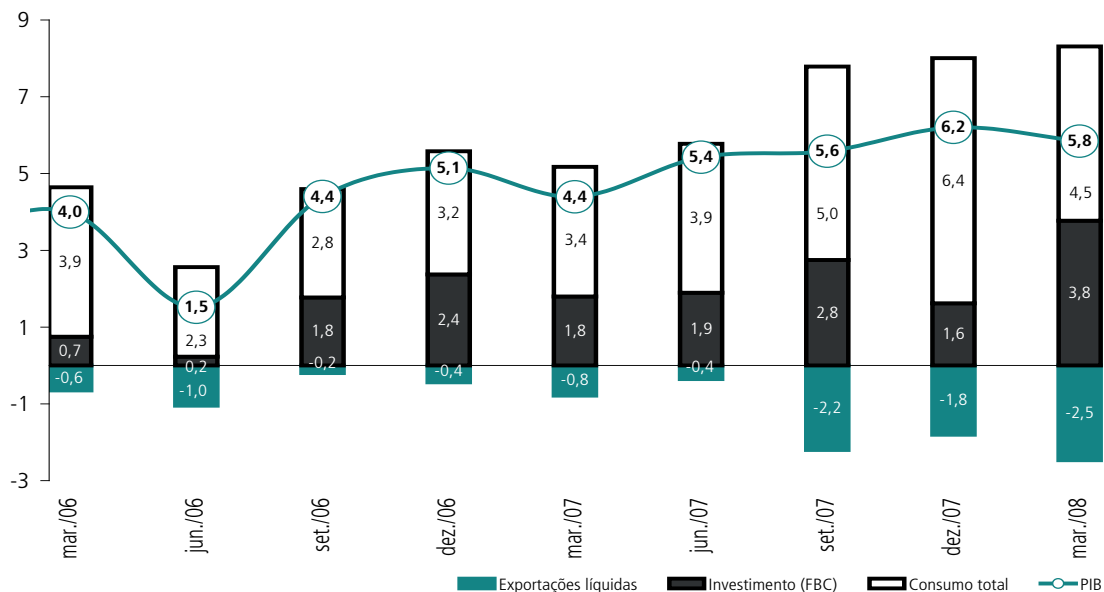
### DEMANDA

A absorção doméstica, que inclui a formação bruta de capital (variação de estoques inclusive) e o consumo, registrou aumento de 8,3% na comparação interanual. Nessa base de comparação, esse foi o quarto aumento consecutivo na taxa de variação da absorção interna, que vem crescendo baseada na evolução do consumo e do investimento (ver gráfico 1.1). A contribuição da formação bruta de capital foi a maior desde o segundo trimestre de 2004, refletindo também o aumento dos estoques. Por outro lado, o vazamento externo de 2,5% representou a maior contribuição negativa desse componente desde o início da série.

GRÁFICO 1.1

**Componentes de demanda: contribuição ao crescimento**

(Em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, em %)



Fontes: IBGE e Funcex. Elaboração: Ipea.

O consumo das famílias cresceu 6,6% no primeiro trimestre de 2008 ante o mesmo período do ano anterior. A variação em relação ao último trimestre de 2007, com ajuste sazonal, foi de 0,3%. Mais que um sinal de reversão de tendência, esse resultado reflete a alta base de comparação que foi o quarto trimestre de 2007, quando o consumo das famílias cresceu 3,4% na margem. A continuidade do crescimento da massa real de salários, do nível de emprego, do crédito e das transferências governamentais tem sido responsável pela manutenção de uma trajetória de expansão consistente do consumo das famílias. O IBGE apurou que a expansão do consumo do governo variou 5,8% em relação ao primeiro trimestre de 2007. Na verdade, esse crescimento atípico costuma ocorrer em anos eleitorais, refletindo uma possível antecipação de gastos por parte dos governos estaduais e municipais, tendo em vista as restrições impostas pela legislação eleitoral.

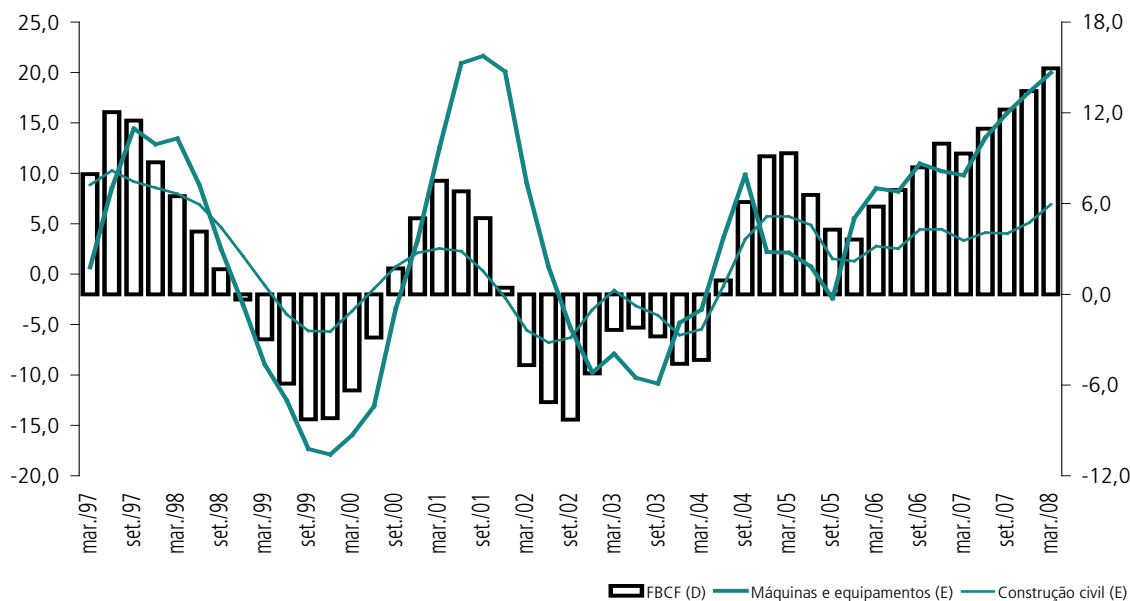
A formação bruta de capital fixo (FBCF) também desacelerou ante o quarto trimestre do ano passado, registrando um crescimento de 1,3% dessazonalizado. Porém, na comparação interanual, manteve o forte ritmo de expansão, com variação de 15,2%. Nessa mesma base de comparação, esse é o décimo segundo trimestre consecutivo em que o investimento cresce acima do PIB, com uma taxa, em média, 2,4 vezes maior, o que levou a taxa de investimento no trimestre a 18,3% do PIB, ante 16,9% no trimestre correspondente do ano passado. Esse crescimento continua refletindo a expansão robusta do consumo aparente de máquinas e equipamentos e da construção civil. Olhando para o gráfico 1.2, nota-se uma clara mudança na evolução do investimento que, até meados de 2005, vinha apresentando uma dinâmica do tipo *stop-and-go*.

Apesar do aperto monetário iniciado em abril pelo Banco Central do Brasil (BCB), as perspectivas para a evolução do investimento no decorrer do ano continuam positivas, mesmo porque os planos de investimento já em andamento seriam pouco afetados pelo aumento das taxas de juros. Além disso, o patamar atual da taxa de câmbio estimula e facilita as importações de bens de capital, aumentando a capacidade produtiva da economia. Com relação à construção civil, a melhora continuada das condições de emprego e renda, junto com a expansão do crédito imobiliário, têm propiciado o crescimento desse segmento, assim como o início do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), com o desenvolvimento de projetos ligados a ampliação e melhora da infra-estrutura.



GRÁFICO 1.2  
FBCF e componentes

(Taxa de crescimento real acumulada em 4 trimestres, em %)



Fontes: IBGE e Funcex. Elaboração: Ipea.

## INDÚSTRIA

Segundo a PIM-PF, a produção industrial em abril de 2008 cresceu 10,1% na comparação com o mesmo mês de 2007. Na variação em relação a março, com ajuste sazonal, a produção aumentou 0,2%. Já no acumulado do ano, comparando a evolução da produção no primeiro quadrimestre de 2008 com o mesmo período do ano passado, o crescimento foi de 7,3%, como mostra a tabela 1.2. Apesar de uma aparente acomodação da série com ajuste sazonal, esse resultado representou o melhor começo de ano desde 1995 – fato tanto mais significativo quando se leva em conta que a recuperação da atividade produtiva já se encontrava em pleno curso no início do ano passado. Em 12 meses a produção cresceu 7,0%, significando uma pequena aceleração em relação a março, cuja taxa foi de 6,6%. Com esse resultado, o *carry-over* de 2008 ficou em 3,7%, ou seja, a produção industrial cresceria a essa taxa mesmo apresentando variação dessazonalizada igual a zero durante todos os meses restantes de 2008. Vale notar também o desempenho ainda fraco da indústria extrativa, refletindo paradas técnicas e atrasos na produção de petróleo. Com relação ao custo unitário do trabalho, o índice divulgado pela Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes), registrou queda de 4,6% na comparação entre abril de 2008 e o mesmo mês do ano anterior. No acumulado do ano, a queda foi de 1,5%.

TABELA 1.2  
Produção Industrial Mensal<sup>a</sup>  
(Variação %)

	Abr. 2008/Mar. 2008	Abr. 2008/Abr. 2007	Acumulado no ano	Em 12 meses
Geral	0,2	10,1	7,3	7,0
Classes				
Extrativa mineral	0,6	3,8	5,9	5,9
Transformação	0,0	10,4	7,4	7,0
Categorias de uso				
Capital	1,6	30,0	20,5	21,0
Intermediários	-0,2	5,9	6,0	5,4
Consumo	-0,7	9,4	5,5	5,7
Duráveis	-1,9	22,4	15,9	13,2
Semi e não-duráveis	-1,5	5,3	2,2	3,4
Insumos da construção civil	-1,1	11,0	10,0	7,2

Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea.

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

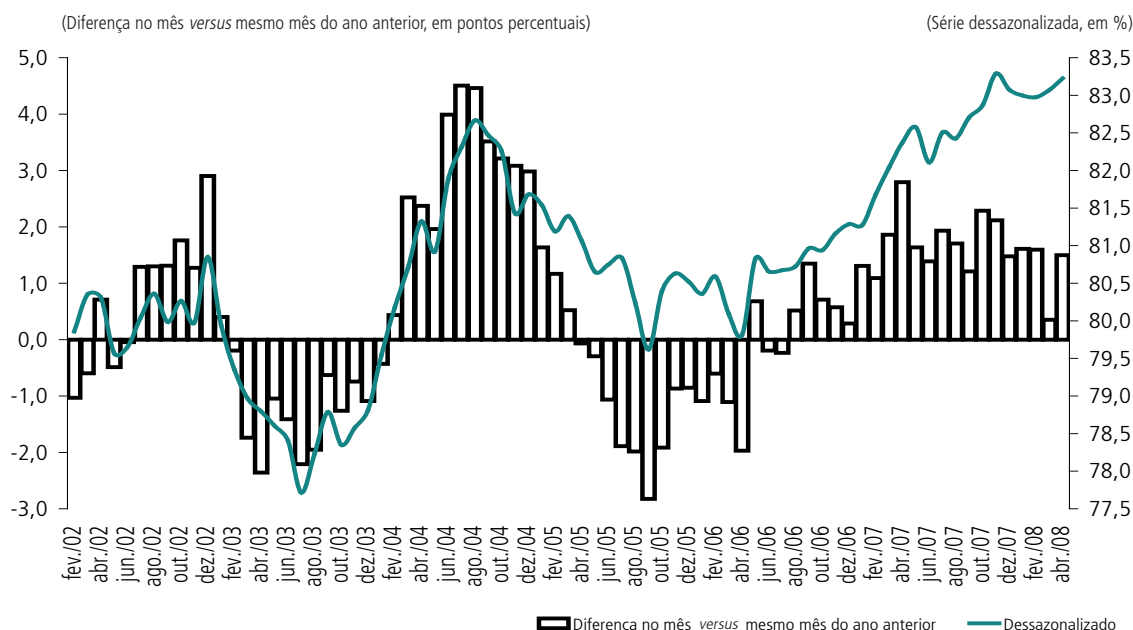
Entre as categorias de uso, os destaques em abril ficaram por conta, mais uma vez, dos bens de consumo duráveis, com expansão de 9,4% ante abril de 2007 e dos bens de capital, que cresceram 30,1% na mesma base de comparação. Na série com ajuste sazonal, a categoria bens de capital foi a única a apresentar variação positiva, com elevação de 1,6% em relação a março. Essa variação na margem foi a quarta consecutiva do segmento. Já a produção de bens intermediários mostrou-se estável, após uma pequena aceleração ocorrida a partir do segundo semestre de 2007. O crescimento dos bens intermediários em ritmo relativamente próximo ao das demais categorias de uso indica que a produção doméstica tem sido capaz de acompanhar a expansão da demanda sem maiores pressões sobre as importações nesse segmento.

Os bens de consumo duráveis continuam crescendo no mesmo ritmo do ano passado, com destaque especial para a indústria automotiva, cuja produção em abril foi recorde histórico. Grande parte dessa expansão pode ser explicada pela melhora acentuada nas condições de crédito. Até meados de 2003, os bens de consumo duráveis encontravam-se estagnados, com uma trajetória bastante similar à dos não-duráveis. A partir daí, o aumento da demanda, estimulada pela expansão do crédito e da renda, passa a se refletir na aceleração da produção. Vale destacar também a mudança ocorrida nos preços relativos entre as duas categorias, mais particularmente a partir do segundo semestre de 2007, quando a inflação do grupo alimentos começa a acelerar. Por último, a produção de não-duráveis tem sido prejudicada devido ao câmbio apreciado, e vem perdendo espaço nas exportações, como é o caso dos setores de calçados, tecidos e vestuários.

O outro grande destaque entre as categorias de uso são os bens de capital. Além da manutenção de uma forte tendência de crescimento, o setor se destaca pela diversidade com que essa expansão tem ocorrido pelos vários ramos de atividade. Apesar de uma desaceleração em relação ao segundo semestre de 2007, tanto os bens de capital para fins industriais quanto para construção civil têm crescido a taxas acumuladas em 12 meses, próximas a 20% neste início de ano.

De um modo geral, a expansão da produção de bens de capital vem consolidando, junto com as importações de máquinas e equipamentos, um ciclo de crescimento baseado na ampliação da FBCF, o que contribui para uma elevação do produto potencial da economia. Grande parte dos setores industriais ainda opera num nível bastante elevado de utilização de capacidade, o que é, por sua vez, uma sinalização positiva que estimula as decisões de investimento (ver gráfico 1.3). Em abril, pelo sexto mês consecutivo, o indicador com ajuste sazonal divulgado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) permaneceu estável no patamar de 83%, a despeito da intensificação da atividade industrial, possivelmente refletindo a maturação dos investimentos realizados no setor.

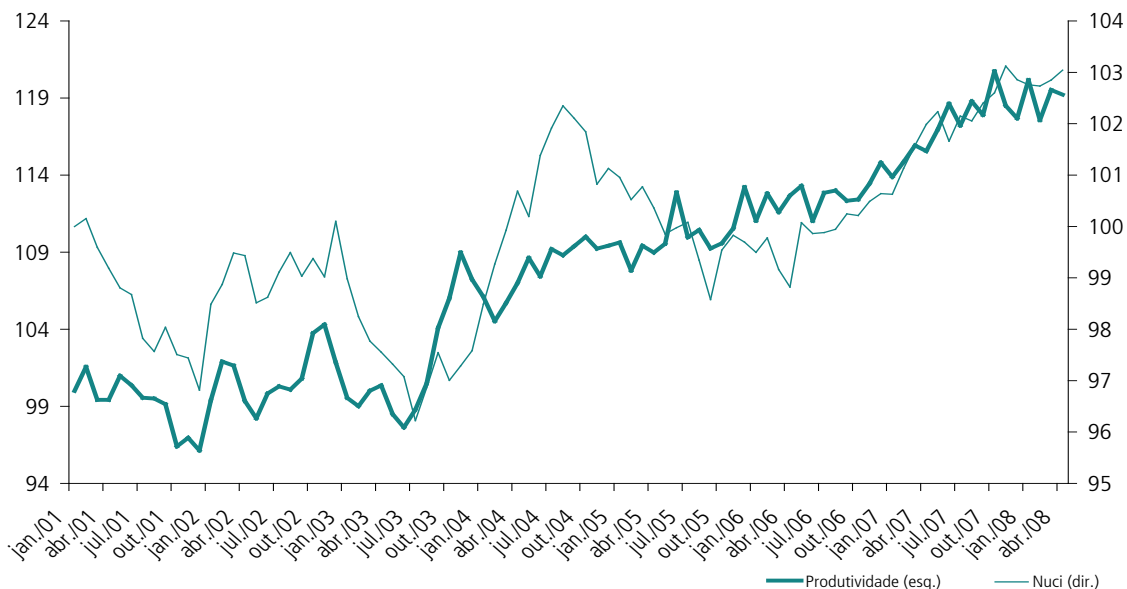
GRÁFICO 1.3  
Nível de utilização da capacidade instalada  
(Variação, em %)



Esse fato aponta para a necessidade de se considerar, conjuntamente, outros indicadores que possam revelar o potencial produtivo das novas bases técnicas à disposição da indústria brasileira. O gráfico 1.4 mostra a evolução da produtividade horária e do nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), para a indústria de transformação, no período 2001-2008, em índice dos valores – enquanto o gráfico 1.5 descreve as mesmas variáveis em taxas médias de variação no ano. O primeiro ponto a ser destacado é que os ganhos de produtividade revelam-se muito sensíveis às variações do Nuci,

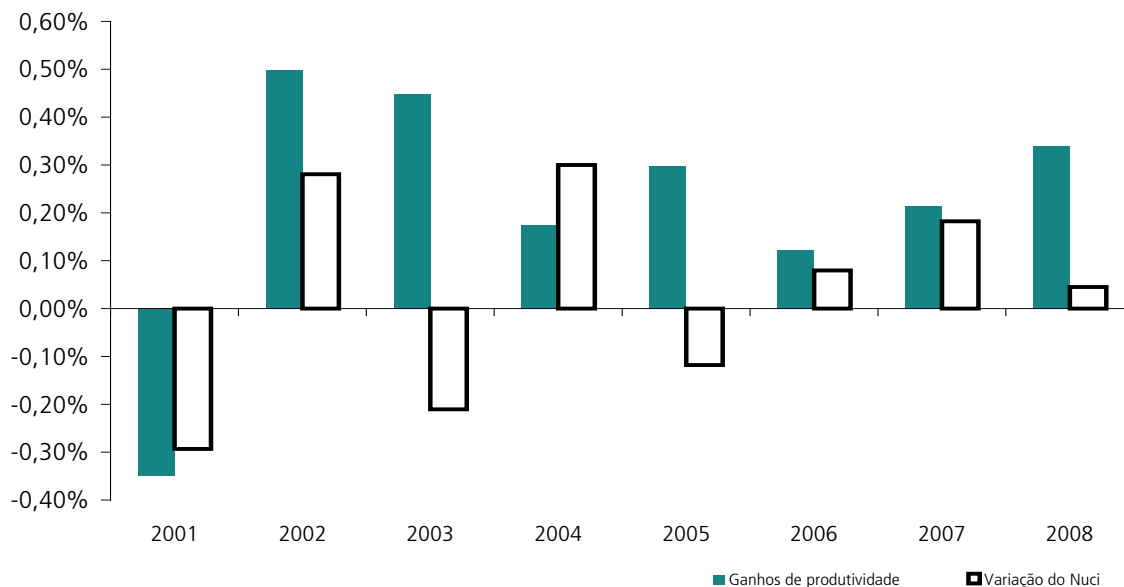
e, com exceção de 2003 e 2005, nos demais anos, essas variáveis permanecem positivamente correlacionadas. Esse fato pode ser explicado pela existência de instabilidade estrutural entre 2001 e 2005, que perturbou a relação entre o Nuci e a produtividade. O gráfico 1.2 reforça essas considerações, à medida que, nesse mesmo subperíodo, a FBCF revelou-se volátil, apresentando um padrão cíclico de evolução. Todavia, no subperíodo que vai de janeiro de 2006 a abril de 2008, a FBCF entra em uma trajetória regular de crescimento. Paralelamente, pelo gráfico 1.4, e nesse mesmo subperíodo, o Nuci e a produtividade compartilham uma tendência comum de evolução, sinal de que a economia brasileira já teria entrado em trajetória de crescimento.<sup>1</sup>

GRÁFICO 1.4  
Produtividade e nível de utilização da capacidade instalada



Fontes: CNI, PIM-PF e Pimes/IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.  
Nota: Variáveis em índice dos valores.

GRÁFICO 1.5  
Ganhos de produtividade e nível de utilização da capacidade instalada



Fontes: CNI, PIM-PF e Pimes/IBGE.  
Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.  
Nota: Variáveis em taxas médias de variação no ano.

1. Análise econométrica revela que há instabilidade estrutural pelos testes do Cumulative Sum e Cumulative Sum of Square (Cusum) aplicados à relação estimada entre o Nuci e a produtividade, no subperíodo 2001-2005. Porém, no subperíodo 2006-2008, a relação mostrou-se estável, inclusive por outros testes de estabilidade (Chow Breakpoint Test, N-Step Forecast Test e Recursive Coefficients).

A resposta da produtividade às variações do Nuci tem sido elevada,<sup>2</sup> um fenômeno que pode ser interpretado considerando-se dois fatores: tem-se a modernização das plantas industriais, particularmente entre 2006 e 2008, período de forte expansão da FBCF em máquinas e equipamentos e a existência de *retornos crescentes de escalas dinâmicos*, decorrentes da forte expansão do nível de atividade.<sup>3</sup> Dessas constatações empíricas pode-se inferir que o comportamento do Nuci, isoladamente, não é um indicador satisfatório do grau de resposta da oferta aos aumentos de demanda, ou seja, deve ser avaliado com cautela enquanto indicador de limite da capacidade produtiva instalada.

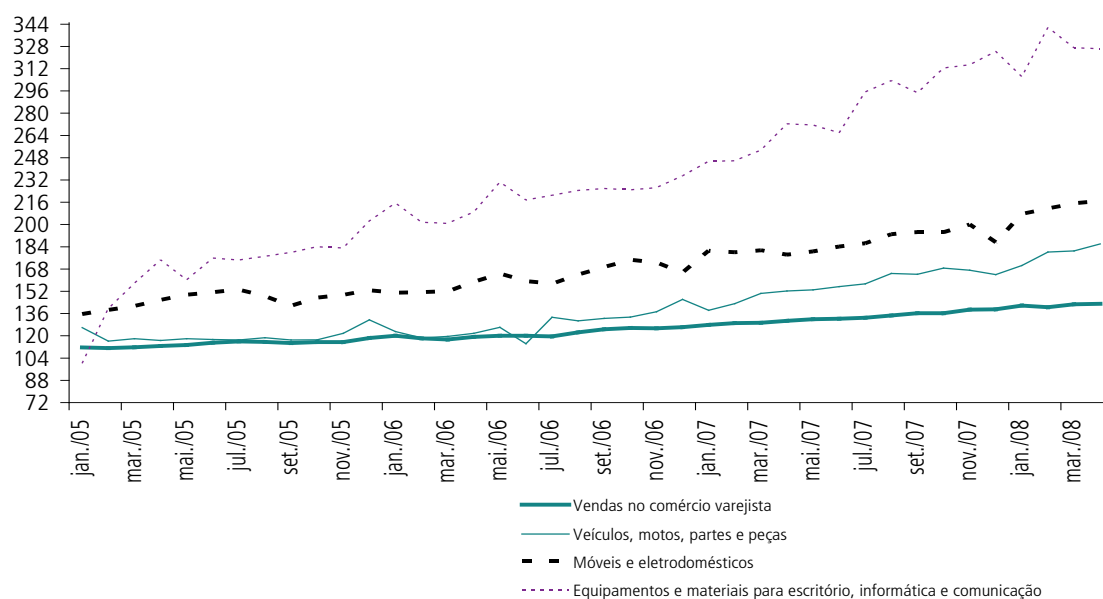
## COMÉRCIO

A Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) do IBGE referente a abril mostrou que o volume de vendas do comércio varejista aumentou 8,7% ante igual mês de 2007. Os setores que mais se destacaram foram os de veículos e motos, partes e peças (29,2%), de móveis e eletrodomésticos (27,8%) de equipamentos e materiais de escritório, informática e comunicação (23,3%) e de tecidos, vestuário e calçados (19,5%). Pode-se notar no gráfico 1.6, que o índice de vendas do setor de informática a partir de janeiro de 2005 vem apresentando crescimento surpreendente, de mais de 100 pontos percentuais (p.p.) só no acumulado dos últimos 12 meses. Boa parte desse desempenho pode ser explicada pela implementação de políticas tributárias mais atrativas para o setor e, num momento mais recente, pela apreciação da moeda doméstica frente ao dólar. Na mesma direção têm caminhado os setores de vendas de veículos e motos, e de móveis e eletrodomésticos. Os crescimentos substantivos desses setores foram influenciados principalmente pela redução da taxa de juros para pessoa física e pelo aumento dos prazos de financiamentos. A contínua expansão dos níveis de emprego e renda aliada aos fatores anteriores está sendo decisiva para manter o forte crescimento desse setor.

GRÁFICO 1.6

### Evolução do índice de volume de vendas no varejo: setores selecionados – jan. 2003/mar. 2008 – série dessazonalizada

(Índice de base fixa: base 2003 = 100)



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

\* Método X-12-ARIMA.

## AGROPECUÁRIA

Ainda é grande a expectativa de alta nos preços dos alimentos para o ano de 2008. Parte dessa expectativa pode ser explicada pela utilização de produtos agrícolas como matérias-primas para a produção de biocombustíveis, e parte, pela impossibilidade, no curtíssimo prazo, de incrementar a sua oferta no mesmo patamar que a demanda. Esse cenário pode

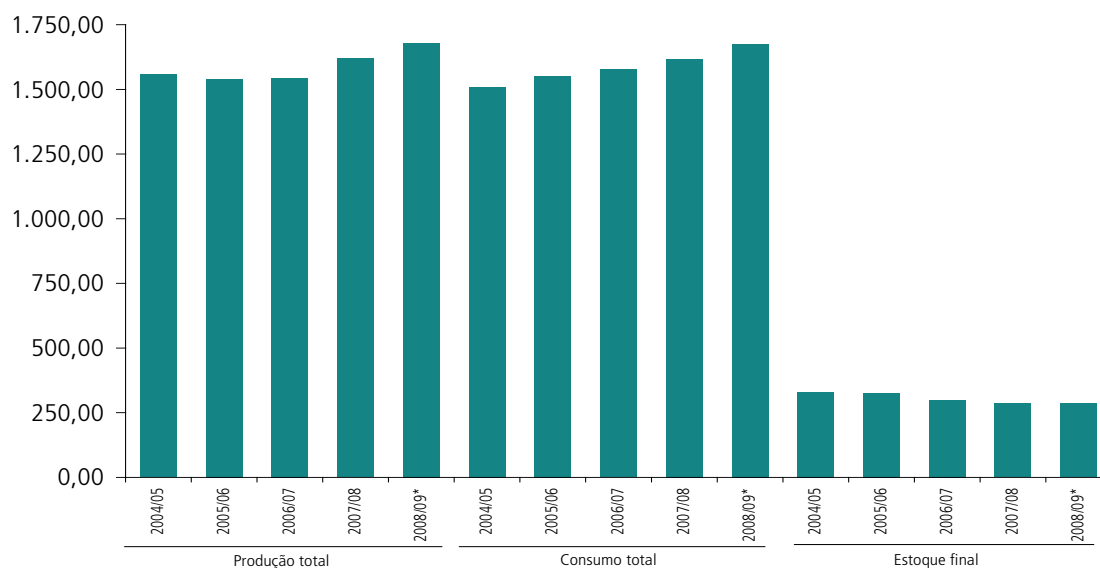
2. A elasticidade estimada de longo prazo da produtividade em relação ao Nuci, para o subperíodo de estabilidade, entre janeiro de 2006 e abril de 2008, apresentou o valor de 1,82, pois as séries cointegram. Neste subperíodo, um aumento de 1% no nível de utilização da capacidade eleva em 1,8% a produtividade horária do trabalho na indústria de transformação. O teste de causalidade de Granger para variáveis cointegradas mostrou que variações do Nuci precedem as variações da produtividade. O sentido de causalidade inverso não foi estatisticamente significativo. Essas evidências empíricas reforçam os argumentos apresentados.

3. A literatura econômica tem abordado os retornos crescentes de escala dinâmicos no contexto do chamado "crescimento cumulativo à Kaldor", onde o crescimento da demanda efetiva decorrente da expansão dos mercados impulsiona a FBCF que, por sua vez, expande o nível de atividade, a produtividade, o emprego e a renda. O processo combina, portanto, os efeitos multiplicadores da renda com os efeitos aceleradores do investimento.

ser observado, por exemplo, na produção mundial de grãos. De acordo com o gráfico 1.7, as previsões do United States Department of Agriculture (USDA) para 2008 são de crescimento de 4,7% em relação a 2007. Para atender à demanda mundial de grãos, diversos países estão utilizando seus estoques.

O gráfico 1.7 mostra também que a relação produção-consumo no mundo vem decrescendo nos últimos anos, assim como os estoques. O Brasil participa desse mercado com certa vantagem, do ponto de vista do comércio exterior, já que supre a demanda interna em dois dos três produtos analisados, quais sejam: o milho e a soja. Para 2008, o IBGE anunciou recorde de safra desses dois produtos, com aumento de produção de 12,4% e 3,3%, respectivamente. No caso do trigo, o Brasil continua sob forte pressão das políticas restritivas da Argentina, nosso principal fornecedor até dezembro de 2007. De forma paliativa, em 2008, o Brasil vem buscando novos fornecedores, como o Paraguai e o Uruguai. O IBGE confirmou aumento de 22% da área plantada de trigo no Brasil para este ano, o que poderá gerar aumento de produção de 26% e queda no *quantum* importado.

GRÁFICO 1.7  
Produção, consumo e estoque de grãos: milho, trigo e soja – 2004/2005 a 2008/2009\*(junho)  
(Em milhões de toneladas)



Fonte: USDA. Elaboração: Ipea.

Outro fator relevante que tem contribuído para a alta no preço dos alimentos é o aumento nos custos de produção. Segundo a FGV, os insumos que mais sofreram aumento nos últimos 12 meses foram os fertilizantes, com 14%, e os agrotóxicos, com 7%, ambos impactados pelo preço do petróleo no mercado internacional.

No caso do leite tipo C, desde o início de 2008 esses preços têm permanecido estáveis, e a um patamar cerca de 35% acima da média da última década. Nessa época do ano, os preços deveriam estar mais baixos, o que acontece normalmente a partir do período de chuvas. O que tem contribuído para a estabilidade dos preços do leite é a redução no volume produzido e a crescente participação no mercado internacional. Essas são as principais razões que sustentam o preço do leite no patamar atual, e que poderão inviabilizar uma possível aproximação desse preço com a média calculada ao longo do período analisado.

Por fim, a tabela 1.3 apresenta as variações dos preços ao produtor dos alimentos equivalentes aos produtos que compõem a cesta básica nacional. De acordo com a tabela, verifica-se ainda forte elevação nos preços dos alimentos, tanto no acumulado no ano como na comparação interanual.

O feijão preto continua sendo o maior destaque da cesta, com 207% de variação no acumulado no ano. Note-se que, na variação do mês de maio contra o mês anterior, o feijão sofreu novo aumento, atingindo 20 p.p. Ainda há grande volatilidade na produção, dado que o maior entrave para a recuperação da produção têm sido as adversidades climáticas. De acordo com o Ministério da Agricultura, a previsão para os próximos meses, com o início da 3ª safra, é de queda nos preços ao produtor de feijão.

A alta no preço do arroz desde novembro de 2007 coincide com a adoção de um pacote de políticas restritivas de alguns países exportadores do produto com o objetivo de conter a inflação doméstica. Esse é o caso do Vietnã. Paralelamente a isso, países como Bangladesh e Filipinas passaram a demandar mais arroz para recomposição de estoques. Mesmo

com a previsão da USDA de recorde mundial de safra para 2008, a previsão do departamento é de queda nos estoques mundiais, incluindo o Brasil.

Quanto à carne bovina, os produtores continuam na expectativa de suspensão do embargo comercial por parte da União Européia. Mesmo assim, o Brasil permanece como líder no mercado mundial do produto, devido à expansão do comércio com a Ásia, em especial com a China. Esse é um dos fatores que têm contribuído para a retenção da oferta de carne e conseqüente alta nos preços do produto no mercado doméstico. Outro fator relevante para a alta nos preços da carne, e já mencionado no início da seção, é o aumento dos custos de produção. Para os próximos meses a expectativa é de permanência do patamar de preços, mesmo com o fim do período de confinamento do gado.

TABELA 1.3

**Preço ao produtor dos principais produtos que compõem a cesta básica nacional calculada pelo Dieese**

(Variação percentual, em R\$ de maio de 2008. Deflator: IPCA)

Produto	Unidade	%		
		Maio/2008 – abril/2008	Maio/2008 – maio/2007	Acumulado no ano
Boi vivo (SP)	15 kg	2	35	32
Leite Tipo C (MG)	1 litro	1	23	30
Feijão preto (PR)	60 kg	20	233	207
Arroz agulhinha (RS)	50 kg	26	55	21
Café conillon grão (ES)	60 kg	-6	2	4
Café arábica grão (SP)	60 kg	-1	4	-1
Trigo (PR)	60 kg	-1	53	43

Fontes: Conab, Seab (PR) e Cepea. Elaboração: Ipea/Dimac.

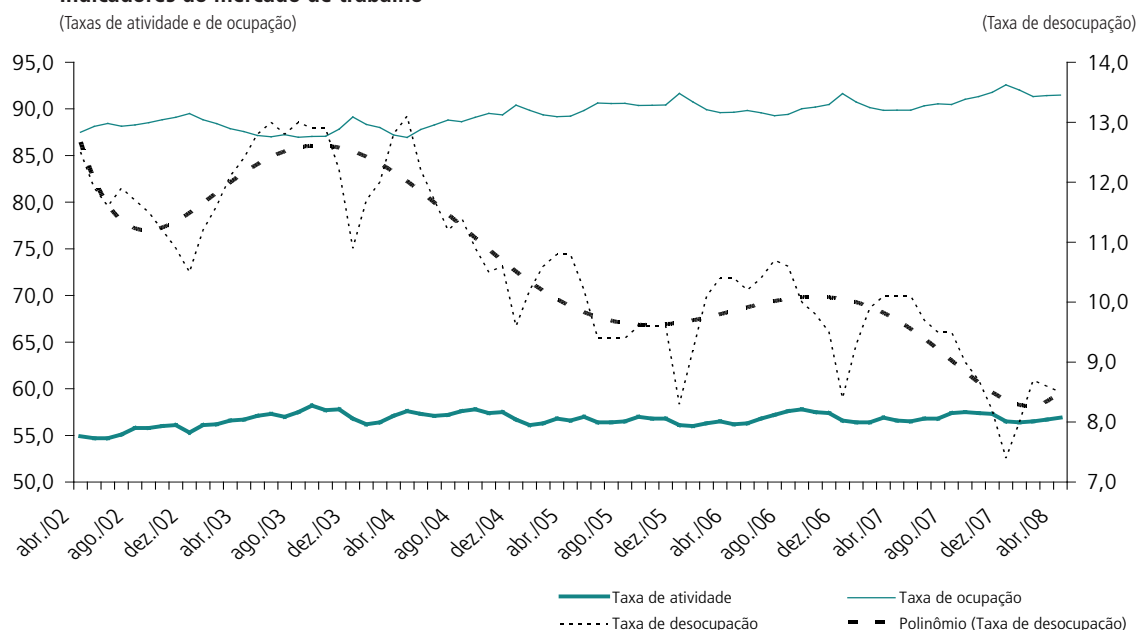
## 2 EMPREGO

O mercado de trabalho brasileiro vem mostrando, ao longo do ano, um excelente dinamismo influenciado, principalmente, pelo bom desempenho da economia do país. No primeiro quadrimestre de 2008, a taxa média de desocupação foi de 8,5%, ou seja, 1,4 ponto percentual menor que a observada no mesmo período do ano anterior. Esse recuo na taxa de desocupação foi possível porque a população ocupada vem crescendo a um ritmo superior ao da População Economicamente Ativa (PEA). Ou seja, a oferta de trabalho vem sendo suficiente para abarcar não só a parcela da PEA proveniente dos entrantes na força de trabalho por conta da maioria, como também uma parcela do contingente dos até então desocupados (gráfico 2.1). Vale ressaltar que o crescimento da PEA ao longo do ano (2,1%) se mostra idêntico ao crescimento da Pesquisa Industrial Anual (PIA), o que significa que boa parcela de desalentados que retornaram à PEA, no início do movimento de expansão do mercado de trabalho, provavelmente já foi incorporada pela população ocupada. O gráfico 2.2 mostra o declínio da participação dos desalentados<sup>1</sup> na população marginalmente ligada à PEA, reforçando a idéia de que o dinamismo recente no mercado de trabalho está sendo fundamental para diminuir o desalento.

GRÁFICO 2.1

### Indicadores do mercado de trabalho

(Taxas de atividade e de ocupação)



Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea.

Assim como havíamos ressaltado na *Carta de Conjuntura* anterior, mais uma vez, o destaque no mercado de trabalho brasileiro fica por conta do expressivo crescimento dos trabalhadores com carteira assinada. Nos primeiros quatro meses deste ano, esse segmento registra alta de 8,2% quando comparado ao mesmo período de 2007. Com esse resultado, em abril, 49% das pessoas ocupadas no país tinham registro na carteira de trabalho, o que significa que a formalização atingiu o seu maior grau desde que foi implementada a nova metodologia de apuração da PME. Os trabalhadores sem carteira e os conta-própria, respondem, respectivamente, por 19% da população ocupada, enquanto os empregadores são 5% desse contingente.

Essa melhora quantitativa do emprego vem acompanhada de um incremento dos rendimentos reais recebidos pelos trabalhadores. Após registrar, no fim de 2007, alta de 3,2%, os rendimentos médios reais habitualmente recebidos apontam elevação de 2,6% no primeiro quadrimestre do ano. Essa queda na taxa de expansão dos rendimentos deve-se, sobretudo, ao aumento da inflação nesse período, que acabou por corroer uma parte dos aumentos conquistados pelos trabalhadores. Na desagregação desses rendimentos, verifica-se que o segmento dos trabalhadores com carteira assinada no setor privado continua sendo o que apresenta as menores taxas de crescimento (0,1%). Isso ocorre porque a quase totalidade dos novos empregos formais criados no país é de baixa qualificação e, por isso, remunera pouco, o que reduz a média dos rendimentos. De acordo com os dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (Caged), 82% das novas vagas criadas em maio eram referentes à faixa que compreendia uma remuneração de 0 a 2 salários mínimos (SM). Quando se estende essa análise à faixa salarial seguinte (2,01 SMs a 4 SMs), esse percentual sobe para 95%.

1. De acordo com a metodologia estabelecida pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), consideram-se desalentadas as pessoas marginalmente ligadas à PEA que estavam procurando trabalho ininterruptamente há pelo menos seis meses, tendo desistido por não encontrar qualquer tipo de trabalho, trabalho com remuneração adequada ou trabalho de acordo com as suas qualificações.

GRÁFICO 2.2

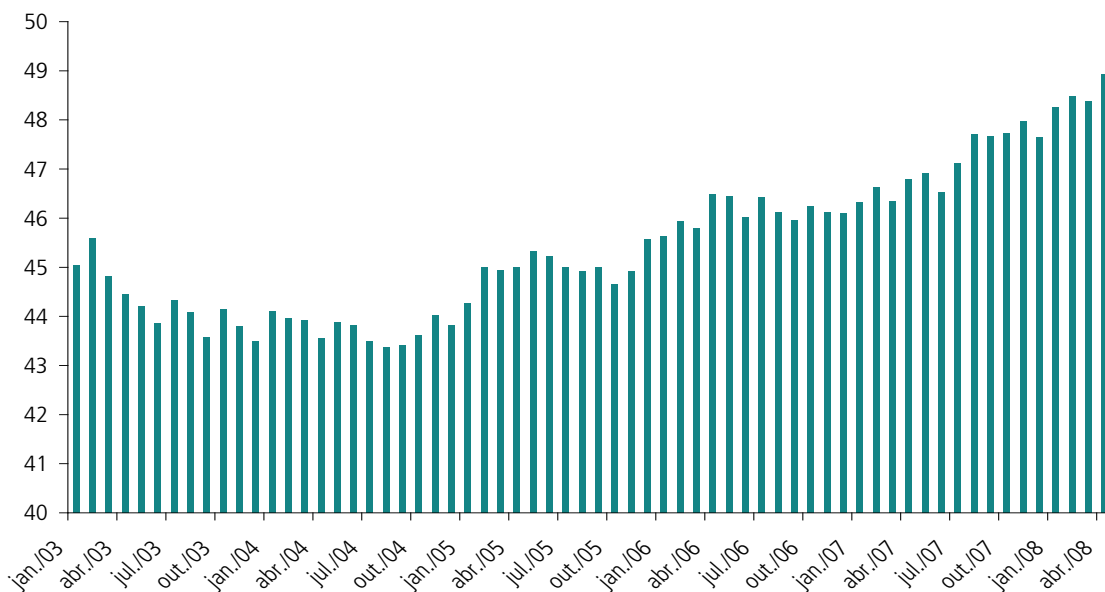
**Participação dos desalentados na população marginalmente ligada à PEA**



Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea.

GRÁFICO 2.3

**Grau de formalização no mercado de trabalho**



Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea.

TABELA 2.1

**Caged: criação de empregos novos por faixa salarial**

(Em %)

	Abr./08	Mar./08	Fev./08	Jan./08	Dez./07	Nov./07	Out./07	Set./07	Ago./07	Jul./07	Jun./07	Mai./07
0 a 2	82,3	83,1	78,7	79,3	80,2	80,7	80,4	80,7	79,8	80,4	80,9	81,9
2 a 4	13,0	12,4	16,0	15,5	14,9	14,7	14,9	14,5	15,0	14,5	14,1	13,5
4 a 7	2,7	2,6	3,1	3,0	2,9	2,7	2,8	2,8	3,0	2,9	2,8	2,6
7 a 10	1,0	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9
10 a 20	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
Mais de 20	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Fonte: Ministério do Trabalho. Elaboração: Ipea.



Em contrapartida, os trabalhadores sem carteira assinada continuam sendo os que apresentam as maiores taxas de crescimento nos seus rendimentos (4,1%, ao longo do ano), refletindo que esse maior dinamismo salarial está ligado à própria expansão da economia brasileira. De fato, uma parcela desses trabalhadores informais é constituída por profissionais liberais que prestam serviços. Então, a melhoria no rendimento dos demais trabalhadores possibilita maior contratação desses serviços, o que gera uma elevação na renda desses profissionais.<sup>2</sup> Essa conjunção de aumentos de empregos e salários vem exercendo uma pressão positiva sobre a massa de salários habitualmente recebidos, cuja expansão no ano é de 6,5%, o que deve manter o ritmo de crescimento do consumo das famílias.

Seguindo a mesma tendência da PME, a Pesquisa Mensal de Emprego e Salário (Pimes) também revela uma expansão do emprego na indústria. No acumulado do ano até abril, o número de pessoas empregadas na indústria de transformação cresceu 3,0% na comparação com 2007. As maiores taxas de crescimento foram registradas nas indústrias de máquinas e equipamentos exclusive eletrônicos (13,8%), máquinas e equipamentos eletrônicos (13,3%), coque e refino de petróleo (12,6%) e material de transporte (11,2%). O destaque negativo ainda se concentra nos setores mais sensíveis à concorrência externa, como calçados (11,4%), madeira (-7,5%) e têxtil (4,7%), que não conseguiram superar o efeito da apreciação cambial.

As perspectivas para o restante do ano continuam bem favoráveis, tendo em vista que a manutenção do crescimento da economia deve continuar impulsionando a contratação de novos profissionais. Segundo dados da Sondagem Industrial de maio, divulgados pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), 30% das 1.015 empresas consultadas revelaram que pretendem aumentar os seus contingentes de trabalhadores nos próximos três meses. Em 2007, esse percentual era de 26%. Adicionalmente, o excepcional comportamento da construção civil também deve contribuir favoravelmente para a criação de novos postos de trabalho ao longo do ano, devido às novas construções habitacionais. De fato, a expectativa da trajetória de crescimento sustentável da economia para os próximos anos deve permitir não apenas manter a taxa de desocupação em patamares menores, como também pode possibilitar o surgimento de um novo contingente de trabalhadores com maior nível de especialização para atender às novas necessidades do mercado e, por conseguinte, com maior nível salarial.

---

2. De acordo com o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o subgrupo serviços pessoais apresenta alta de 4,2%.

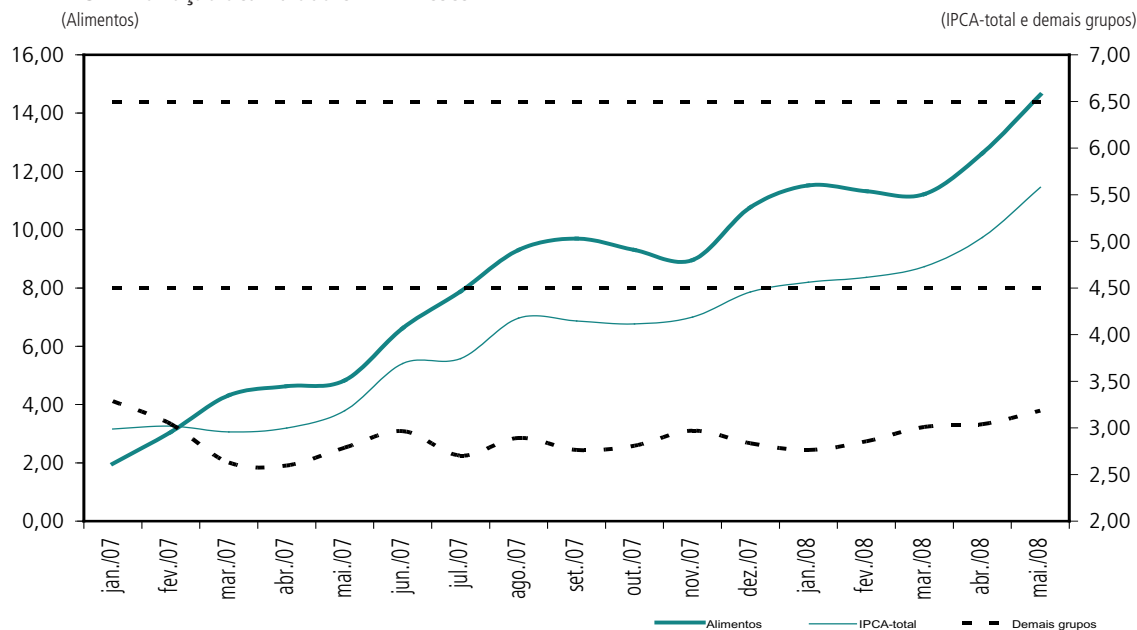


### 3 INFLAÇÃO

Após um início de ano pautado por uma série de incertezas sobre o comportamento dos preços, os índices de inflação mais recentes apontam para uma piora do quadro inflacionário no país. De fato, depois de encerrar o ano de 2007 com uma inflação acumulada de 4,5%, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) veio acelerando ao longo dos meses, de modo que em maio, no acumulado em 12 meses, já registrava alta de 5,6% (gráfico 3.1). Essa deterioração do ambiente inflacionário não se restringe à economia brasileira, uma vez que a alta das *commodities* agrícolas e metálicas vem desencadeando um aumento da inflação global. Entretanto, países como o Brasil, em processo de aceleração econômica, podem potencializar essa alta inflacionária, devido à expansão do mercado consumidor interno, beneficiado pela melhora nas condições do mercado de trabalho.

O grupo alimentação e bebidas continua sendo o maior foco de pressão sobre o índice, com uma inflação acumulada nos últimos 12 meses de 14,6% (na comparação com dezembro de 2007). No entanto, à exceção do grupo transportes, todos os demais apresentaram uma ligeira piora (um pouco superior a 3%, em média) no mês de maio nas suas curvas de inflação em 12 meses (ver gráfico 3.1, eixo vertical direito). Esse movimento de alta mais generalizada de preços, que não se configura ainda como uma tendência, pode ser observado no índice de difusão – que mede a proporção dos itens com variação positiva no IPCA – que tem registrado elevação nos últimos meses (gráfico 3.3). Contudo, cabe ser observado que as medidas de núcleo da inflação não estão convergindo em direção ao IPCA (embora apresentem o mesmo comportamento) – à medida que núcleos de inflação e IPCA convergissem, aumentaria a suspeita de que haveria uma contaminação altista e geral dos itens que compõe o IPCA.

GRÁFICO 3.1  
IPCA – variação acumulada em 12 meses  
(Alimentos)

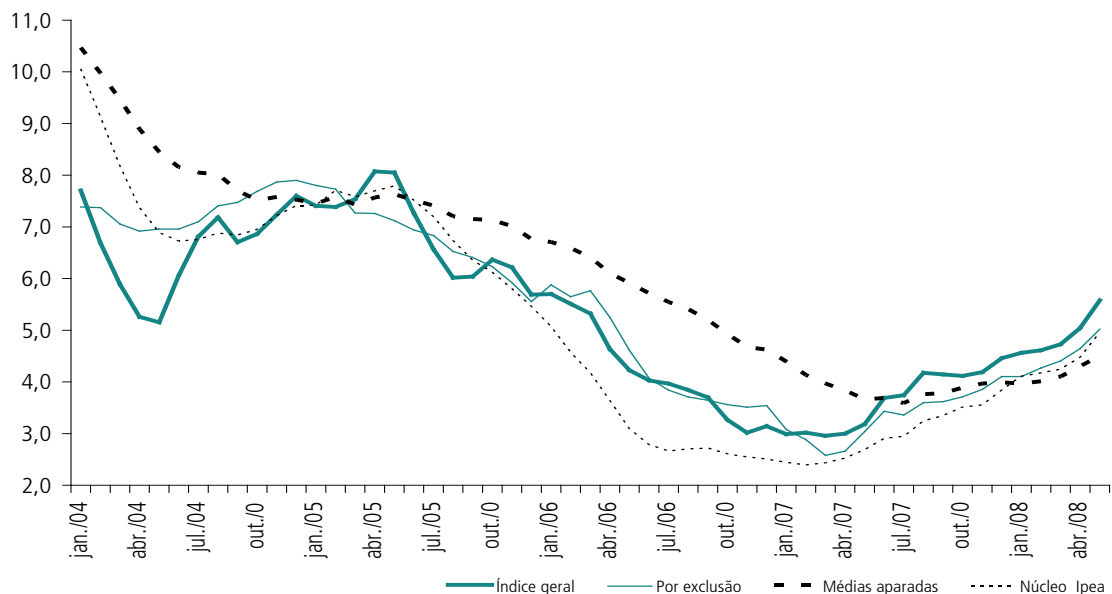


Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea.

Essa piora no curso da inflação corrente também contaminou as expectativas de inflação para o próximo ano, de modo que, em 2009, elas se encontram acima do centro da meta de 4,5% (gráfico 3.4). Esta elevação das expectativas futuras – boletim Focus do Banco Central do Brasil (BCB) – é preocupante porque pode levar a uma possível indexação prévia que por si só já garantiria um acréscimo de inflação para o próximo ano. Essa alta recente da inflação, principalmente porque está pautada por reajustes de alimentos, já vem desencadeando uma sensação de perda monetária por parte dos consumidores, principalmente os pertencentes às classes de renda mais baixas da população.

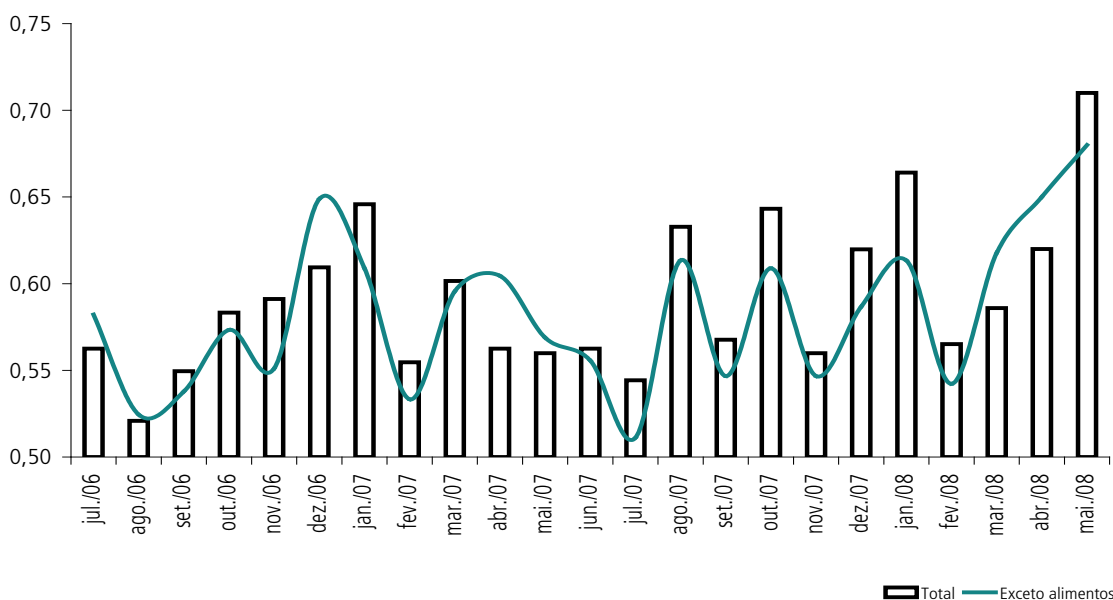
Em maio, o IPCA registrou variação de 0,79%, com aceleração tanto nos preços livres (1,0%) quanto nos preços administrados (0,26%). Nos últimos 12 meses, encerrados em maio, os preços livres apontam alta de 7,4%, impactados tanto por produtos comercializáveis (7,1%), quanto pelos não-comercializáveis (7,7%). A despeito da apreciação cambial, os preços comercializáveis vêm acelerando não só por conta dos alimentos, como também pelo fato de que os demais produtos industriais importados estão chegando mais caros ao país, dado o aumento dos seus custos de produção. No caso dos não-comercializáveis, além do impacto altista vindo dos alimentos *in natura* e do subgrupo alimentação fora do domicílio, os demais serviços também registram forte crescimento, como os serviços pessoais, uma alta de 8,7% em 12 meses, o que reflete em parte o reajuste do salário mínimo como um componente de custos e o aumento da renda real dos trabalhadores como um componente de demanda.

GRÁFICO 3.2  
**IPCA e núcleos**  
 (Variação acumulada em 12 meses, em %)



Fonte: IBGE e Ipea. Elaboração: Ipea.

GRÁFICO 3.3  
**IPCA – índice de difusão**



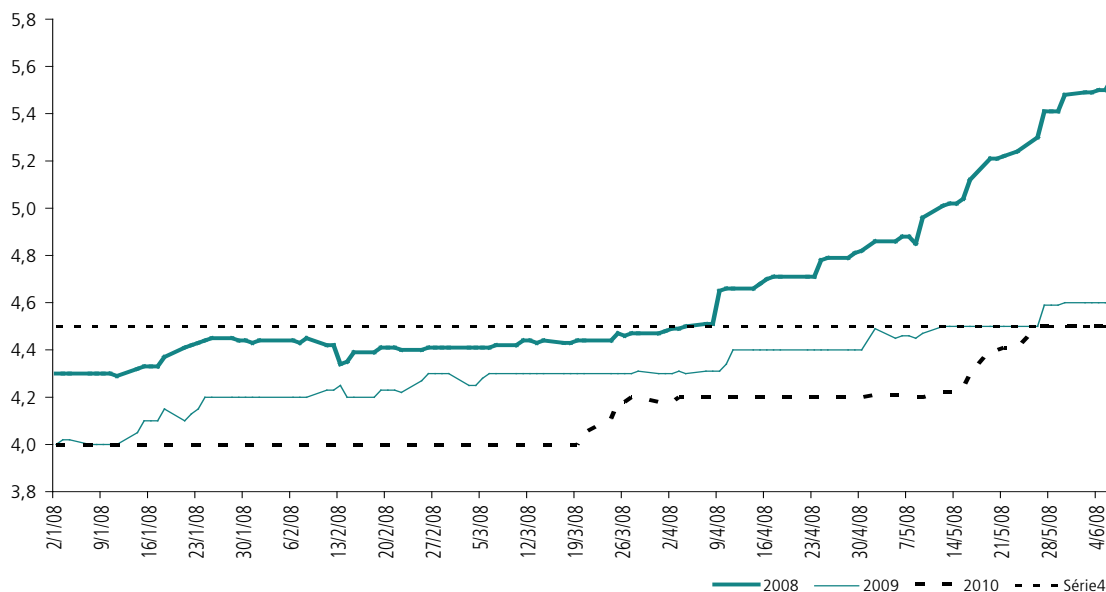
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea.

O destaque positivo fica por conta do desempenho dos preços administrados que, mesmo se acelerando em relação a 2007, devem manter-se abaixo dos preços livres. Uma parte desse comportamento dos preços administrados deve-se ao efeito da política fiscal que, ao reduzir a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide), seguiu na ponta o reajuste dos preços da gasolina. Adicionalmente, o fato de as tarifas de serviços públicos estarem menos indexadas aos Índices Gerais de Preços (IGPs) do que em um passado recente, fez com que a forte alta destes índices em 2007 tivesse o seu impacto sobre os preços administrados atenuado, segundo nossas previsões.

Seguindo a mesma tendência do varejo, os Índices de Preços por Atacado (IPA) também apresentam uma piora nos seus resultados ao longo do ano, especialmente os preços industriais. Se, durante o ano passado, a pressão exercida sobre o IPA vinha apenas dos preços agrícolas, este ano o cenário já traz os preços industriais como o principal foco de pressão inflacionária (gráfico 3.5).

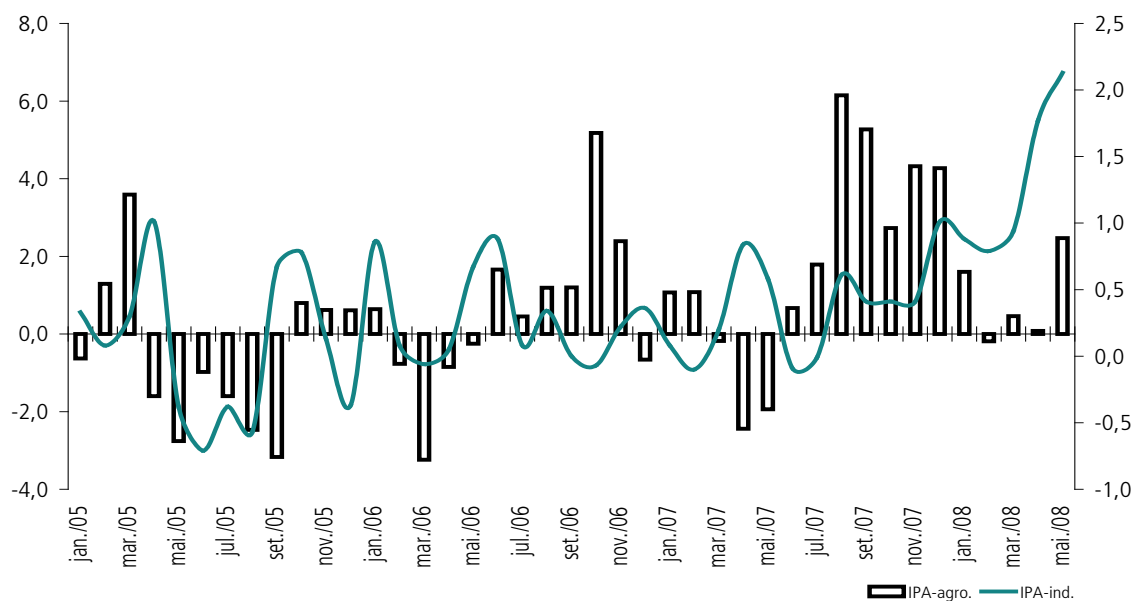
No acumulado do ano até maio, os preços agrícolas no atacado registraram alta de 4,5%, enquanto os industriais aceleraram 6,7%, com destaque negativo para as indústrias de metalurgia básica (14%) e química (13%). Esta aceleração dos preços no atacado, resultante de um aumento nos custos de produção, poderá exercer uma pressão altista sobre os índices de preços ao consumidor (IPCs) ao longo dos próximos meses, o que deve dificultar um recuo expressivo dos IPCs até o fim do ano.

GRÁFICO 3.4  
**PCA – expectativas de mercado**  
 (Variação anual, em %)



Fonte: BCB. Elaboração: Ipea.

GRÁFICO 3.5  
**Índice de Preços por Atacado**  
 (Variação mensal, em %)



Fonte: FGV. Elaboração: Ipea.

Desta forma, o cenário delineado para a inflação para o restante de 2008 continua delicado, uma vez que não há, aparentemente, grandes fatores de alívio inflacionário em um horizonte de curtíssimo prazo. Conforme publicou em sua última ata, o BCB possivelmente dará continuidade a um ciclo de elevação de taxas de juros como forma de diminuir o ritmo de crescimento dos preços. Entretanto, como a política monetária necessita de um tempo para surtir efeito, o impacto deste aperto monetário sobre a inflação corrente deve acontecer apenas na margem, sendo realmente mais eficaz a partir de 2009, quando provocará uma desaceleração do ritmo de crescimento.



## 4 SETOR EXTERNO

A economia mundial vem enfrentando dois graves problemas: *a*) o ritmo de crescimento tende a ser baixo devido aos efeitos monetários e financeiros provocados pela crise americana, que teve início no ano passado e *b*) o aumento da inflação devido à elevação do preço dos alimentos e das *commodities* (especialmente, petróleo e metais).

Nos Estados Unidos, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 0,9% com relação ao período anterior (dado sazonalmente ajustado e anualizado) no primeiro trimestre do ano, após ter registrado 0,6% no quarto trimestre de 2007, o que surpreendeu os mais pessimistas que esperavam uma recessão profunda que poderia se prolongar para além do corrente ano. Previsões do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) indicam apenas um baixo crescimento (e não uma recessão) para a economia americana para 2008 (ver tabela 4.1). Quanto à inflação, a taxa anual de elevação dos preços ao consumidor foi 4,1% em 2007 – Consumer Price Index (CPI); é esperada uma inflação menor para 2008 (ver tabela 4.1). Até o momento, as políticas monetárias e fiscais aplicadas, respectivamente, pelo Federal Reserve (Fed) e pelo Tesouro americano, estão sendo relativamente bem-sucedidas. Contudo, apesar da melhora no quadro econômico americano, cabe ser mencionado que seus problemas conjunturais não foram completamente solucionados. Os sinais ainda são contraditórios. A produção industrial vem crescendo a um ritmo cada vez menor desde meados de 2007, sendo que, em abril, praticamente não cresceu. As vendas no varejo também continuam apresentando forte desaceleração no mesmo período, porém, ao se retirar as vendas de automóveis e seus componentes, a desaceleração reduz-se significativamente. O indicador PMI do Institute of Supply Management (ISM) mantém-se abaixo de 50, o que indica probabilidade de recessão, mas elevou-se, em maio, para 49,6, contra 48,3 em fevereiro. O setor não-agrícola perdeu 20 mil postos de trabalho em abril, número bem inferior à média observada nos três meses anteriores.<sup>1</sup>

Na zona do euro, o crescimento do PIB aumentou de 1,4% para 3% nos mesmos períodos devido a um resultado excepcionalmente favorável da Alemanha (6%) no primeiro trimestre de 2008 mas deverá apresentar taxas bem inferiores no resto do ano. Ao mesmo tempo, a inflação passou de 1,9% ao ano no segundo semestre de 2007 para 2,4% nos primeiros quatro meses do ano (ver previsões para o ano de 2008 na tabela 4.1). E, de acordo com as mais recentes projeções da

TABELA 4.1  
Previsões do FMI e da OCDE

	Previsão: FMI 2008	Previsão: OCDE <sup>a</sup> 2008
Estados Unidos		
Taxa de crescimento do PIB	0,52	1,2
Inflação	3,02	3,2
União Européia		
Taxa de crescimento do PIB	1,84	1,7
Inflação	2,75	3,4

<sup>a</sup> Os dados da União Européia incluem apenas os países da zona do euro pertencentes à OCDE.

OCDE, a taxa de crescimento do produto nas economias avançadas deverá cair de 2,7% em 2007 para 1,8% em 2008.

Esses movimentos, como é amplamente conhecido, resultam basicamente do estouro da bolha imobiliária nos Estados Unidos, de um lado, e da elevação dos preços das *commodities*, de outro. A crise no sistema hipotecário nos Estados Unidos afetou todo o sistema financeiro, comprometendo o crescimento do consumo e dos investimentos na maioria dos países avançados. Simultaneamente, a manutenção de altas taxas de crescimento nos países asiáticos e nos países da Europa Oriental continua a pressionar a demanda por matérias-primas, alimentos e combustíveis causando o segundo maior choque de preços do pós-II Guerra (o maior de todos, no caso dos metais).

A forte crise nos mercados financeiros levou o Fed a adotar uma política claramente expansionista, reduzindo seguidamente as taxas básicas de juros e injetando liquidez na economia norte-americana, ao mesmo tempo em que o Tesouro adotou estímulos fiscais com o objetivo de afetar positivamente o crescimento.

Contudo, e essa é a novidade, a redução do ritmo de crescimento das economias avançadas parece estar contribuindo para a redução dos preços das *commodities*. Entre fevereiro e maio, medidos pelo índice *Commodity Research Bureau* (CRB), os preços dos metais caíram 18%, dos alimentos, 0,2% e o total (exclusive petróleo), 5,7%. Se esse fenômeno permanecer,

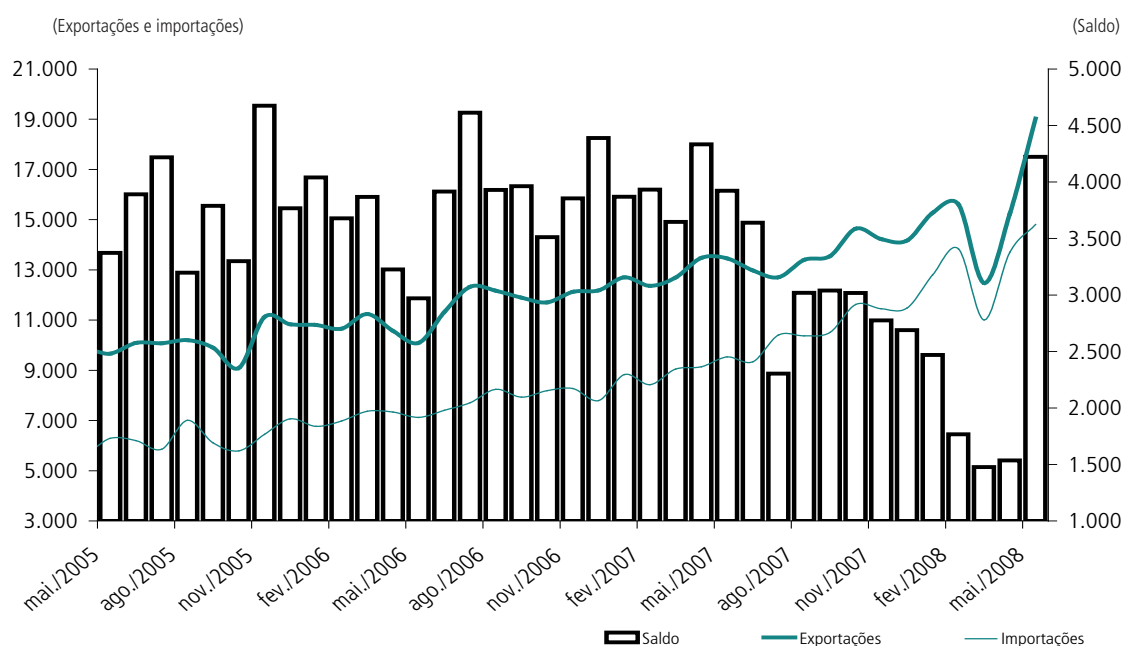
1. Census Bureau e Federal Reserve (Fed) são as fontes dos dados.

a médio prazo, poderão ocorrer dois efeitos importantes e contraditórios. De um lado, as pressões inflacionárias em todo o mundo, mas sobretudo nas economias avançadas, poderiam retroceder. Mas de outro, o crescimento das exportações de vários dos países emergentes, aí incluído o Brasil, seria negativamente afetado, prejudicando o financiamento do balanço de pagamentos. Os dados relativos aos preços de *commodities* nos próximos meses indicarão a maior ou menor verossimilhança desses impactos sobre a economia global.

## BALANÇA COMERCIAL

As exportações brasileiras atingiram US\$ 72 bilhões nos primeiros cinco meses do ano, um crescimento de 20% contra igual período do ano anterior. Esse crescimento foi resultado principalmente da elevação dos produtos básicos (33%), seguidos pelos semimanufaturados (20%) e manufaturados (11%). A greve dos fiscais da Receita Federal pode ter prejudicado mais as exportações do que as importações, em março e abril, notando-se uma forte recuperação em maio, como se observa no gráfico 4.1. De forma a reduzir o impacto da greve foi feita uma comparação entre a média de março, abril (que ficou próximo à média dos meses anteriores à greve) e maio com os três meses anteriores, utilizando a média diária dessazonalizada. As exportações totais apresentaram crescimento de 5,8%, devido principalmente aos semimanufaturados

GRÁFICO 4.1  
Exportações, importações e balança comercial – série dessazonalizada  
(Em US\$ milhões)



Fonte: Secex.  
Elaboração: Ipea/Dimac.

(9,5%) e aos básicos (8,8%).

As importações, por seu turno, cresceram 47% no acumulado do ano até maio, alcançando US\$ 63,4 bilhões, em razão, principalmente, dos aumentos de combustíveis (69%) e bens de consumo duráveis (62%). Os bens de capital cresceram 45%, seguidos pelas matérias-primas (43%) e pelos bens de consumo não-duráveis (17%). Seguindo o procedimento do parágrafo anterior, utilizando as médias diárias dessazonalizadas, as importações totais cresceram 9,4% devido basicamente aos combustíveis (30,1%) e aos bens de consumo duráveis (10,2%), sendo que os bens de capital e os bens de consumo não-duráveis ficaram virtualmente estáveis e as matérias-primas cresceram apenas 4,5%.

Com esses resultados, o superávit comercial, nos cinco primeiros meses do ano, atingiu US\$ 8,7 bilhões, bem abaixo dos US\$ 16,8 bilhões registrados em igual período de 2007. O saldo acumulado em 12 meses caiu para US\$ 31,9 bilhões em maio, após ter atingido cerca de US\$ 47 bilhões entre abril e junho de 2007, e deverá situar-se entre US\$ 18 bilhões e US\$ 22 bilhões no final do ano, bem abaixo dos valores previstos na nossa *Carta* de março.

## BALANÇO DE PAGAMENTOS

O déficit em conta corrente atingiu US\$ 3,3 bilhões em abril, totalizando US\$ 14,7 bilhões em 12 meses que, se comparado com um superávit de US\$ 13,9 bilhões em igual período de 2007, representa uma variação de US\$ 28,6 bilhões. Considerando-se os quatro primeiros meses do ano, o déficit em conta corrente já atingiu 3,1% do PIB, que se compara



com um superávit de 0,5% do PIB em igual período do ano passado.

O aumento do déficit em conta corrente é resultado tanto da redução do superávit comercial quanto do aumento do déficit da conta de serviços e rendas. Porém, enquanto o déficit da *conta de serviços* elevou-se apenas US\$ 1,7 bilhão nos primeiros quatro meses do ano, para atingir US\$ 5,2 bilhões, o déficit da *conta de rendas* cresceu US\$ 6,1 bilhões, para atingir US\$ 14,7 bilhões no mesmo período, devido principalmente à elevação das remessas de lucros e dividendos – decorrente, em parte, dos aumentos dos lucros devido ao crescimento e, também, em função do estímulo de envio de recursos ao exterior dado pela valorização cambial.

O ingresso de *investimentos diretos externos* no país vem se mantendo relativamente constante, atingindo US\$ 12,7 bilhões no primeiro quadrimestre do ano, pouco acima dos US\$ 10 bilhões registrados em igual período de 2007. Contudo, os *investimentos diretos brasileiros* no exterior aumentaram consideravelmente no mesmo período, provocando maior saída de recursos, que passou de um resultado positivo de US\$ 2,7 bilhões para um saldo negativo de US\$ 6,1 bilhões.

Ao mesmo tempo, o ingresso líquido de *investimentos em carteira* reduziu-se em US\$ 4,5 bilhões, alcançando US\$ 10,3 bilhões, ao passo que os *outros investimentos* saltaram de US\$ 6,7 bilhões no primeiro quadrimestre de 2007 para US\$ 12,4 bilhões no mesmo período de 2008.



## 5 ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

No Regime de Metas de Inflação é delegada ao Banco Central do Brasil (BCB) a função de cumprir a meta, definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), com um intervalo de flutuação para o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA) ( $4,5\% \pm 2 = 2,5$  a  $6,5\%$ ). Uma amplitude de flutuação para o IPCA relativamente grande é justificada pela eventual necessidade de absorção de choques.

De acordo com o objetivo do Comitê de Política Monetária (Copom) de mirar o centro da meta, a taxa básica de juros foi aumentada em abril para 11,75%, e tornou a aumentar em junho para 12,25% devido à elevação da inflação prevista para 2008. Por outro lado, as projeções de inflação do relatório *Focus*<sup>1</sup> (de 5,80% para 2008 e 4,60% para 2009), apesar de terem se elevado, mantêm-se num patamar abaixo do limite superior da banda.

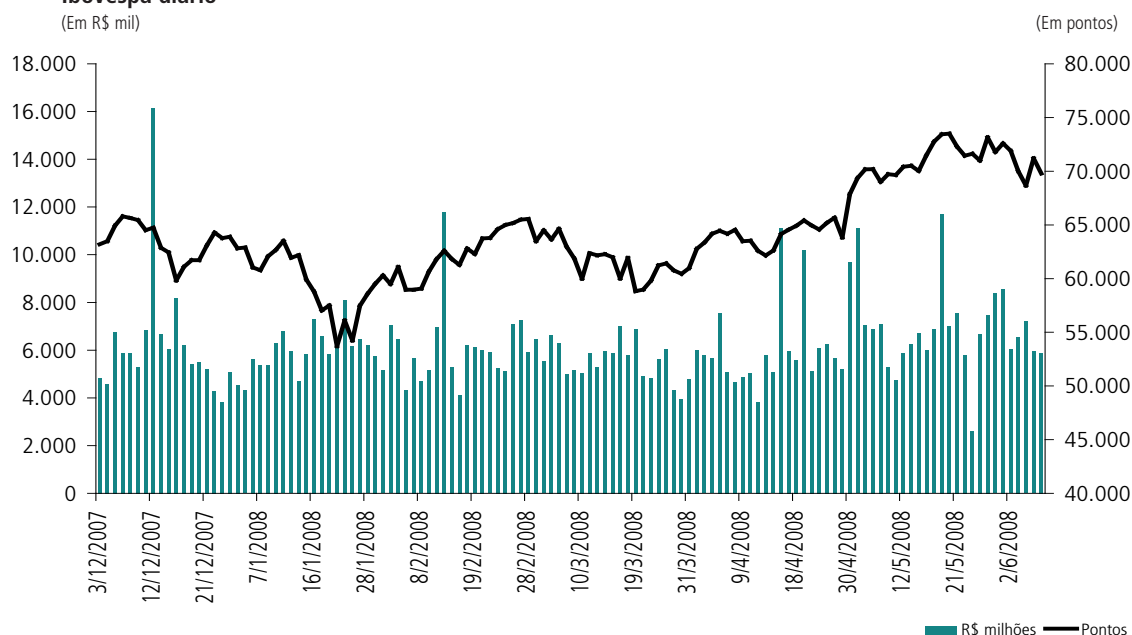
### BOLSA DE VALORES

O Brasil passou a ter o grau de investimento (*investment grade*) nesse trimestre. As agências de classificação de risco *Standard & Poor's* (S&P) e *Fitch Ratings* elevaram o país à categoria BBB-.

É interessante notar que apesar da expressiva alta do índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa) após o anúncio da S&P, o mercado de ações não apresentou um aumento na média do volume negociado (gráfico 5.1). Isso não confirma a opinião de grande parte dos analistas financeiros, que esperavam um grande aumento dos investimentos em ações decorrente da possível participação dos grandes fundos de pensão estrangeiros, os quais somente podem operar nos países com o grau de investimento.

Nesse primeiro momento parece estar sendo confirmada a previsão de uma pequena parcela de analistas que não concordava com essa possibilidade. Para eles, os fundos de pensão externos já teriam direcionado recursos para o país via investimento direto estrangeiro, adquirindo empresas. Nessa ótica, possivelmente, o volume do mercado acionário tenderia, agora, a movimentos mais suaves e estáveis.

GRÁFICO 5.1  
Ibovespa diário  
(Em R\$ mil)



### CÂMBIO E RENDA FIXA

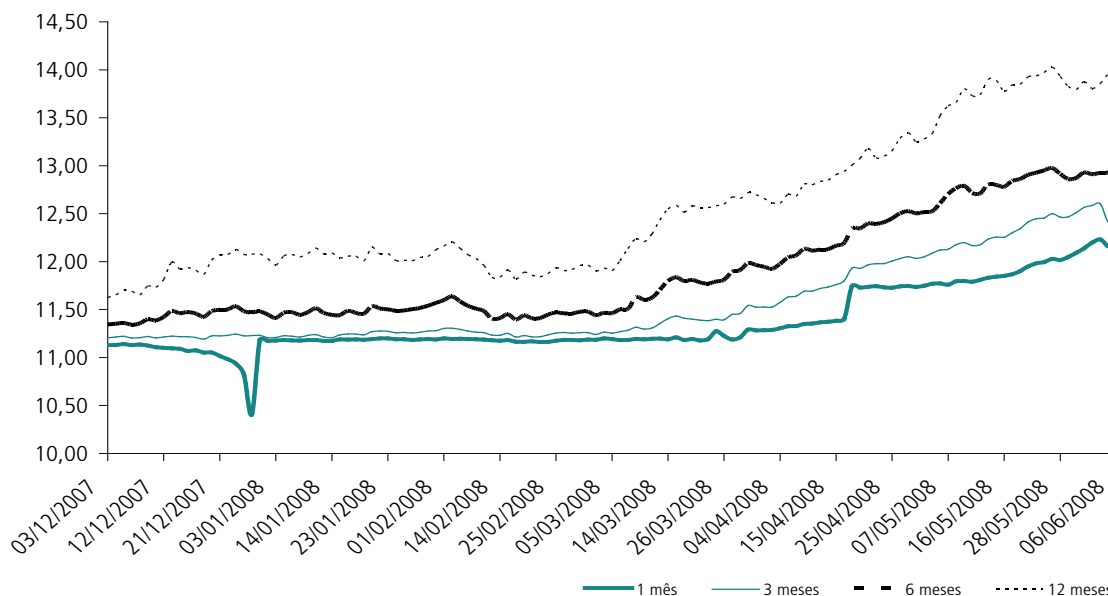
Devido às expectativas de aumento da Selic, nas reuniões do Copom de abril e junho, a estrutura a termo das taxas de juros apresentou altas. Mas arrefeceu essa tendência após noticiário na imprensa, na última semana de maio, a respeito de um aumento do superávit primário com o intuito de capitalizar o fundo soberano do Brasil (gráfico 5.2).

1. Note-se que essa expectativa de inflação é derivada, em grande parte, do aumento no preço das *commodities* que são cotadas no mercado internacional, e da variação de preços dos bens não-comercializáveis, que têm um elevado grau de autonomia e rigidez, e, portanto, dão resposta muito pequena à ação da política monetária.

GRÁFICO 5.2

**Estrutura a termo das taxas de juros prefixadas – curva LTN**

(Em %)



O dólar tem oscilado em torno de R\$ 1,60, na segunda semana de junho. Essa queda abaixo da média dos meses anteriores só não foi maior devido às operações de *hedge* nos mercados derivativos cambiais. O Brasil oferece, hoje em dia, aos investidores uma das mais atrativas operações dos mercados financeiros globais – renda fixa *versus* compra de dólar futuro. É interessante notar que o risco nessa operação é bastante reduzido. Se houver algum efeito da crise norte-americana sobre o país, além de o investidor receber a maior taxa real de juros do mundo, também estará protegido de uma eventual desvalorização cambial devido aos ganhos provenientes dos contratos comprados em dólar futuro.

Outro modo como essa operação vem sendo realizada é chamado de *carry trade*, ou seja, os investidores tomam recursos em países com baixas taxas de juros e aplicam em países com altas taxas, principalmente no Brasil, e com a mesma operação de *hedge* do exemplo anterior.

**CRÉDITO**

As operações de crédito subiram para 36,1% do PIB em abril – um aumento de 1,4 ponto percentual em relação a janeiro desse ano. Ressalte-se que o saldo mensal de concessões de crédito para o financiamento imobiliário subiu 93,2% em 12 meses, embora signifique apenas 1,09% do saldo total.

Apesar dessa elevação no volume das concessões de crédito, nota-se o arrefecimento no percentual desse aumento em 2008 (tabela 5.1) – principalmente do crédito referente à aquisição de veículos – o que pode estar refletindo que grande parte da demanda reprimida por este bem já foi atendida e que a partir de agora os acréscimos tendem a ser menores.

**SPREAD BANCÁRIO**

O *spread* bancário apresentou em abril o menor nível do ano – 25,0%. Os fatores de decomposição do *spread* bancário segundo a metodologia do BCB são: *a*) custo do Fundo Garantidor de Crédito (FGC); *b*) despesa com inadimplência; *c*) custo total do compulsório; *d*) custo administrativo; *e*) cunha tributária; *f*) inadimplência;<sup>2</sup> e *g*) resíduo ou lucro do banco. O *spread* bancário é explicado segundo o BCB principalmente pelo item inadimplência (43,4%) e pelo lucro bancário (26,4%), segundo dados de 2006, os últimos disponíveis para consultas.

2. Inadimplência = 
$$\frac{\sum \text{Todas as operações com parcelas vencidas há mais de 90 dias no SCR (carteira ativa)}}{\sum \text{Todas as operações no SCR}}$$

TABELA 5.1

**Operações de crédito referenciais para taxa de juros: concessões acumuladas no mês/pessoa física**

(Variação em relação ao mês anterior, em %)

Período		Cheque especial	Crédito pessoal	Financiamento imobiliário	Aquisição de bens			Cartão de crédito	Outras	Total
					Veículos	Outros	Total			
2007	Jan.	4,72	17,29	19,70	-2,10	-19,97	-6,91	1,82	2,63	4,41
	Fev.	-8,06	-7,35	-31,63	-15,19	-21,05	-16,55	1,83	-12,17	-7,89
	Mar.	12,29	19,21	68,74	32,44	17,53	29,17	4,31	18,13	15,01
	Abr.	-2,70	-8,38	-14,18	-9,85	-6,49	-9,18	-4,46	-7,07	-5,57
	Mai.	6,68	23,04	10,04	9,92	26,58	13,34	3,36	6,50	10,38
	Jun.	-6,74	-14,78	9,56	-7,58	-12,40	-8,68	1,39	-9,09	-7,70
	Jul.	5,76	4,30	-16,37	10,36	8,46	9,95	-1,02	5,52	4,77
	Ago.	-0,15	4,95	39,26	9,04	5,88	8,36	6,07	-0,64	3,29
	Set.	-9,03	-13,38	-20,81	-12,76	-13,07	-12,82	-7,92	-11,56	-10,60
	Out.	15,95	18,44	46,50	21,24	17,05	20,35	9,54	13,81	15,91
	Nov.	-4,13	-0,73	-16,20	-8,64	-1,70	-7,22	3,80	-1,97	-2,45
	Dez.	-3,14	-4,31	30,74	2,68	19,56	6,35	-1,90	0,48	-1,34
<b>Acumulado no ano</b>		<b>8,26</b>	<b>32,76</b>	<b>111,49</b>	<b>20,26</b>	<b>5,72</b>	<b>16,34</b>	<b>16,78</b>	<b>-0,41</b>	<b>14,86</b>
2008	Jan.	3,16	4,92	-11,96	-11,53	-26,59	-15,21	10,65	-0,46	1,48
	Fev.	-2,63	-4,96	11,52	-18,53	-12,27	-17,21	0,25	-11,59	-5,24
	Mar.	5,32	20,03	-18,76	7,33	9,98	7,92	-1,59	5,41	7,30
	Abr.	2,85	-5,36	33,09	6,37	-0,47	4,80	11,13	10,42	3,29
<b>Acumulado no ano</b>		<b>8,81</b>	<b>13,27</b>	<b>6,15</b>	<b>-17,72</b>	<b>-29,50</b>	<b>-20,60</b>	<b>21,32</b>	<b>2,43</b>	<b>6,58</b>

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



## 6 FINANÇAS PÚBLICAS

O superávit primário do setor público consolidado atingiu a cifra de R\$ 61,7 bilhões ou 6,82% do produto interno bruto (PIB), cabendo ao governo federal a parcela de R\$ 48,7 bilhões nesse total, R\$ 15,4 bilhões a mais que o resultado do primeiro quadrimestre de 2007. No mesmo período de 2007 o superávit primário foi de 6,31% do PIB e em 2006, no mesmo período, foi de 5,58% do PIB.

O montante de juros nominais apropriados atingiu R\$ 54,9 bilhões (6,06% do PIB), comparativamente a R\$ 51,1 bilhões (6,36% do PIB) no primeiro quadrimestre de 2007.

O elevado superávit no conceito primário favoreceu a obtenção de um inédito superávit nominal de 0,76% do PIB ou R\$ 6,9 bilhões, conforme mostra a tabela 6.1.

O resultado fiscal superavitário do Governo Central mostra que receitas e despesas cresceram no período janeiro-abril/2008, mas a receita aumentou duas vezes mais que a despesa.

As receitas federais se elevaram em 17,9% em valores nominais – 12,1% em valores reais deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) – no período janeiro-abril/2008 em comparação com o mesmo período do ano anterior. Esse resultado, que pode ser visualizado na tabela 6.2, tem sido atribuído ao bom desempenho da economia. Houve um crescimento vigoroso de variáveis impulsionadoras da arrecadação, como volume de vendas, produção industrial, massa salarial, ganhos de capital (venda de participações acionárias), venda de veículos no mercado interno, preço do petróleo e receita de *royalties* da extração do petróleo e, por fim, aumento do valor em dólar das importações, apesar da valorização cambial. Foram relevantes para a arrecadação as ações na área da administração tributária com o objetivo de recuperar débitos atrasados. No período de janeiro a abril a arrecadação de multa, juros e depósitos judiciais/administrativos apresentou um crescimento real de 74,9%. Houve também alterações na legislação tributária que impulsionaram de forma significativa a arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para compensar parcialmente a perda provocada pela Contribuição sobre Movimentação Financeira (CPMF).

TABELA 6.1

### Necessidade de financiamento do setor público – fluxos acumulados

(Valores correntes)

Discriminação	Jan.-abr. 2006		Jan.-abr. 2007		Jan.-abr. 2008	
	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB	R\$ milhões	% do PIB
Nominal	16 641	2,30	405	0,05	-6 885	-0,76
Juros nominais	57 047	7,88	51 136	6,36	54 858	6,06
Primário	-40 406	-5,58	-50 731	-6,31	-61 743	-6,82
Governo Central	-28 508	-3,94	-33 297	-4,14	-48 693	-5,38
Governos estaduais	-6 909	-0,95	-11 586	-1,44	-11 173	-1,23
Governos municipais	-1 046	-0,14	-1 807	-0,22	-1 243	-0,14
Empresas estatais	-3 943	-0,55	-4 041	-0,51	-634	-0,07

Fonte: BCB.

(+) déficit (-) superávit.

A receita previdenciária cresceu de forma significativa sob o impacto do aumento do emprego formal, do novo salário mínimo de R\$ 415 e do novo teto previdenciário.

Do lado das despesas públicas verifica-se a persistência de níveis muito baixos de investimento público no período janeiro-abril/2008, conforme pode ser visto na tabela 6.3. O total dos investimentos nos quatro primeiros meses do ano foi de R\$ 158,8 milhões, apenas 0,07% da despesa total do Governo Central. Os gastos do governo mais relevantes no período foram benefícios previdenciários (R\$ 56,7 bilhões ou 23,6% da despesa total) e gastos financeiros com juros e encargos da dívida (R\$ 44,4 bilhões ou 18,5% da despesa total). Se aos juros for somada a amortização, o total de gastos financeiros alcança 22,4% da despesa total do governo.

As despesas de custeio foram impactadas pela elevação do salário mínimo, que repercutiu sobre os gastos previdenciários, a assistência social, o seguro-desemprego e na própria folha de salários do governo.

No que diz respeito à dívida pública federal, o relatório do Banco Central (BCB) demonstra que a dívida mobiliária fora do BCB, avaliada pela posição de carteira, totalizou R\$ 1.218,7 bilhões (43,3% do PIB) no mês de abril, registrando decréscimo de R\$ 31,3 bilhões em relação ao mês anterior. O resultado refletiu resgates líquidos de R\$ 42,9 bilhões, incorporação de juros de R\$12 bilhões e redução de R\$ 0,4 bilhão, em decorrência da apreciação cambial.

TABELA 6.2

**Receitas federais – janeiro a abril – 2008/2007**

(Em preços correntes e em R\$ milhões)

Receitas	2008	2007	Var. (%) [A]/[B]	Participação (%)	
	[A]	[B]		2008	2007
Imposto sobre Importação (IPI)	4.829	3.635	32,83	2,18	1,93
IPI	12.112	9.755	24,17	5,47	5,19
IPI - fumo	1.048	836	25,34	0,47	0,44
IPI - bebidas	858	857	0,10	0,39	0,46
IPI - automóveis	1.971	1.420	38,80	0,89	0,76
IPI - vinculados à importação	2.827	2.216	27,60	1,28	1,18
IPI - outros	5.408	4.426	22,19	2,44	2,36
Imposto sobre a renda total	66.167	51.527	28,41	29,87	27,42
Imposto de Renda - pessoa física	5.404	4.241	27,41	2,44	2,26
Imposto de Renda - pessoa jurídica	32.757	25.367	29,13	14,79	13,50
Entidades financeiras	6.862	5.013	36,88	3,10	2,67
Demais empresas	25.895	20.354	27,23	11,69	10,83
Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF)	28.006	21.919	27,77	12,64	11,66
IRRF - rendimento do trabalho	17.342	13.197	31,40	7,83	7,02
IRRF - rendimento de capital	5.756	4.903	17,39	2,60	2,61
IRRF - rendimentos de residentes no exterior	3.038	2.281	33,23	1,37	1,21
IRRF - outros rendimentos	1.870	1.538	21,59	0,84	0,82
IOF	6.190	2.397	158,23	2,79	1,28
Imposto Territorial	43	36	18,39	0,02	0,02
CPMF	988	11.470	-91,38	0,45	6,10
Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins)	37.993	31.526	20,51	17,15	16,78
Contribuição para o PIS/Pasep	9.997	8.441	18,43	4,51	4,49
Contribuição Social sobre o Lucro Líquido	15.578	12.156	28,15	7,03	6,47
Cide - combustíveis	2.616	2.550	2,59	1,18	1,36
Contribuição para o Fundaf	74	115	-35,98	0,03	0,06
Outras receitas administradas	1.893	1.917	-1,28	0,85	1,02
Receita Previdenciária	54.268	45.712	18,72	24,50	24,33
Demais receitas	8.748	6.663	31,29	3,95	3,55
<b>Total geral das receitas</b>	<b>221.496</b>	<b>187.900</b>	<b>17,88</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Fonte: Receita Federal.

TABELA 6.3

**Despesa da União por grupo: orçamentos fiscal e da seguridade social – janeiro-abril de 2008**

Grupo de despesa	Despesa liquidada	
	Valor nominal (R\$)	%
Despesas correntes	215.247.001.864,93	89,542
Pessoal e encargos sociais	39.046.444.270,24	16,243
Juros e encargos da dívida	44.427.962.493,22	18,482
Outras despesas correntes	131.772.595.101,47	54,817
Transferências a estados, DF e municípios	50.074.325.902,87	20,831
Benefícios previdenciários	56.671.818.262,43	23,575
Demais despesas correntes	25.026.450.936,17	10,411
Despesas de capital	25.139.160.941,15	10,458
Investimentos	158.790.057,10	0,066
Inversões financeiras	15.459.528.709,31	6,430
Amortização da dívida <sup>a</sup>	9.520.842.174,74	3,960
Subtotal	240.386.162.806,08	100,000
Amortização da dívida – refinanciamento	172.170.764.710,09	
Refinanciamento da dívida mobiliária	171.734.530.284,87	
Refinanciamento da dívida contratual	436.234.425,22	
<b>Total</b>	<b>412.556.927.516,17</b>	

Fonte: Siafi - STN/CCONT/Geinc.

<sup>a</sup> Excetuados os valores referentes ao refinanciamento da dívida pública.



Analisando a dívida mobiliária federal pela ótica do prazo de vencimento verifica-se que, ao final de abril, 15% do total (R\$ 183,2 bilhões) vencem em 2008; 22,1% do total (R\$ 269,7 bilhões) vencerão em 2009; e 62,8% do total a partir de janeiro de 2010, conforme relatório do BCB. O prazo médio da dívida mobiliária federal mantém a trajetória de elevação, alcançando 39,26 meses, superior em 2,79 meses ao registrado em dezembro de 2007.

A dívida interna líquida em abril ficou em 50,4% do PIB (R\$ 1.420 bilhões) e a dívida líquida total em 41% do PIB (R\$ 1.153 bilhões), conforme se pode observar na tabela 6.4.

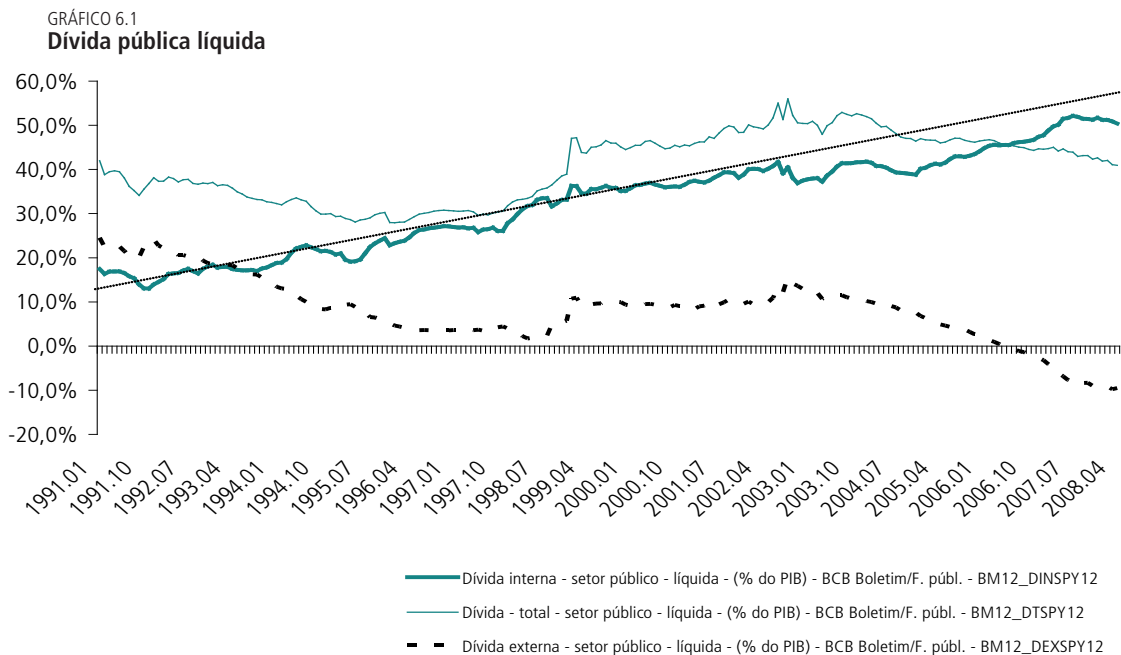
A porcentagem dos títulos vinculados à taxa Selic elevou-se de 28,7% para 29,4%; a dos títulos prefixados reduziu-se de 31,2% para 28,3%; e a dos títulos vinculados a índices de preços passou de 23,5% para 23%.

O gráfico 6.1 mostra que a dívida total líquida cresceu de 1996 até 2003 impulsionada pela dívida interna. A política monetária de combate à inflação com o uso de taxas de juros elevadas foi e tem sido um forte fator de pressão sobre o estoque da dívida interna, em grande parte atrelada à Selic, mas também devido às altas taxas pagas pelos títulos prefixados, por vezes superiores à própria Selic. A queda no passado recente (a partir de 2003) do indicador dívida líquida total/PIB deve-se à redução da dívida externa líquida (em função dos resgates efetuados, acúmulo de reservas internacionais e apreciação cambial), mas também ao elevado superávit primário, redução dos juros nominais e crescimento do PIB a taxas mais altas.

TABELA 6.4  
**Dívida líquida do setor público**  
(Em R\$ milhões)

Discriminação	2007				2008					
	Dezembro		Janeiro		Fevereiro		Março		Abril	
	SalDOS	% do PIB	SalDOS	% do PIB	SalDOS	% do PIB	SalDOS	% do PIB	SalDOS	% do PIB
Dívida líquida total	1.150.357	42,7	1.140.900	41,9	1.157.005	42,2	1.141.321	41,2	1.153.289	41,0
Dívida interna líquida	1.393.139	51,7	1.394.749	51,3	1.409.405	51,4	1.412.416	51,0	1.420.114	50,4
Governo federal	703.662	26,1	695.909	25,6	699.231	25,5	697.541	25,2	691.624	24,6
BCB	327.801	12,2	332.491	12,2	342.307	12,5	344.250	12,4	353.455	12,6
Governos estaduais	313.467	11,6	316.517	11,6	317.838	11,6	318.493	11,5	319.929	11,4
Governos municipais	47.525	1,8	48.206	1,8	48.601	1,8	48.859	1,8	49.441	1,8
Empresas estatais	684	0,0	1.626	0,1	1.428	0,1	3.274	0,1	5.664	0,2
Dívida externa líquida	-242.782	-9,0	-253.849	-9,3	-252.400	-9,2	-271.095	-9,8	-266.824	-9,5

Fonte: BCB.



Fonte: BCB.

## EDITORIAL

### Coordenação

Iranilde Rego

### Revisão

Lucia Duarte Moreira  
Alejandro Sainz de Vicuña  
Eliezer Moreira  
Elisabete de Carvalho Soares  
Míriam Nunes da Fonseca

### Editoração

Roberto das Chagas Campos  
Aeromilson Mesquita  
Camila Guimarães Simas  
Camila Oliveira de Souza  
Carlos Henrique Santos Vianna

### Reprografia

Edson Soares

Brasília

SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES - 9º andar  
70076-900 - Brasília - DF  
Tel.: (61) 3315-5090  
Fax: (61) 3315-5314  
Correio eletrônico: editbsb@ipea.gov.br

Rio de Janeiro

Av. Nilo Peçanha, 50 - 6º andar (Grupo 609)  
20044-900 - Rio de Janeiro - RJ  
Tel.: (21) 3515-8522 e 3515-8426  
Fax: (21) 3515-8402  
Correio eletrônico: fabiana.pontes@ipea.gov.br

## COMITÊ EDITORIAL

### Secretário-Executivo

Marco Aurélio Dias Pires

SBS - Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES  
9º andar, sala 904  
70076-900 - Brasília - DF  
Tel.: (61) 3315-5374  
Fax: (61) 3315-5314  
Correio eletrônico: madp@ipea.gov.br