CARTA DE CONJUNTURA

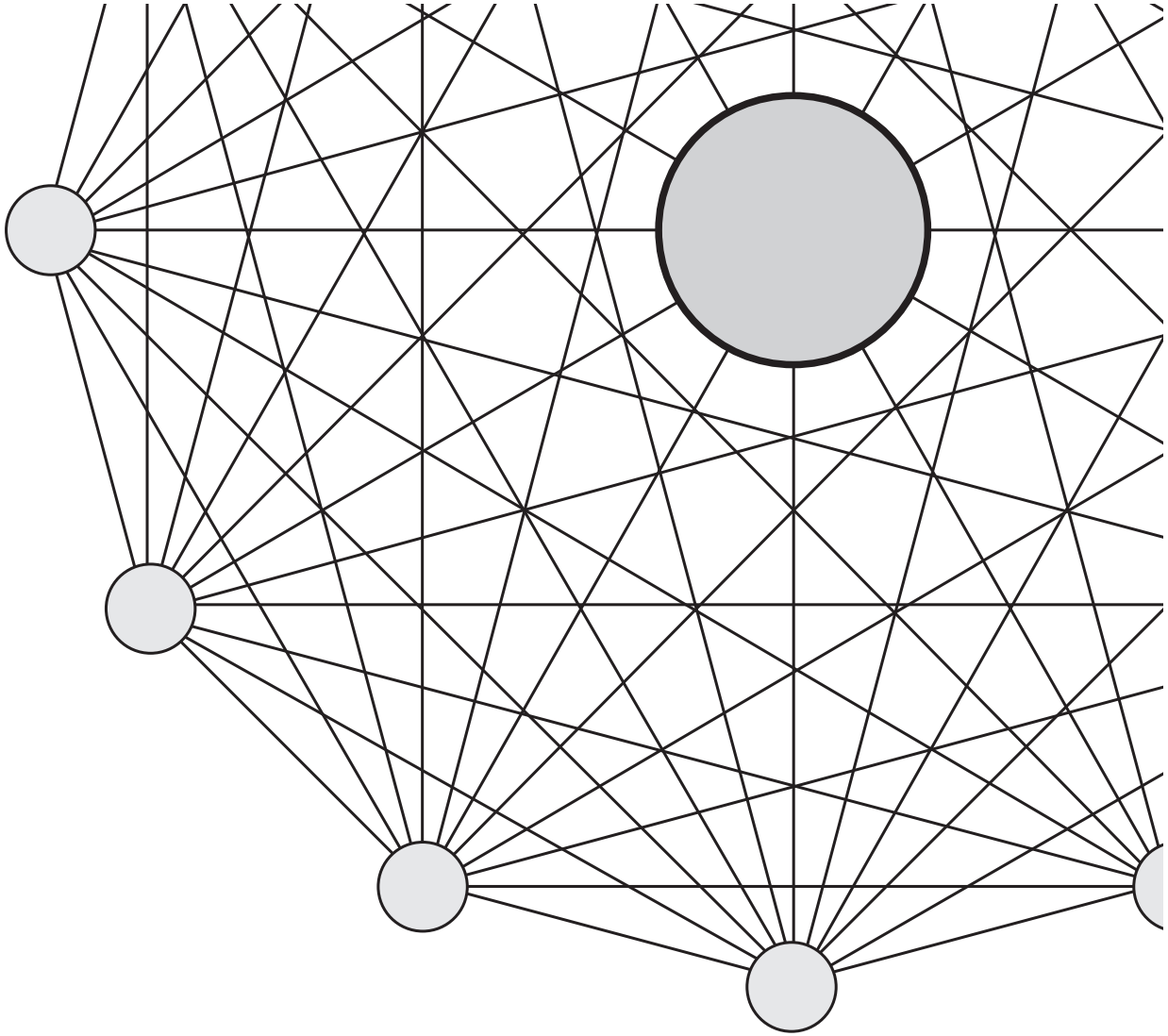
Dezembro

2011

15

ipea 47 anos

Por um Brasil desenvolvido



CARTA DE CONJUNTURA

Governo Federal

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

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais, possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro, e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Geová Parente Farias

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

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

Diretora de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Vanessa Petrelli Corrêa

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

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

Diretor de Estudos e Políticas Sociais
Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete
Fabio de Sá e Silva

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
Daniel Castro

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

ISSN 1982-8772

carta de conjuntura

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicos

GAP – Grupo de Análise e Previsões

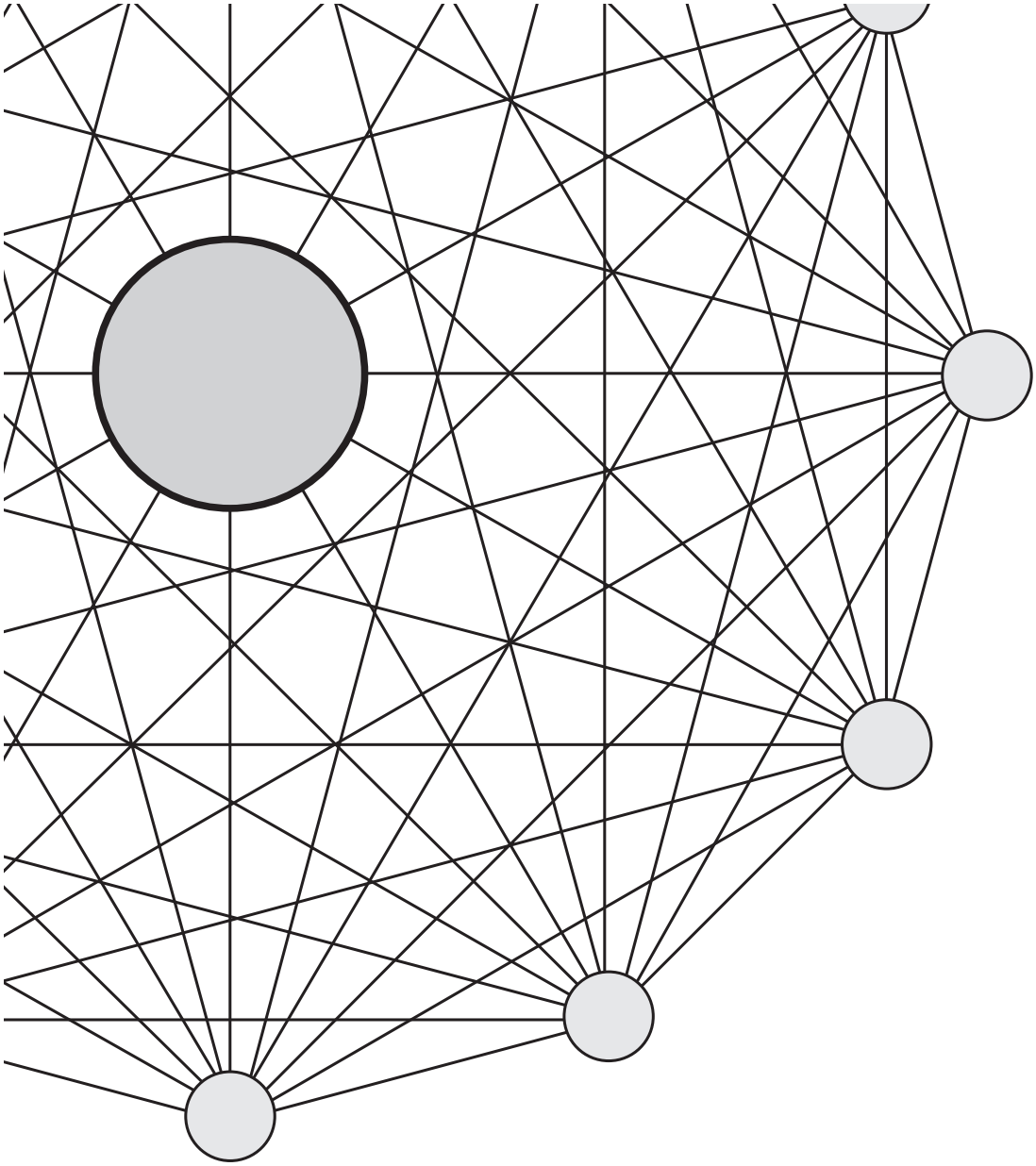
Equipe Técnica
Roberto Messenberg (Coordenador)
Cláudio Hamilton Matos dos Santos
Fernando Augusto Mansor de Mattos
Fernando José da Silva Paiva Ribeiro
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos
Júlia de Medeiros Braga
Leonardo Mello de Carvalho
Maria Andréia Parente Lameiras
Renata Carvalho Silva

Assessora
Mônica Simioni

Estagiários
Hicaro de Souza Oliveira
José Bruno Ramos Torres

Equipe Ipeadata
André Zolotar Sardinha
Bianca Teixeira Cêa
Marcos Hecksher

As seções desta carta foram produzidas com as informações existentes em 14 de dezembro de 2011.



CARTA DE CONJUNTURA

dezembro

2011

15

ipea 47 anos

Por um Brasil desenvolvido

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2011

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

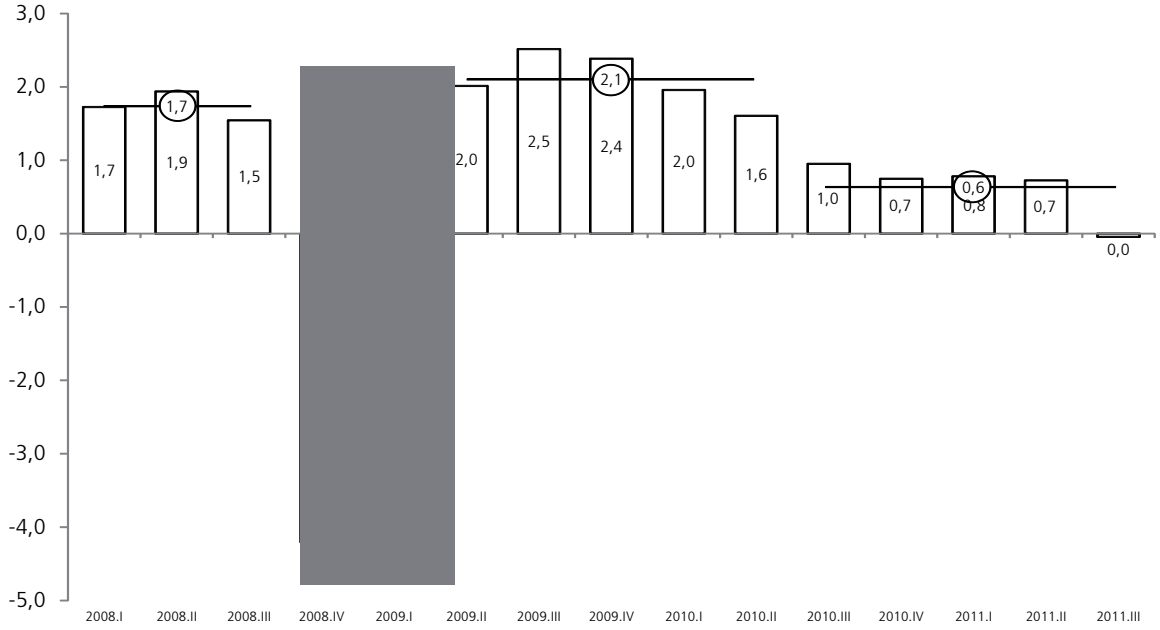
NÍVEL DE ATIVIDADE	7
EMPREGO E MERCADO DE TRABALHO	23
INFLAÇÃO	29
SETOR EXTERNO	33
ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA	41
FINANÇAS PÚBLICAS	49
INDICADORES*	

* 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 nulo na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2011, na série livre de influências sazonais. Este resultado, o pior desde o primeiro trimestre de 2009, significou uma forte desaceleração em relação ao período imediatamente anterior, quando o PIB havia crescido 0,7%.[1] Com isso, a taxa de expansão média dos últimos cinco trimestres se reduziu para 0,6%, aumentando o contraste em relação ao desempenho observado no período que marcou a recuperação da economia frente à recessão técnica provocada pela crise financeira global, quando o PIB cresceu a uma taxa média de 2,1% (ver gráfico 1.1). O *carry-over* (carregamento estatístico) também apresentou queda em relação ao período anterior, passando de 3,0% para 2,8%, ou seja, caso o PIB volte a apresentar variação nula no último trimestre do ano, na série com ajuste sazonal, cresceria a esta taxa ao fim de 2011. Ainda em relação à série ajustada, a demanda interna registrou desempenho inferior ao do PIB, com recuo de 0,2% na margem, após subir 1,0% no período imediatamente anterior. Este mau resultado foi reflexo da queda no consumo das famílias (–0,1%), no consumo da administração pública (–0,7%) e na formação bruta de capital fixo (–0,2%). Apesar disso, as revisões implementadas pelo IBGE na série histórica, mais particularmente na construção civil, tiveram como consequência uma elevação das taxas de investimento trimestrais, que subiram, em média, 1 ponto percentual (p.p.) a partir de 2009, atingindo o patamar de 20,0% no terceiro trimestre de 2011.

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

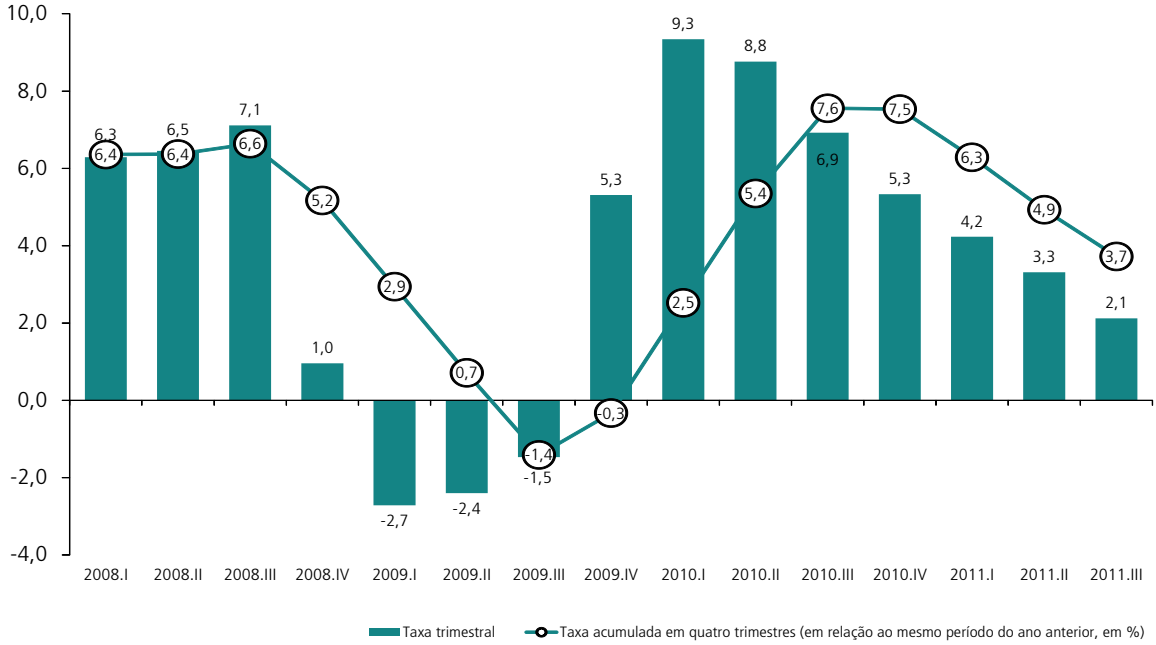


Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Na comparação com o mesmo período do ano anterior, a taxa de crescimento do PIB sofreu redução pelo sexto trimestre consecutivo, passando de 3,3% para 2,1%. A perda de fôlego nas taxas interanuais foi sentida de maneira generalizada pelos seus componentes, seja pelo lado da demanda, seja pelo lado da oferta, com exceção da agropecuária que, após registrar queda de 0,6% no período anterior, avançou expressivos 6,9% sobre o terceiro trimestre de 2010. Deve-se destacar ainda a convergência da taxa de crescimento da demanda interna (em relação ao ritmo de crescimento do PIB), que apresentou alta de 2,3% nesta mesma base de comparação. Este resultado comprova a intensificação do cenário de desaceleração do nível de atividade, que também pode ser notado na evolução da taxa de expansão acumulada do PIB em quatro trimestres, que recuou pelo terceiro trimestre consecutivo, passando de 4,9% para 3,7% (ver gráfico 1.2). Já com relação à taxa de crescimento acumulada no ano, o PIB atingiu um patamar 3,2% superior ao do mesmo período do ano passado.

1. O IBGE revisou a trajetória de crescimento dessazonalizado do PIB ao longo dos últimos dois anos. As alterações mais significativas ocorreram nos resultados do terceiro trimestre de 2010, que subiu de 0,4% para 1,0%, e nos dois primeiros trimestres de 2011. Enquanto a expansão nos primeiros três meses do ano foi reduzida de 1,2% para 0,8%, o resultado do segundo trimestre passou de 0,8% para 0,7%.

GRÁFICO 1.2
PIB: evolução das taxas de crescimento trimestral e acumulado em quatro trimestres
(Em %)



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

A análise do cenário econômico brasileiro, elaborada na última *Carta de Conjuntura*, publicada em outubro deste ano, chamava a atenção para a existência de um processo de arrefecimento do nível de atividade, em curso desde o início do segundo trimestre de 2011. Na época, a economia já dava indícios de estar sofrendo os efeitos negativos advindos das medidas macroprudenciais adotadas em dezembro de 2010, assim como do início de um ciclo de aperto monetário, traduzido no aumento da taxa básica de juros. Tais medidas tinham como principal objetivo conter o ritmo de crescimento da economia, diagnosticado como excessivo, diante de um possível descompasso entre oferta e demanda, associado à deterioração do cenário de inflação. Naquele momento, embora o mercado de crédito já se mostrasse menos receptivo aos novos tomadores de empréstimos, o comportamento dos indicadores associados à demanda, de um modo geral, continuava dando sinais de aquecimento. Como explicação para isto, os baixos níveis de desocupação no mercado de trabalho, associados à manutenção do rendimento médio real em patamares elevados, continuavam a estimular os consumidores, mantendo seus níveis de confiança elevados. Sendo assim, a redução verificada no ritmo de crescimento da atividade econômica estava associada aos setores ligados à oferta, mais precisamente à indústria. Com exceção dos primeiros três meses de 2011, quando acumulou um crescimento de 3,4%, o desempenho da produção industrial tem sido marcado por uma trajetória de estagnação. Enfrentando sérios problemas ligados à baixa competitividade, o mau desempenho do setor manufatureiro é explicado por fatores estruturais, como uma taxa de câmbio excessivamente apreciada, uma alta carga tributária, gargalos provenientes de uma infraestrutura deficiente; e por fatores conjunturais, como o acúmulo indesejado de estoques e uma pressão nos custos da folha de pagamento, que vêm crescendo acima da produtividade no setor. Como pano de fundo, o baixo nível de investimento público evidencia um modelo de crescimento mais voltado para o consumo, ampliando, desta forma, a participação do setor de serviços, cuja produtividade cresce menos que a da indústria. Dentro deste contexto, a turbulência que se iniciava no cenário internacional contribuía para deprimir ainda mais a confiança dos empresários, que já apresentava trajetória decrescente desde o início do ano. O nervosismo causado pelo rebaixamento da dívida pública dos Estados Unidos pela agência de classificação de risco *Standard & Poor's* (S&P) no início de agosto, seguido por uma longa negociação pela elevação do teto de endividamento do país junto ao Congresso americano, assim como a deterioração da situação fiscal da Grécia e de outros países periféricos da Europa, como Irlanda, Espanha e Itália, por exemplo, aumentaram consideravelmente o nível de incerteza acerca das perspectivas para a economia mundial.

Entre os acontecimentos que caracterizaram o cenário descrito acima e a divulgação dos resultados referentes ao PIB do terceiro trimestre, o processo de desaceleração da economia brasileira se intensificou em grande medida, tornando-se agora mais generalizado. Pelo lado da oferta, a produção industrial manteve sua trajetória de declínio, aprofundando a perda de competitividade. Enquanto o setor industrial, medido no âmbito das Contas Nacionais, recuou 0,9% na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres de 2011, a produção física, medida na Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), do IBGE, acumulou uma queda de 2,6% no trimestre encerrado em outubro. Além dos fatores citados no parágrafo anterior, uma vez que os mecanismos de transmissão pelos quais a elevação da taxa básica de juros afeta o setor real da economia levam, em média, entre seis e nove meses para exercer seus efeitos plenamente, os impactos recessivos do ciclo de aperto monetário

iniciado em janeiro podem ter atingido seu pico neste período. Em consequência disto, o mercado de trabalho, especialmente o emprego industrial, tem mostrado sinais mais claros de contágio, deprimindo a confiança dos agentes. Segundo os dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes), do IBGE, o nível de ocupação no setor caiu 0,3% sobre outubro de 2010, sendo este o primeiro resultado negativo desde janeiro de 2010, nesta base de comparação. Além disso, houve piora nas horas pagas, na folha de pagamento real e na produtividade. Somando-se a estes fatores os efeitos provenientes das medidas macroprudenciais, a perda de fôlego da atividade econômica passou a atingir também os setores associados à demanda, que até então vinham mantendo certo dinamismo. A este respeito, uma parte da queda registrada pelos componentes da demanda interna no terceiro trimestre pode ser creditada à piora da conjuntura internacional, que deteriorou nos últimos dois meses. Após as turbulências vividas pela Grécia, uma crescente aversão aos títulos soberanos da Itália elevou de maneira significativa o grau de tensão na zona do euro. Refletindo a perda de confiança por parte dos investidores, o aumento no prêmio de risco sobre os títulos italianos atingiu patamares considerados insustentáveis, num mercado que responde por um quarto de toda a dívida pública da zona do euro. Dentro deste contexto, devido à alta exposição dos bancos europeus às dívidas soberanas, o aumento dos riscos associados às operações de empréstimos interbancários começa a retrair a liquidez dos mercados. Já há indícios de "empoçamento" em grandes bancos da Europa, como é o caso do Deutsche Bank, que está com um caixa equivalente à metade do seu patrimônio. Caso esta situação evolua para contornos mais sérios, inclusive com a possibilidade de a agência Standard & Poors (S&P) colocar todos os países da zona do euro, incluindo Alemanha e França, sob perspectiva negativa, as consequências sobre a economia brasileira se tornariam mais preocupantes, uma vez que os bancos da Europa são os que possuem mais ativos no país. Até o momento, o agravamento da crise tem afetado negativamente os indicadores de confiança dos agentes, assim como o mercado de ativos. No entanto, já há indícios de restrições em algumas linhas de crédito ao comércio exterior, como, por exemplo, os Adiantamentos sobre Contrato de Câmbio (ACCs).

Ainda que o sistema financeiro global não sofra uma ruptura nos moldes daquela ocorrida na crise de 2008, o receituário a ser empregado para equacionar os problemas decorrentes do descontrole das dívidas soberanas nos países da zona do euro compreenderá uma série de medidas bastante severas no tocante à austeridade fiscal, o que poderá implicar um longo período de ajuste recessivo para a maioria destes países. Isto posto, num cenário externo já marcado pelo fraco desempenho das economias centrais, como os Estados Unidos e o Japão, a demanda mundial tenderá a se retrair ainda mais, impactando negativamente na economia brasileira através do canal de transmissão do comércio internacional. Esta conjuntura se torna ainda mais séria na medida em que está em curso uma tendência de concentração na pauta de exportações brasileira, em que quase metade do total exportado pelo país se concentra em apenas cinco *commodities*, a saber: minério de ferro, petróleo em bruto, complexo soja, açúcar bruto e refinado e complexo carnes. Por trás deste processo, que vem sendo observado desde 2006, está o forte crescimento das economias asiáticas, com destaque especial para a China que, com os demais países emergentes, tem impulsionado a demanda por produtos básicos, provocando uma elevação nos preços e no volume das exportações brasileiras de *commodities* nos últimos anos. Na hipótese de que uma piora da crise global acabe gerando uma desaceleração mais significativa no ritmo de crescimento dos emergentes, a redução das cotações das *commodities* teria forte impacto negativo no saldo da balança comercial, através da reversão da trajetória ascendente dos termos de troca da economia brasileira. No caso particular da China, a preocupação com um possível pouso forçado da sua economia se torna ainda mais relevante, na medida em que esta detém a maior participação na pauta de exportados brasileiros.

A intensificação do processo de arrefecimento da economia brasileira, contaminando os setores ligados à demanda, associada a um cenário de longa estagnação da produção industrial, e de piora do ambiente externo, provocou uma mudança de direção na política monetária conduzida pelo Banco Central do Brasil (BCB) que, com o Ministério da Fazenda (MF), vem adotando uma série de medidas para evitar uma queda mais brusca da atividade econômica. No âmbito da política monetária, além do início de um ciclo de redução da taxa básica de juros, o BCB retirou parte das medidas macroprudenciais adotadas em dezembro de 2010, como, por exemplo, a exigência de capital extra como reserva para as operações de crédito de médio prazo e as restrições ao crédito para aquisição de veículos. Já no âmbito da política fiscal, está sendo implementado um conjunto de medidas de desoneração tributária que terá um escopo bastante amplo, afetando diversos setores da economia, como a indústria, o comércio varejista, a construção civil, as empresas com ações negociadas em bolsas e os consumidores em geral. Dentre elas, devem ser destacadas: a redução do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 3,0% para 2,5% no crédito direcionado à pessoa física; os incentivos fiscais na forma de desonerações nos setores ligados à produção de bens duráveis; e a retirada do IOF para aplicações no mercado de ações, por estrangeiros, para oferta pública inicial de ações – initial public offering (IPO) – e para títulos de renda fixa. Além disso, o governo ampliou o teto do valor do imóvel sobre o qual incide a alíquota de 1,0% do Regime Especial de Tributação (RET), que passou de R$ 75 mil para R$ 85 mil, estimulando, assim, o setor da construção civil. Por fim, com a preocupação em promover a expansão do investimento público, o governo anunciou a elevação dos limites de endividamento dos estados, que poderão contratar novas linhas de financiamento junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e outros organismos financeiros internacionais, como o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), e o Banco Mundial (BIRD). Além disso, visando estimular o financiamento de investimentos considerados prioritários em infraestrutura, foi criado um regime especial de tributação segundo o qual pessoas físicas e investidores estrangeiros que aplicarem em debêntures emitidas por empresas visando o financiamento de projetos

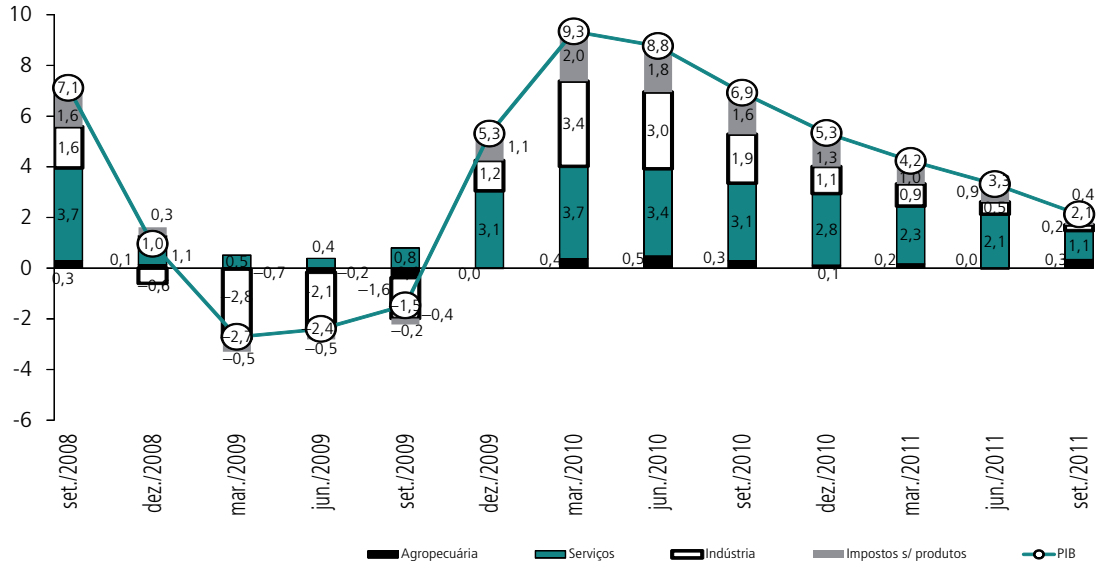
avaliados como prioritários pelo governo estarão isentos do Imposto de Renda (IR). Já as pessoas jurídicas terão alíquota reduzida de 34% para 15% de IR sobre o rendimento destas debêntures. São sete os setores elencados como prioritários: logística e transporte, mobilidade urbana, energia, telecomunicações, radiodifusão, saneamento básico e irrigação.

Enquanto o impacto das medidas de flexibilização da política monetária será sentido apenas no próximo ano, os efeitos provenientes das desonerações tributárias devem afetar positivamente a demanda interna já no quarto trimestre de 2011. Embora alguns setores importantes não tenham sido contemplados pela redução de impostos, como, por exemplo, o setor automotivo, o conjunto de incentivos pode exercer uma influência benigna sobre os índices de confiança dos agentes. Apesar disso, a recuperação nos últimos três meses do ano deve acontecer de maneira ainda tímida, tendo em vista a manutenção de um desempenho desfavorável da economia na passagem de setembro para outubro, refletido no recuo de 0,3% do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), que possui forte correlação com o PIB. Pelo lado da oferta, este resultado voltou a ser negativamente influenciado pelo comportamento da produção industrial física, que recuou 0,6% em outubro, na série com ajuste sazonal. Embora alguns dados referentes ao mês de novembro compensem o início desfavorável do trimestre, como, por exemplo, o aumento das vendas de automóveis, a produção industrial permanecerá afetada pela necessidade de redução dos níveis de estoques, que ainda se encontram acima do desejado em vários setores importantes.

OFERTA

A análise dos componentes do PIB pelo lado da oferta, tendo por base a comparação entre o terceiro trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior, destaca a queda na contribuição de todos os setores em relação ao resultado do segundo trimestre, com exceção da agropecuária. O destaque negativo voltou a ser o setor industrial que, pelo sexto trimestre consecutivo, reduziu sua contribuição, adicionando +0,2 p.p. no resultado do PIB. Com isso, sua participação relativa no resultado diminuiu, passando de 14,0% para 10,5%. Por outro lado, apesar da queda, o setor de serviços voltou a registrar a maior contribuição, adicionando +1,1 p.p. ao resultado trimestral (ver gráfico 1.3). Refletindo uma queda de 50,0% ante o resultado do trimestre anterior, a sua participação encolheu, passando de 61,6% para 53,0%. Por fim, enquanto o setor agropecuário foi o destaque positivo do trimestre, contribuindo com +0,3 p.p. no PIB, a contribuição dos impostos caiu de +0,9 p.p. para +0,4 p.p., resultado que reduziu a sua participação para 20,6%.

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



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

Ainda sobre uma base de comparação relativamente elevada, devido ao bom desempenho da economia no terceiro trimestre de 2010, todos os setores voltaram a apresentar variação trimestral positiva, embora a maioria tenha desacelerado em relação ao período anterior (ver tabela 1.1). A exceção ficou por conta da agropecuária, que registrou forte expansão na taxa de crescimento contra igual período do ano anterior, saindo de uma queda de 0,6% no segundo trimestre para um avanço de expressivos 6,9% no trimestre seguinte. Este resultado pode ser explicado pelo bom desempenho da produção agrícola, em que algumas lavouras com safra relevante nesse período do ano registraram forte aumento da produtividade, como foi o caso da mandioca, do feijão e da laranja. Com relação ao trimestre imediatamente anterior, com dados dessazonalizados, a agropecuária também se destacou, registrando o melhor desempenho entre os setores, com avanço de 3,2% ante o período anterior. Na comparação com os primeiros nove meses de 2010, o setor acumulou uma expansão

de 2,8%, a segunda maior entre os setores produtivos. Já o crescimento contratado para 2011 (*carry-over*) aumentou de 2,1% para 3,7%, enquanto o acumulado em quatro trimestres aumentou de 2,3% para 2,7%.

O setor de serviços registrou desaceleração na taxa de crescimento interanual. A expansão de 2,0% frente ao terceiro trimestre de 2010 representou uma queda de 1,7 p.p. em relação ao período anterior, puxado, em grande medida pelo arrefecimento da atividade Comércio, que recuou de 5,5% para 1,7%. Já os destaques positivos ficaram por conta das atividades Serviços de informação e Intermediação financeira e seguros, que avançaram 4,4% e 3,0%, respectivamente. Na série livre de influências sazonais, o setor de serviços apresentou variação negativa após dez trimestres, recuando 0,3% sobre o segundo trimestre de 2011 (ver gráfico 1.4). Este resultado foi reflexo do mau desempenho das atividades Comércio, Outros serviços e Serviços de informação, que recuaram 1,0%, 0,5% e 0,3%, respectivamente. O resultado até o terceiro trimestre representou um crescimento acumulado de 3,2% sobre o mesmo período do ano passado, e deixa um carregamento estatístico de 2,7% para 2011. Já o acumulado em 12 meses ficou em 3,6%. Com relação às perspectivas para o quarto trimestre, alguns indicadores antecedentes apontam para manutenção de um quadro desfavorável. O Índice de Confiança de Serviços (ICS), medido pela Fundação Getulio Vargas (FGV), caiu pelo quarto mês consecutivo na passagem de outubro para novembro, atingindo 128,9 pontos, o menor patamar desde janeiro deste ano, quando o indicador havia atingido os 128,2 pontos. Já o Índice de Gerentes de Compras – Purchasing Managers Index (PMI) – relacionado ao setor de serviços atingiu 52,6 pontos em novembro, ante 53,6 pontos em outubro. Apesar da queda, levando-se em consideração que o indicador havia caído para 50,5 em setembro, o resultado de novembro sugere uma recuperação moderada no setor de serviços relativo ao terceiro trimestre de 2011.

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

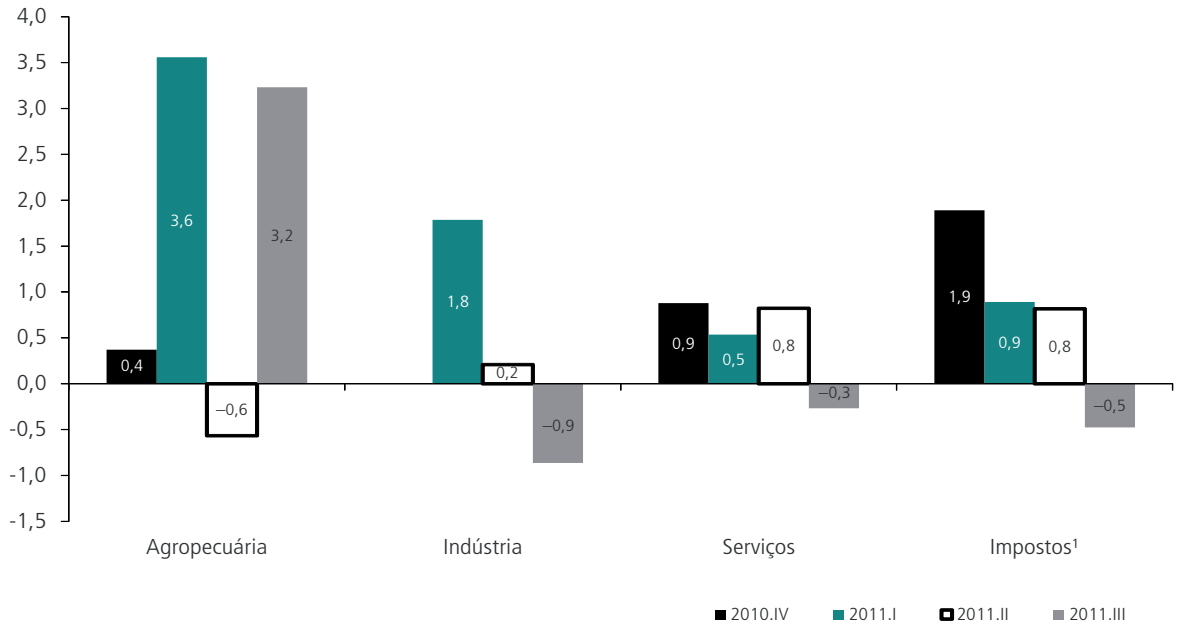
	2010				2011			Variação acumulada no ano	
	I	II	III	IV	I	II	III	2010	2011
PIB	9,3	8,8	6,9	5,3	4,2	3,3	2,1	7,5	3,2
Imposto s/ produtos	14,5	12,6	11,1	9,1	6,5	5,9	3,0	11,7	5,1
Agropecuária	7,0	9,0	5,5	2,3	3,3	-0,6	6,9	6,3	2,8
Indústria	15,4	13,9	8,9	4,9	3,8	2,1	1,0	10,4	2,3
Serviços	6,2	5,8	5,2	4,8	4,0	3,7	2,0	5,5	3,2
Consumo – total	7,1	6,1	5,7	6,1	4,9	5,1	2,4	6,2	4,1
Famílias	8,5	6,2	5,9	7,3	6,0	5,6	2,8	6,9	4,8
Governo	3,1	6,2	5,1	2,8	1,8	3,5	1,2	4,2	2,2
FBCF[a]	29,9	27,2	20,3	11,1	8,8	6,2	2,5	21,3	5,7
Exportação	15,4	6,9	11,3	13,2	4,0	6,2	4,1	11,5	4,8
Importação	40,6	38,7	40,0	26,4	13,4	14,8	5,8	35,8	11,0
PIBpm variação dessazonalizada (%)	2,0	1,6	1,0	0,7	0,8	0,7	0,0		

Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Nota: [1] Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF).

Já a indústria registrou o pior resultado pelo lado da oferta, recuando 1,0% na comparação entre o terceiro trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Este resultado representou uma redução superior a 50,0% em relação à taxa de crescimento observada no trimestre anterior. A perda de fôlego do setor foi puxada pelas atividades Indústria de transformação, que recuou de 1,7% para –0,6%, e Extrativa, que passou de 3,0% para 2,7%. Já as atividades ligadas aos setores Construção civil e Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana aceleraram a taxa de crescimento interanual, com avanços de 3,8% e 4,0%, respectivamente. Em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, a indústria também registrou forte desaceleração, passando de um crescimento de 0,2% no período anterior para uma retração de 0,9% no terceiro trimestre de 2011. O resultado na série com ajuste sazonal foi reflexo do mau desempenho generalizado entre as atividades, com destaque para a Indústria de transformação, que viu seu produto cair 1,4% sobre o período anterior, e para a Construção civil, que reduziu sua taxa de crescimento de 0,8% para 0,2%. No acumulado do ano, a indústria registrou uma expansão de 2,3% frente ao mesmo período de 2010. Já o carregamento estatístico passou de 2,2% para 2,0%. O cenário de estagnação da produção também pode ser visto no resultado acumulado em 12 meses, que recuou pelo quarto trimestre seguido, passando de 4,9% para 2,9%.

Por fim, os impostos sobre produtos voltaram a crescer acima do PIB pelo oitavo trimestre consecutivo, registrando aumento de 3,0% na comparação entre o terceiro trimestre do ano e o mesmo período de 2010. Esse resultado, no entanto, representou uma queda de 2,9 p.p. em relação ao período anterior, refletindo o mau desempenho observado nas trajetórias do consumo das famílias e dos investimentos, pelo lado da demanda, e do setor serviços, pelo lado da oferta, onde as vendas no varejo, as importações de bens e serviços e a atividade Intermediação financeira e seguros apresentaram desaceleração. Na série com ajuste sazonal, os impostos registraram a primeira variação negativa desde o primeiro trimestre de 2009, recuando 0,5% sobre o período anterior. Com isso, o *carry-over* ficou em 4,1%.

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

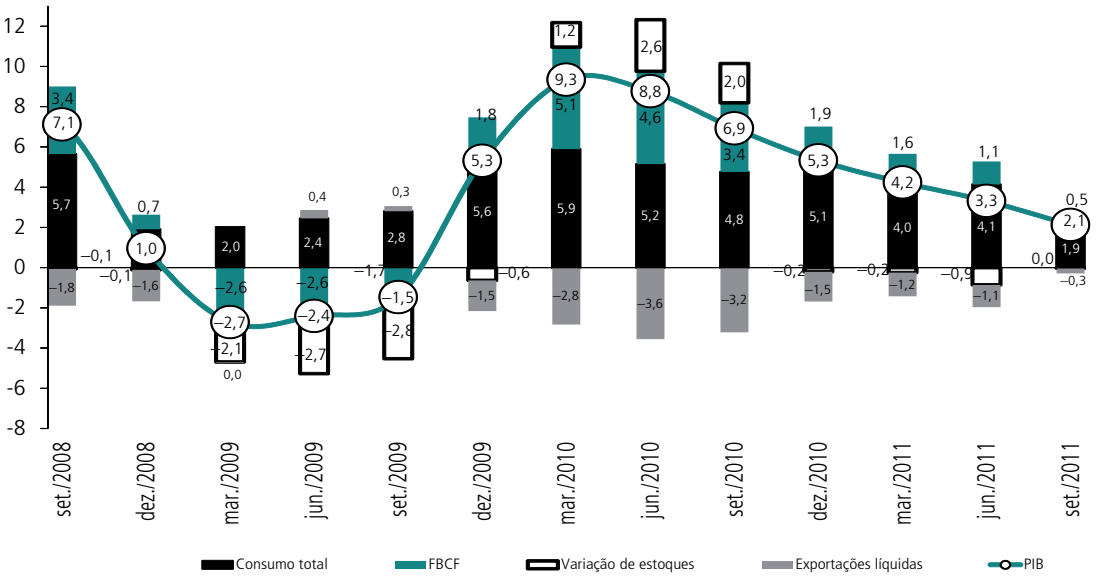


Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Nota: ¹Dessazonalização própria.

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 +2,4 p.p. para o crescimento do PIB na comparação com o terceiro trimestre de 2010 (ver gráfico 1.5). Num trimestre no qual a perda de fôlego entre os componentes do PIB foi generalizada, o consumo total voltou a registrar a maior contribuição, sendo responsável por +1,9 p.p. no resultado interanual. Enquanto o consumo das famílias adicionou +1,7 p.p., o consumo do governo contribuiu com apenas +0,2 p.p. no trimestre. Refletindo a queda sistemática dos índices de confiança da indústria, a FBCF reduziu sua participação pelo sexto trimestre consecutivo, com uma contribuição de 0,5 p.p., enquanto a variação de estoques apresentou participação nula. Por fim, as exportações líquidas reduziram pelo quinto trimestre consecutivo a sua contribuição negativa, subtraindo 0,3 p.p. do crescimento do PIB.

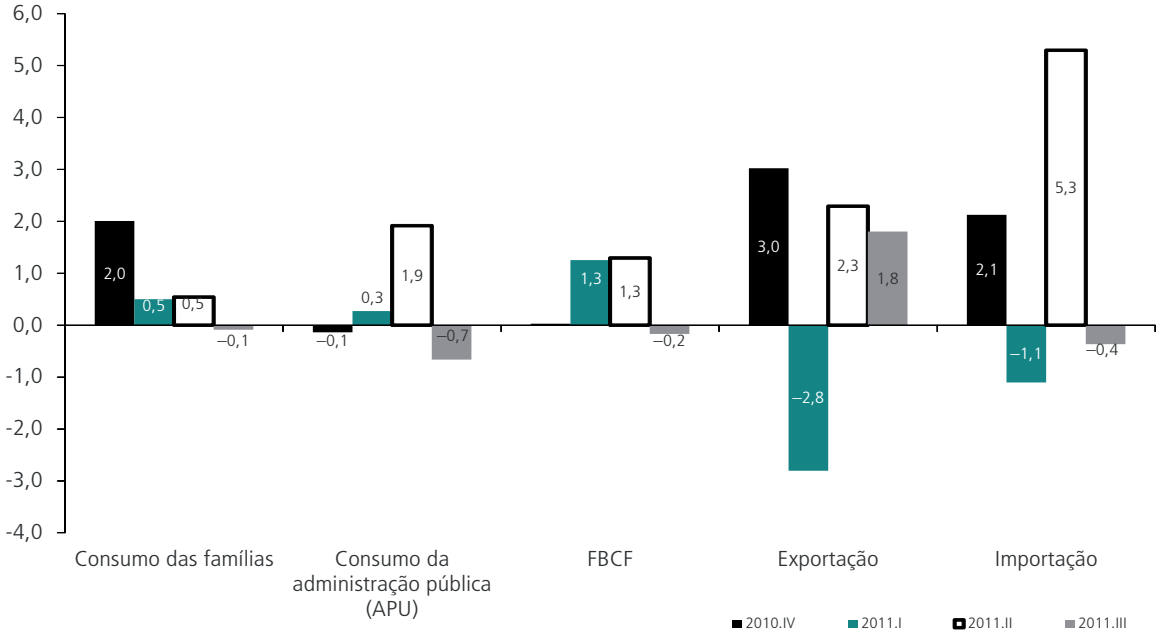
GRÁFICO 1.5
Componentes do PIB pelo lado da demanda: contribuição ao crescimento
(Taxa de variação do trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, em %)



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

O consumo das famílias cresceu pelo trigésimo segundo trimestre consecutivo, embora a alta de 2,8% registrada na comparação entre o terceiro trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior tenha sido +2,8 p.p. menor do que o resultado verificado no segundo trimestre. Na série dessazonalizada, a queda de 0,1% ante o período imediatamente anterior foi o primeiro resultado negativo do consumo privado desde o quarto trimestre de 2008, quando a economia vivia os efeitos da crise financeira global (ver gráfico 1.6). Refletindo o agravamento do quadro de desaceleração em curso na economia, a taxa de expansão média, na margem, se reduziu para 0,3% nos primeiros nove meses de 2011, bastante inferior àquela observada no mesmo período do ano passado, quando o consumo das famílias avançou a uma taxa média de 1,7%. Com este resultado, a alta acumulada no ano ficou em 4,8%, com o *carry-over* se reduzindo para 3,9% em 2011. Por fim, a variação acumulada em quatro trimestres também desacelerou, recuando de 6,2% para 5,4%.

GRÁFICO 1.6
Componentes do PIB pelo lado da demanda: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado
(Em %)

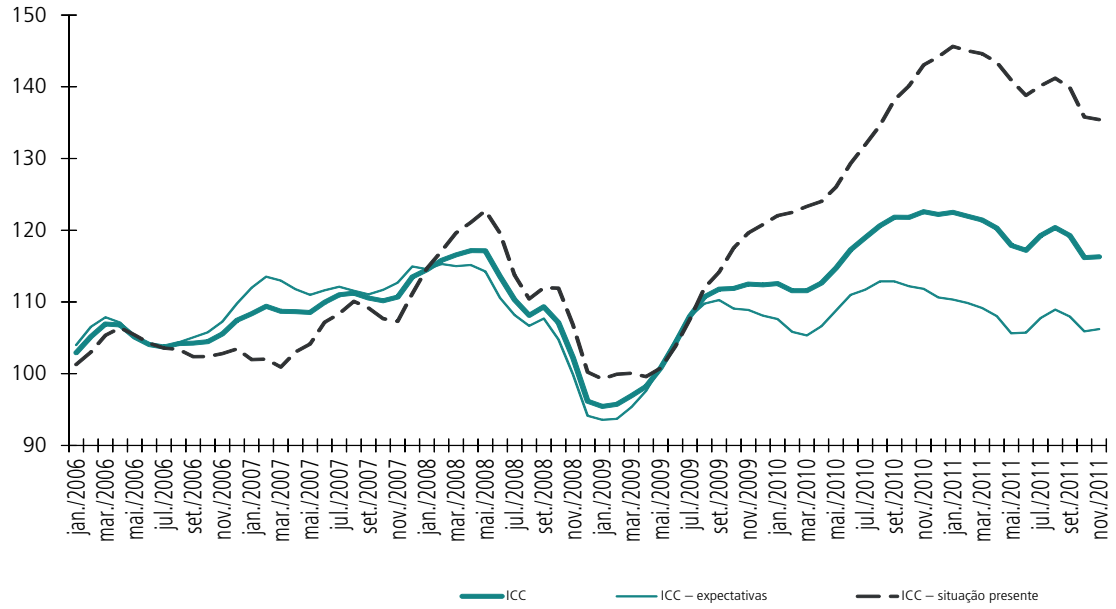


Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A trajetória de expansão na margem apresentada pelo consumo das famílias ao longo de 2011 foi marcada por uma queda de desempenho a partir do segundo trimestre do ano, quando a sua taxa de crescimento passou de 2,0% para 0,5%, permanecendo estável neste patamar durante o período seguinte. Naquela ocasião, este resultado ainda não significava uma reversão de tendência, uma vez que os fundamentos que haviam sustentado a demanda interna ainda estavam presentes. Além disso, levando-se em conta a forte aceleração ocorrida ao final de 2010, que acabou elevando a base de comparação, uma parte daquela redução poderia ter significado apenas uma acomodação por parte das famílias. Na passagem para o terceiro trimestre, no entanto, o quadro de desaceleração do nível de atividade se agravou, causando um contágio mais generalizado na economia, provocando uma contração de 0,1% do consumo privado. Por trás deste resultado, deve-se destacar a conjunção de vários fatores que, ao potencializarem seus efeitos, acabaram impactando de maneira mais significativa no mercado de trabalho e nas condições de crédito da economia. Em primeiro lugar, as medidas macroprudenciais adotadas pelo governo ao final do ano passado resultaram no encarecimento do crédito e na interrupção do crescimento dos prazos nos crediários, provocando um aumento nos níveis de inadimplência. Em segundo lugar, embora as taxas de desocupação continuem em níveis historicamente baixos, o fluxo de criação de novas vagas, principalmente na indústria, já demonstra um arrefecimento mais forte na margem. Por último, o agravamento da crise internacional, na medida em que aumenta o grau de incerteza dos agentes, afetou negativamente as decisões por novos endividamentos, retraindo o consumo, sobretudo, dos bens duráveis. Com relação ao quarto trimestre, já respondendo a algumas das medidas adotadas pelo governo para estimular a demanda, a análise de alguns indicadores antecedentes sugere alguma recuperação do consumo, embora num ritmo mais moderado. Como exemplo, não obstante os resultados no comércio varejista continuarem num patamar elevado, a melhora dos Índices de Confiança dos Consumidores (ICCs) aponta para um cenário menos pessimista. Segundo a *Pesquisa Sondagem do Consumidor*, da FGV, após acumular uma queda de 7,8% entre os meses de agosto e setembro, o ICC mostrou recuperação nos dois primeiros meses do quarto trimestre, com avanços de 0,4% e 3,0% na margem, respectivamente. Com isso, a média móvel continua mostrando estabilidade, mantendo-se desde o segundo semestre de 2010 num patamar médio superior ao verificado no período que antecedeu ao início da crise de 2008 (ver gráfico 1.7). O bom desempenho foi generalizado entre os componentes do índice. Enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente avançou 5,2% em novembro, revertendo parte da queda acumulada nos três meses anteriores (–8,4%), o índice referente às expectativas três meses à frente cresceu 3,9% no bimestre encerrado em

novembro. Corroborando a perspectiva de que o ritmo de crescimento do consumo possa voltar a ser positivo, outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC), registrou aumento pelo terceiro mês consecutivo em novembro, acumulando no período um crescimento de 1,3%. Já na comparação com o mesmo período do ano passado, o índice recuou 4,7%. Dentre os componentes da pesquisa, apenas dois não apresentaram melhora em relação a outubro: a expectativa de evolução do desemprego e o endividamento. No entanto, no resultado acumulado nos últimos três meses, apenas o primeiro não registrou evolução positiva.

GRÁFICO 1.7
ICC: média móvel de 3 meses
(Setembro de 2005 = 100)



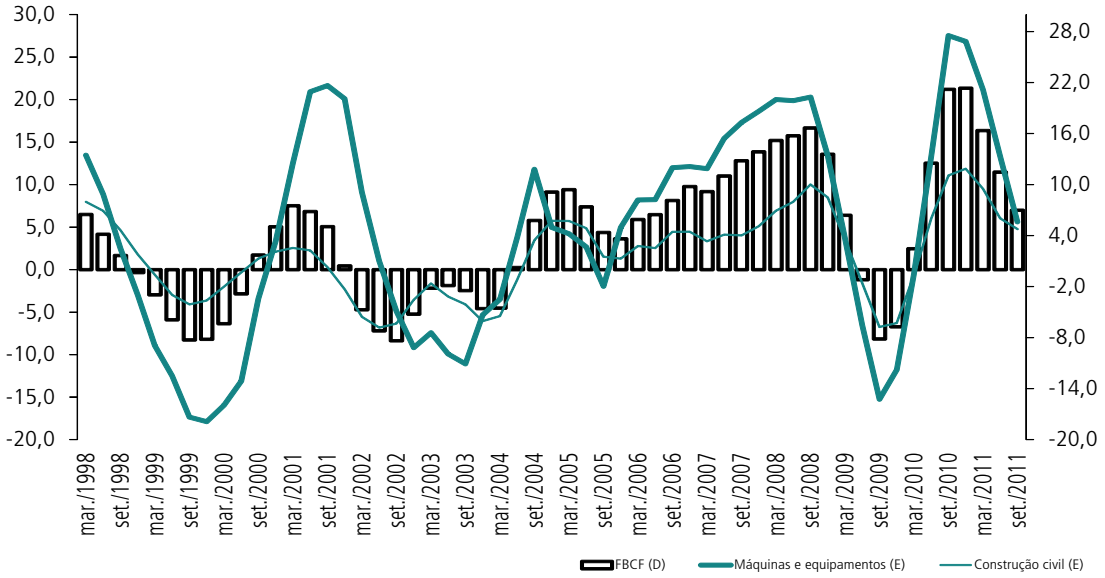
Fonte: FGV. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A FBCF também perdeu dinamismo no terceiro trimestre de 2011. Assim como ocorreu com todos os demais componentes do PIB pelo lado da demanda, a taxa de crescimento com base na comparação com o mesmo período do ano anterior reduziu-se de 6,7% para 2,5%. Embora este resultado ainda possa ser relativizado, em parte, tendo em vista a forte expansão ocorrida no terceiro trimestre de 2010, quando a FCBF cresceu a uma taxa anualizada de 15,2%, é inequívoco o arrefecimento da atividade do setor. Com isso, os primeiros nove meses de 2011 acumularam um crescimento de 5,7% sobre o mesmo período do ano passado. Já a taxa de expansão acumulada em quatro trimestres também se reduziu, passando de 11,5% para 7,0%, refletindo o mau desempenho tanto do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came), quanto da construção civil (ver gráfico 1.8). Enquanto o Came passou de 13,3% para 5,6%, influenciado pelos resultados da produção (5,5%), e importação (17,9%) de bens de capital, o setor da construção civil apresentou comportamento mais suave, reduzindo seu crescimento de 6,0% para 4,8%, na mesma base de comparação. Por sua vez, a taxa de investimentos líquida acumulada em quatro trimestres permaneceu estável, chegando a 19,3% no terceiro trimestre de 2011 contra 19,4% no período anterior. A este respeito, em decorrência da revisão da série de construção civil nas Contas Nacionais Anuais de 2009, as taxas de investimento trimestrais ficaram, em média, +1 p.p. maiores a partir desta data, chegando ao patamar de 20,0% no terceiro trimestre. Por fim, na comparação com o período imediatamente anterior, na série ajustada sazonalmente, a FBCF registrou variação negativa, recuando 0,2% ante o segundo trimestre. Esta foi a primeira queda dos investimentos desde o primeiro trimestre de 2009, quando havia encolhido 13,1%. Com este resultado, o carregamento estatístico para 2011 ficou em 4,9%.

Por trás do mau desempenho da FBCF no terceiro trimestre, devem ser destacados os seguintes fatores: a redução dos estímulos provenientes da demanda privada, *vis-à-vis* a folga existente na utilização da capacidade instalada na indústria; os efeitos defasados do ciclo de aumento da taxa básica de juros no início do ano, aumentando os custos de financiamento; as dificuldades impostas pela burocracia; o aumento dos custos de produção associados à folha de pagamento; e a redução do investimento público. Além destes fatores, a intensificação das turbulências no cenário internacional aumentou significativamente a possibilidade de uma nova crise global, piorando em muito o balanço de riscos para a evolução dos investimentos. Esta combinação entre desaceleração econômica no mercado interno e aumento do grau de incerteza proveniente do ambiente externo tem se refletido em níveis de confiança cada vez mais baixos por parte dos empresários, deprimindo ainda mais as decisões de investimentos (ver gráfico 1.9). A análise dos indicadores antecedentes tem confirmado as expectativas de uma trajetória mais modesta para o setor. Enquanto a produção de bens de capital, medida na PIM-PF/IBGE, registrou recuo de 1,8% em outubro na série com ajuste sazonal, a produção de insumos da construção civil, segundo a mesma pesquisa,

encolheu 0,4% no mesmo período. Em relação à construção civil, a pesquisa produzida pela CNI aponta para um quadro de estagnação, em que o mês de outubro foi o terceiro consecutivo sem expansão na atividade do setor. Com relação ao volume importado de máquinas e equipamentos, a taxa de crescimento acumulada no ano desacelerou pelo sexto mês consecutivo, atingindo um patamar de 16,7% na comparação entre os primeiros dez meses de 2011 e o mesmo período do ano anterior.

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



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

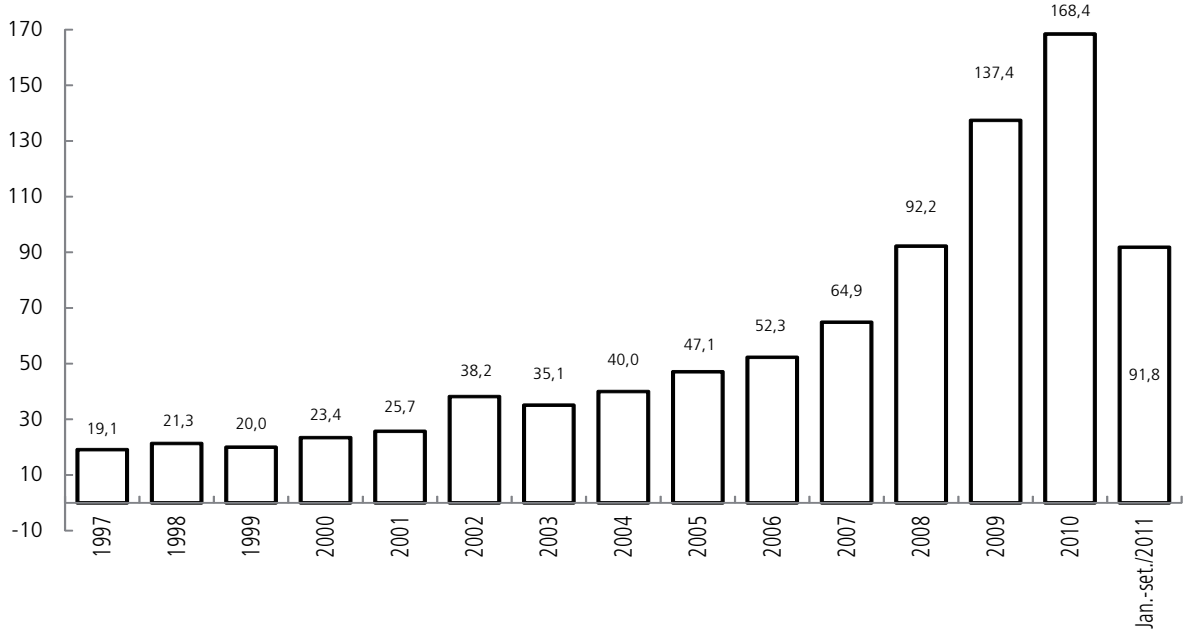
GRÁFICO 1.9
FBCF *versus* Índice de Confiança na Indústria (ICI) – séries dessazonalizadas
(Taxa de crescimento trimestral – T/T – 4, em %)

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

A desaceleração dos investimentos tem se refletido também no volume de consultas para tomada de financiamento junto ao BNDES, as quais acumularam uma queda de 35,0% nos primeiros nove meses de 2011 em relação ao mesmo período do ano passado. Além de um ritmo de crescimento mais modesto, outros fatores ajudam a explicar este recuo. A transição entre as etapas 2 e 3 do Programa de Sustentação do Investimento (BNDES PSI) significou uma elevação nas taxas de juros. Com isso, os desembolsos do PSI totalizaram R$ 33,7 bilhões entre janeiro e setembro de 2011, o que representou uma queda de 34,0% frente aos R$ 50,9 bilhões do mesmo período do ano passado. Além do aumento das taxas do PSI, o BNDES reduziu seu nível de participação nos financiamentos sobre o total dos investimentos, o que da mesma forma contribui para a moderação dos indicadores. As aprovações também recuaram na mesma base de comparação. O total de R$ 115,6 bilhões até o mês de setembro

significou um recuo de 25,0% em relação ao mesmo período do ano passado. Com relação aos desembolsos, as liberações atingiram R$ 13,6 bilhões em setembro, o que significou um acréscimo de 1,6% sobre igual mês do ano passado. Já no acumulado do ano, o total chegou a R$ 91,8 bilhões, com queda de 28,0% sobre os primeiros nove meses de 2010 (ver gráfico 1.10). Vale destacar que, excluindo a operação de capitalização da Petrobras, no valor de R$ 24,7 bilhões, realizada em setembro do ano passado, a queda dos desembolsos teria sido de 11,1%. Do total acumulado em 2011, o setor de infraestrutura respondeu por 41,% do total das liberações, enquanto a indústria ficou com 31%, o comércio e serviços com 19% e a agropecuária com 9%.

GRÁFICO 1.10
BNDES: total de desembolsos
(Em R$ bilhões)



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

INDÚSTRIA

Segundo os dados divulgados na PIM-PF/IBGE, a indústria voltou a registrar queda frente ao período anterior na série com ajuste sazonal, recuando 0,6% na passagem entre os meses de setembro e outubro. Este foi o terceiro resultado negativo consecutivo da produção industrial, que acumulou neste período uma retração de 2,6%. Com isso, o arrasto estatístico para o quarto trimestre de 2011 ficou em –1,9%, enquanto o anual se reduziu para 0,2%. Na comparação com o mesmo período do ano passado, a produção apresentou o pior resultado desde outubro de 2009, recuando para um patamar 2,2% inferior àquele observado em outubro de 2010 (ver tabela 1.2). Com isso, os dez primeiros meses de ano registraram uma expansão de apenas 0,7% frente a igual período de 2010, enquanto o acumulado em 12 meses recuou pelo 12º mês consecutivo, passando de 1,6% para 1,3%. Dentre as classes de produção, a Transformação recuou 1,5% sobre o mês imediatamente anterior, na série ajustada, acumulando uma perda de 3,9% no trimestre encerrado em outubro. Dentre as 26 atividades industriais que a compõem, 20 apresentaram queda na margem, com destaque negativo para os setores Fumo (–12,0%), Edição, impressão e reprodução de gravações (–6,7%), Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações (–5,0%) e Alimentos (–3,2%). Dentre as atividades que registraram crescimento na margem, destacaram-se Equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros (+2,4%), Celulose, papel e produtos de papel (+2,3%) e Farmacêutica (+1,6%). Com relação ao mesmo mês do ano anterior, a Indústria de transformação também apresentou resultado negativo, com recuo de 2,4% sobre outubro de 2010. A retração nesta base de comparação, contudo, foi menos disseminada. Entre os 17 setores que registraram queda, destacaram-se Têxtil, Calçados e artigos de couro e Vestuário e acessórios, com recuos de 16,0%, 12,4% e 10,5%, respectivamente. Já a classe Extrativa mineral registrou crescimento na margem pelo terceiro mês consecutivo, com alta de 0,6% sobre o período anterior. O principal destaque foi o subsetor Extração de carvão mineral, que apresentou crescimento de 28,4%. No confronto interanual, a alta foi de 1,8% contra igual período de 2010.

Na análise por categorias de uso, com exceção da produção de bens de consumo duráveis, todas as demais apresentaram queda na série livre de influências sazonais. Nesta base de comparação, o principal destaque negativo foi a produção de bens de capital que, após forte queda observada no período anterior, quando recuou 6,4%, voltou a registrar variação negativa, retraindo 1,8% na passagem de setembro para outubro. Com isso, o crescimento acumulado no ano se reduziu para 4,4%, sendo, ainda assim, o maior entre todas as categorias de uso. No confronto contra igual período do ano anterior, a queda de 0,2% se seguiu a um período de cinco meses no qual a produção apresentou variação positiva. Dentre os sub-

setores, as maiores baixas na comparação dessazonalizada ficaram por conta dos bens de capital voltados para construção, peças agrícolas e fins industriais seriados, com recuos de 17,0%, 16,6% e 3,4%, respectivamente. Já a categoria de uso dos bens de consumo semiduráveis e não duráveis recuou pelo terceiro mês consecutivo, registrando o segundo pior resultado na margem. A estagnação observada na taxa de crescimento acumulada no ano, que ficou em –0,1%, reflete não só os efeitos provocados pelo aumento das taxas de inflação durante os primeiros meses de 2011, que reduziu a demanda por produtos associados ao consumo das classes de baixa renda, como também a concorrência de produtos importados em setores importantes, como os de calçados e vestuário. No setor têxtil, por exemplo, grande parte do acúmulo indesejado de estoques tem sido creditado às importações. De acordo com a Associação Brasileira da Indústria Têxtil e de Confecção (ABIT), a produção recuou 16,7% em setembro na comparação com o mesmo período do ano passado, enquanto as vendas no varejo cresceram 0,6%, representadas em grande medida pelas confecções chinesas. Com relação à produção de bens intermediários, a queda de 0,5% na passagem entre os meses de setembro e outubro acentuou o fraco desempenho do setor. Sendo negativamente afetado pela participação cada vez maior de insumos importados nas cadeias, o setor não registra variação positiva desde o mês de maio, tendo acumulado em todo este período uma retração de 2,7%.

TABELA 1.2
Produção industrial – PIM-PF
(Variação, em %)

	Out.2011/set.2011[1]	Out.2011/out.2010	Acumulado no ano	Em 12 Meses
Geral	–0,6	–2,2	0,7	1,3
Classes				
Extrativa mineral	0,6	1,8	2,0	3,4
Transformação	–1,5	–2,4	0,7	1,1
Categorias de uso				
Capital	–1,8	–0,2	4,4	4,9
Intermediários	–0,5	–0,3	0,5	1,1
Consumo	–1,6	–4,7	–0,2	0,3
Duráveis	2,4	–10,1	–0,6	0,3
Semi e não duráveis	–1,3	–3,0	–0,1	0,2
Insumos da construção civil	-0,4	4,9	4,2	4,7

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

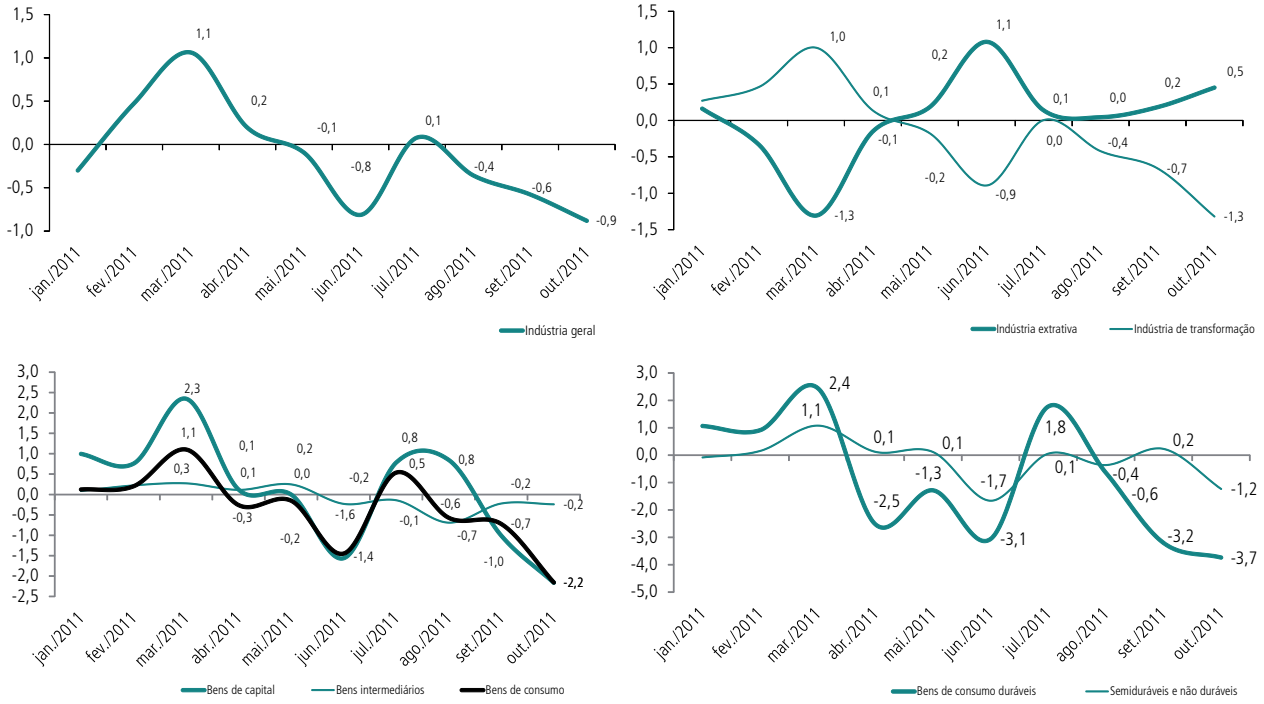
Nota: [1] Sazonalmente ajustado pelo IBGE (método X-12), exceto Construção civil cuja dessazonalização é realizada pelo Ipea através do método X-11.

O resultado referente ao mês de outubro agravou o processo de desaceleração da atividade industrial, confirmando o cenário de estagnação presente desde o segundo semestre de 2010. A análise das séries construídas a partir das médias móveis trimestrais permite observar que o ritmo de crescimento da indústria geral, após se intensificar ao longo do primeiro trimestre, quando acumulou uma expansão de 3,4% no período, vem se reduzindo de forma contínua, se aproximando do padrão observado ao longo do segundo semestre de 2010. Após ter atingido uma taxa de crescimento de 1,1% em março, na comparação com a média do trimestre encerrado em fevereiro, a produção veio perdendo dinamismo rapidamente durante os meses seguintes, chegando a uma taxa negativa de –0,8% no mês de junho. Após uma pequena recuperação no mês seguinte, quando cresceu 0,1%, a produção industrial registrou três quedas consecutivas, culminando, em outubro, com o recuo de 0,9% sobre a média do trimestre encerrado no período anterior (ver gráfico 1.11). É interessante notar que este padrão reflete, basicamente, o comportamento da indústria de transformação, uma vez que a extrativa mineral apresentou uma trajetória inversa ao longo do ano. Com relação às categorias de uso, o principal destaque negativo tem sido a produção de bens de consumo duráveis que, sofrendo o impacto negativo da concorrência dos artigos importados, registrou as maiores quedas entre as categorias de uso nos últimos dois meses. Vale destacar também a piora contínua da produção de bens intermediários que, após um primeiro semestre de estagnação, registrou cinco recuos consecutivos.

Como já foi colocado em edições anteriores da Carta de Conjuntura, a baixa competitividade da indústria brasileira está intimamente associada a uma série de fatores de caráter estrutural, dentre os quais: *i*) uma taxa de câmbio excessivamente apreciada, tornando mais caros os produtos nacionais no mercado externo, ao mesmo tempo em que acirra a concorrência entre a produção voltada para o mercado doméstico e os similares importados; *ii*) uma alta carga tributária; *iii*) os gargalos provenientes de uma infraestrutura deficiente; e *iv*) uma mão de obra mais cara, provocada pelo esgotamento do excesso de oferta de trabalho. Além disso, o fraco desempenho da produção industrial nos últimos meses pode ser explicado, também, pelos primeiros efeitos do ciclo de aperto monetário iniciado no final do ano passado. Por fim, o setor industrial tem convivido nos últimos meses com um acúmulo indesejado do nível de estoques. De acordo com as Sondagens Industriais da FGV e da CNI, a proporção dos estoques em excesso acelerou a partir do final do segundo trimestre, afastando-se do *threshold* de 50 pontos, que indicaria equilíbrio (ver gráfico 1.12). A este respeito, a CNI constatou que, entre as 25 categorias analisadas no setor de transformação na pesquisa de outubro, os estoques estavam acima do planejado em 13 deles. Alguns destes setores, como é o caso, por exemplo, do automotivo, já vêm pondo em prática

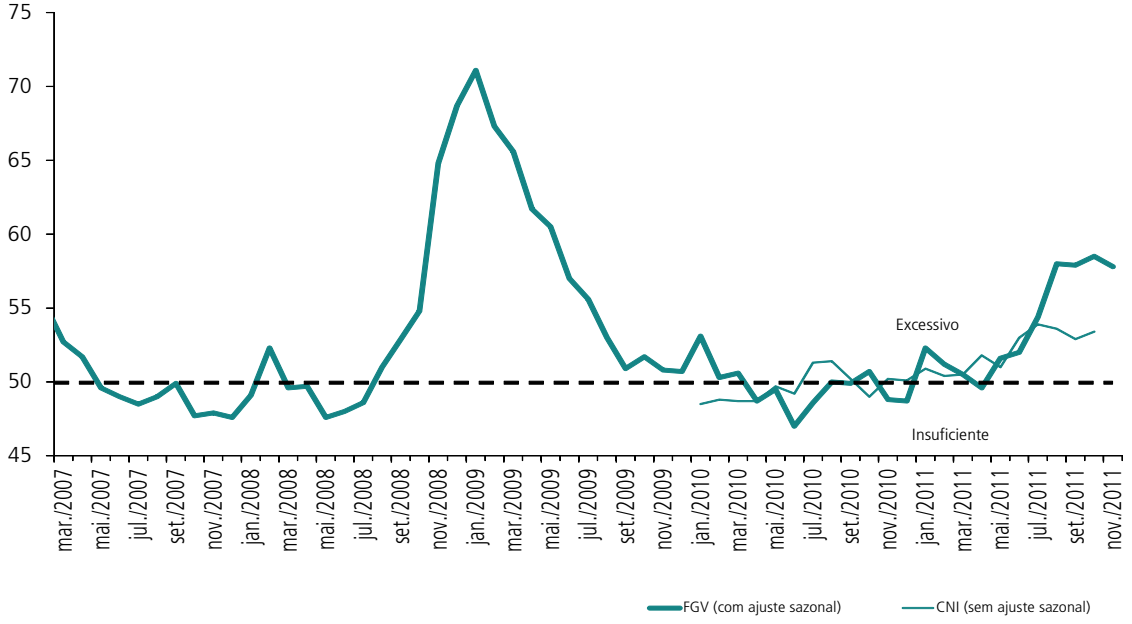
uma política de redução da produção há, pelo menos, três meses, visando normalizar os seus níveis de estoque. Segundo os números divulgados pela Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), a produção de autoveículos no mês de novembro foi 9,1% menor que a do mesmo período em 2010. Com a forte recuperação das vendas, que aumentou de 280,6 mil para 321,6 mil, os estoques se reduziram, passando de 383,1 mil unidades em outubro para 363,7 mil unidades em novembro, sendo equivalentes a 34 dias de vendas (ver gráfico 1.13). Levando-se em conta a média em dias de venda para o mês de novembro, o processo de ajuste no setor ainda deve prosseguir.

GRÁFICO 1.11
Evolução da produção industrial física
(Taxa de crescimento da média móvel trimestral, em %)



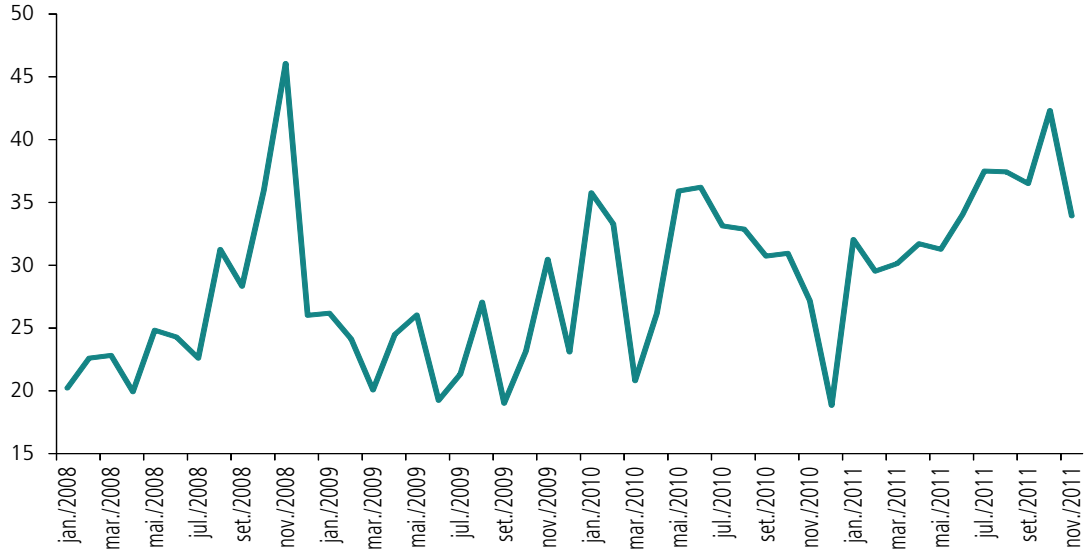
Fontes: IBGE/CNI. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 1.12
Evolução do nível de estoques na indústria de transformação: efetivo *versus* planejado
(Índice)



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

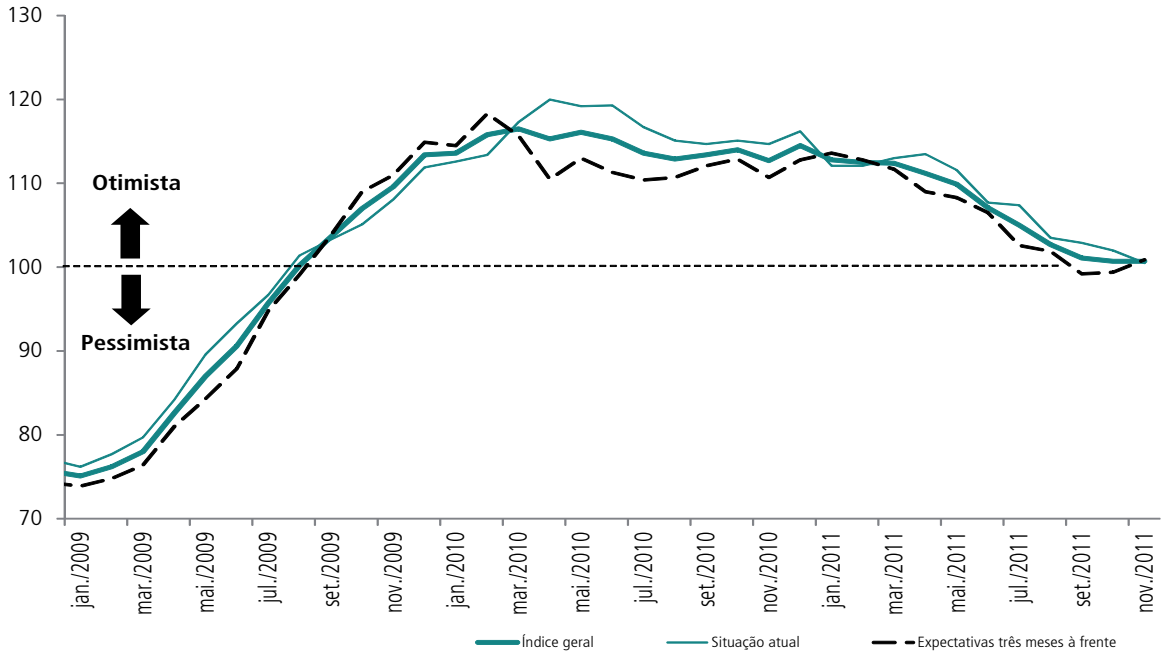
GRÁFICO 1.13
Estoques de autoveículos
(Em dias de vendas)



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

O quadro de desaceleração do nível de atividade interna, associado ao agravamento da crise internacional, continua afetando negativamente o humor dos empresários. Apesar disso, de acordo com a *Pesquisa Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação*, da FGV, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) permaneceu estável no mês de novembro em 100,7 pontos, interrompendo uma sequência de dez retrações, considerando-se a série com ajuste sazonal. Com este resultado, a confiança dos empresários mantém-se num patamar próximo da neutralidade.[2] Enquanto o Índice da Situação Atual (ISA) retrocedeu 1,5%, o Índice de Expectativas (IE) avançou pelo segundo mês consecutivo, crescendo os mesmos 1,5%, resultado que o retirou da zona de pessimismo. Outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI), também registrou suave melhora nos indicadores de novembro. Numa escala onde valores acima de 50 pontos indicam perspectivas otimistas, o índice geral subiu de 54,3 para 55,3 pontos, enquanto o indicador de situação atual permaneceu na zona pessimista apesar do crescimento ante o mês anterior (ver gráficos 1.14A e 1.14B).

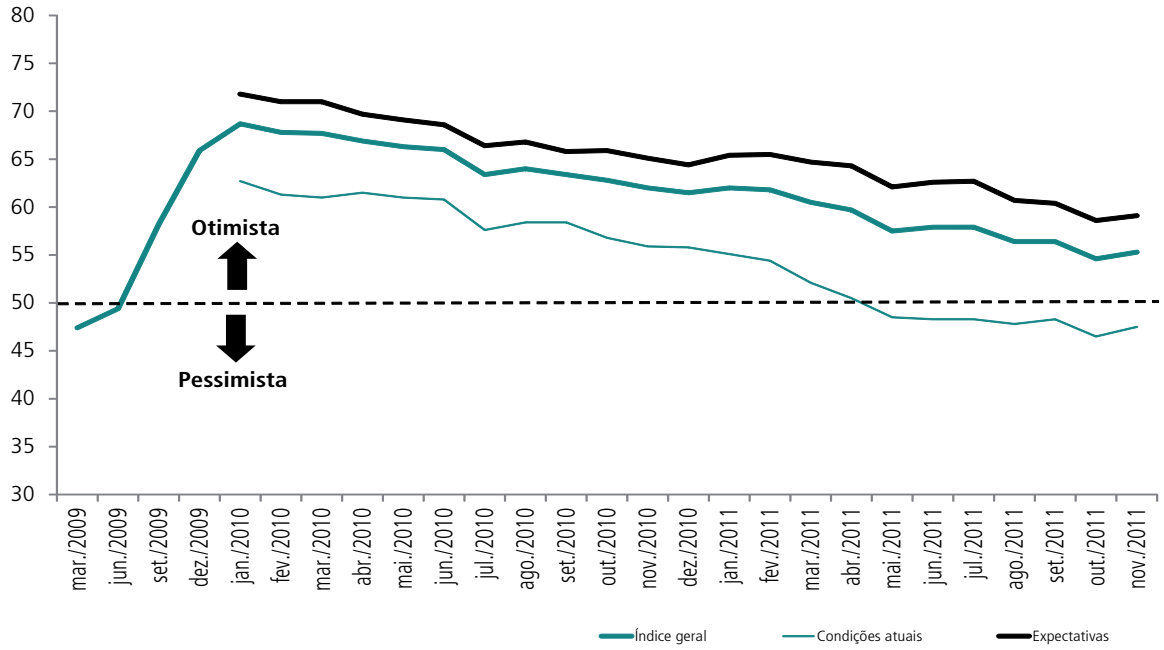
GRÁFICO 1.14A
Evolução do ICI
(Índice dessazonalizado)



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

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

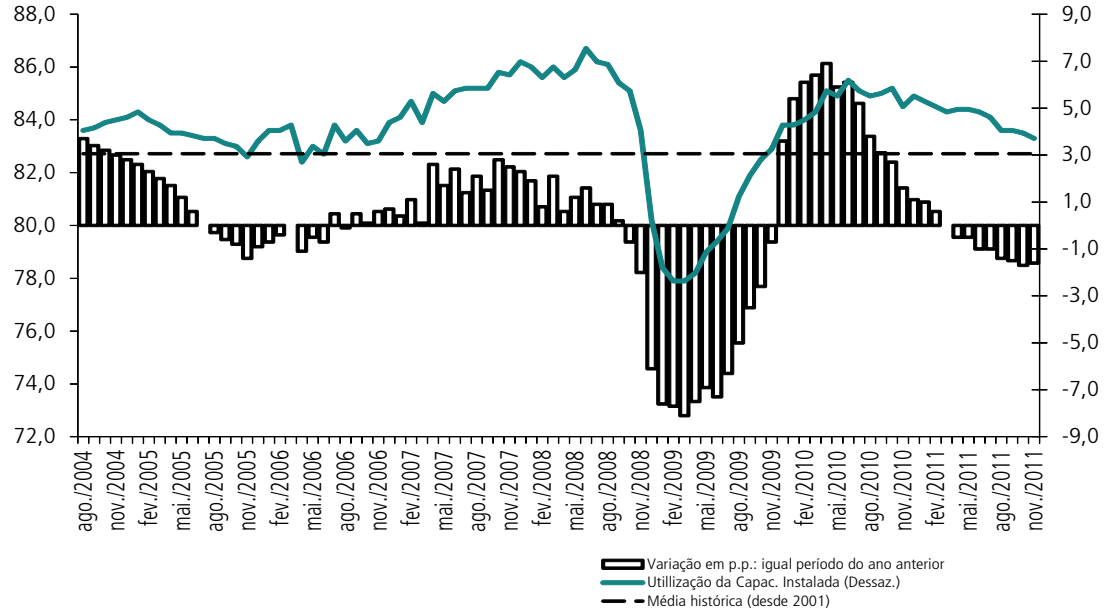
GRÁFICO 1.14B
Evolução do ICEI
(Índice)



Fonte: CNI. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP

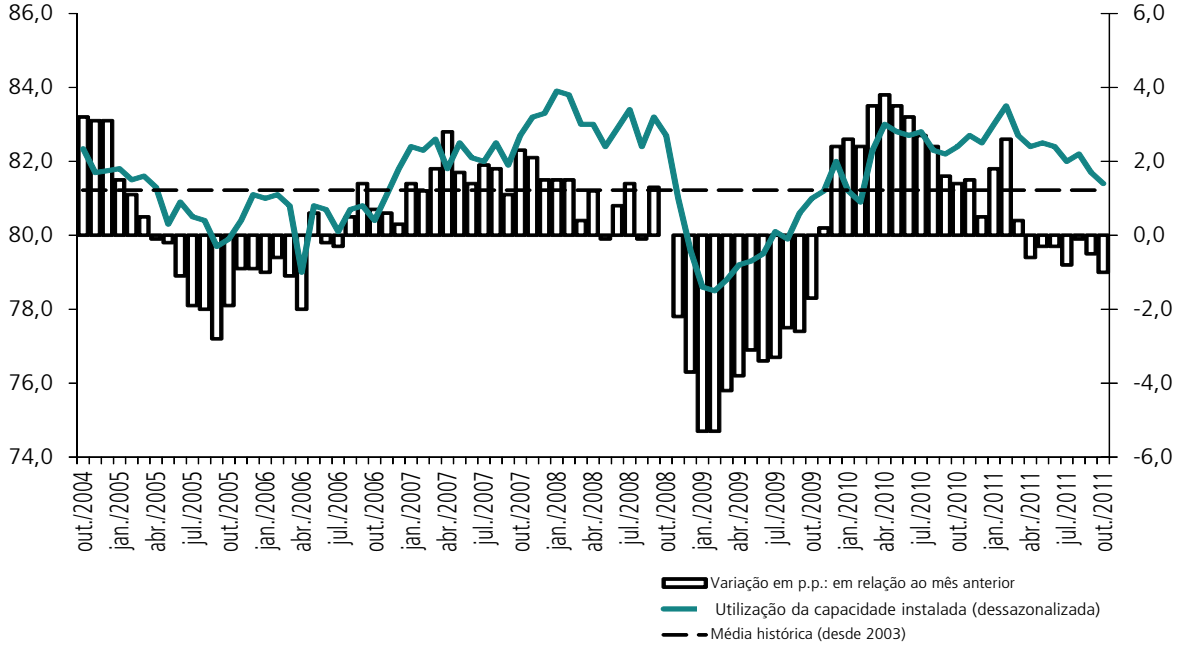
Em relação ao uso dos fatores de produção, segundo a *Pesquisa Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação*, da FGV, o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) da indústria atingiu o patamar de 83,3% em novembro, na série livre de influências sazonais, o que representou pequena queda em relação ao mês anterior (ver gráficos 1.15A e 1.15B). Outra medida de Nuci, calculada pela CNI, embora ainda não tenha divulgado o dado referente a novembro, corrobora a tendência de aumento da ociosidade no grau de utilização dos fatores de produção, refletindo o fraco desempenho da indústria. Na passagem de setembro para outubro, o Nuci recuou 0,3 p.p. na série dessazonalizada. Com relação a outubro de 2010, a queda foi de 1,0 p.p.

GRÁFICO 1.15A
Nuci: FGV
(Índices dessazonalizados)



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

GRÁFICO 1.15B
Nuci: CNI
(Índices dessazonalizados)



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

COMÉRCIO

De acordo com os dados divulgados na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), realizada pelo IBGE, as vendas do comércio varejista também perderam fôlego em outubro, permanecendo estagnadas frente ao mês imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. O resultado foi negativamente influenciado pelas atividades Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos e Tecidos, vestuário e calçados, que recuaram 1,8% e 1,0%, respectivamente. Os destaques positivos ficaram por conta das atividades Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação, com 3,6%, e Livros, jornais, revistas e papelaria, com 2,7%. Já na comparação com o mesmo período do ano passado, o índice de vendas no varejo voltou a crescer, avançando 4,3% sobre outubro de 2010. Nesta base de comparação, os destaques foram os grupos Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação (28,8%) e Móveis e eletrodomésticos (13,3%). No acumulado do ano, na comparação com o mesmo período do ano anterior, o crescimento ficou em 6,6%. Já na variação acumulada em 12 meses, o varejo recuou pelo sexto mês consecutivo, passando de 7,7% para 7,3%. Em relação ao mês de novembro, o indicador Serasa Experian de Atividade do Comércio, que possui abrangência nacional, apontou para uma recuperação na margem. Na série livre de influências sazonais, o índice de vendas avançou 1,5% na passagem para novembro, resultado do bom desempenho no movimento dos consumidores nas lojas de veículos, motos e peças, que registrou alta de 4,5%.

Com relação ao volume de vendas no varejo ampliado,[3] o mês de outubro registrou retração, com queda de 0,4% sobre o mês imediatamente anterior. Este resultado foi influenciado, principalmente, pelo recuo nas vendas de veículos, que apresentaram variação negativa de 2,8%, enquanto as vendas de materiais de construção recuaram 0,1%. De acordo com os dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), as vendas totais de autoveículos apresentaram recuperação no mês de novembro, com 305,2 mil de unidades vendidas, o que representou um avanço de 15,7% sobre o mês de outubro, na série sem ajuste. No acumulado do ano, as vendas no varejo ampliado atingiram 7,3%. Já na comparação interanual, o resultado foi positivo em 1,5%, influenciado pelo aumento de 6,8% nas vendas do grupo Material de construção, enquanto o grupo Veículos e motos, partes e peças recuou 4,0% na mesma base de comparação. Embora o ritmo de expansão do comércio demonstre indícios de arrefecimento, o *carry-over* de 6,3% para o crescimento do varejo ampliado em 2011 contrasta com um crescimento contratado de apenas 0,2% para a produção industrial.

3. Inclui os grupos Materiais de construção civil e Veículos e motos, partes e peças.

2 EMPREGO E MERCADO DE TRABALHO

O mercado de trabalho continuou mostrando um bom desempenho ao longo do ano, a despeito da desaceleração da economia brasileira em 2011. De acordo com os dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a taxa de desocupação manteve uma trajetória descendente, ainda que menos intensa que a observada nos últimos anos. Esta diminuição no ritmo de queda da desocupação, que não só já era esperada como já havia sido apontada por nós nas últimas *Cartas de Conjuntura*, é reflexo deste menor dinamismo da atividade econômica neste ano.

O gráfico 2.1 mostra que, apesar de a desocupação se manter em um patamar historicamente baixo, a partir de setembro as curvas de 2010 e 2011 começaram a se aproximar, indicando que o escopo para quedas mais significativas se restringiu. Para os próximos meses, a expectativa é de que esta tendência de taxas mais comportadas se mantenha, podendo, inclusive, gerar o cruzamento entre essas curvas.

GRÁFICO 2.1
Taxa de desocupação
(Em %)

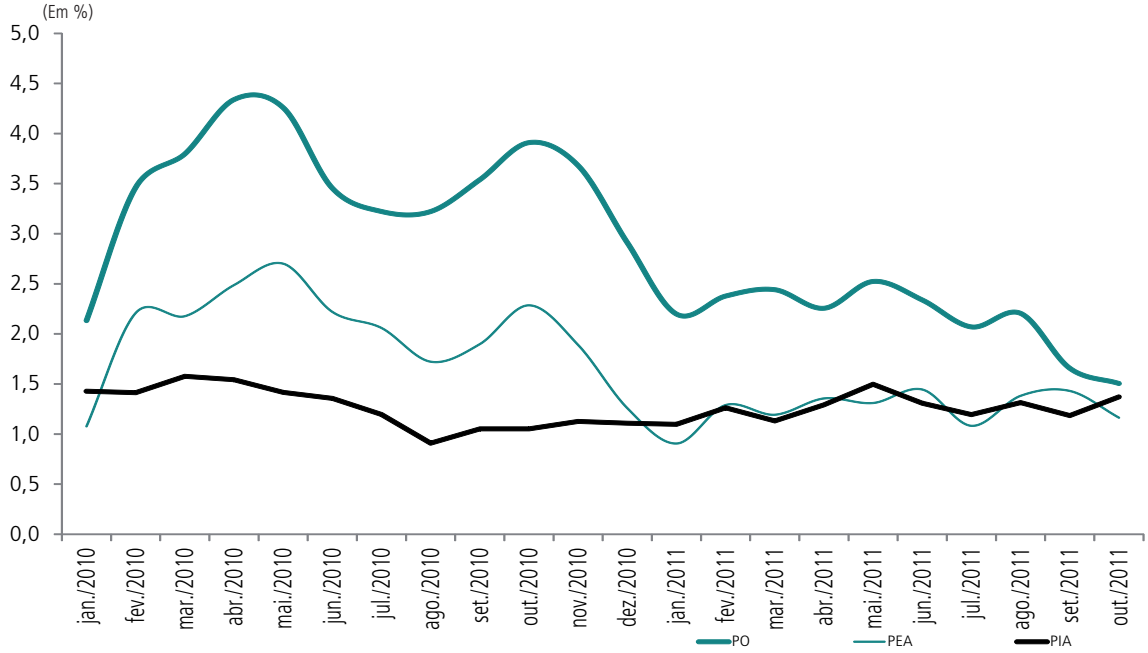
Fonte: PME/IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

De fato, este recuo da taxa de desocupação, de 6,0% para 5,8% entre setembro e outubro, foi proporcionado muito mais pela redução da população economicamente ativa (PEA) do que pelo aumento da população ocupada (PO). Desde outubro de 2010, quando apresentou uma taxa de crescimento interanual de 3,9%, a PO veio reduzindo a sua velocidade de expansão, de modo que em outubro de 2011 o incremento apresentado foi de 1,5%. No entanto, mesmo com uma PO crescendo a taxas mais modestas, ela ainda se expande a um ritmo levemente superior ao da PEA, implicando, por conseguinte, queda da desocupação. Sendo assim, à medida que PO e PEA comecem a apresentar, cada vez mais, taxas de incremento similares, a desocupação tende a se manter constante, sem espaço para novos recuos expressivos.

Assim como a PME, a Pesquisa de Emprego e Desemprego (PED) calculada pelo Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (Dieese) em parceria com diversas entidades estaduais mostra que no agregado das regiões metropolitanas (RMs) pesquisadas, a trajetória de queda da taxa de desemprego total também vem desacelerando. No entanto, esta taxa de desemprego total ainda se revela superior à do desemprego aberto. Em outubro, pelo terceiro mês consecutivo, a PED agregada registrou queda da desocupação (10,1% ante 10,6% em setembro), refletindo tanto um recuo do desemprego aberto (7,7% contra 8,1%) quanto do desemprego oculto (2,3% contra 2,5%).

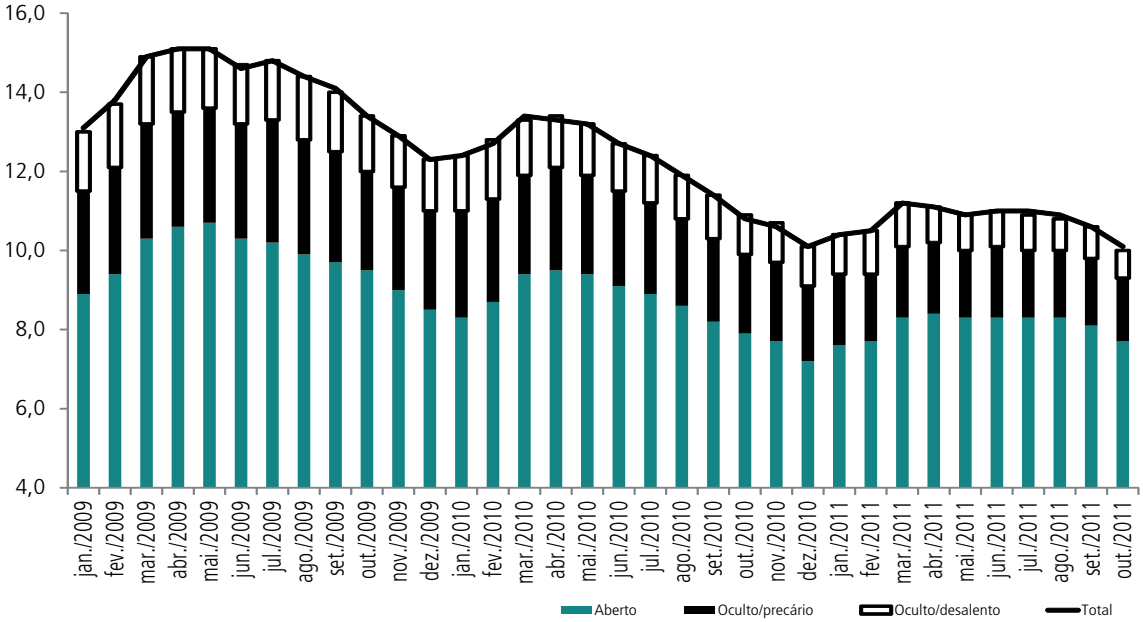
Numa análise envolvendo um período temporal mais dilatado, nota-se que, ao longo dos últimos anos, a trajetória de declínio da desocupação total foi proporcionada muito mais pela retração do desemprego oculto do que pelo desemprego aberto (gráfico 2.3). De janeiro de 2009 a outubro de 2011, enquanto o desemprego aberto reduziu-se em 1,2 ponto percentual (p.p.), o desemprego oculto mostrou retração de 1,8 p.p. Esta queda do desemprego oculto em ritmo superior ao do desemprego aberto mostra que não só a ocupação vem crescendo quantitativamente, mas também qualitativamente, haja vista o recuo de 1,0 p.p. do desemprego oculto pelo trabalho precário no período citado.

GRÁFICO 2.2
PO, PEA e PIA: taxa de crescimento interanual
(Em %)



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

GRÁFICO 2.3
PED agregada: taxas de desemprego
(Em %)

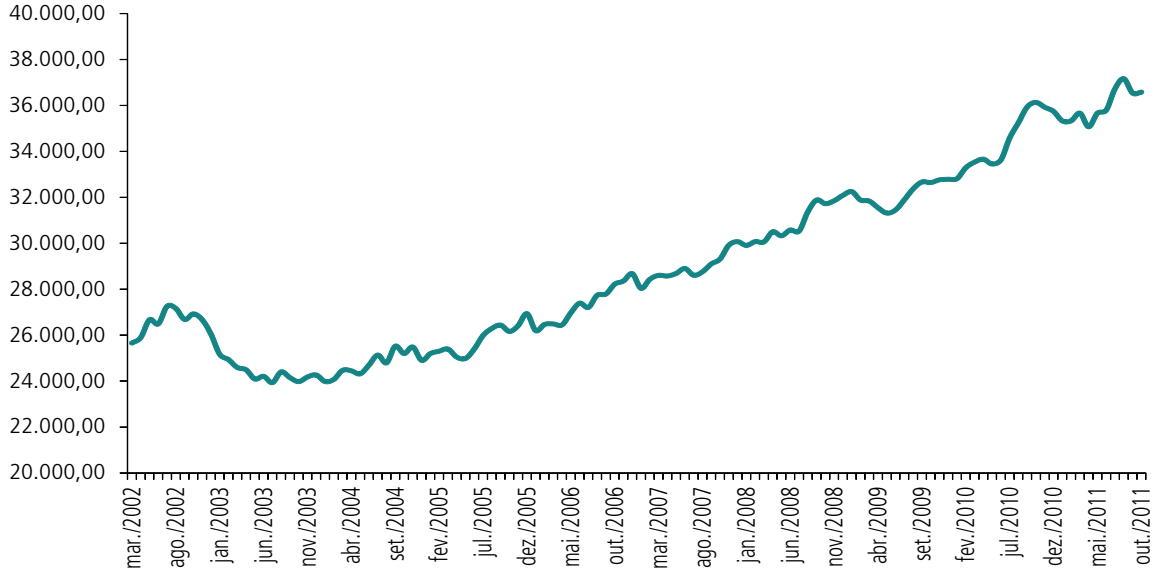


Fonte: Dieese. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Esta melhora qualitativa do emprego no Brasil também pode ser constatada pelo aumento do grau de formalização do mercado de trabalho e pelos aumentos reais de salários que vêm ocorrendo durante os últimos anos. Segundo a PME, em março de 2002 a proporção de pessoas ocupadas com carteira assinada em relação ao total dos ocupados na economia era de 46%; em outubro último, este contingente de trabalhadores saltou para 54%. Ainda de acordo com a pesquisa, levando-se em conta o mesmo tempo transcorrido, o rendimento médio real habitualmente recebido mostra um incremento de 8,6%.

Como consequência desta expansão conjunta de emprego e renda, a massa salarial disponível na economia vem apresentando um comportamento bastante favorável, estimulando o consumo das famílias e, por conseguinte, ajudando na expansão da atividade econômica.

GRÁFICO 2.4
Massa salarial habitualmente recebida
(Em R$ mil de outubro de 2011)



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

Em que pese este excelente comportamento dos salários reais, já começa a se notar um movimento de maior acomodação de rendimentos. Após registrar, em outubro de 2010, a terceira maior taxa de crescimento interanual desde o início da série da PME (6,5%), os rendimentos reais vieram diminuindo o ritmo de expansão ao longo dos últimos meses, influenciados tanto pelo aumento da inflação quanto pela obtenção de reajustes reais menores que os praticados no passado. Nesta mesma comparação interanual, verifica-se que, em outubro passado, os rendimentos reais habitualmente recebidos registraram retração de 0,3%, atingindo o seu pior desempenho desde janeiro de 2010, puxados, sobretudo, pela queda de 4,6% dos rendimentos do setor público.

Se este momento de arrefecimento no mercado de trabalho ainda se mostra de forma sutil nos dados da PME, o mesmo não se pode dizer ao analisar os dados de emprego formal divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). De acordo com o Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (CAGED), o saldo líquido de empregos gerados (admissões menos demissões) já vem caindo de forma mais acentuada desde o segundo trimestre do ano. Após encerrar 2010 com uma criação líquida de quase 2,14 milhões de novas vagas, os saldos acumulados em 12 meses atingiram um patamar de 1,54 milhões em outubro de 2011. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, isto significa um recuo da ordem de 31%.

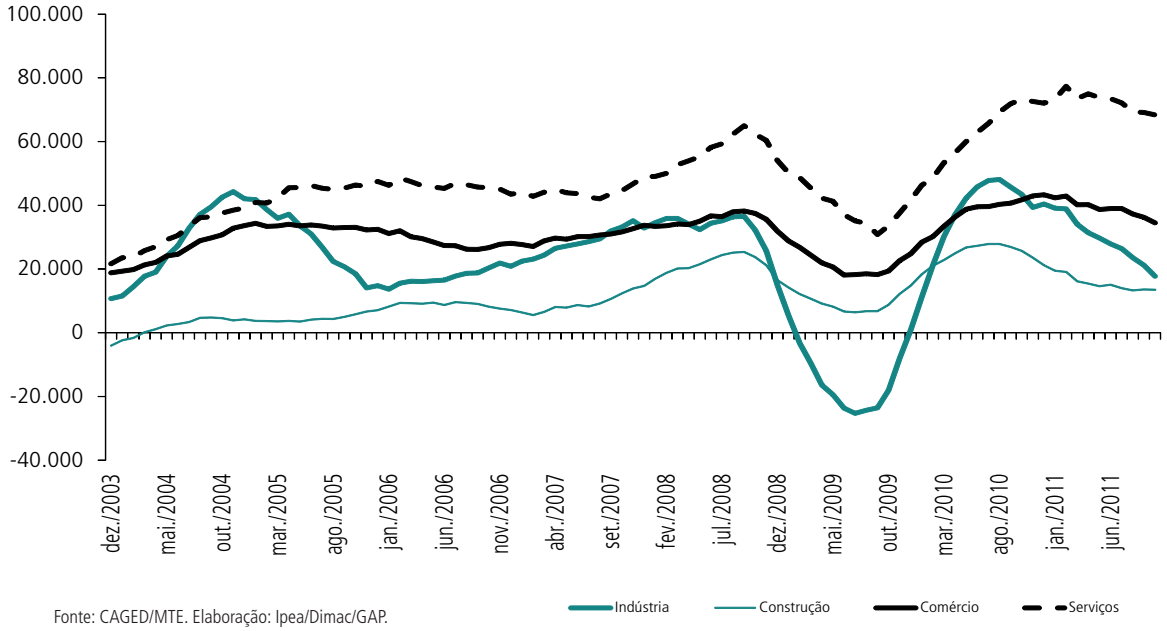
Na desagregação dos dados do CAGED por setores, verifica-se que o maior recuo na criação de novos postos de trabalho vem ocorrendo, sobretudo, na indústria, refletindo o crescimento pouco expressivo de 0,7% da atividade industrial em 2011. Ainda que em menor escala, a construção civil também apresenta um comportamento pior que o registrado no passado recente, em que pese o fato de que, na margem, este setor já começa a dar algum sinal de recuperação.

Este baixo dinamismo do emprego industrial também é evidenciado pela Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes)/IBGE. Na comparação dessazonalizada, em outubro, o pessoal ocupado na indústria caiu pelo segundo mês consecutivo (–0,4%). Com este resultado, no acumulado em 12 meses, o emprego industrial apresenta expansão de apenas 1,6%, ficando bem abaixo do observado em fevereiro (3,9%). Vale destacar que este recuo do pessoal ocupado na indústria vem acompanhado também de uma redução no número de horas pagas. Em outubro, o número de horas pagas recuou tanto na margem (–0,9%) quanto na comparação interanual (–1,0%), ratificando um cenário de estagnação da produção industrial.

No que diz respeito à folha de pagamento real por trabalhador, nota-se que, assim como vem acontecendo na PME, os rendimentos reais já apontam queda na margem (–0,9%). No acumulado do ano, até outubro, a folha de pagamento real por trabalhador aponta alta de 3,3%.

Este cenário de acomodação do mercado de trabalho em 2011 deve se manter ao longo do próximo ano, apesar da expectativa de um crescimento maior da economia em 2012. No caso da PO, é razoável supor que esta deva começar a crescer a taxas próximas à taxa da PEA, de modo que a desocupação se mantenha mais ou menos constante nos próximos meses.

GRÁFICO 2.5
CAGED: saldo líquido por setores
(Médias móveis de 12 meses)



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

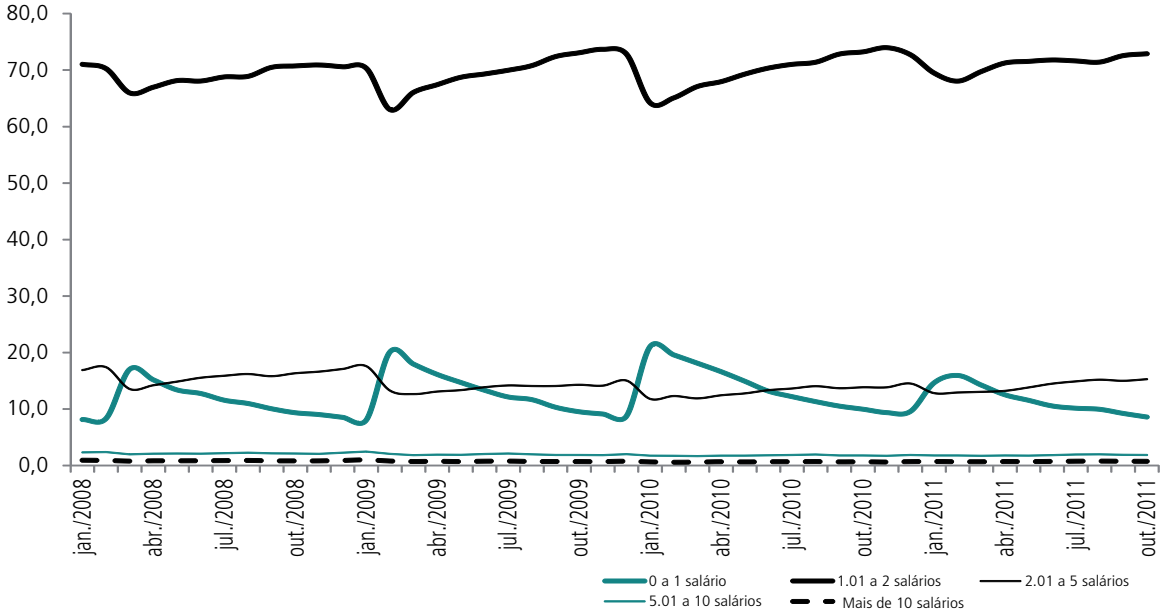
TABELA 2.1
Pimes
(Variação em %)

	Out./2011-set. /2011[1]	Out./ 2011-out. /2010	Acumulado no ano	Em 12 meses
Pessoal ocupado assalariado	–0,44	–0,30	1,29	1,62
Extrativa mineral	0,7	4,0	3,6	3,9
Transformação	–0,5	–0,4	1,2	1,6
Número de horas pagas	–0,92	–0,97	0,89	1,35
Extrativa mineral	–0,4	3,2	3,5	3,9
Transformação	–0,9	–1,1	0,8	1,3
Folha de pagamento real por trabalhador	–0,9	1,7	3,3	3,3
Extrativa mineral	–10,9	–0,4	3,9	5,8
Transformação	–0,1	1,7	3,2	3,1

Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Nota: [1] Dados com ajuste sazonal.

Quanto aos rendimentos, em que pese a significativa expansão do salário mínimo (SM) esperada para 2012, seus efeitos acabarão sendo um pouco mais dissipados, dado que uma grande parcela da PO já se encontra em uma faixa salarial que remunera acima de 1 SM, o que corta a possibilidade de um reajuste automático desta magnitude. Tomando-se como base os dados do CAGED, nota-se que mais de 70% das vagas que são criadas no mercado de trabalho formal remuneram de 1,01 SM até 2 SMs, enquanto a proporção dos que recebem de 0 SM a 1 SM gira em torno de 9%. Desta forma, ainda que o reajuste do SM possa ser usado como um balizador para as negociações salariais no ano que vem, outras variáveis – tais como arrefecimento inflacionário, ganhos reais obtidos no passado e a própria estabilidade da taxa de desocupação – devem agir no sentido contrário, ajudando a reduzir os percentuais de reajustes.

GRÁFICO 2.6
CAGED: criação de novas vagas por faixa salarial
(Em %)



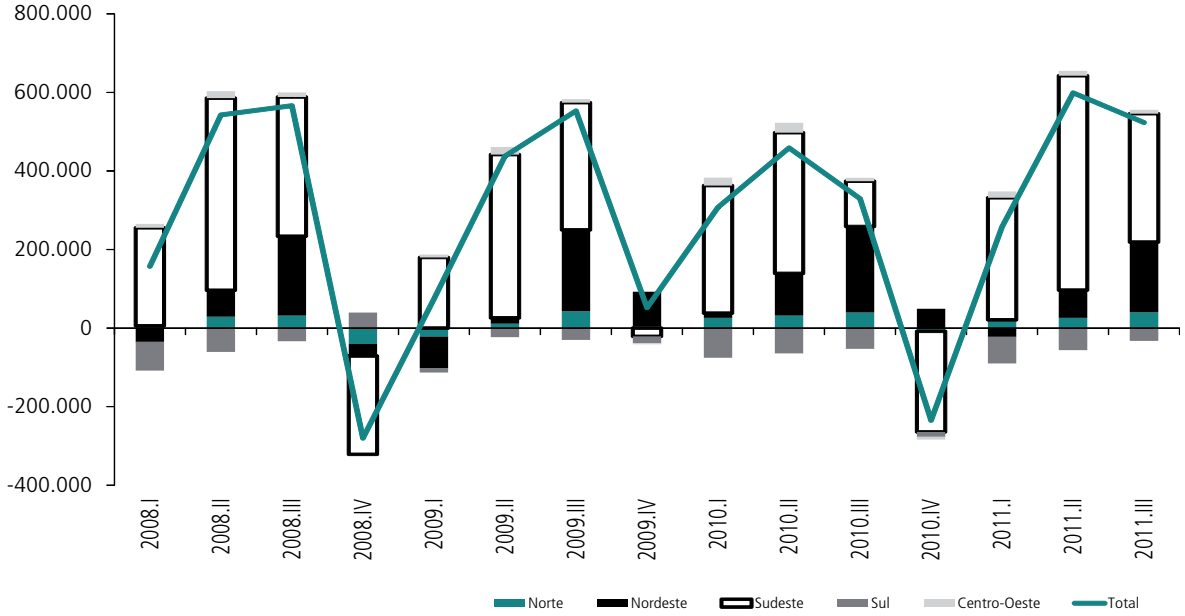
Fonte: CAGED/MTE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

BOX ESPECIAL

O MERCADO DE TRABALHO REGIONAL

Sem dúvida alguma, o mercado de trabalho no Brasil vem apresentando resultados extremamente favoráveis ao longo dos últimos anos, tanto no que diz respeito à ocupação quanto em relação aos salários. No entanto, em uma análise mais pormenorizada, evidencia-se que este cenário de dinamismo não ocorre de maneira igual entre as diversas regiões do país. Segundo o CAGED, a criação de empregos com carteira no país ocorre, preponderantemente, na região Sudeste, ao passo que, em outras localidades, como no Sul, desde 2008 há uma destruição de postos de trabalho no setor formal da economia.

GRÁFICO 2.7
Criação líquida de empregos formais



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

Esta contribuição negativa da região Sul provavelmente está ligada ao baixo dinamismo da indústria de bens de consumo duráveis e semiduráveis (têxtil, calçados e alimentos), cuja concorrência com os importados, beneficiada pela apreciação cambial, acabou por comprimir a produção local.

Da mesma forma, a remuneração das vagas computadas pelo CAGED também revela uma assimetria entre as regiões do país. Enquanto nas regiões Sul e Sudeste menos de 10% das novas vagas criadas no mercado formal remuneram até 1 SM, este percentual sobe para 20% nas regiões Norte e Nordeste. Em sentido inverso, enquanto no Sudeste 4% dos novos empregos se concentram na faixa superior a 5 SMs, na região Nordeste, eles não representam nem 2,2%.

TABELA 2.2
CAGED: faixa salarial por regiões
(Total dos salários de janeiro de 2008 a outubro de 2011, em %)

	0 a 1 SM	1.01 a 2 SMs	2.01 a 5 SMs	Mais de 5 SMs
Norte	19,64	66,34	11,75	2,27
Nordeste	22,08	66,62	9,15	2,16
Sul	9,43	75,21	13,00	2,36
Sudeste	9,91	69,46	16,53	4,10
Centro-Oeste	17,13	68,36	11,93	2,57

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

Assim como o CAGED, as PEDs regionais também revelam um forte desequilíbrio entre as diversas localidades do país, o que mais uma vez comprova ser, no mínimo, imprudente a utilização de uma taxa nacional de desemprego para analisar questões mais profundas. Esta discrepância entre as regiões torna-se ainda mais latente ao se levar em conta o desemprego oculto. De fato, enquanto São Paulo e Recife possuem uma taxa de desemprego aberta bem próxima (8,5% e 8,7%, respectivamente), quando o desemprego oculto é incorporado ao cálculo o desemprego total salta para 10,8% na primeira capital e para 13,8% na segunda. No caso de Salvador, esta desigualdade regional é ainda mais significativa, uma vez que sua taxa de desemprego total superior a 15% é mais que o dobro da observada em Belo Horizonte (7,5%).

TABELA 2.3
PEDs: regiões metropolitanas
(Taxa de desemprego média em 2011 – janeiro a outubro de 2011)

	Aberto	Oculto	Total
São Paulo	8,5	2,3	10,8
Recife	8,7	5,1	13,8
Porto Alegre	6,3	1,3	7,6
Belo Horizonte	6,4	1,1	7,5
Distrito Federal[1]	9,0	3,9	12,9
Salvador[1]	10,3	5,0	15,3
Fortaleza[1]	6,3	3,0	9,3

Fonte: Dieese. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Nota: [1]Média de janeiro a setembro.

Infelizmente, dado o escopo deste documento de conjuntura, não cabe aqui discorrer sobre as causas destas diferenças entre as diversas regiões do país. O intuito neste momento é apenas ressaltar que, embora o mercado de trabalho tenha se desenvolvido de forma positiva em todo o país, ainda há muito que avançar para que se chegue a um cenário mais homogêneo, que possa ser considerado de pleno emprego.

3 INFLAÇÃO

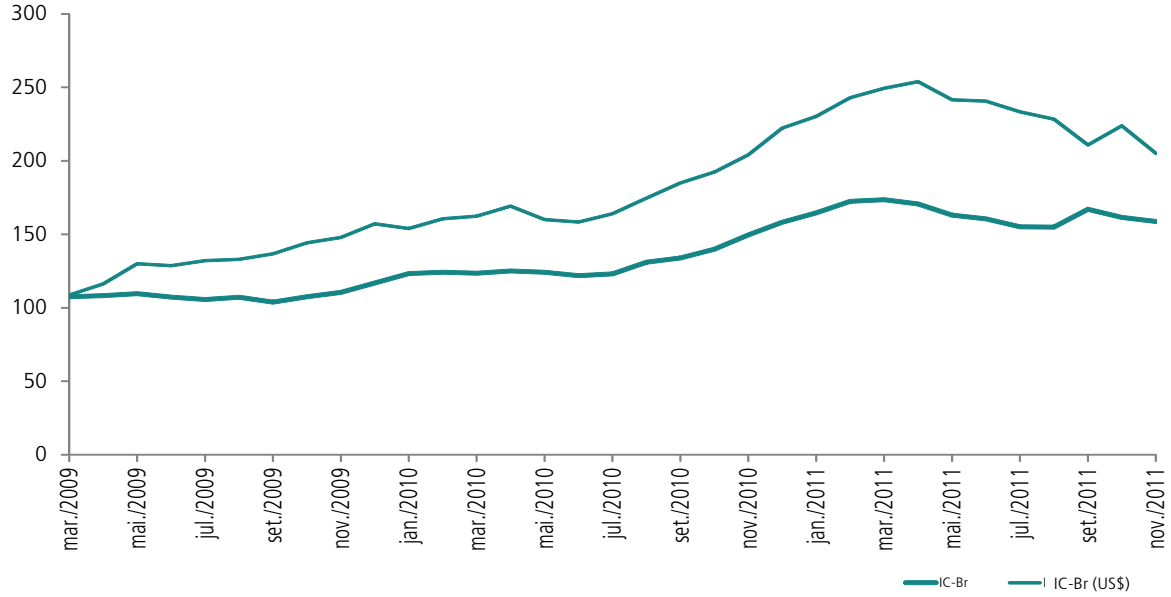
INFLAÇÃO DE 2011: DETERMINANTES ESTÁTICOS E DINÂMICOS

A inflação, segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acumulou alta de 6,64% em 12 meses terminados em novembro, registrando o segundo mês consecutivo de queda. A inflação mensal de novembro (contra outubro) foi de 0,53%, levemente acima das expectativas de mercado (mediana de 0,50% segundo o boletim *Focus*, de 2 de dezembro de 2011).

A inflação mensal de novembro foi influenciada pelo aumento do grupo dos alimentos e bebidas dentro e fora do domicílio do IPCA, com destaque para os reajustes das carnes, tubérculos, hortaliças e legumes. Adicionalmente, os preços de serviços não monitorados pelo governo, que haviam apresentado desaceleração no mês anterior, voltaram a pressionar a inflação, com alta de 0,59% em novembro contra outubro. Nesta mesma base de comparação, registra-se ainda nova alta do preço do etanol (1,28%), marcado por comportamento volátil uma vez que havia apresentado queda na variação mensal de outubro contra setembro.

A alta dos alimentos e do etanol descolou-se da recente tendência das variações nas cotações em dólares das *commodities* agropecuárias e energéticas relevantes para a determinação da inflação no Brasil, tendência esta captada pela queda mensal do Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br), quando medido em dólares (–8,3% em novembro contra outubro). Em novembro, contudo, ocorreu uma desvalorização cambial (+7,2% Ptax/venda, fim de período) que acabou por compensar, ainda que parcialmente, essa queda no preço das *commodities* em termos de reais (gráfico 3.1).

GRÁFICO 3.1
Evolução do IC-Br



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

No atacado, os alimentos também foram fonte de pressão sobre o Índice de Preços no Atacado (IPA) da Fundação Getulio Vargas (FGV), com elevação dos preços dos alimentos processados e de algumas matérias-primas como bovinos, soja e milho. Outras componentes, contudo, tiveram papel de compensar essa pressão, como é o caso de Materiais e componentes para a manufatura, cujos preços diminuíram (–)0,38%, causando uma alta modesta no agregado do IPA (+0,34%). Note-se, ainda, que o processo de desinflação que ocorre no Brasil e no resto do mundo chegou com maior intensidade aos preços no atacado, uma vez que, no acumulado do ano (até novembro), o IPA registrou variação de 4,69%, quase 2 pontos percentuais (p.p.) abaixo da inflação ao consumidor de acordo com o IPCA.

O ano de 2011 foi marcado pelo forte impacto dos preços dos serviços e de preços monitorados pelo governo, além dos preços de alguns produtos alimentícios e vestuário. No caso dos serviços não monitorados pelo governo (tabela 3.1), a inflação no acumulado do ano até novembro registrou alta de 8,5%. Nesse caso, destacaram-se, em primeiro lugar, os preços dos serviços pessoais (9,3%), compostos por cuidados pessoais em geral (como cabeleireiros), empregados domésticos, serviços ligados à área de turismo e entretenimento, e serviços bancários.

Em segundo lugar, deve-se destacar, também, o grupo de serviços ligados ao transporte (8,8%), os quais compreendem concertos e manutenção de automóveis, transporte escolar, estacionamento e aluguel de veículos. Além disso, mostraram-se relevantes as trajetórias dos preços dos serviços ligados à educação (8,4%), compostos basicamente por mensalidades e taxas de creches, escolas, cursos e faculdades privadas. Finalmente, não se pode deixar de mencionar o comportamento, seja dos preços dos serviços ligados à saúde (8,3%), constituídos por exames, consultas e os tratamentos médicos fora dos planos de saúde, seja dos preços dos serviços associados à habitação, influenciados pela variação significativa do aluguel residencial (10,23%).

TABELA 3.1
IPCA: serviços desagregados
(Variação acumulada em 2011[1] , em %)

Residenciais[2]	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação
7,7	8,8	8,3	9,3	8,4	4,3

Fonte: IBGE, BCB e Ipea. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Notas: [1]Até novembro.
[2]Destaque para aluguéis residenciais (10,2%).

No caso dos preços dos monitorados, a inflação acumulada em 2011 até novembro registrou alta de 6,10%; com destaque para passagens aéreas, tarifas de ônibus urbano, taxa de água, e os preços dos planos de saúde e da gasolina (ver tabela 3.2).

TABELA 3.2
IPCA: monitorados desagregados
(Em 2011, até novembro)

	Variação	Peso	Contribuição
Avião	56,11	0,4	0,2
Gás encanado	9,45	0,1	0,0
Metrô	8,76	0,3	0,0
Táxi	8,74	0,3	0,0
Trem	8,62	0,1	0,0
Ônibus urbano	8,44	3,9	0,3
Taxa de água	8,26	1,6	0,1
Plano de saúde	6,89	3,5	0,2
Gasolina	6,60	4,0	0,3
Pedágio	6,23	0,1	0,0
Telefone celular	6,17	1,3	0,1

Fonte: IBGE, BCB e Ipea. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Notas: Variação acumulada no ano até novembro.
Peso médio dos meses entre janeiro e novembro.
Contribuição em p.p. (variação multiplicada pelo peso).

Vale observar que o álcool combustível não é um preço monitorado pelo governo, mas tem impacto sobre o preço da gasolina devido à mistura que forma o combustível na bomba. O álcool teve variação de 14,9% no acumulado do ano de 2011 até novembro, e é classificado na categoria de bem de consumo não durável; grupo caracterizado por forte influência sobre o IPCA, devido ao peso relativo dos preços dos alimentos dentro e fora do domicílio no índice geral. Dessa forma, a alta de 5,8% dos preços dos bens de consumo não duráveis, no acumulado do ano até novembro, acabou por contribuir significativamente para a elevação do índice geral. Na mesma base de comparação, as maiores elevações registradas deveram-se aos preços dos alimentos adquiridos fora de domicílio em geral (8,98%), dos tubérculos (16,17%), das hortaliças e verduras (13,32%), das bebidas (10,94%), dos pescados (8,54%) e leites e derivados (8,25%). Ressalte-se aqui que, apesar da classificação como bem de consumo, os alimentos fora do domicílio possuem natureza ambígua, por constituírem, ainda que parcialmente, um tipo de serviço. Já na categoria de bens de consumo semiduráveis, deve-se destacar a variação de 7,42% no grupo vestuário.

Embora útil, a análise dos componentes desagregados da inflação em 2011 realizada até aqui é limitada, em função de seu caráter estático. Dessa forma, como colocamos na *Carta de Conjuntura* de julho e setembro, *a origem da aceleração da inflação* está na variação das cotações das *commodities* ocorrida a partir do segundo semestre de 2010, sobretudo das *commodities* energéticas e da agropecuária, que influenciam diretamente os preços de *alimentos e combustíveis*. Estes são os

chamados custos básicos da economia, que condicionam o movimento de outros preços e da própria inércia inflacionária. Outro exemplo desse movimento de causa e consequência é o caso do grupo vestuário, cuja forte alta em 2011 ocorreu após o aumento do custo de produção na atividade de confecção (impulsionado pela drástica variação do algodão entre o segundo semestre de 2010 e o início de 2011).

O gráfico 3.2 mostra a aceleração da inflação (relativamente à média dos quatro anos anteriores)[1] deixando clara a liderança dos grupos alimentos e combustíveis frente aos serviços. Dados maiores que zero significam aceleração da inflação e dados menores que zero significam desinflação. Foram utilizados componentes do IPCA, agrupando-se os alimentos no domicílio e combustíveis para veículos.

GRÁFICO 3.2
Aceleração da inflação[1]

Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Notas: [1] Variação da inflação do mês (contra mês anterior) relativamente à média das inflações dos mesmos meses nos quatro anos anteriores.
[2] Séries de combustíveis para veículos e alimentos no domicílio: média reponderada segundo o peso médio de 2011 do IPCA resultando em 23% (combustíveis) e 77% (alimentos).

Conforme análise na *Carta de Conjuntura* de setembro, a *variação* da inflação ao consumidor de diversos países ao redor do mundo foi muito parecida no período de 2003 a 2010, o que sugere a existência de fatores comuns na explicação dessa dinâmica: a evolução dos preços das *commodities*, sobretudo energéticas e alimentícias. Para 2012 a expectativa de queda da inflação é de cerca de 1 p.p. em relação ao patamar atualmente prevalecente. Portanto, essa expectativa reflete um processo esperado de desinflação generalizada ao redor do mundo. No Brasil, analistas também esperam uma diminuição da inflação de 6,50% em 2011 para 5,49% em 2012, segundo edição recente do boletim *Focus*, de 2 de dezembro de 2011.

Além das *commodities*, para quantificar a inflação importada é necessário analisar a evolução do preço das moedas internacionais em termos da moeda nacional. A trajetória recente da taxa de câmbio (dólar-real) no Brasil foi condicionada, em grande medida, pelo cenário de crise internacional, sobretudo na Europa. Não obstante, a atual posição das reservas internacionais no Brasil gera um grau de liberdade importante para a política econômica, ao minimizar a volatilidade da taxa de câmbio. Nesse sentido, apesar do movimento recente de desvalorização cambial, a expectativa para a taxa de câmbio de final de período em 2011 ainda é de R$/US$ 1,79 (boletim *Focus*, de 2 de dezembro de 2011).

Do ponto de vista dos entraves à produção doméstica, o custo unitário do trabalho na indústria geral registrou alta de 3,20% no acumulado de 12 meses terminados em outubro. Para os próximos meses, contudo, o cenário básico para as variações salariais no segmento industrial é de acomodação, e não de aceleração (ver seção sobre Mercado de Trabalho), o que traria uma compensação para a pressão altista dos salários sobre os preços dos serviços.[2]

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

2. A incorporação da nova Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) na construção do IPCA também pode contribuir para a redução da inflação em 2012 ao gerar uma diminuição do peso do grupo de serviços não monitorados pelo governo. Porém, os pesos dos itens que compõem o IPCA somente serão conhecidos posteriormente, com a trajetória da variação nos preços relativos.

Dessa forma, dado o cenário básico de relativa estabilidade da taxa de câmbio, a expectativa de continuidade de queda ou de acomodação dos preços das *commodities* permite antecipar uma influência benigna das variáveis externas sobre a inflação ao longo de 2012. Por outro lado, internamente, a desaceleração do aumento dos salários na indústria limita o crescimento do custo unitário do trabalho. Finalmente, a intensidade da desinflação também tende a transitar dos preços do atacado para os preços no varejo, atingindo os preços ao consumidor. Esses fatores justificam nossa expectativa de convergência da inflação medida pelo IPCA para o interior do intervalo da meta (2,5% a 6,5%) entre 2011 e 2012, em direção ao seu centro.

4 SETOR EXTERNO

BALANÇA COMERCIAL

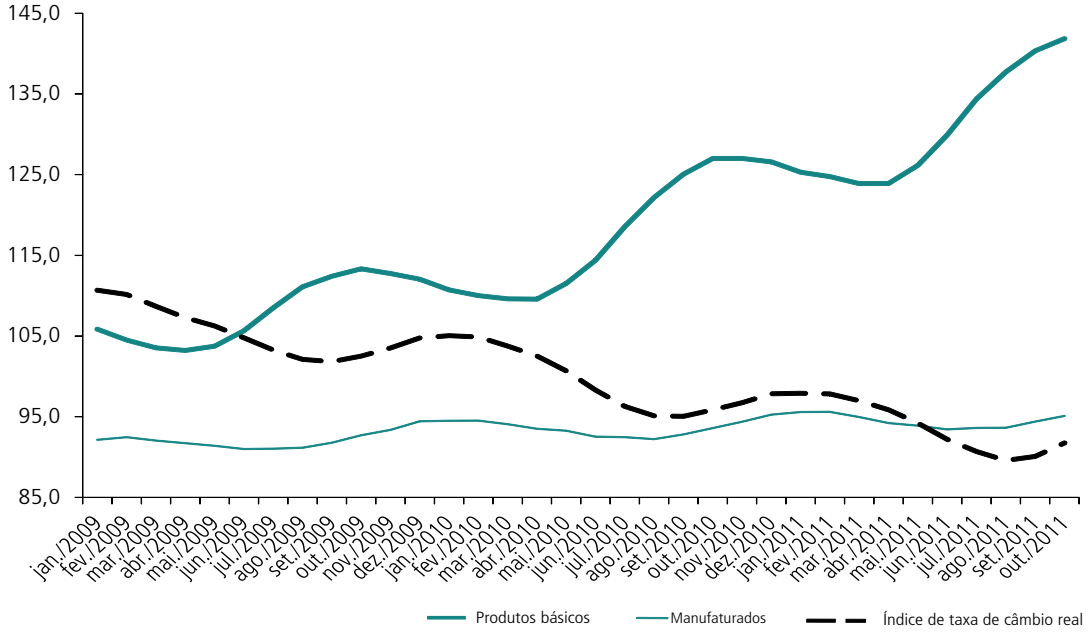
Em novembro de 2011, as exportações e as importações registraram cifras de US$ 21,7 bilhões e US$ 21,2 bilhões respectivamente, resultando em um saldo comercial de US$ 583 milhões. Embora tenha sido baixo em termos absolutos, este saldo representou um crescimento de 100% em relação ao resultado de novembro de 2010, e permanece em trajetória crescente. Em 12 meses, o saldo comercial acumulou US$ 31,3 bilhões, com crescimento de 84,3% em relação aos 12 meses anteriores.

O principal determinante dessa tendência é a evolução positiva dos termos de troca das exportações, cuja variação média em 12 meses, encerrados em outubro, foi de 10,5%. Em contrapartida, a razão entre as quantidades exportadas e importadas (razão de *quantum*) apresentou uma variação média no mesmo período de –6,3%.

Analisando a evolução dos termos de troca das exportações por classe de produtos, os dados até outubro reforçam a tendência já descrita nas *Cartas de Conjuntura* anteriores; a elevação dos termos de troca de produtos básicos, puxada pelo movimento de alta dos preços internacionais das *commodities*, é determinante da trajetória crescente dos saldos comerciais em 12 meses. Por outro lado, os termos de troca dos produtos manufaturados não se beneficiaram, de forma equivalente, da elevação dos preços das *commodities.*

O gráfico 4.1 ilustra esta situação. Nota-se que a trajetória dos termos de troca dos produtos básicos, considerando-se as médias dos quatro últimos trimestres idênticos, contrasta com a virtual estabilidade dos termos de troca de manufaturados. Considerando-se o movimento recente de valorização cambial, os produtos básicos têm sido capazes de compensá-lo com ganhos de termos de troca, o mesmo não ocorrendo no caso dos manufaturados.

GRÁFICO 4.1
Termos de troca das exportações por classe de produto e câmbio: média dos últimos quatro trimestres idênticos
(Base: média de 1995 = 100)



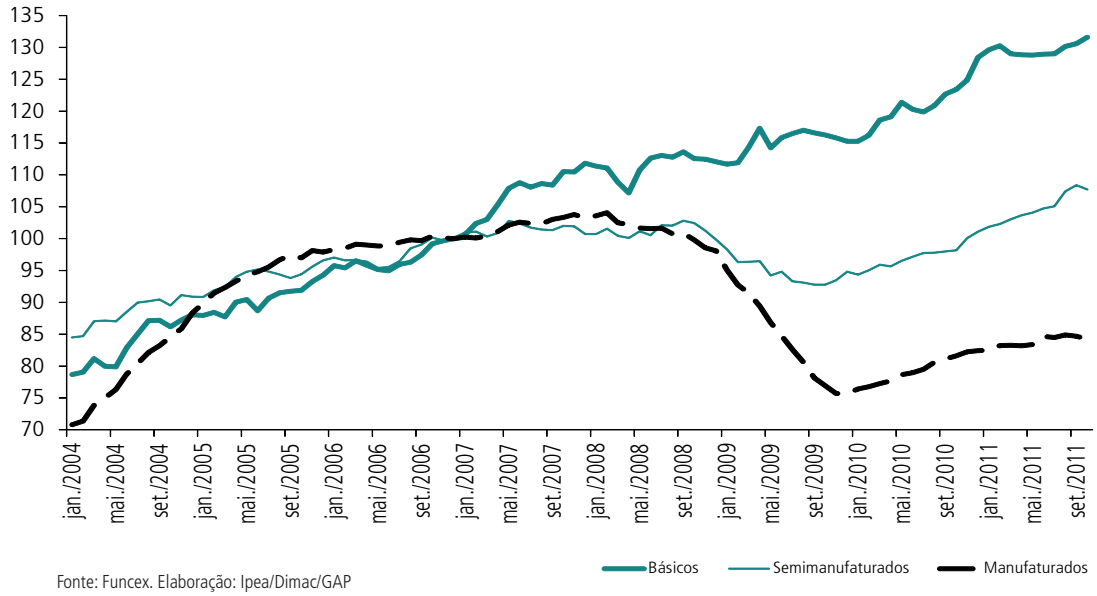
Fonte: Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior (Funcex).
Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O desempenho favorável das exportações de produtos básicos, devido ao comportamento positivo de seus preços, em detrimento das exportações de produtos manufaturados, reforça a tendência de concentração da pauta de exportações em produtos básicos. Nos 12 meses encerrados em novembro, estes produtos responderam por 47,7% das exportações – há apenas cinco anos, eles respondiam por 29,2%. Além de apresentar baixo conteúdo tecnológico, os produtos básicos têm seus preços subordinados aos movimentos especulativos do mercado internacional de *commodities,* o que lhes confere um grau maior de volatilidade e de vulnerabilidade a mudanças no quadro mundial.

É importante destacar que os produtos básicos têm aumentado seu espaço na pauta também em virtude de um melhor desempenho das quantidades exportadas. O gráfico 4.2 mostra que as vendas físicas destes produtos continuaram crescendo mesmo diante da crise internacional de 2008-2009, ao passo que os manufaturados e semimanufaturados

sofreram queda. O *quantum* exportado de básicos encontra-se hoje cerca de 16% acima do nível de setembro de 2008. Os semimanufaturados também já se recuperaram da queda sofrida, e seu *quantum* já está 4,8% acima do nível pré-crise. Os manufaturados, porém, não dão sinais de recuperação: seu *quantum* permanece 16,5% abaixo do nível de setembro de 2008. Na verdade, o nível atual é semelhante ao registrado no final de 2004. Em outras palavras, os manufaturados amargam sete anos sem crescimento efetivo de suas exportações físicas.

GRÁFICO 4.2
Taxa de crescimento do *quantum* de exportações segundo classes de produtos
(Média móvel de 12 meses)



Fonte: Funcex. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP

Quanto às importações, elas continuam sentindo os efeitos da desaceleração da atividade econômica doméstica. Em novembro, o crescimento do valor importado, na comparação com o mesmo mês do ano passado, foi de 21,8%, representando uma sensível desaceleração em relação ao ritmo próximo de 30% ao ano (a.a.) verificado durante o primeiro semestre do ano.

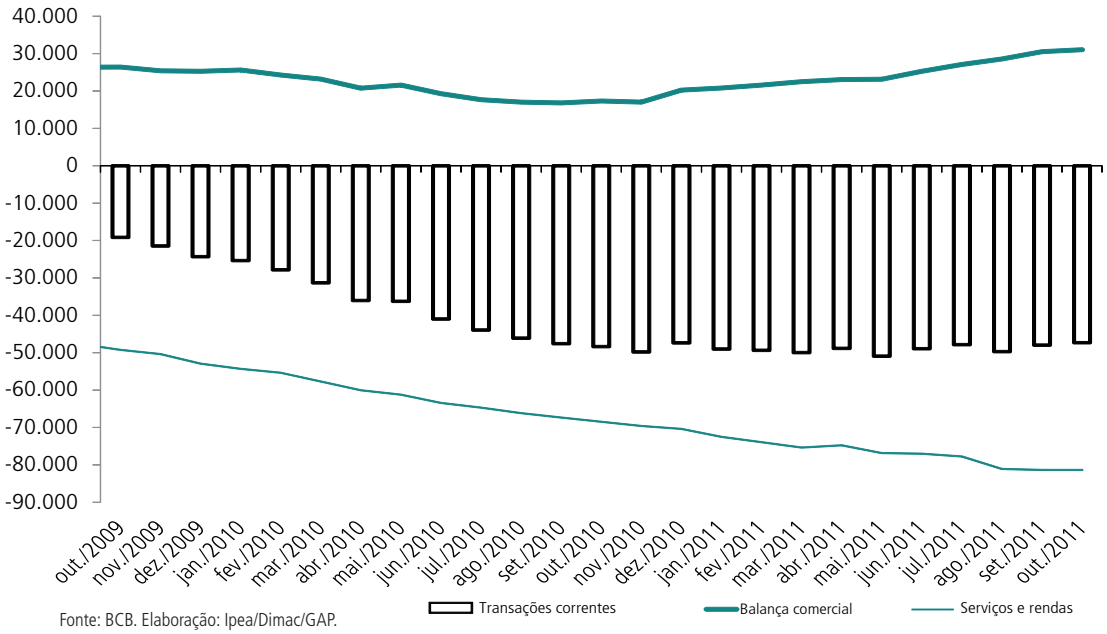
A exemplo das exportações, a maior parte do crescimento das importações também vem sendo determinada pelos aumentos de preços, especialmente dos combustíveis e dos bens intermediários. O crescimento do *quantum* importado no período janeiro-outubro foi de apenas 9,5%, e com tendência de desaceleração a cada mês que passa. A perda de ritmo tem sido mais forte nos bens intermediários (alta do *quantum* de 7,5% até outubro) e nos combustíveis (variação de 1,3% no mesmo período). Estas são justamente as categorias de uso mais sensíveis às variações da produção industrial, que têm apresentado forte desaceleração nos últimos meses. Entretanto, os bens de consumo e os bens de capital também vêm registrando crescimento mais moderado do *quantum*, como reflexo do menor dinamismo do investimento e do consumo domésticos.

TRANSAÇÕES CORRENTES

Embora os resultados positivos da balança comercial de janeiro até novembro 2011 sejam criticáveis do ponto de vista de sua sustentabilidade, deve-se reconhecer que os saldos comerciais crescentes têm contribuído para a estabilidade do saldo em transações correntes durante o ano, compensando a trajetória de sucessivos déficits nas contas de serviços e de rendas, como pode ser observado no gráfico 4.3. O déficit em transações correntes tem se mantido na casa de US$ 50 bilhões negativos desde o final de 2010, e como porcentagem do Produto Interno Bruto (PIB) observa-se uma queda gradual, situando-se hoje em 1,94%.

O balanço de rendas teve déficit de US$ 2,3 bilhões em outubro, o que representou uma redução de 14,7% em relação ao saldo registrado no mesmo mês de 2010. Este resultado deveu-se à contração de 28,3% das remessas de lucros e dividendos. No acumulado de janeiro a outubro, contudo, o déficit de rendas somou US$ 35,7 bilhões, com alta de 15,7%. A tabela 4.1 permite observar o crescimento das remessas de lucros e dividendos nos últimos anos, que, segundo projeções do próprio Banco Central do Brasil (BCB), devem fechar 2011 em cerca de US$ 38 bilhões. Em contrapartida, a conta de juros tem se mantido bem comportada, principalmente devido ao crescimento das receitas de juros provenientes da aplicação das reservas internacionais do país.

GRÁFICO 4.3
Transações correntes: balança comercial e serviços e rendas
(Valores acumulados em 12 meses, em US$ milhões)



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

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

	2007	2008	2009	2010	2011		
					outubro	janeiro-outubro	12 meses
Serviços e rendas	(42.510)	(57.252)	(52.930)	(70.373)	(5.719)	(66.932)	(81.379)
Serviços	(13.219)	(16.690)	(19.245)	(30.807)	(3.418)	(31.255)	(36.962)
Aluguel de equipamentos	(5.771)	(7.808)	(9.393)	(13.752)	(1.547)	(13.538)	(16.155)
Viagens internacionais	(3.258)	(5.177)	(5.594)	(10.503)	(1.190)	(12.263)	(14.339)
Transportes	(4.384)	(4.994)	(3.926)	(6.406)	(782)	(6.571)	(7.605)
Computação e informações	(2.112)	(2.598)	(2.586)	(3.296)	(286)	(3.208)	(3.831)
Royalties e licenças	(1.940)	(2.232)	(2.078)	(2.453)	(238)	(2.234)	(2.681)
Demais serviços	4.246	6.120	4.331	5.602	626	6.559	7.648
Rendas	(29.291)	(40.562)	(33.684)	(39.567)	(2.302)	(35.677)	(44.417)
Lucros e dividendos	(22.435)	(33.875)	(25.218)	(30.375)	(1.558)	(29.218)	(36.511)
Juros	(7.305)	(7.232)	(9.069)	(9.690)	(785)	(6.936)	(8.473)
Salários	448	545	603	498	41	477	568

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

Do lado da balança de serviços, os itens Aluguel de equipamentos e Viagens internacionais têm papel cada vez mais preponderante no déficit total. No período janeiro-outubro de 2011, eles responderam juntos por 83% do saldo total da conta de serviços. Em apenas quatro anos, o déficit na rubrica de aluguel de equipamentos se multiplicou quase três vezes, principalmente em resposta à crescente demanda da Petrobras. No mesmo período, a conta de viagens internacionais teve seu déficit multiplicado por mais de quatro vezes, neste caso em virtude da valorização do câmbio e do aumento da renda familiar.

BALANÇO DE PAGAMENTOS

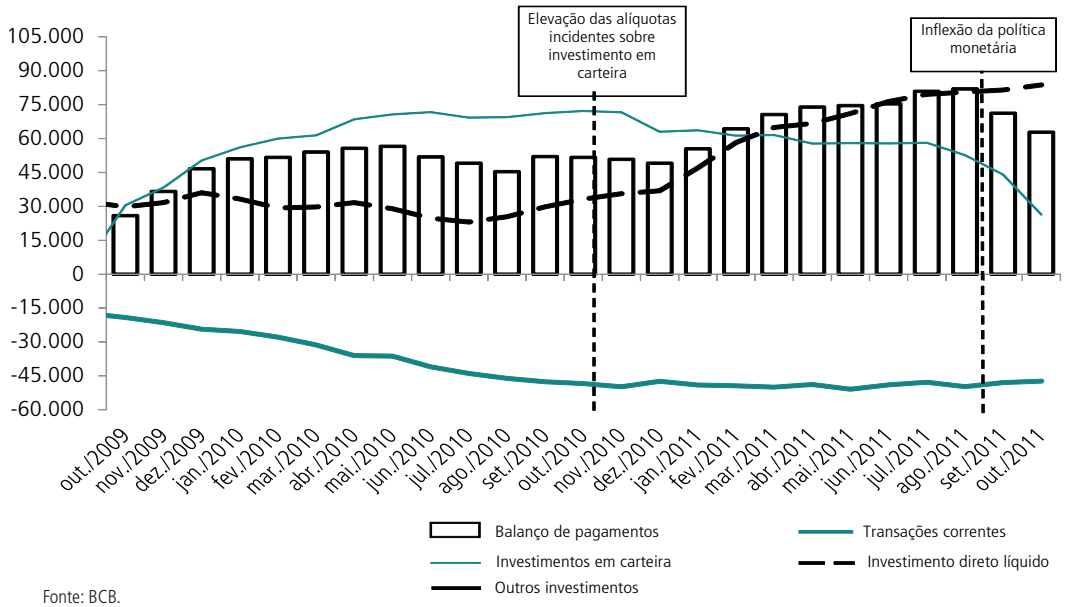
A partir do segundo semestre de 2010, os fluxos de investimentos em carteira alcançaram um patamar significativamente elevado, levando o governo a aumentar a alíquota incidente sobre estes fluxos, de 2% para 6%,[1] em outubro de 2010. Os impactos destas medidas podem ser dimensionados nos valores registrados dos fluxos em 12 meses do Investimento em Carteira Líquido (ICL), que passaram a registrar uma trajetória de queda entre novembro de 2010 e outubro de 2011, com redução pronunciada nos últimos dois meses desse período. Por outro lado, os valores dos fluxos em 12 meses do Investimento Direto Líquido (IDL), que desde agosto de 2010 exibiam valores crescentes,

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

passaram a apresentar, a partir de janeiro de 2011, uma trajetória positiva mais acentuada, levantando suspeitas de entrada de fluxos de investimentos em carteira sob a rubrica de investimentos diretos.

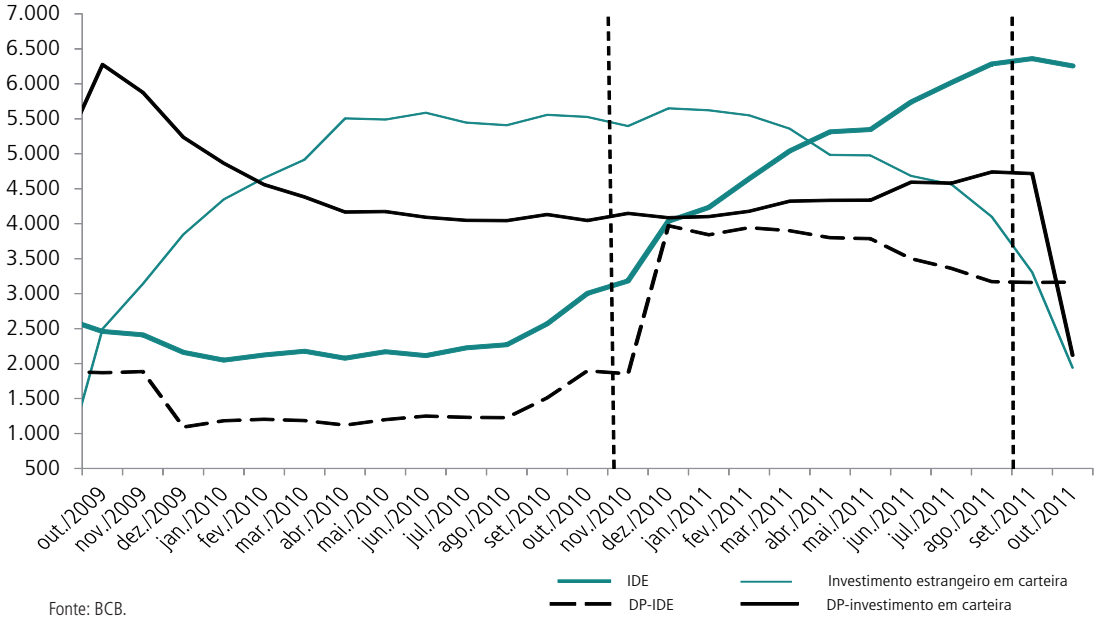
Entretanto, o período compreendido entre novembro de 2010 e outubro de 2011 pode ser dividido em dois subperíodos para efeito de análise dos impactos das medidas do governo sobre a evolução destes fluxos financeiros. Entre novembro de 2010 e agosto de 2011, além das alíquotas mais altas incidentes sobre a entrada dos fluxos de investimento em carteira, a gestão da política monetária foi marcada, a partir de janeiro de 2011, por movimentos consecutivos de aumento da taxa Selic, ampliando o diferencial entre as taxas interna e internacional de juros. A combinação destas medidas provocou duas ordens de mudanças na evolução dos ingressos de capitais da conta financeira do balanço de pagamentos: 1) redução dos fluxos de investimento em carteira líquido (ICL) e elevação pronunciada dos fluxos de investimento direto líquido (IDL), estes últimos mais do que compensando a queda dos primeiros, resultando em saldos positivos crescentes no balanço de pagamentos (gráfico 4); 2) os ingressos de investimento direto estrangeiro (IDE) foram acompanhados de elevação da trajetória de seu desvio-padrão amostral, aproximando-se dos desvios-padrão amostrais de investimento em carteira, tradicionalmente mais voláteis, por constituírem recursos destinados à obtenção de ganhos financeiros de curto-prazo (gráfico 5).

GRÁFICO 4.4
Balanço de pagamentos
(Valores acumulados em 12 meses, em US$ milhões)



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

GRÁFICO 4.5
IDE e investimento estrangeiro em carteira (fluxos médios de 12 meses) e desvios-padrão associados



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

A tabela 4.2 apresenta os valores observados e projetados (pelas tendências polinomiais) dos fluxos acumulados em 12 meses de IDL e ICL, suas diferenças e, ainda, o valor em 12 meses do fluxo efetivo até agosto de 2011, calculado a partir de uma estimativa de sua variação efetiva entre novembro de 2010 e agosto de 2011. Neste último mês, o fluxo observado de IDL registrou valor de (+)US$ 20,5 bilhões acima do nível de sua tendência projetada, enquanto o valor equivalente de ICL ficou em (–)US$ 11,4 bilhões abaixo de sua linha de tendência. Na comparação entre novembro de 2010 e agosto de 2011, houve uma variação de (+)US$ 44,9 bilhões nos fluxos observados em 12 meses de IDL. Nessa mesma base de comparação, a variação negativa no fluxo observado de ICL correspondeu a (–)US$ 19,0 bilhões. Dada a hipótese anterior, de prática de arbitragem regulatória, com realocação dos influxos de capitais registrados como investimentos em carteira para a rubrica investimentos diretos, a maior parte da variação positiva do fluxo observado de IDL corresponderia, neste período, à variação negativa do fluxo observado de ICL. Em outros termos, realizados os ajustes necessários, compatíveis com a hipótese de arbitragem regulatória, o valor efetivo do IDL acumulado em 12 meses corresponderia, em agosto de 2011, a US$ 61,5 bilhões (e não a US$ 80,5 bilhões, conforme informações divulgadas pelo BCB).

TABELA 4.2
Fluxos financeiros líquidos acumulados em 12 meses
(Em US$ bilhões)

	Fluxo observado até ago./2011 (A)	Fluxo projetado até ago./2011 (B)	Diferença entre o fluxo observado e o seu nível projetado até ago./2011 (A – B)	Fluxo efetivo até ago./2011
IDL	80,5	60,0	20,5	61,5
ICL	52,6	64,0	–11,4	

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

Não obstante, a partir de setembro de 2011, nota-se uma redução pronunciada dos fluxos de ICL, menos do que compensada pela elevação dos fluxos de IDL, desencadeando, assim, duas quedas consecutivas no saldo do balanço de pagamentos (gráfico 4.4). Este movimento coincide (e não por mera coincidência) com a mudança de sentido na condução da política monetária pelo BCB (o início do ciclo de redução da taxa de juros básica SELIC).

Da comparação entre os dois subperíodos identificados, avaliamos que as medidas tributárias adotadas em novembro de 2010, além de terem exercido impactos mínimos na contenção do volume dos influxos financeiros no país até agosto de 2011, estimularam o travestismo do investimento em carteira em investimento direto. O movimento de quedas consecutivas na taxa SELIC, ao reduzir o diferencial entre as taxas interna e internacional de juros, logrou impactos efetivos na redução dos ingressos de capitais para aplicações no mercado financeiro doméstico, tornando desnecessárias as medidas de taxação que estavam provocando a prática de arbitragem regulatória na conta financeira do balanço de pagamentos. Ademais, como se pode observar no gráfico 4.5, a redução dos fluxos de ICL foi acompanhada da queda na trajetória de seu desvio-padrão amostral, o que indica sua menor volatilidade e, portanto, nesse sentido, redução da vulnerabilidade do balanço de pagamentos. Esta avaliação corrobora a adoção das recentes medidas de desoneração tributária do influxo de capital externo (redução das alíquotas de IOF)[2] pelo Ministério da Fazenda (MF).

Note-se ainda, com respeito à condução da política monetária, que o BCB pode, eventualmente, fixar a taxa de juros doméstica em relação à taxa internacional, em nível mais elevado do que o requerido pelos investidores de acordo com a percepção dos riscos envolvidos na manutenção dos recursos externos aplicados em títulos domésticos. Isto tem ocorrido de forma recorrente no Brasil, pelo menos desde julho de 2010.

A arbitragem no mercado de ativos financeiros deveria equalizar os rendimentos líquidos de riscos entre países, denominados em uma mesma moeda, através da permanente movimentação dos fluxos de capitais. Nesse sentido, a taxa de juros doméstica no Brasil deveria refletir o nível da taxa de juros internacional, acrescido da desvalorização esperada da taxa de câmbio, do nível de cobertura do risco a ela associado, bem como do componente de cobertura do risco país. A magnitude deste último componente pode, assim, ser estimada de forma residual, pela decomposição da taxa doméstica de juros em seus demais componentes mensuráveis.

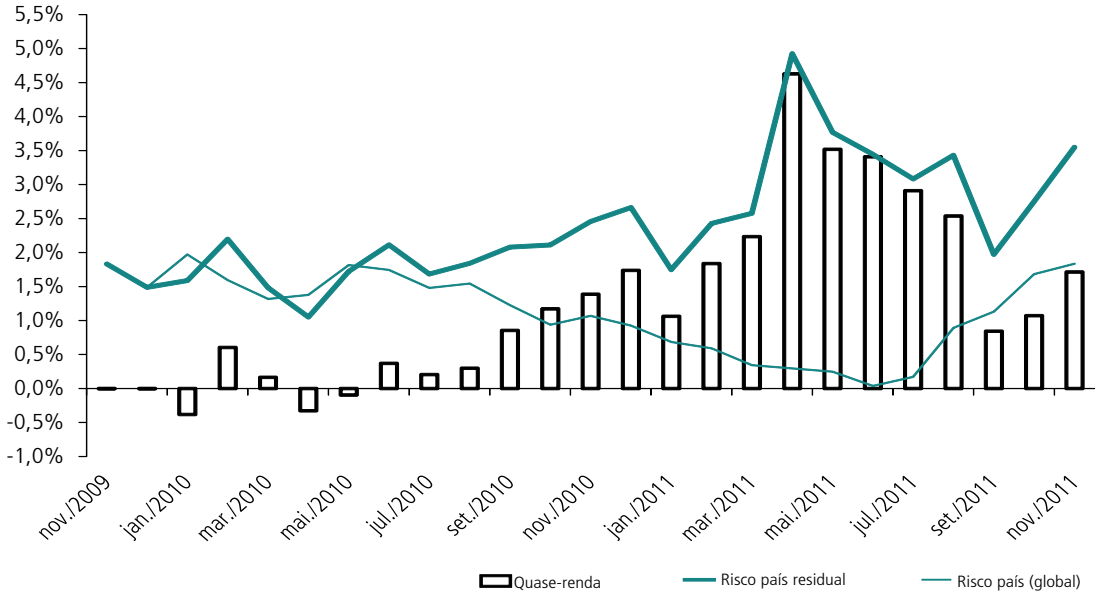
Outra forma de inferência da cobertura do risco país envolve a decomposição da taxa de juros dos títulos externos brasileiros, com precificação determinada pelas expectativas dos investidores nos mercados secundários. Observe-se, no entanto, que as duas medidas de risco país relacionadas não serão necessariamente coincidentes. Em caso de divergência

2. Redução, de 2% para 0%, do IOF sobre os investimentos externos em ações, tanto na oferta primária – *Initial Public Offering* (IPO) quanto no movimento do mercado secundário; e, de 6% para 0%, do IOF cobrado sobre aplicações de não residentes em títulos privados de longo prazo, com duração (*duration*) acima de quatro anos.

sistemática entre elas, não estaria ocorrendo o suposto movimento de equalização de rendimentos acima mencionado, em função das operações de arbitragem.

O gráfico 4.6 mostra as trajetórias estimadas das duas medidas de risco país, desde junho de 2010. No caso do risco país medido por resíduo, a estimativa compreende a diferença entre, de um lado, a taxa (logarítmica) de juros doméstica, derivada do *Swap* Di x Pre (360 dias) em reais; e, de outro, a soma (também em termos logarítmicos) da taxa de juros do U.S. Treasury Constant Maturity (CMT) (1 ano) e do Forward Premium no mercado de câmbio (dado pela diferença entre o dólar futuro em 360 dias e o dólar *spot*). Note-se que o Forward Premium assim estimado consiste na soma da depreciação cambial esperada com o prêmio de risco a ela associado. Por outro lado, a medida do risco país derivada da decomposição da taxa de juros dos títulos da dívida externa brasileira envolve, aqui, o *spread* entre a taxa de retorno do Global 40 e a taxa do CMT (com maturidade equivalente).

GRÁFICO 4.6
Margens de arbitragem no diferencial de juros e medidas de risco país
(Em %)



Fontes: BCB, BM&F Bovespa e Board of Governors of The Federal Reserve System.
Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Além das duas medidas de risco país já mencionadas, as barras presentes no gráfico indicam a evolução da diferença entre suas magnitudes. Como a medida de risco país derivada da taxa de juros dos títulos externos representa o excesso de rendimento (sobre o retorno dos títulos da dívida americana) requerido para investimentos em moeda estrangeira no Brasil, ela deveria balizar, também, a taxa de juros doméstica ajustada pelas expectativas de desvalorização cambial e pelos seus riscos associados. Não obstante, o que se observa de acordo com o gráfico é que, desde junho de 2010, o rendimento destinado à cobertura do risco país residual tem se situado sistematicamente acima do retorno exigido pelos investidores em títulos brasileiros denominados em moeda estrangeira. Em outros termos, a evolução recente das margens de rendimento das aplicações em renda fixa no Brasil indica níveis significativos, desnecessários e injustificáveis de retornos aos investidores (uma *quase-renda*), diante da necessidade de cobertura de qualquer tipo de risco país.[3]

Ademais, dadas as trajetórias das duas séries de risco país entre novembro de 2009 e novembro de 2011, pode-se inferir, através das correlações calculadas em dois subperíodos, padrões distintos de comportamento, conforme indica a tabela 4.3. Apesar da correlação negativa da ordem de (–)0,58 entre as duas séries ao longo de todo o período, estas apresentam correlação positiva de (+)0,43 entre novembro de 2009 e agosto de 2010. Entre setembro de 2010 e novembro de 2001, observou-se uma correlação negativa de (–)0,31.

3. Note-se que nos cálculos da *quase-renda* acima realizados, a tributação incidente (IOF) na entrada de capital externo no país, com alíquota variável ao longo do período considerado, não foi contemplada, justamente porque o foco da análise acima é o virtual retorno obtido em aplicações de renda fixa no mercado doméstico pelo influxo de capital em carteira travestido de investimento direto (que se esquiva desta tributação).

TABELA 4.3
Correlações entre as séries e as medidas de risco país

	Nov./2009 a nov./2011	Nov./2009 a ago./2010	Set./2010 a nov./2011
Risco país residual e risco país (Global 40)	–0.58	+0.43	–0.31

Fonte: Cálculos de Ipea/Dimac/GAP, a partir de dados divulgados pelo BCB, BM&F Bovespa e Ipeadata.

Ainda de acordo com o gráfico 4.6, pode-se observar que, no primeiro subperíodo acima mencionado, a medida de risco país residual, dada pelo diferencial entre as taxas doméstica e externa de juros, acompanhava (ou era acompanhada) da medida de risco país derivada do *spread* entre os títulos da dívida externa brasileira e os títulos de dívida americana de maturidade equivalente. Ou seja, do anterior é possível inferir que a política monetária nesse período condizia com a percepção dos investidores quanto aos riscos envolvidos na manutenção dos recursos externos aplicados em renda fixa no país.

Por outro lado, a partir de setembro de 2010, as duas medidas de risco país mencionadas passaram a divergir sistematicamente, ampliando, até abril de 2011, as margens líquidas de rendimento. Isto explica, em grande medida, o influxo robusto de capitais na conta financeira. Entretanto, desde setembro de 2011, como mencionado anteriormente, nota-se uma mudança na condução da política monetária pelo BCB ao reduzir, através de movimentos consecutivos de queda na taxa SELIC, o diferencial entre os níveis das taxas interna e internacional de juros e, consequentemente, o excesso das margens de rendimentos injustificáveis para a cobertura do risco país nas aplicações domésticas em renda fixa.

5 ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

MERCADO DE JUROS

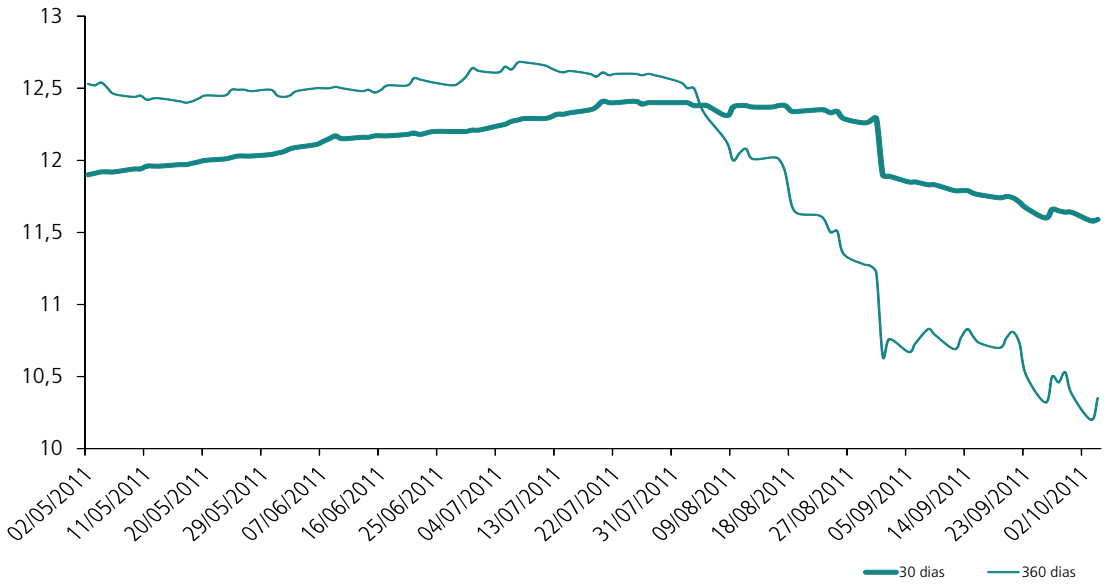
A sequência, pela terceira vez consecutiva, das reduções do nível da taxa básica de juros – do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) – determinada pelo Banco Central do Brasil (BCB), entre finais de agosto e de novembro de 2011, consubstanciou um deslocamento sistemático para baixo, em bloco, de toda a estrutura a termo no mercado de juros, com quedas generalizadas das taxas curtas e longas, e ajustes de maior intensidade, ainda, nos contratos mais longos.

No primeiro semestre de 2011, a deterioração das expectativas inflacionárias no mercado financeiro condicionou as medidas de política monetária, a saber: maior restrição ao crédito – medida bem-sucedida, aliás, ao promover uma desaceleração gradual dos saldos deste último para níveis mais compatíveis com uma trajetória mais equilibrada do consumo na economia – e o ciclo de alta da taxa básica de juros, o qual, visando, também, a maior moderação do ritmo de crescimento da demanda agregada, totalizou, desde o início do ano até a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), em julho, nada menos do que o incremento de 175 pontos básicos (p.b.).

A partir de então, os prováveis efeitos deflacionários de uma crise externa, que já faziam parte do balanço de riscos da autoridade monetária, passaram a dominar as preocupações na condução da política monetária. Por outro lado, de acordo com o *Relatório Trimestral de Inflação* divulgado em 29 de setembro de 2011, o BCB antecipou, corretamente, o arrefecimento da inflação a partir do último trimestre de 2011, vislumbrando, ainda, a continuidade do movimento de convergência da taxa de inflação para o centro da meta entre 2012 e 2013. De forma coerente, as atas mais recentes do Copom passaram a destacar os efeitos deflacionários da piora do cenário externo, bem como o baixo risco de um eventual descontrole inflacionário derivado de qualquer tipo de choque que pudesse comprometer a condução da política monetária na presença de uma política fiscal mais rigorosa.

O gráfico 5.1 mostra a evolução dos contratos de *Swap* DI-Pre com vencimentos de 30 dias e de 360 dias. A inversão dos patamares das taxas dos contratos para 30 dias e 360 dias no início do mês de agosto, que tornou negativo o *spread* prevalecente entre as taxas longa e curta, mostra que a queda na taxa básica de juros era vislumbrada no período pelo mercado, ao longo de um horizonte temporal de um ano, muito provavelmente em função da celebração do acordo congressual em relação à elevação do teto da dívida pública americana. O mercado passou, assim, a projetar um período de baixo crescimento mundial com maior duração, o que acabou por desencadear o movimento de queda nas taxas futuras nos contratos mais longos. Posteriormente, a crise da dívida grega alcançou novas dimensões, contribuindo, também, para uma piora das condições macroeconômicas externas.

GRÁFICO 5.1
Evolução diária das taxas de juros: taxas referenciais de *Swap* DI-Pre
(Em % a.a.)



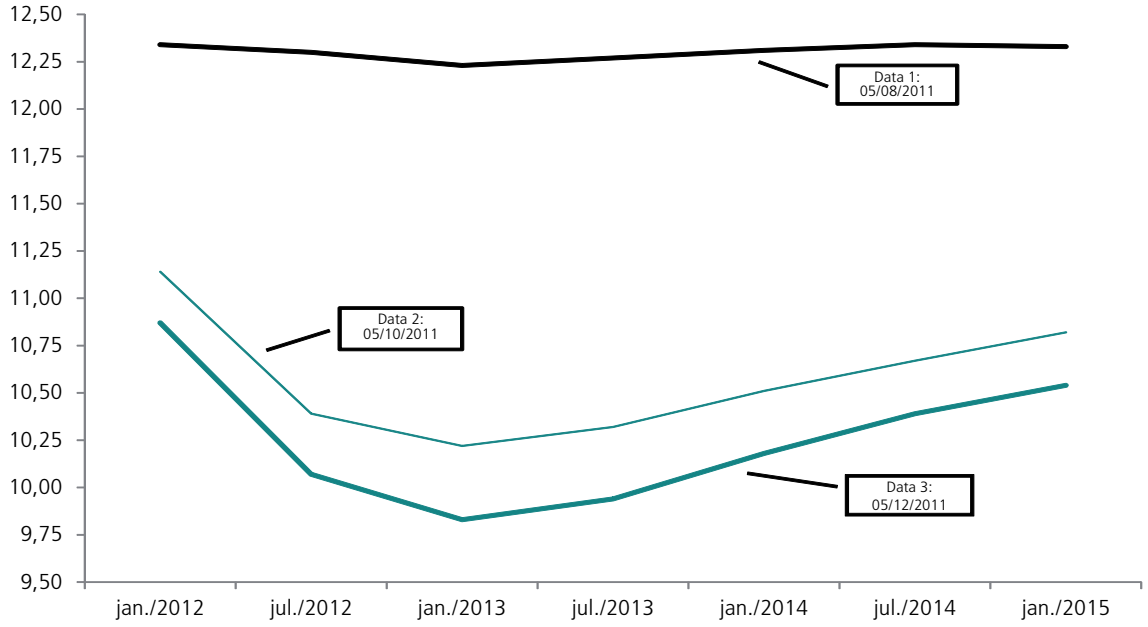
Fonte: BCB/Departamento Econômico (DEPEC). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Com base nesse cenário, o Copom decidiu-se pelo início de um ciclo de baixa da taxa básica de juros, dosada em 50 p.b. a cada reunião, para um patamar que hoje se encontra em 11% ao ano (a.a.). Ainda de acordo com o gráfico 5.1, as taxas de 30 dias e de 360 dias despencaram de forma instantânea e duradoura, diante da percepção generalizada de que se tratava do início de um ciclo consistente de redução de juros.

A mesma interpretação pode ser estendida para o caso das taxas futuras relacionadas a horizontes mais longos, conforme mostra a evolução dos principais contratos de DI-Pre (gráfico 5.2). Em 5 de agosto de 2011, a curva da estrutura a termo da taxa de juros presente no gráfico 5.2 encontrava-se, praticamente, *flat*. Em 5 de outubro de 2011, dois meses depois – e praticamente um mês após o início de ciclo da queda da taxa SELIC promovido pelo Copom (31 de agosto de 2011) –, a curva que representa a estrutura a termo dos juros exibe queda significativa em todos os seus segmentos, mas com maior intensidade nos ramos representativos dos contratos mais longos. Já em 5 de dezembro de 2011, após três reduções consecutivas de 50 p.b. da taxa SELIC, a curva da estrutura a termo dos juros continua a exibir movimento de queda, mas de modo muito mais uniforme ao longo de todos os seus segmentos, relativamente à curva que prevalecia dois meses antes.

Desse modo, com a atual condução da política monetária, a estrutura a termo das taxas de juros no Brasil parece mover-se na direção de um estado convencional de normalidade, com níveis mais próximos dos vigentes nos mercados internacionais, onde as taxas relativamente mais elevadas, derivadas dos contratos com maior maturidade, refletem, essencialmente, o risco ampliado da perda de capital em aplicações para horizontes de cálculo mais dilatados.

GRÁFICO 5.2
Evolução da estrutura a termo das taxas de juros dos contratos de DI
(Vencimentos diversos – taxas efetivas em % a.a.)



Fonte: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BVM&F). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

MERCADO DE CRÉDITO

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

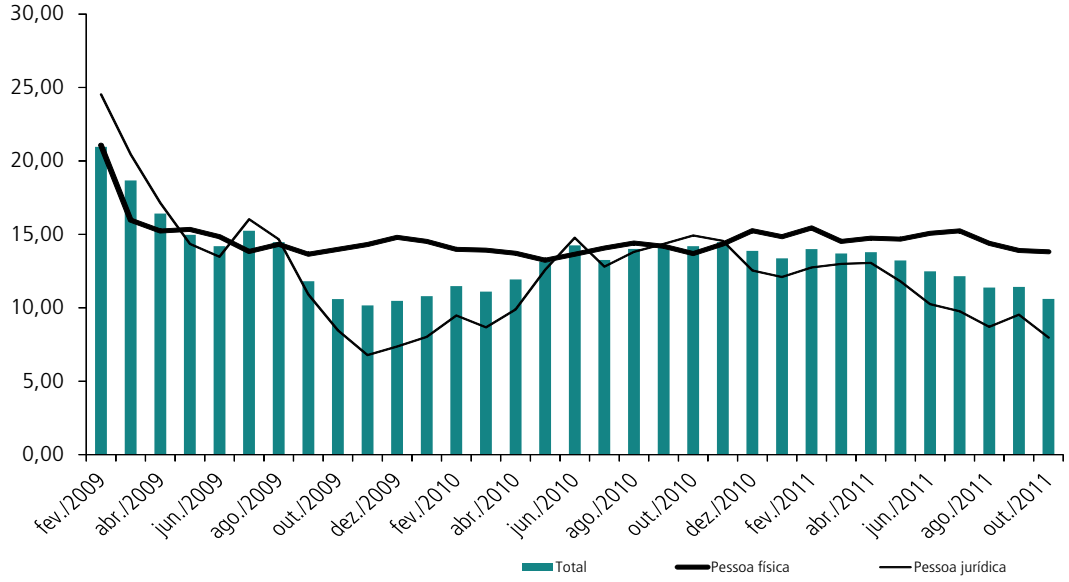
O saldo total das operações de crédito atingiu em outubro o montante de R$ 1,932 bilhão, o que corresponde a 48,5% do Produto Interno Bruto (PIB). Este número representou uma aceleração de 0,6% em relação a setembro de 2011. Entre janeiro e outubro, houve expansão de 16,5%.

A análise direta dos dados indica que o mercado de crédito continua em expansão, embora alguns indicadores apontem para um crescimento mais moderado. Após a introdução das medidas macroprudenciais, foi possível constatar

a redução no ritmo de concessões, a redução de prazos e o aumento das taxas de aplicação. Com efeito, a diminuição no ritmo de crescimento da economia e o recrudescimento da crise internacional influenciam negativamente a demanda por crédito; por outro lado, a redução das taxas de juros pode contribuir para seu crescimento. Até o momento as duas primeiras forças têm predominado.

O gráfico 5.3 mostra a variação do saldo total em termos reais, ilustrando a importante desaceleração recente, em particular devido à queda no segmento de pessoa jurídica. O crescimento real do saldo em outubro último foi de 10,6%, taxa semelhante à observada no final de 2009. Naquele momento, o saldo total sofrera desaceleração significativa, como resposta aos efeitos da crise internacional. A partir de então, o saldo se recuperou e manteve uma trajetória de crescimento estável até o início de 2011, quando, então, voltou a perder fôlego. Durante todo este tempo o crescimento do crédito no segmento de pessoa física manteve-se virtualmente estável na casa de 15% a.a., mas já se percebe uma desaceleração nos últimos três meses.

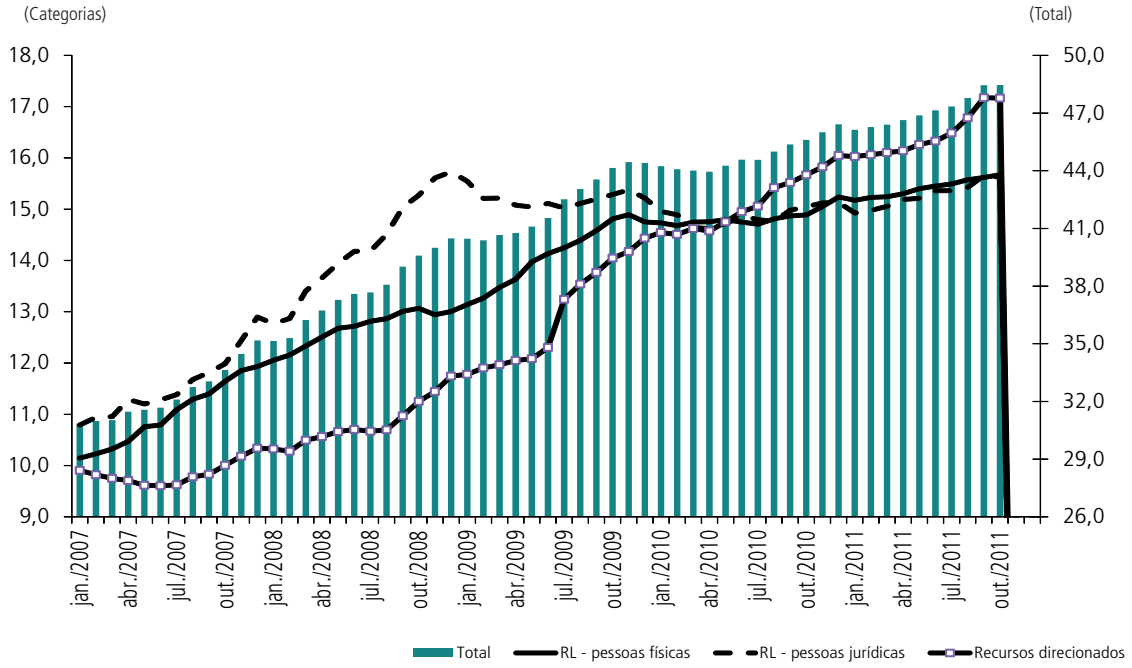
GRÁFICO 5.3
Variações dos saldos de crédito em termos reais nos últimos 12 meses (%; deflator IPCA)



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

O desempenho relativo entre as carteiras de crédito livre para pessoa física e jurídica continua equilibrado (gráfico 5.4), com expansão moderada dos saldos como proporção do PIB – ambos alcançando valores da ordem de 15,6%. O saldo total continua se aproximando da faixa de 50%, favorecido principalmente pela expansão no crédito direcionado.

GRÁFICO 5.4
Saldo com recursos livres e direcionados em percentual do PIB

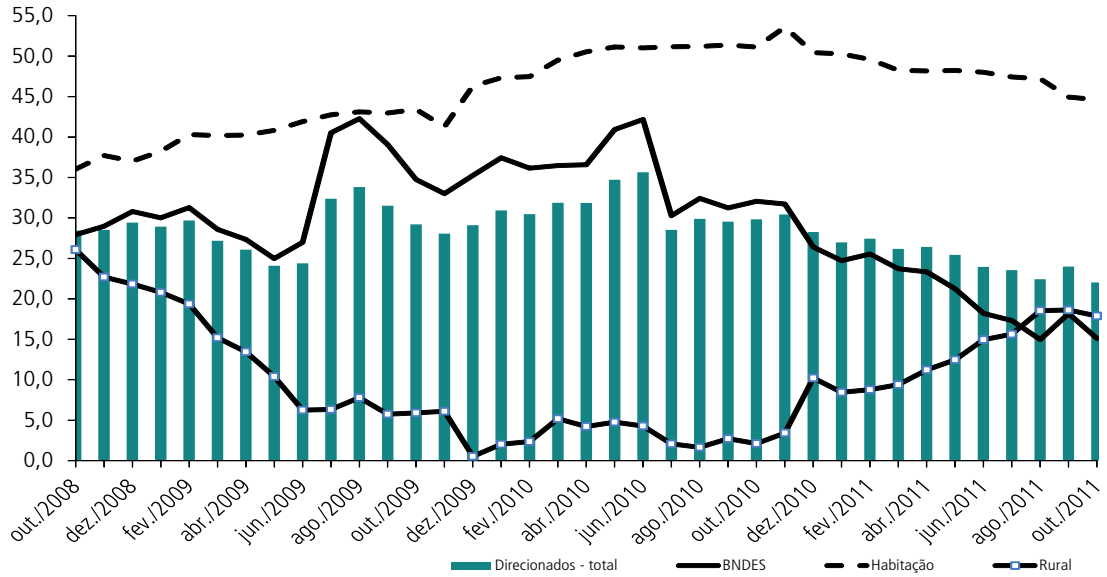


Fonte: BCB/DEPEC. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O estoque de crédito com recursos direcionados totalizou R$ 689,4 bilhões em outubro, com elevações de 0,7% em relação ao mês anterior e de 22,0% em 12 meses (gráfico 5.5). Apesar da pequena e natural desaceleração, as operações destinadas ao crédito habitacional mantiveram ritmo forte de crescimento, tendo apresentado variação positiva de 44,6% em relação a outubro de 2010. Os financiamentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por sua vez, exibiram desempenho mais modesto, com incremento de 15,1% em 12 meses. Vale ressaltar também o crescimento recente do setor rural, que teve início no final de 2010 e que, na comparação com outubro de 2011, registrou expansão de 17,9%.

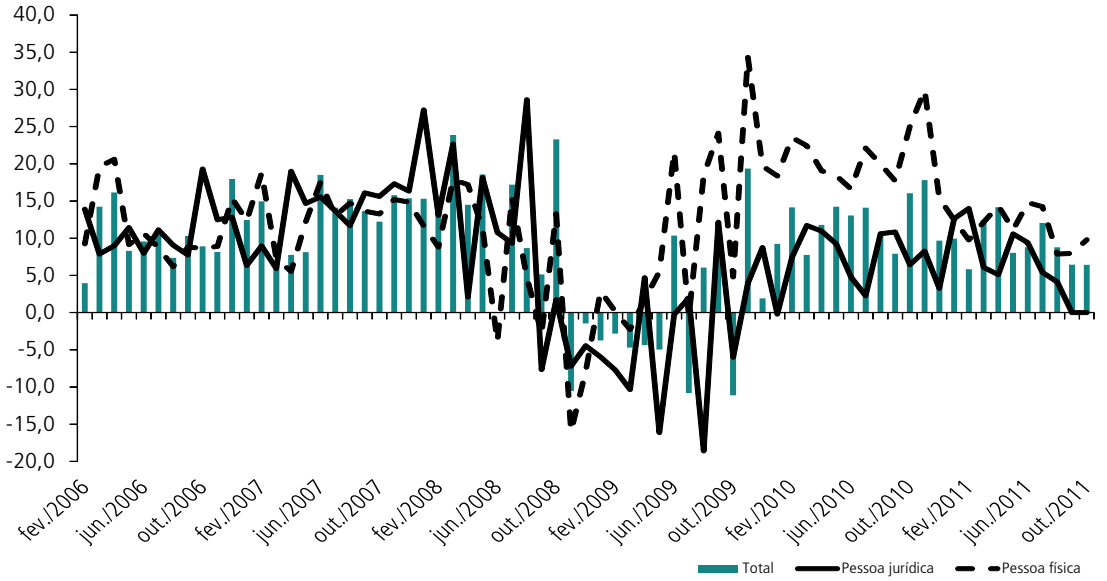
A análise da média diária de concessões mostra que o impacto das medidas macroprudenciais começou a parecer em abril e maio, com a desaceleração das concessões de crédito a pessoa jurídica, e a partir de agosto se fizeram sentir também nas operações com pessoas físicas (gráfico 5.6).

GRÁFICO 5.5
Saldo com recursos direcionados
(Variação % em 12 meses)



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

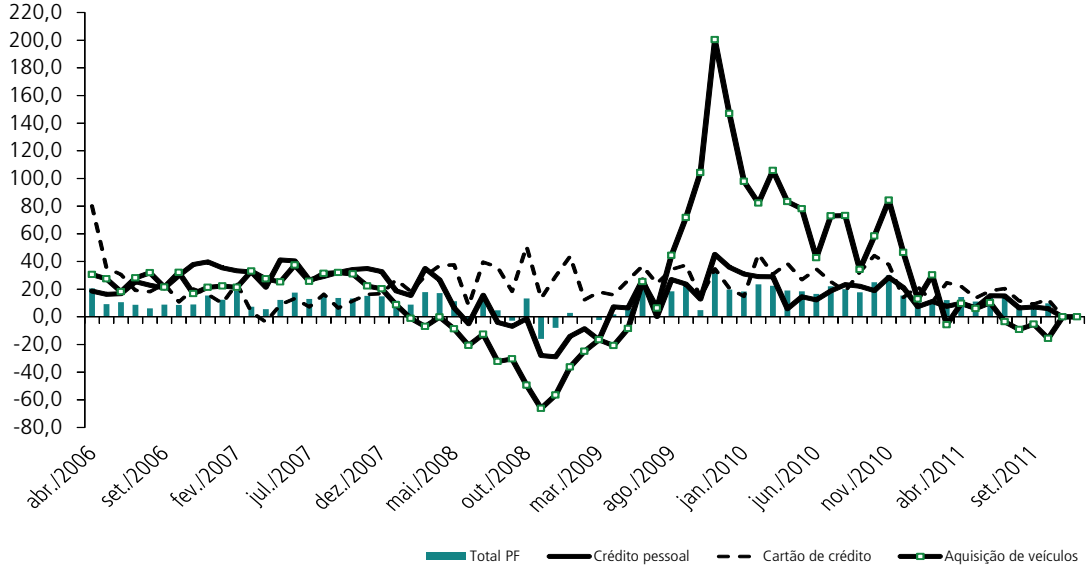
GRÁFICO 5.6
Média diária das concessões
(Variação % em 12 meses)



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

Em relação a estas últimas, o destaque fica por conta da queda nos financiamentos para aquisição de veículos (gráfico 5.7), que nos últimos quatro meses apresentaram redução na comparação com os mesmos meses de 2010. A evolução das demais modalidades é menos volátil, o que condiz com o fato de que se trata de financiamentos de menor prazo, maiores juros e que atendem às necessidades mais básicas dos indivíduos.

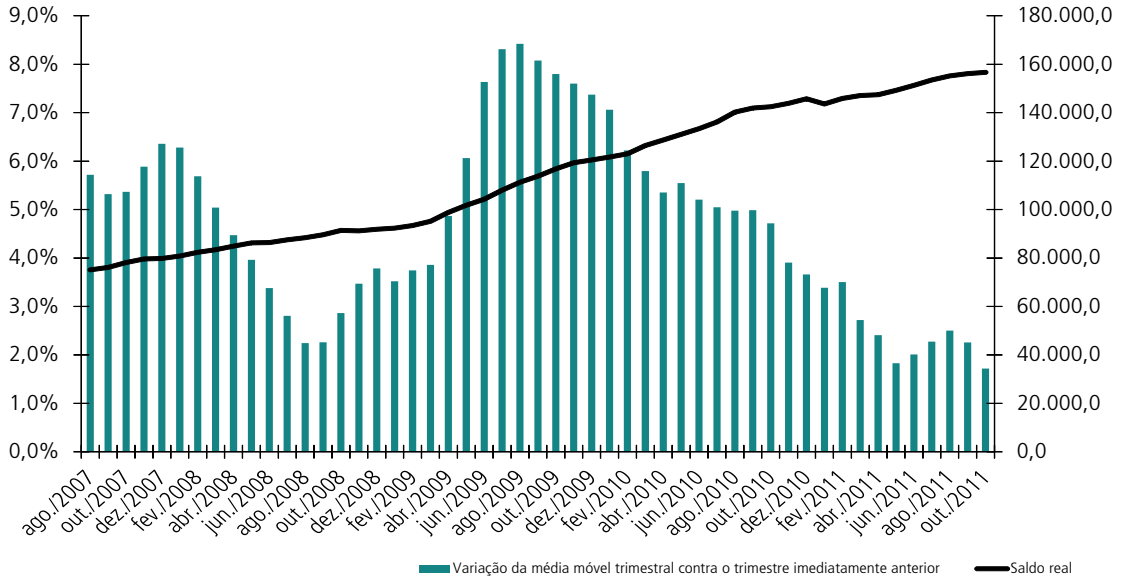
GRÁFICO 5.7
Média diária das concessões para pessoa física
(Variação % em 12 meses)



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

Quanto ao crédito pessoal, merece atenção especial o desempenho do crédito consignado, que contribui com aproximadamente 60% do total dessa modalidade. A evolução do saldo real vem mantendo uma trajetória firme de crescimento nos últimos anos, com raras interrupções (gráfico 5.8). É notável, contudo, a desaceleração observada durante o presente ano. No trimestre agosto-outubro, a taxa de crescimento do saldo real foi de apenas 1,7% em comparação com o trimestre imediatamente anterior, o ritmo mais fraco em muitos anos.

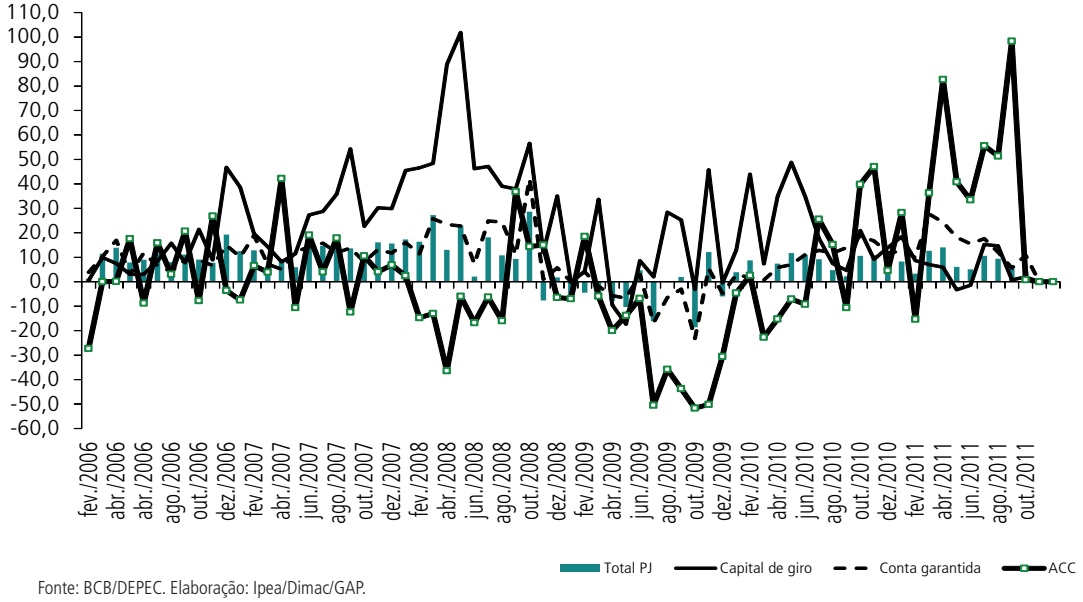
GRÁFICO 5.8
Crédito consignado: saldos reais (em R$ milhões de outubro de 2011 - deflator IPCA) e variação da média móvel trimestral (%; trimestre contra trimestre imediatamente anterior)
(Em %)



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

No tocante a pessoa jurídica, as concessões acumuladas via adiantamento de contratos de câmbio (ACC) sofreram uma forte desaceleração em outubro, com crescimento de apenas 0,8% em relação a outubro do ano passado, contrastando com as taxas elevadas que se observaram nos meses anteriores. Provavelmente, este resultado reflete as incertezas do cenário externo e a desvalorização recente do dólar. A modalidade capital de giro também teve crescimento reduzido do volume de operações em comparação com outubro de 2010 (alta de 2,0%), ao passo que a modalidade de conta garantida registrou alta de 10,8% (gráfico 5.9).

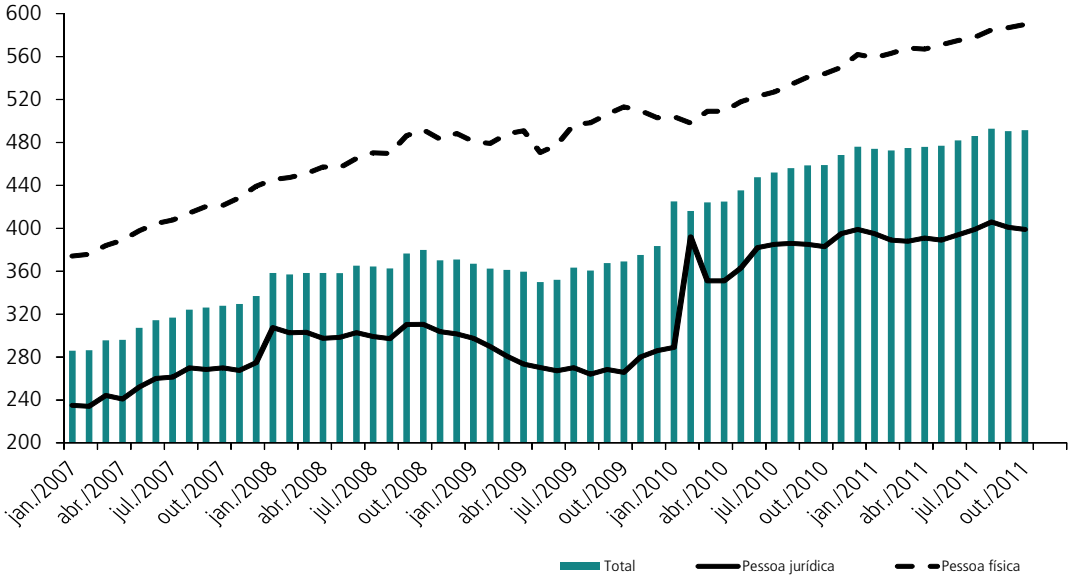
GRÁFICO 5.9
Média diária das concessões para pessoa jurídica
(Variação % em 12 meses)



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

Após o impacto inicial das medidas de crédito, os dados recentes mostram certa acomodação tanto nas taxas de juros médias quanto nos *spreads*. A taxa média de aplicação no segmento de pessoa física em outubro estava em 47,0%, enquanto no segmento de pessoa jurídica passou para 29,8%. Os dados mais recentes indicam também aumento nos prazos médios das operações de crédito (gráfico 5.10), após um período de estabilidade em decorrência do aumento de compulsórios no início do ano.

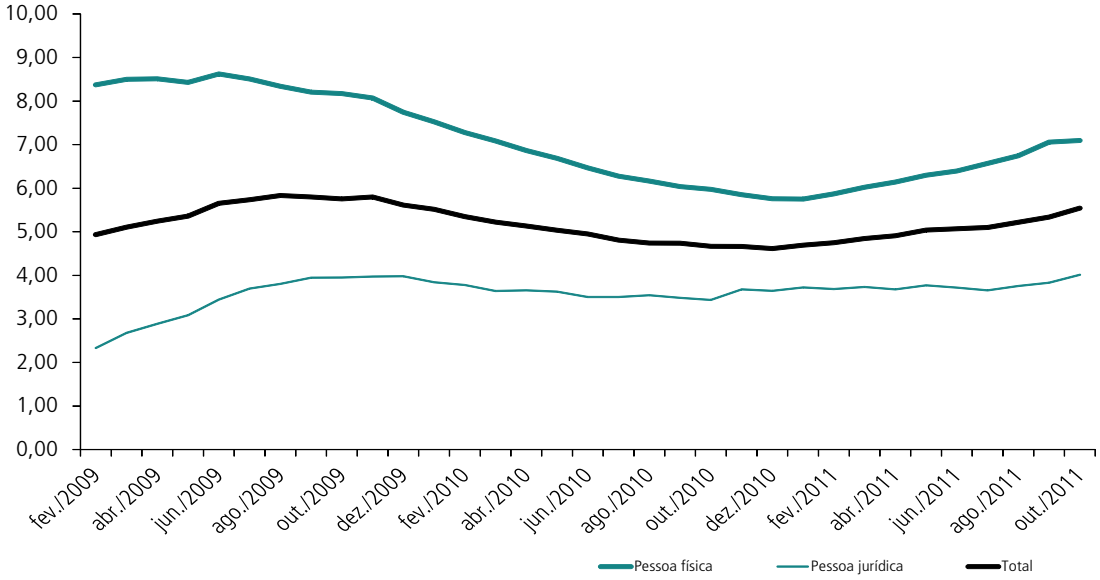
GRÁFICO 5.10
Prazo médio consolidado das operações de crédito referenciais para taxa de juros
(Dias)



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

Apesar do aumento do indicador de inadimplência nos últimos meses (gráfico 5.11), as comparações de maior prazo mostram um quadro confortável e condizente com a piora recente nas condições de financiamento. É normal que a inadimplência aumente durante os ciclos de alta da taxa básica de juros, e as recentes reduções da SELIC, bem como os aumentos de renda real (inclusive do salário mínimo em janeiro), sinalizam um quadro mais positivo no próximo ano.

GRÁFICO 5.11
Inadimplência acima de 90 dias
(Em %)



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

6 FINANÇAS PÚBLICAS[1]

Entre janeiro e outubro de 2011 o superávit primário do setor público consolidado atingiu R$ 118,6 bilhões – 3,54% do PIB – enquanto os juros nominais, apropriados por competência, chegaram a R$ 197,7 (5,9% do PIB). Tem-se, portanto, um déficit nominal de R$ 79,1 bilhões (2,36% do PIB) no acumulado do ano.[2]

O financiamento deste déficit contou com uma ampliação de R$ 112,5 bilhões da dívida pública federal (DPF) ao longo do ano. Cabe notar que tal crescimento em parte compensa a redução de outras fontes de financiamento do governo, como a própria base monetária, mas, de outro lado, observa-se que a expansão da DPF financia também a expansão de ativos financeiros do governo, notadamente os créditos a instituições financeiras oficiais e as reservas internacionais.

Esta seção está dividida em duas partes. Primeiramente, discutem-se os dados ("abaixo da linha") da evolução da dívida pública e faz-se um balanço dos principais resultados obtidos na administração da DPF. Posteriormente, analisam-se os dados de receitas e despesas primárias das administrações públicas brasileiras.

6.1 DÍVIDA PÚBLICA

6.1.1 EVOLUÇÃO DA DÍVIDA LÍQUIDA DO SETOR PÚBLICO (DLSP) E OS PASSIVOS E ATIVOS DO GOVERNO GERAL E DO BCB

A DLSP envolve a consolidação de obrigações e haveres financeiros de todo o setor público não financeiro. Em outubro, a DLSP chegou a R$ 1,535 bilhão ou 38,2% do PIB. Deste total, 71,2% são de responsabilidade do governo federal (Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e Tesouro Nacional (TN)), –3,1% do BCB (que possui mais ativos que passivos), 25,8% dos governos estaduais, 4,5% dos governos municipais e 1,6% das empresas estatais (exclusive Petrobras e Eletrobrás, que não fazem parte das estatísticas fiscais).

A tabela 6.1 mostra a evolução recente da DLSP. Ao longo do ano, o indicador apresentou queda de 1,9 ponto percentual (p.p.) do PIB. Isto ocorreu porque os passivos do setor público cresceram 0,4 p.p., enquanto os ativos aumentaram 2,4 p.p. do PIB.

Começando pelos passivos, observa-se que a Dívida Bruta do Governo Geral[3] (DBGG) cresceu cerca de 0,7 p.p. enquanto os passivos do BCB diminuíram mais de 0,2 p.p. do PIB. O aumento na DBGG foi liderado pelo seu componente interno, que cresceu 1,3 p.p. e compensou a queda na dívida externa bruta de 0,6 p.p. do PIB. Cabe notar também que, na realidade, a dívida mobiliária do Tesouro diminuiu em 0,5 p.p. do PIB, de modo que o crescimento da DBGG pode ser atribuído ao crescimento de 1,8 p.p. do PIB no volume de operações com carta de recompra (lastreada por títulos públicos federais) realizadas pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB) do BCB no mercado secundário, ou seja, tem a ver com a implementação da política monetária.[4] O impacto da política monetária sobre os passivos do BCB foi menor. Isso porque a queda de 0,9 p.p. da base monetária foi compensada pelo aumento de 0,7 p.p. do PIB nos depósitos na autoridade monetária. De um lado, a política monetária gerou a troca de um passivo monetário por uma obrigação não monetária no balanço do BCB, mas, de outro, significou um crescimento no agregado dos passivos do governo geral (isto é, das administrações públicas, pois não considera o BCB nem as empresas estatais).

1. O Produto Interno Bruto (PIB) utilizado nesta seção da carta é o indicador mensal do Banco Central do Brasil (BCB). Este último deverá sofrer ligeiras alterações em breve por conta da divulgação do PIB trimestral pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) no início de dezembro.

2. Nos últimos 12 meses, o superávit alcançou R$ 133,6 bilhões (3,33% do PIB) e os juros nominais apropriados totalizaram R$ 235,8 bilhões (5,87% do PIB), tendo o déficit nominal atingido 102,2 bilhões (2,54% do PIB). A expansão da DPF chega a R$ 161,6 bilhões no período. Ver BCB (2011) e Tesouro Nacional (2011a).

3. O conceito de governo geral abarca as administrações públicas (federal, estaduais e municipais) excluindo o BCB.

4. A nova metodologia da DBGG leva em conta os títulos do Tesouro utilizados pelo BCB em operações compromissadas, mas desconsidera a carteira de títulos públicos do BCB. A metodologia antiga da DBGG incluía, além das compromissadas, todos os títulos do Tesouro na Carteira do BCB e não levava em conta os títulos que o próprio BCB emitia antes da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

TABELA 6.1
Dívida líquida do setor público – outubro/2010 a outubro/2011
(Em R$ bilhões e % do PIB)

	Outubro de 2010		Dezembro de 2010		Outubro de 2011	
	R$ bilhões	% do PIB	R$ bilhões	% do PIB	R$ bilhões	% do PIB
Total de passivos do governo geral e do BCB	2.505,40	69,5	2.533,39	68,9	2.786,57	69,4
DBGG nova metodologia	2.087,76	57,9	2.011,52	54,7	2.226,26	55,4
Interna	1.977,23	54,8	1.902,12	51,8	2.131,15	53,1
Dívida mobiliária do Tesouro	1.537,77	42,7	1.590,72	43,3	1.719,64	42,8
Divída mobiliária do BCB e op. compromissadas	417,67	11,6	288,67	7,9	389,19	9,7
Demais dívidas	21,78	0,6	22,74	0,6	22,31	0,6
Externa	110,53	3,1	109,40	3,0	95,11	2,4
Passivos do BCB	417,64	11,6	521,87	14,2	560,32	14,0
Depósitos no BCB	240,21	6,7	315,01	8,6	372,25	9,3
Base monetária	177,44	4,9	206,85	5,6	188,07	4,7
Total de ativos do Governo Geral e do BCB	1.092,31	30,3	1.081,50	29,4	1.276,36	31,8
Internos	615,20	17,1	607,61	16,5	688,02	17,1
Recursos do FAT na rede bancária	143,69	4,0	146,36	4,0	154,79	3,9
Créditos do Tesouro a instituições financeiras oficiais	255,02	7,1	256,60	7,0	298,18	7,4
Aplicações de fundos e programas financeiros	89,19	2,5	95,91	2,6	93,31	2,3
Créditos e outras contas do BCB	34,14	0,9	33,02	0,9	40,38	1,0
Demais créditos	93,17	2,6	75,71	2,1	101,35	2,5
Externos	477,11	13,2	473,90	12,9	588,34	14,6
Reservas internacionais	476,83	13,2	473,59	12,9	587,87	14,6
Demais	0,28	0,0	0,31	0,0	0,47	0,0
Passivos líquidos das empresas estatais	23,20	0,6	23,94	0,65	24,74	0,62
DLSP	1.436,29	39,8	1.475,82	40,2	1.534,95	38,2

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

Com relação aos ativos, destaca-se principalmente o crescimento dos haveres externos de 1,8 p.p. do PIB. Tal variação se explica basicamente pelo crescimento no volume em dólares das reservas internacionais de 22,5%, tendo passado de US$ 236,7 bilhões para US$ 349,7 bilhões entre dezembro de 2010 e outubro de 2011.[5] Note-se, ainda, o aumento de 0,6 p.p. dos ativos internos. Além dos créditos a instituições financeiras oficiais, notadamente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – que já vinham crescendo e se elevaram em 0,4 p.p. no período –, vale notar também que a conta "demais créditos" apresentou variação de 0,5 p.p., explicada basicamente pela rubrica "arrecadação a recolher". De outro lado, as aplicações de fundos e programas financeiros e os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) na rede bancária recuaram 0,3 e 0,1 p.p. do PIB, respectivamente.

Na comparação com outubro de 2010, observa-se um declínio de 1,6 p.p. do PIB na DLSP. A dívida líquida das estatais permaneceu estável também nesta base de comparação. Apesar da queda de 0,1 p.p. no total de passivos, houve crescimento menor dos ativos do setor público, de 1,5 p.p. do PIB. Entre os passivos, cabe notar que a DBGG caiu 2,5 p.p., em que se destaca a queda de 1,9 p.p. no volume de operações compromissadas e de 0,7 p.p. na dívida externa bruta, enquanto os passivos do BCB cresceram 2,4 p.p., devido ao expressivo crescimento dos depósitos feitos no banco, o que tem a ver com as medidas macroprudenciais anunciadas em dezembro de 2010. No caso dos ativos, nota-se principalmente que não houve crescimento no item "arrecadação a recolher" e o crescimento das reservas internacionais foi menos expressivo.

6.1.2 RESULTADOS ALCANÇADOS NA ADMINISTRAÇÃO DA DPF: ANÁLISES COM BASE NOS PLANOS ANUAIS DE FINANCIAMENTO E NOS DADOS DOS RELATÓRIOS MENSAIS DA DÍVIDA (RMDS)

A DPF é constituída pela Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) e pela Dívida Pública Federal Externa (DPFe), mobiliária e contratual. Sua administração é de responsabilidade do Tesouro, que tem aplicado um planejamento estratégico que envolve, de forma integrada, três etapas: *i*) definição de uma composição ótima de longo prazo; *ii*) escolha de uma estratégia de transição; e *iii*) planejamento de curto prazo. O Plano Anual de Financiamento (PAF) visa dar maior transparência e previsibilidade ao gerenciamento da dívida. O PAF 2011 mostra metas para o montante total, a composição

5. A desvalorização cambial de setembro de 2011, que provocou um crescimento de cerca de 2 p.p. do PIB no valor em reais das reservas, foi quase toda revertida em outubro. No final do mês, a taxa de câmbio nominal encontrava-se no mesmo patamar de dezembro de 2010. Mas note-se que o real voltou a se desvalorizar frente ao dólar em novembro, de modo que é esperado um novo ajuste patrimonial devido ao comportamento da taxa de câmbio. Tal variação pode chegar a 1,5 p.p. do PIB.

por indicadores e a estrutura de vencimentos da DPF, e o RMD de outubro traz os dados mensais mais recentes, analisados na sequência.[6] O box 6.1 faz uma descrição dos principais instrumentos de dívida atualmente utilizados pelo Tesouro.

BOX 6.1
Principais instrumentos de dívida do governo federal

O Decreto nº 3.859, de 4 de julho de 2001, estabelece as características dos títulos da DPMFi, que pode ser consultado para uma descrição da totalidade dos títulos da dívida interna, bem como para se obter maiores detalhes.

Atualmente, os títulos da dívida interna ofertados pelo Tesouro são as Letras do Tesouro Nacionais (LTNs), as Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), e as Notas do Tesouro Nacional (NTNs), séries B e F. O quadro 6.1 faz uma descrição sumária desses títulos públicos.

QUADRO 6.1
Principais títulos da DPMFi

Título	Indexador	Prazo de emissão (*benchmarks*/regra geral)	Juros	Leilão	Vencimento dos títulos
LFT	Taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC)	Superior ao prazo médio da DPF	Não há	Tradicional (semanal) e troca (trimestral)	Março e setembro
LTN	Prefixado	6, 12, 24 e 36 meses	Não há	Tradicional (quinzenal) e troca (trimestral)	Abril, outubro (6 e 12 meses), janeiro, abril, julho e outubro (24 meses) e janeiro (36 meses)
NTN-F	Prefixado	5 e 10 anos	Pagos semestralmente, taxa contratada em torno de 10% ou 12% ao ano (a.a.)	Tradicional (quinzenal), troca (eventual) e resgate antecipado (mensal)	Janeiro (5 e 10 anos)
NTN-B	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)	3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos	Pagos semestralmente, taxa contratada em torno de 5% ou 6% a.a.	Tradicional (quinzenal), troca (mensal) e resgate antecipado (mensal)	Maio (para vencimento em ano ímpar) e agosto (para vencimento em ano par)

Fontes: PAF 2011 e Decreto nº 3.859. Ver, também, Tavares e Tavares (2009, parte 3, cap. 2).

Atualmente, a maior parte da DPFe é mobiliária (cerca de 86% em outubro). A Resolução nº 20, de 2004, do Senado, dá uma autorização geral para o Tesouro emitir títulos no mercado internacional.

O Tesouro atualmente faz emissões de três grupos de títulos: os títulos Globais, os *Eurobonds* e os BRLs. O quadro 6.2 traz uma descrição desses títulos e mostra também as características dos A-*Bonds* (que substituíram os C-*Bonds*, em uma operação estruturada).

QUADRO 6.2
Principais títulos da DPFe

Título	Indexador	Prazo de emissão (*benchmarks*/regra geral)	Principal	Juros
Global	Dólar	10 e 30 anos	No vencimento	Varia de acordo com o prazo
Real Brazilian	Real	10, 15 e 20 anos	No vencimento	Varia de acordo com o prazo
Euro	Euro	10 anos	No vencimento	Varia de acordo com o prazo
A-*Bond*	Dólar	Vencimento em 2018	Em 18 parcelas iguais	8% a.a., pagos semestralmente

Fonte: Tavares e Tavares (2009, parte 3, cap. 2).

Cabe notar que esses instrumentos de dívida fazem parte das novas emissões, isto é, após a renegociação da dívida externa em 1994, que havia resultado na colocação de sete *Brady bonds.* Além destes, havia também os pre-*Bradies Brazil Investment Bond (*BIB) e *Interest Due and Unpaid* (IDU), referentes à dívida renegociada anteriormente.

Apenas os BIBs ainda não foram resgatados, pois não possuíam cláusula de recompra. Os A-*Bonds* foram emitidos em uma operação de troca dos antigos C-*Bonds,* tendo características similares (mas com prazo maior e sem opção de compra). Atualmente, o estoque de dívida externa reestruturada em poder do público é muito pequeno (cerca de 0,17% da dívida externa mobiliária em outubro).

6. Disponíveis em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/divida_publica/paf.asp> e <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/relatorios_divida_publica.asp> Para um detalhamento do planejamento estratégico aplicado na gestão da dívida pública, ver Silva *et al.* (2009).

Cabe notar que o *benchmark* com o qual o Tesouro tem trabalhado prevê uma parcela prefixada de 40% a 50% do total, 30% a 35% para os títulos indexados a índices de preços, 10% a 20% para a parcela flutuante, e de 5% a 10% para a dívida indexada ao câmbio. Adicionalmente, busca-se alongar a estrutura de vencimentos, com especial atenção à parcela que vence dentro de 12 meses.[7] Para não incorrer em custos desproporcionais durante a transição, observam-se sempre as condições de mercado.

Em 2008, por exemplo, o montante da dívida pública ficou abaixo do projetado no PAF, com leilões primários frustrados de títulos prefixados, cuja parcela alcançada no final do ano ficou bem abaixo da meta. Isso ocorre sempre que o mercado se defronta com um cenário de incerteza – passando a demandar deságios elevados nos prefixados (LTNs e NTN-Fs), mas aceitando de bom grado as LFTs, indexadas à SELIC, que são negociadas a um valor igual ou próximo ao valor de face. Dito de outro modo, quando o Tesouro discorda do mercado quanto à evolução da taxa de juros, as LFTs permitem que a administração da DPF se dê a custo fiscal esperado menor.[8] Por outro lado, quando há expectativa de queda da SELIC o mercado demanda prefixados e, nessas condições, o Tesouro assume o custo da transição.

TABELA 6.2
Comparação dos PAFs e dos resultados de indicadores da DPF – 2008 a outubro de 2011

Indicadores	2008[1]		2009		2010		2011	
	Realizado	Intervalo PAF	Realizado	Intervalo PAF	Realizado	Intervalo PAF	Realizado[2]	Intervalo PAF
DPF em mercado (R$ bilhões)	1.397,3	1.480-1.580	1.497,4	1.450-1.600	1.694,0	1.600-1.730	1.806,6	1.800-1.930
Prazo médio (em anos)[3]	3,50	3,5-3,83	3,53	3,4-3,7	3,51	3,4-3,7	3,64	3,5-3,7
% que vence em 12 meses	25,36	24-27	23,63	25-29	23,89	24-28	23,74	21-25
Participação % na DPF								
Prefixado	29,9	35-40	32,2	24-31	36,6	31-37	35,03	36-40
Índice de preços	26,6	25-29	26,7	26-30	26,6	24-28	29,02	26-29
SELIC	32,4	25-30	33,4	32-38	30,8	30-34	32,01	28-33
Câmbio	9,7	7-9	6,6	7-11	5,1	5-8	3,95	4-6
Demais	1,4	1-3	1,1	1-3	0,8	0-1	-	-

Fontes: PAF 2011 e TN/RMD (outubro).

Notas: [1] O PAF 2008 foi revisado. Mas esses dados são os originais.
[2] Resultado até outubro.
[3] No cálculo do prazo médio, considera-se a média ponderada entre principal e juros. Para comparações internacionais, deve-se trabalhar com o conceito de vida média (que não leva em conta os juros).

A tabela 6.2 compara os PAFs com os resultados alcançados que, em 2009 e 2010, ficaram mais próximos das metas e evoluíram na direção da estrutura desejada. Os dados de outubro de 2011, no entanto, sugerem que a participação dos prefixados pode ficar abaixo do intervalo desejado no final no ano. Além das LFTs, tem crescido a participação dos títulos que fornecem proteção contra a inflação (NTN-Bs). Tais títulos têm, ademais, contribuído para o alongamento da DPF.

A tabela 6.3 mostra o prazo médio da DPF, bem como da DPMFi por indexadores, e da DPFe por tipo (mobiliária e contratual). No que se refere à DPMFi, cabe notar que as NTN-Bs são emitidas com prazos de referência de 3, 5, 10, 20, 30 e 40 anos, e as LFTs são atualmente ofertadas com prazo superior ao prazo médio da DPF. De outro lado, é notável a dificuldade de se alongarem os prazos dos títulos prefixados. Os prazos de referência são de 6, 12, 24 e 36 meses para as LTNs, e de 5 e 10 anos para as NTN-Fs.[9] No caso da DPFe, entre as diretrizes de sua gestão destacam-se as emissões qualitativas e o aperfeiçoamento da estrutura a termo da taxa de juros no mercado internacional, além da manutenção do programa de recompras antecipadas que visa melhorar o perfil da dívida externa (menor custo, maior prazo e colocação de obrigações denominadas em reais – emissões de títulos BRLs) e dar liquidez ao mercado secundário.[10] O alongamento

7. O modelo com o qual o Tesouro trabalha fornece uma fronteira eficiente que mostra um *trade-off* entre custo e risco. A estrutura de vencimentos desejada impõe restrições em regiões dessa fronteira. A ideia é selecionar um ponto (composição desejada para o estado estacionário) que representa o apetite de risco do gestor da política fiscal e, possivelmente, da sociedade. Ver Tesouro Nacional (2011b).

8. Entre as críticas feitas às LFTs estão as relacionadas ao desenvolvimento do mercado de capitais (porque o mercado fica preso no curto prazo) e à eficácia da política monetária (devido à obstrução do canal do efeito riqueza). A principal vantagem apontada é a possibilidade de lidar com crises a um custo fiscal menor. Para uma discussão, ver Bacha e Oliveira (2006).

9. Existe, neste sentido, um *trade-off* entre risco de mercado e risco de refinanciamento, sendo que este último representa a possibilidade de o Tesouro ter de enfrentar custos elevados para se refinanciar ou, em uma situação extrema, não conseguir obter recursos para fazer frente a suas obrigações (ver PAF 2011). O risco de moratória interna em decorrência da incapacidade do Tesouro rolar sua dívida é, no entanto, nula. Conforme nota Lopes (2006, p. 335), "isso nunca ocorrerá porque o Banco Central sempre pode zerar o sistema financeiro em uma base overnight usando o guichê do DEMAB (...)".

10. Note-se que, nas estatísticas brasileiras, a dívida externa consiste dos passivos que devem ser liquidadas em moeda estrangeira. Essa prática não é exclusiva do Brasil. Mas, em outros países, e em conformidade com as recomendações do Fundo Monetário Internacional (FMI) – International Monetary Fund (IMF) – a dívida externa é contabilizada como as obrigações em posse de não residentes. Ver IMF (2011).

dos prazos da DPFe tem sido realizado, aparentemente, sem grandes obstáculos. Cabe notar que a dívida externa apresenta também um custo médio menor e existe a proteção oriunda das reservas internacionais. Mas, de outro lado, tem-se um risco de mercado significativo, devido à volatilidade da taxa de câmbio.

TABELA 6.3
Prazo médio (anos) da DPF[1] – 2005 a outubro de 2011

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011[2]
DPF	2,77	2,96	3,27	3,50	3,53	3,51	3,64
DPMFi	2,28	2,59	3,04	3,28	3,37	3,36	3,52
Prefixados	0,86	1,06	1,39	1,37	1,44	1,49	1,70
Índice de preços	5,81	5,47	5,95	5,90	6,26	6,40	6,64
Taxa flutuante	1,81	2,14	2,46	2,69	2,78	2,82	2,62
Câmbio	5,96	9,18	8,81	9,45	9,13	8,84	8,59
Demais	0,25	-	-	-	-	-	-
DPFe	5,50	5,76	5,81	5,63	5,90	6,15	6,35
Dívida mobiliária	5,54	6,01	6,15	6,04	6,32	6,55	6,72
Global USD	5,95	6,61	6,58	6,52	6,96	7,22	7,28
Euros	3,45	3,40	3,42	2,98	2,45	2,05	2,18
Global BRL	5,65	6,01	6,79	6,55	6,31	6,31	6,09
Reestruturada[3]	6,16	3,06	2,68	2,27	1,85	1,41	1,10
Demais	0,94	0,38	-	-	-	-	-
Dívida contratual	5,33	4,83	4,60	4,35	4,22	4,81	4,09
Organismos multilaterais	n.d.	n.d.	4,88	4,58	4,45	5,17	5,08
Credores privados/ag. governo	n.d.	n.d.	3,18	3,13	2,99	3,24	2,58

Fonte: TN/RMD (outubro de 2011).

Notas: [1] No cálculo do prazo médio, considera-se a média ponderada entre principal e juros. Para comparações internacionais, deve-se trabalhar com o conceito de vida média (que não leva em conta os juros).
[2] Resultado até outubro.
[3] Títulos de renegociação anteriores ao Plano Brady que não possuem cláusula de recompra.
n.d. = não disponível.

A tabela 6.4 mostra o custo médio da DPF desagregada. De fato, a DPFe tem colaborado para conter o crescimento do custo médio nos últimos três anos, apesar de sua participação ser atualmente muito pequena no total da DPF. Mas vale observar que em um cenário de estresse, como em 2008, em que ocorreu uma desvalorização cambial significante, o risco cambial é convertido em um custo muito acima da média. Isso explica por que o Tesouro tem trabalhado com uma meta de longo prazo para a DPFe abaixo de 10% do total.

No caso da DPMFi, nota-se que a crescente participação das NTN-Bs (indexadas ao IPCA) tem significado um custo fiscal elevado mais recentemente. As NTN-Cs – indexadas ao Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) – apresentam um custo médio ainda maior, mas sua participação no total da DPMFi tem oscilado abaixo dos 4%, dado que o Tesouro parou de se financiar com estes papéis. A remuneração das LFTs, títulos com participação de aproximadamente 33% no total da DPMFi, está diretamente relacionada com a administração da liquidez por parte do BCB, e ajuda a explicar o crescimento do custo médio nos últimos meses.[11] Isso porque, dada a atual composição da DPF, sempre que se tiver um aperto monetário e um choque de oferta, com elevação da SELIC e do IPCA, o custo médio da DPF irá crescer.[12] Mas, caso a trajetória de queda da SELIC e a desaceleração do IPCA se concretizem, o custo médio da DPMFi deve diminuir.

11. Vale lembrar que na última edição da *Carta de Conjuntura,* referente a outubro deste ano, enfatizou-se a evolução da taxa de juros implícita da dívida líquida, que leva em conta a remuneração dos ativos financeiros do setor público. Tal análise é crucial na ótica da administração da dívida com base na ideia de gestão integrada de ativos e passivos, técnica conhecida como *Asset and Liabilities Management* (ALM), que visa compatibilizar as características das obrigações e haveres financeiros do setor público. Constatou-se, no entanto, que o crescimento recente do custo implícito se deveu ao aperto monetário e à aceleração da inflação. Cabe, portanto, retomar este ponto, com ênfase na DPF.

12. Se, por outro lado, a inflação oscila em torno da meta, os títulos indexados ao IPCA funcionam como prefixados. Adicionalmente, apresentam a vantagem de sinalizar para o mercado um compromisso de longo prazo com a estabilidade. E, dada a correlação entre PIB nominal e arrecadação tributária, têm a propriedade de compatibilizar a elevação do pagamento de juros com o crescimento dos ingressos, ao mesmo tempo em que fornece para o mercado uma proteção contra desvios da inflação com relação à meta.

TABELA 6.4
Custo médio (% a.a.) da DPF acumulado em 12 meses – 2005 a outubro de 2011

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011[1]
DPF	14,17	13,78	11,77	15,91	9,42	11,59	12,51
DPMFi	16,96	14,82	12,88	13,56	10,69	11,83	12,66
LFT	19,34	15,39	12,09	12,58	9,96	9,78	11,58
LTN	17,81	16,82	13,85	12,54	11,72	11,06	11,86
NTN - B	14,32	13,11	13,63	14,49	12,34	13,59	14,35
NTN - C	11,16	13,91	18,03	20,58	7,82	22,17	17,46
NTN - D	–1,28	2,16	–7,29	0,00		0,00	
NTN - F	17,18	15,88	13,04	12,70	12,64	12,49	12,56
TDA	7,15	6,51	5,92	6,23	5,10	5,04	5,55
Dívida securitizada	8,85	8,18	7,27	7,45	5,93	6,48	6,59
Demais	4,40	5,68	3,31	24,90	–5,33	11,34	11,18
DPFe	–4,70	3,66	–4,19	45,25	–13,01	6,42	8,85
Dívida mobiliária	–4,70	3,66	–4,19	45,25	–13,01	6,42	8,85
Global USD	–1,67	1,15	–8,56	45,67	–18,28	4,28	7,89
Euro	–16,10	11,36	0,92	35,69	–15,53	–3,33	8,29
Global BRL	0,00	12,98	12,08	12,02	11,83	11,50	11,49
Reestruturada[2]	–6,95	–3,38	–12,22	39,83	–21,01	1,42	5,40
Demais	–18,59	1,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dívida contratual[3]	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Organismos multilaterais	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Credores privados/ag. governo	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Fonte: TN/RMD (outubro de 2011).

Notas: [1] Resultado até outubro.
[2] Títulos de renegociação anteriores ao Plano *Brady* que não possuem cláusula de recompra.
[3] O TN está desenvolvendo metodologia de cálculo da dívida contratual externa.

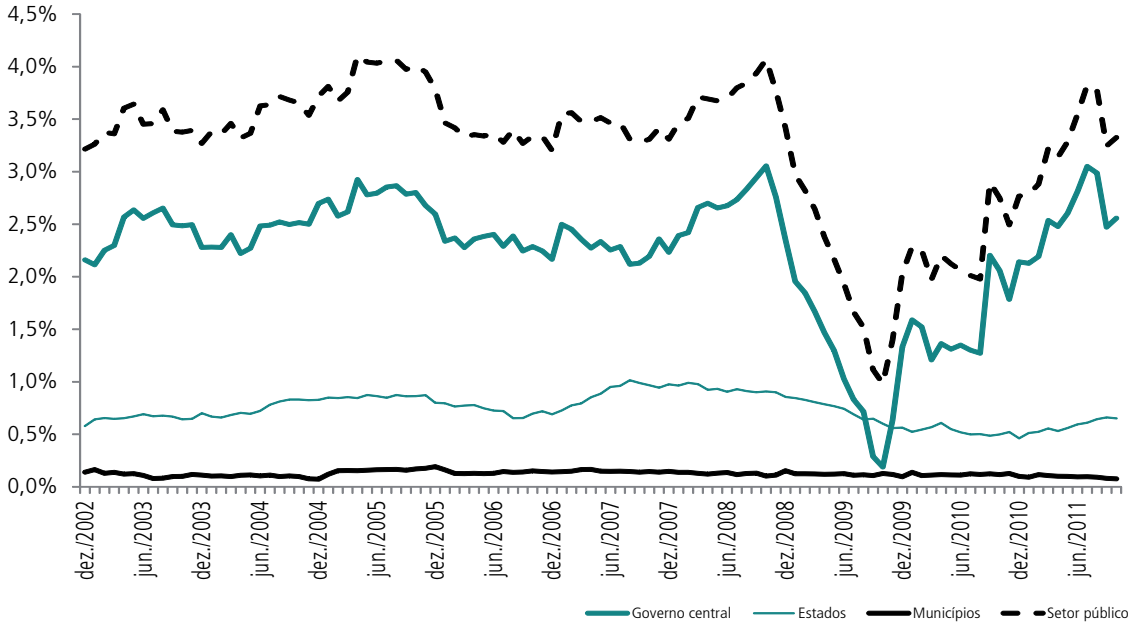
6.2 O SUPERÁVIT PRIMÁRIO

Viu-se acima que o superávit primário do setor público consolidado alcançou R$ 118,6 bilhões no acumulado de janeiro a outubro de 2011, segundo dados do BCB. O valor representa aproximadamente 87,5% da meta de R$ 135,5 bilhões, que já incorpora os R$ 10 bilhões adicionais anunciados em agosto. O governo central (TN, BCB e previdência) foi responsável por R$ 85,7 bilhões e os estados por R$ 28,5 bilhões. A contribuição para o superávit primário de municípios e empresas estatais (exclusive Petrobras e Eletrobras) foi de aproximadamente R$ 2 bilhões e R$ 2,3 bilhões, respectivamente.

O gráfico 6.1 apresenta a trajetória do superávit primário acumulado em 12 meses como proporção do PIB. No caso do setor público consolidado, em agosto deste ano o superávit alcançou 3,8% do PIB, valor próximo ao pico observado no período anterior ao início da crise do *subprime* (4,1% em outubro de 2008). A redução observada no indicador nos últimos dois meses é decorrente, principalmente, do fim do efeito de carregamento da capitalização da Petrobras em setembro de 2010. O gráfico também mostra que no caso dos estados o resultado ainda não alcançou os níveis pré-crise e que o superávit primário dos municípios é historicamente muito baixo.

Ainda que o resultado já alcançado ao longo do ano nos permita afirmar que o governo central, estados e municípios não terão dificuldades em cumprir a meta de 2011, os resultados mais à frente dependerão em grande medida dos desdobramentos da crise europeia, uma vez que as autoridades já anunciaram que atuarão de maneira efetiva para minimizar o contágio da economia brasileira. De fato, como mostrado na próxima seção, algumas medidas de desoneração visando estimular o consumo e as exportações já foram anunciadas pelo Ministério da Fazenda (MF) no último dia primeiro de dezembro.

GRÁFICO 6.1
Superávit primário das administrações públicas – dezembro/2001 a outubro/2011
(Em % do PIB)



Fonte: Ipea/CFP, com dados do BCB.

6.3 A EVOLUÇÃO RECENTE DAS RECEITAS E DESPESAS FEDERAIS

Os dados de alta frequência das receitas e despesas indicam que nos dez primeiros meses do ano a União já cumpriu aproximadamente 93,5% de sua meta de superávit primário, ou seja, R$ 85,7 bilhões de R$ 91,7 bilhões. Deste modo, ainda que o resultado para os últimos dois meses do ano possa ser impactado pelo agravamento da crise internacional, pode-se afirmar que a União não terá maiores dificuldades para cumprir sua meta "cheia"[13] em 2011.

Os dados da tabela 6.5 resumem a evolução das receitas primárias da União. É importante esclarecer que o crescimento de somente 1,29% das receitas primárias quando comparadas com igual período do ano anterior não decorre de um baixo desempenho da arrecadação (muito pelo contrário, como veremos a seguir), mas sim da capitalização da Petrobras em setembro de 2010. Quando se analisam somente as receitas não recorrentes (que excluem a referida capitalização), percebe-se que as receitas primárias cresceram em ritmo bastante acelerado, na ordem dos 12,5%.[14] Em linhas gerais, os fatores que explicam esse resultado não se modificaram muito em relação à *Carta de Conjuntura* anterior, a saber: forte crescimento dos tributos sobre lucro (17,56%) e sobre operações financeiras (22,46%), uma vez que, dado o aquecimento do mercado de trabalho, já era esperado um bom comportamento dos tributos vinculados à folha de pagamentos – tributos sobre renda do trabalho (13,35%) e contribuições previdenciárias (9,13%).

A tabela 6.6, por sua vez, traz os dados das despesas primárias da União. A capitalização da Petrobras também neste caso distorce o real efeito do crescimento das despesas quando comparado com mesmo período do ano anterior. Ao excluir este efeito, é possível observar que as despesas primárias crescem a um ritmo bem inferior ao das receitas primárias, o que explica o resultado primário obtido no período. O item de maior crescimento das despesas primárias são as transferências obrigatórias a estados e municípios, uma vez que essas despesas estão diretamente vinculadas ao desempenho da arrecadação discutido anteriormente. Os gastos com pessoal e encargos sociais continuam estabilizados como proporção do PIB, assim como os gastos do Regime Geral de Previdência Social (RGPS), da Lei Orgânica de Assistência Social (Loas) e da Renda Mensal Vitalícia (RMV). Apesar de também apresentar uma pequena alteração na participação do PIB, as despesas com abono e seguro-desemprego e com subsídios e subvenções econômicas apresentam elevadas taxas de crescimento em relação ao mesmo período do ano anterior (9,75% e 15,5%, respectivamente). Além disso, os dados continuam mostrando forte desaceleração da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) da União, o que está intimamente ligado ao fato de este ser um ano pós-eleições. Também no que concerne à evolução das despesas primárias, pode-se dizer que em linhas gerais não há alteração em relação à *Carta de Conjuntura* anterior.

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

14. Para um detalhamento do conceito de receita não recorrente, ver Schettini *et al.* (2011).

TABELA 6.5
Evolução das receitas primárias da União – janeiro a outubro de 2011

Receitas	Acumulado nominal jan.-out./2011 (R$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a jan.-out./2010[1]	Taxa de crescimento real em relação a mar.-dez./2010[2]	% do PIB nominal jan.-out./2011	% do PIB nominal jan.-out./2010
Receitas primárias	810,31	1,29	4,72	24,18	24,96
Receitas primárias/receitas não recorrentes	808,48	12,48	15,84	24,13	22,41
Tributos sobre a renda do trabalho	75,32	13,35	19,66	2,25	2,07
Contribuições previdenciárias	210,32	9,13	13,31	6,28	6,01
Tributos sobre o lucro	142,69	17,56	16,13	4,26	3,79
Tributos indiretos	233,17	10,14	12,77	6,96	6,60
Tributos sobre operações financeiras	50,97	22,46	26,78	1,52	1,30
Demais recorrentes	96,00	13,08	20,14	2,86	2,64

Fonte: Ipea/CFP, com dados da Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Notas: [1] Dados deflacionados pelo IPCA.
[2] Dados deflacionados pelo IPCA com ajuste sazonal pelo método Arima X-12.

A grande questão conjuntural em relação às finanças públicas refere-se ao impacto que um possível agravamento do cenário internacional pode ter sobre as receitas e despesas da União, uma vez que é nesta esfera federativa que acontece a execução das políticas anticíclicas com o objetivo de manter o nível de demanda agregada da economia e evitar ou reduzir o contágio da economia nacional. De fato, para além do efeito sobre as receitas de uma possível redução da taxa de crescimento do produto e seus efeitos sobre o mercado de trabalho, o MF já anunciou no último dia 1º um pacote de desonerações tributárias com o objetivo de estimular a demanda. Esse pacote inicial de medidas consiste de reduções de alíquotas de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre linha branca, Programa de Integração Social (PIS)/Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) e o lançamento do Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para as Empresas Exportadoras (Reintegra), que prevê a devolução de 3% do valor exportado pelas empresas.

TABELA 6.6
Evolução das despesas primárias da União – janeiro a outubro de 2011

Despesas	Acumulado nominal jan.-out./2011 (R$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a jan.-out./2010[1]	Taxa de crescimento real em relação a mar.-dez./2010[2]	% do PIB nominal jan.-out./2011	% do PIB nominal jan.-out./2010
Despesa total	723,71	-1,20	5,62	21,60	22,85
Despesa total s/ FSB e s/ capitalização da Petrobras	723,71	5,33	12,07	21,60	21,42
Transferências obrigatórias a estados e municípios	137,95	16,27	21,65	4,12	3,70
Pessoal e encargos sociais	145,13	2,49	6,52	4,33	4,42
Benefícios previdenciários (RGPS)	226,85	3,49	8,78	6,77	6,83
Abono e seguro-desemprego	29,02	9,75	9,29	0,87	0,82
Loas e RMV	20,67	5,17	10,73	0,62	0,61
Subsídios e subvenções econômicos	9,26	15,56	56,10	0,28	0,25
Outras despesas de custeio e capital	149,97	0,35	10,53	4,48	4,66
FBCF	20,66	-9,32	-29,39	0,62	0,71

Fonte: Ipea/CFP, com dados da STN e BCB.

Notas: [1] Dados deflacionados pelo IPCA.
[2] Dados deflacionados pelo IPCA com ajuste sazonal pelo método Arima X-12.

6.4 A EVOLUÇÃO RECENTE DAS RECEITAS E DESPESAS ESTADUAIS

No biênio 2009-2010 os governos estaduais foram responsáveis por cerca de 20% do superávit primário total do setor público (BCB, 2011) e por 40% da FBCF das administrações públicas como um todo (SANTOS *et al.*, 2011). No mesmo período, os governos estaduais gastaram mais de 5% do PIB, em média, com o pagamento de funcionários públicos e encargos sociais e transferiram recursos superiores a 2% do PIB para as administrações públicas municipais e para instituições privadas sem fins lucrativos e multigovernamentais (STN, 2011).

Os números de 2011 são parecidos, com exceção da notável queda do investimento público estadual – fato que, entretanto, é comum em anos pós-eleitorais (SANTOS *et al.*, 2011).

Dados bimestrais sobre as finanças públicas estaduais são divulgados nos Relatórios Resumidos de Execução Orçamentária (RREOs), regulamentados pela LRF. A tabela 6.7 resume os principais dados extraídos dos RREOs sobre as receitas das administrações públicas estaduais, e mostra que o crescimento expressivo na receita tributária e nas transferências recebidas da União não se traduziu em um crescimento de igual montante na receita corrente líquida (RCL) dos estados – que inclui ainda receitas de natureza não tributária e deduções relativas às transferências constitucionais dos estados aos municípios, gastos com o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (FUNDEB) e gastos com contribuições patronais para a previdência dos funcionários públicos.

TABELA 6.7
Evolução dos principais agregados de receitas correntes dos estados e do Distrito Federal – janeiro a agosto de 2011

Receitas	Acumulado nominal jan.-ago./2011 (R$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a jan.-ago./2010[1]	% do PIB nominal jan.-ago./2011	% do PIB nominal jan.-ago./2010
Receita corrente líquida	237,77	4,65	7,79	7,73
Receitas tributárias	238,25	17,38	7,81	6,91
Transferências correntes recebidas	79,84	8,02	2,62	2,52

Fonte: Ipea/CFP, com dados dos RREOs dos 26 estados brasileiros e do Distrito Federal e do BCB.
Nota: [1] Dados deflacionados pelo IPCA.

Os dados relativos às despesas (tabela 6.8), por outro lado, mostram um significativo aumento nos gastos dos governos estaduais com pessoal e encargos sociais e com as "outras despesas correntes" (ODCs) – além da já mencionada redução nas "despesas de investimento".

Note-se que os dados de "despesa" dos RREOs são "orçamentários" e, portanto, não são diretamente comparáveis aos dados ("de caixa") utilizados no conceito de superávit primário do setor público consolidado que é utilizado nas metas publicadas na LDO. Em geral, os dados dos RREOs são boas aproximações do conceito de caixa nos casos das despesas com pessoal e encargos sociais e das ODCs e não tão boas aproximações no caso das despesas de investimento. Isto ocorre porque os RREOs registram apenas as despesas orçadas e executadas no ano corrente enquanto muitas despesas de investimento aprovadas em um dado orçamento só serão executadas (e pagas) em anos posteriores.

De outro modo, o dado das despesas de investimento dos RREOs pode passar uma imagem exageradamente pessimista da dinâmica do investimento público – posto que os RREOs não registram a execução presente de obras de investimento orçadas em anos passados. Note-se, entretanto, que os pagamentos de despesas de orçamentos anteriores ("inscritas em restos a pagar não processados") também caíram fortemente em 2011 em um grande número de estados[15] – de modo que a queda no investimento estadual parece efetivamente ter sido muito forte.

TABELA 6.8
Evolução dos principais itens de despesas correntes e do superávit primário dos estados e do Distrito Federal – janeiro a agosto de 2011

Despesas	Acumulado nominal jan.-ago./2011 (R$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a jan.-ago./2010[1]	% do PIB nominal jan.-ago./2011	% do PIB nominal jan.-ago./2010
Pessoal e encargos sociais (liquidadas)	138,58	11,23	4,54	4,24
ODC (liquidadas)	154,97	8,31	5,08	4,87
Transferências constitucionais legais aos municípios (conceito da RCL)	58,65	4,62	1,92	1,91
Investimentos (liquidadas)	14,01	–42,19	0,46	0,83
Superávit primário (BCB)	24,48	43,5	0,80	0,58

Fonte: Ipea/CFP, com dados do BCB e dos RREOs dos 26 estados brasileiros e do Distrito Federal.
Nota: [1] Dados deflacionados pelo IPCA.

15. Dados sobre os pagamentos e cancelamentos de despesas "inscritas em restos a pagar" são publicados no anexo IX dos RREOs. Uma forma – imperfeita – de se averiguar o tamanho da execução presente de despesas de investimento orçadas em exercícios anteriores é verificar a evolução dos pagamentos de "restos a pagar não processados" publicados no referido anexo. A imperfeição se deve ao fato de as despesas de investimento representarem apenas uma parte (ainda que bastante significativa) do total das despesas "inscritas em restos a pagar não processados".

Ou seja, no caso dos estados – mais até do que na União – talvez se possa mesmo falar que a redução de investimentos tem contribuído decisivamente para a elevação do superávit primário – que, vale notar, se deu mesmo em um contexto de aceleração dos gastos com pessoal em um ritmo bastante acima do PIB.

Vale notar, ainda, que recentemente o BCB passou a divulgar a contribuição dos estados brasileiros para o superávit primário, assim como estatísticas sobre a dívida dos estados por tipo de credor. No biênio 2009-2010 sete estados brasileiros[16] responderam por mais de 80% tanto do superávit primário quanto do endividamento total das administrações públicas estaduais – que, por sua vez, tem caído muito rapidamente nos últimos anos, tanto em porcentagem do PIB quanto em porcentagem da RCL dos estados (a despeito de se ouvir com frequência, por parte de autoridades estaduais interessadas em mudanças na Lei nº 9.496/1997, que a dívida dos estados com a União é "impagável").

A queda relativa da dívida das administrações públicas federais (de pouco menos de 13% do PIB em 2008 para pouco mais de 10% do PIB em 2011) foi recentemente utilizada como justificativa para elevações, por parte da União, dos limites de endividamento de 17 dos 27 estados da Federação (contando o DF) em pouco menos de R$ 40 bilhões no total. A ideia é que os referidos recursos sejam utilizados para aumentar a capacidade de investimento das administrações públicas estaduais. Conquanto bem-vinda, a perspectiva de elevação dos investimentos públicos estaduais implica que a manutenção em 2012 dos atuais níveis de superávit primário dos estados deverá requerer elevações proporcionalmente menores nos gastos com pessoal e encargos sociais e nas ODCs exclusive transferências constitucionais do que as verificadas neste ano.

6.5 A EVOLUÇÃO RECENTE DAS RECEITAS MUNICIPAIS

Dando continuidade à análise dos dados de alta frequência municipais, que tem como fonte primária os RREOs, esta *Carta de Conjuntura* avança em relação à anterior em duas direções: *i*) expande-se a amostra dos municípios, e *ii*) desagregam-se as receitas tributárias em seus principais componentes. Vale enfatizar, uma vez mais, que o uso dos RREOs para o acompanhamento de alta frequência das finanças públicas municipais requer técnicas não triviais para o tratamento e obtenção das informações. Assim, a análise se restringirá aqui às séries de receitas primárias e, por hipótese, dado que o superávit primário dos municípios no agregado é praticamente zero, infere-se que o comportamento das despesas segue o verificado para as receitas. Claro está que uma visão mais aprimorada da "qualidade" do gasto requer o acompanhamento dos diversos itens da despesa, o que se espera ser capaz de realizar em futuro próximo.

Os dados são apresentados em duas tabelas. A primeira apresenta dados para o período de janeiro a junho de 2011 (já discutido na *Carta* anterior), expandindo-se a amostra de 93 para 244 municípios. Desses 244 municípios, 144 já disponibilizaram as informações para os meses de julho e agosto de 2011. Assim, a segunda tabela apresenta as informações para essa amostra de municípios com dados mais atualizados.

Em relação aos dados da tabela 6.9, duas observações são importantes. Primeiro, todos os componentes das receitas se mostram estabilizados em proporção do PIB. Segundo, dado que essa tabela cobre o mesmo período da *Carta* anterior, mas traz uma desagregação das receitas tributárias, é importante notar o rápido crescimento do Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS) (10,9% a.a.) e, principalmente, do Imposto de Transmissão de Bens Imóveis Inter-Vivos (ITBI) (21,44% a.a.). Em contrapartida, o Imposto sobre a Propriedade Predial e Territorial Urbana (IPTU) apresentou uma menor taxa de crescimento (6,3% a.a.). Os dados de 2011 sugerem a manutenção do comportamento já apontado por Orair *et al.* (2011), de rápido crescimento do ISS, explicado em grande medida pelo bom desempenho do setor serviços, que vem ganhando importância no total das receitas tributárias municipais quando comparado com o IPTU.

No caso do ITBI, é importante observar que a base de incidência do imposto é o valor de venda (declarado) dos imóveis e que segue de maneira mais aproximada a dinâmica do mercado imobiliário. Diferentemente do IPTU cuja base de incidência depende das atualizações da planta genérica de valores e do cadastro de imóveis de cada prefeitura que normalmente ocorrem com defasagens e imperfeições. É possível que o rápido crescimento do ITBI verificado no período esteja relacionado à elevação significativa dos preços e das vendas dos imóveis urbanos. Infelizmente, não há no país um índice da evolução dos preços nesse setor, de modo que essa hipótese não pode ser ainda testada com maior precisão.

Por sua vez, apesar de contar com uma amostra menor de municípios, os dados da tabela sugerem que o comportamento das receitas municipais em julho e agosto não se modificou drasticamente em relação aos meses anteriores. É possível notar, entretanto, pequenas alterações nas taxas de crescimento quando comparadas com igual período do ano anterior. As transferências correntes parecem ter diminuído um pouco seu ritmo de crescimento, o que em parte foi compensado pelo maior crescimento das contribuições. No caso do IPTU, pode-se dizer que já era esperada a queda na taxa de crescimento ao se incorporar dois meses à análise, uma vez que, como apontado por Orair *et al.* (2011), é um fato estilizado deste tributo que sua arrecadação esteja concentrada no primeiro trimestre do ano, sendo pouco sensível às flutuações no nível geral de atividade.

16. A saber: Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná, São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais e Bahia.

TABELA 6.9
Evolução das receitas correntes de 244 municípios – janeiro a junho de 2011

Receitas	Acumulado nominal jan.-jun./2011 (R$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a jan.-jun./2010[1]	% do PIB nominal jan.-jun./2011	% do PIB nominal jan.-jun./2010
Receita corrente total	73,65	8,41	3,76	3,66
Receitas correntes tributárias	20,52	10,32	1,05	1,00
ISS	8,80	10,92	0,45	0,43
ITBI	1,69	21,44	0,09	0,08
IPTU	6,65	6,27	0,34	0,34
Outros	3,37	12,07	0,17	0,16
Receita de contribuições	2,66	9,24	0,14	0,13
Transferências correntes recebidas	42,66	7,62	2,18	2,14
Demais correntes	7,80	7,57	0,40	0,39

Fonte: Ipea/CFP, com dados do BCB e dos RREOs de 244 municípios brasileiros.
Nota: [1] Dados deflacionados pelo IPCA.

TABELA 6.10
Evolução das receitas correntes de 144 municípios – janeiro a agosto de 2011

Receitas	Acumulado nominal jan.-ago./2011 (R$ bilhões)	Taxa de crescimento real em relação a jan.-ago./2010[1]	% do PIB nominal jan.-ago./2011	% do PIB nominal jan.-ago./2010
Receita corrente total	81,01	7,23	3,00	3,06
Receitas correntes tributárias	23,02	10,12	0,83	0,87
ISS	10,51	10,00	0,38	0,40
ITBI	2,05	21,28	0,07	0,08
IPTU	6,71	5,95	0,25	0,25
Outros	3,75	12,78	0,13	0,14
Receita de contribuições	2,90	4,73	0,11	0,11
Transferências correntes recebidas	45,79	6,24	1,71	1,73
Demais correntes	9,30	6,06	0,35	0,35

Fonte: Ipea/CFP, com dados do BCB e dos RREOs de 144 municípios brasileiros.
Nota: [1] Dados deflacionados pelo IPCA.

REFERÊNCIAS

BACHA, E.; OLIVEIRA, L. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública** – tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006.

BCB. **Nota para a Imprensa**. Brasília: BCB, nov. 2011.

IMF. **Public sector debt statistics**: guide for compilers and users. Washington: IMF, May 2011 (Pre-Publication Draft).

LOPES, F. A questão do alongamento da dívida pública. In: BACHA, E.; OLIVEIRA, L. (Org.). **Mercado de capitais e dívida pública** – tributação, indexação, alongamento. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2006, p. 335.

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

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

SCHETTINI, B. P. *et al.* Resultado estrutural e impulso fiscal: uma aplicação para as administrações públicas no Brasil – 1997-2010. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro: Ipea, v. 41, n. 2, p. 233-285, ago. 2011.

SILVA, A. *et al.* (Org.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. parte II.

TAVARES, M.; TAVARES, R. Títulos públicos federais e suas formas de precificação. In: SILVA, A. *et al.* (Org.). **Dívida pública**: a experiência brasileira. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009. parte 3, cap. 2.

TESOURO NACIONAL. **Relatório Mensal da Dívida**. Brasília: Tesouro Nacional, nov. 2011a.

_____. **Composição ótima da dívida pública federal**: definição de uma referência de longo prazo. Brasília: Tesouro Nacional, 2011b. 51 p.

EDITORIAL

Coordenação
Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

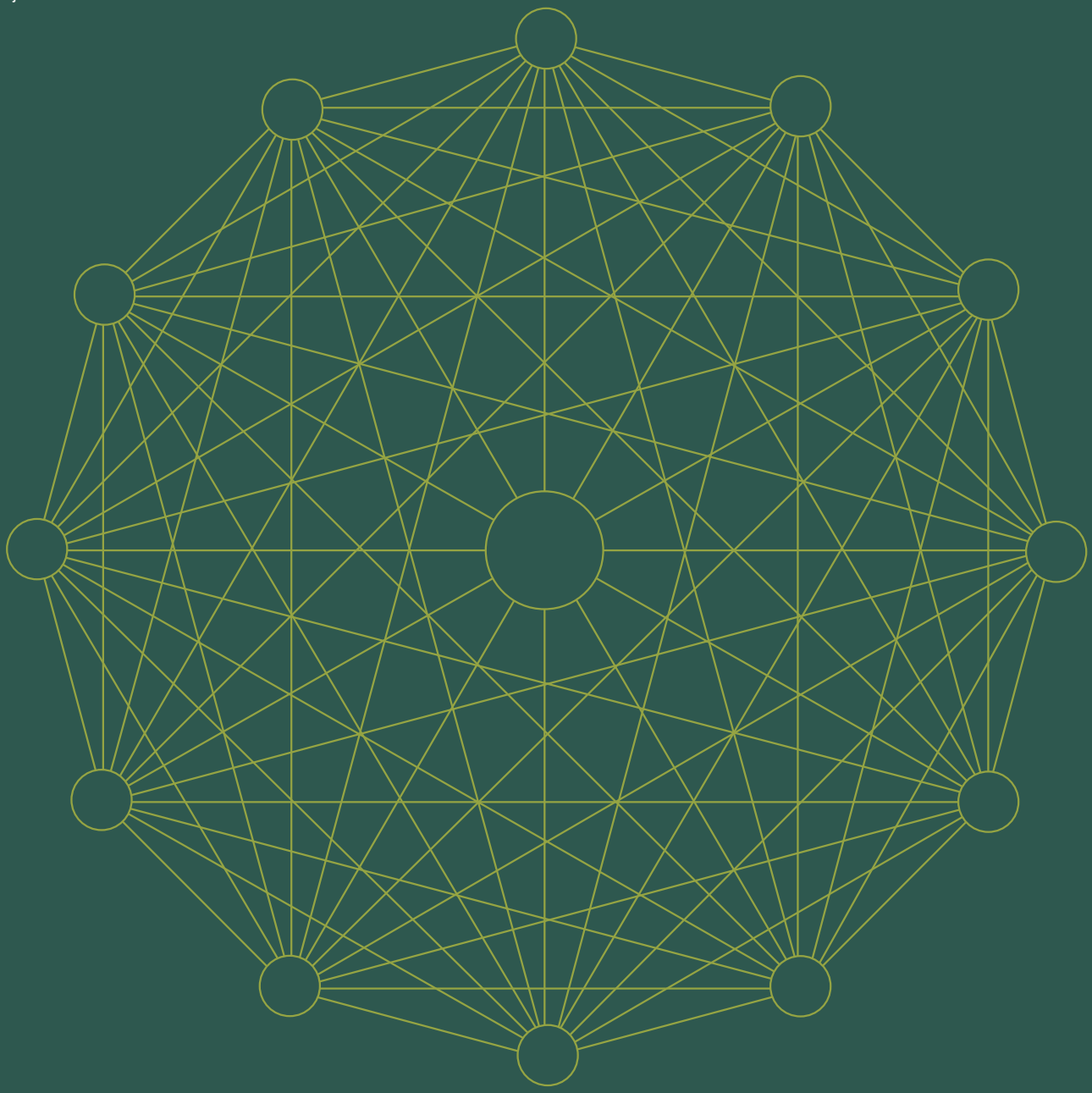
Revisão
Eliezer Moreira
Elisabete de Carvalho Soares
Fabiana da Silva Matos
Gilson Baptista Soares
Lucia Duarte Moreira
Miriam Nunes da Fonseca

Editoração
Roberto das Chagas Campos
Aeromilson Mesquita
Aline Cristine Torres da Silva Martins
Carlos Henrique Santos Vianna
Maria Hosana Carneiro Cunha

Livraria

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

Missão do Ipea
Produzir, articular e disseminar conhecimento para aperfeiçoar as políticas públicas e contribuir para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.



ISSN-1982-8772

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

SAE SECRETARIA DE ASSUNTOS ESTRATÉGICOS PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA

GOVERNO FEDERAL BRASIL PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA