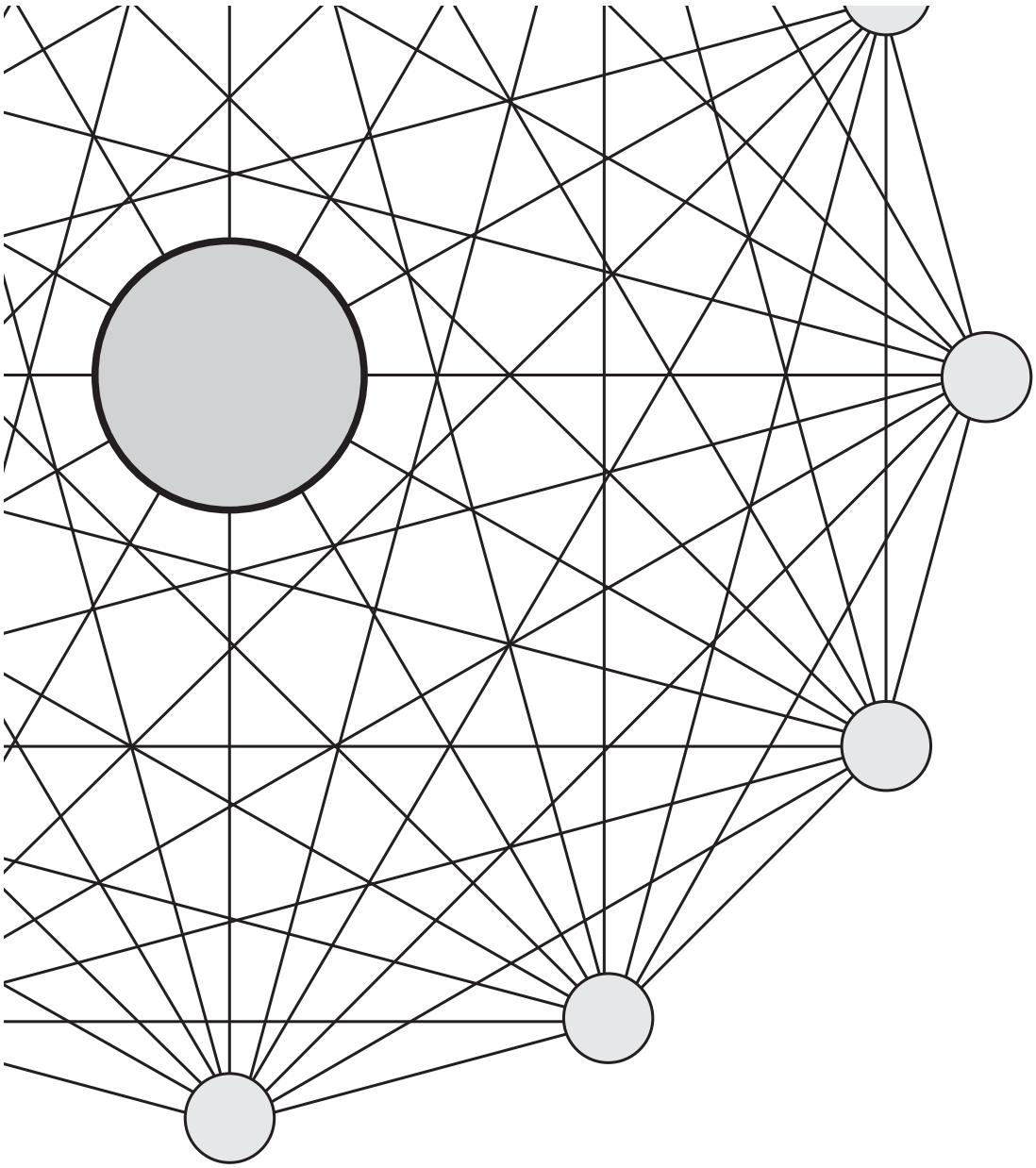


CARTA DE CONJUNTURA

Dezembro 2008

ipea

Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Governo Federal

Ministro de Estado Extraordinário de Assuntos Estratégicos – Roberto Mangabeira Unger

Secretaria de Assuntos Estratégicos

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

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

Presidente
Marcio Pochmann

Diretor de Administração e Finanças
Fernando Ferreira

Diretor de Estudos Macroeconômicos
João Sicsú

Diretor de Estudos Sociais
Jorge Abrahão de Castro

Diretora de Estudos Regionais e Urbanos
Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos Setoriais
Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Cooperação e Desenvolvimento
Mário Lisboa Theodoro

Chefe de Gabinete
Persio Marco Antonio Davison

Assessor-Chefe de Comunicação
Estanislau Maria de Freitas Júnior

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

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

ISSN 1982-8772

carta de conjuntura

Diretoria de Estudos Macroeconômicos

GAP – Grupo de Análise e Previsões

Equipe Técnica
Marcelo José Braga Nonnenberg (coordenador)
Ana Cecília Kreter
Anna Carolina Saba dos Reis
Denise Lobato Gentil
Leonardo Mello de Carvalho
Maria Andréia Parente Lameiras
Mario Rubens de Mello Neto
Octavio Vargas Freitas Pinton

Estagiários
Annyeli Nascimento
Julio de Alencastro Graça Mereb
Norberto M. Martins

Equipe Ipeadata
Bianca Teixeira Cêa
Flavia Bandeira
Guilherme Ramiro Ribeiro Pereira
Igor Menezes da Costa
Ingreed Valda Estevez
Marcia Pimentel
Victor Soares da Silva

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

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

As seções desta carta foram produzidas com as informações existentes em 12 de dezembro de 2008.

SUMÁRIO

A CRISE ECONÔMICA GLOBAL E SEUS REFLEXOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA	5
NÍVEL DE ATIVIDADE	19
EMPREGO	29
INFLAÇÃO	33
SETOR EXTERNO E ECONOMIA INTERNACIONAL	37
CRÉDITO E MERCADO FINANCEIRO	43
FINANÇAS PÚBLICAS	45
INDICADORES*	

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

A CRISE ECONÔMICA GLOBAL E SEUS REFLEXOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA

1 CRISE FINANCEIRA GLOBAL: COMO COMEÇOU E O QUE CAUSOU

CRONOLOGIA

No dia 17 de março, o JP Morgan anunciou a compra do gigante Bear Stearns pelo preço de US$ 2,00 a ação, valor posteriormente revisado para US$ 10,00. Pelo acordo, o JP Morgan desembolsou US$ 1 bilhão e o Federal Reserve (Fed) assumiu US$ 29 bilhões em ativos "tóxicos". Chegava ao fim, desse modo, um dos maiores bancos de investimento dos Estados Unidos, atingido pela crise do mercado de derivativos baseados em financiamentos imobiliários.

Alguns dias depois, em 2 de abril, o New Century Financial, uma das maiores instituições de crédito hipotecário da Califórnia, entrava com um pedido preventivo de falência num tribunal de Delaware, devido ao agravamento da inadimplência dos empréstimos imobiliários no segmento conhecido como *subprime,* de mutuários de alto risco.

A crise financeira começava, assim, a tomar uma dimensão bem maior do que se imaginava quando os primeiros sinais de tensão no mercado hipotecário se fizeram sentir no segundo trimestre de 2007. Ao longo de julho e agosto, a crise foi se agravando, atingindo até mesmo instituições especializadas no mercado *prime*, isto é, de mutuários de baixo risco, e se espalhando por outros bancos e fundos, que detinham muitos ativos baseados em empréstimos imobiliários, ou *mortgage backed securities*. O American Home Mortgage Investment pede falência no início de agosto. A crise também começa a se espalhar por diversos países da Europa, da Ásia e do Pacífico.

Entretanto, o pior estava por vir em setembro. No dia 7, o governo norte-americano anuncia, na prática, a estatização do Freddie Mac e da Fannie Mae, duas instituições apoiadas pelo governo (*government sponsored enterprises*) e que garantiam cerca de ¾ das hipotecas nos Estados Unidos, com passivos totais de cerca de US$ 5,4 trilhões.

A situação torna-se ainda mais grave quando, no dia 10 de setembro, o Lehman Brothers anuncia um prejuízo recorde de US$ 3,9 bilhões no trimestre, desencadeando o pedido de falência no dia 14. Este, provavelmente, foi o mais importante evento isolado no quadro da crise financeira global. Um dos principais fatores foi o tamanho das operações do banco. No momento da falência, a dívida total do Lehman Brothers era estimada em US$ 130 bilhões. O outro aspecto importante foi a sinalização que o governo e o Fed passaram ao mercado de que deixariam os bancos à própria sorte daí para a frente, ao contrário do que havia ocorrido com o Bear Stearns. Uma das primeiras conseqüências foi a corrida dos depositantes contra o Washington Mutual, que fecha suas portas no dia 25 e vende seus ativos ao JP Morgan Chase.

Muito se tem questionado a respeito da decisão do Fed de deixar o Lehman quebrar. Argumenta-se que, caso a opção do Fed tivesse sido tomada no sentido de resgatar o banco, as conseqüências e desdobramentos da crise poderiam ter sido diferentes. Entretanto, há indícios de que, com base nas leis e regulamentos vigentes naquele momento, isto é, antes da aprovação da lei de 03/10, o Fed não teria bases legais para estender qualquer tipo de ajuda, dado o tamanho do seu passivo a descoberto. E, naquele momento, alguns bancos consultados, como o Barclays, também se assustaram ao examinar a contabilidade do Lehman.

Em seguida ao pedido de falência do Lehman, diversos outros grandes bancos nos Estados Unidos e na Europa quebraram ou foram adquiridos por concorrentes, em todos os casos apresentando grandes perdas financeiras. O AIG recebeu um empréstimo de US$ 85 bilhões do Fed. Levantamento realizado pelo *Financial Times* indica que, considerando apenas as maiores instituições financeiras norte-americanas, européias e japonesas, as perdas atingiram US$ 586 bilhões.

O impacto sobre os mercados financeiros foi devastador. Entre o início do ano e o início de outubro, o índice Dow Jones IA e o Nasdaq *composite* tiveram queda de quase 30%. Na Europa, os principais índices caíram aproximadamente 28% no mesmo período. O *Ted spread*, que mede a diferença entre as taxas interbancárias de Londres, em dólares, e as taxas dos títulos do Tesouro norte-americano, ambas em três meses, saltou de cerca de 1,5% para 5,5% no mesmo período. Nem mesmo o anúncio de uma operação de *swaps* cambiais no valor de US$ 180 bilhões para créditos de curto prazo envolvendo os maiores bancos centrais do mundo (Fed, Banco Central Europeu (BCE), Banco da Inglaterra, Banco da Suíça, Banco do Japão e Banco do Canadá) foi suficiente para acalmar os mercados.

A onda de falências e incorporações no setor financeiro começou a amainar em outubro, após a aprovação pelo Congresso norte-americano, no dia 3, do Emergency Economic Stabilization Act, com uma ajuda total de US$ 700 bilhões, para a compra de ações de instituições financeiras. US$ 350 bilhões já foram destinados à compra de ativos ou à recapitalização de bancos. Além disso, o FDIC, o órgão garantidor dos depósitos bancários norte-americanos, estendeu a

garantia plena à totalidade dos depósitos à vista.[1] Num movimento complementar, os bancos centrais dos Estados Unidos, da Inglaterra, do Canadá, da Suécia e o BCE cortaram as taxas de juros em 0,5 ponto no dia 7 de outubro e, no final do mês, o Fed voltou a cortar a taxa de juros básica em mais 0,5 ponto.

Entretanto, a estrutura do sistema financeiro internacional já havia mudado de maneira permanente. Primeiro, o peso dos bancos de investimento independentes diminuiu consideravelmente, com o desaparecimento do Lehman Bros e do Bear Stearns, a venda do Merril Lynch ao Bank of America e a transformação do Morgan Stanley e do Goldman Sachs em bancos comerciais. Em segundo lugar, o principal insumo do sistema financeiro – a confiança nas instituições – desapareceu temporariamente do mercado.

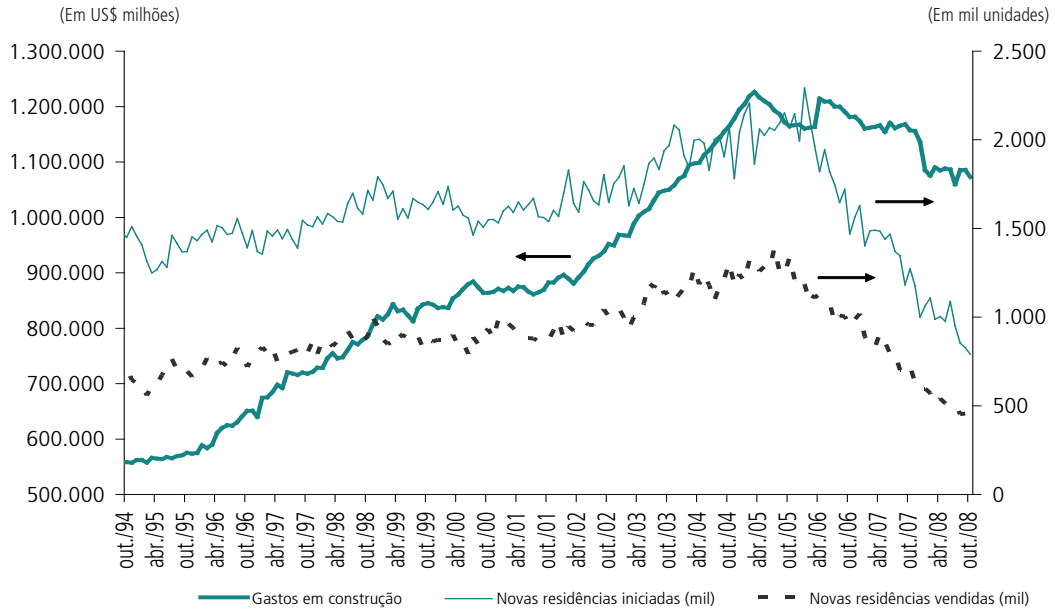
Essa situação obrigou os governos e mesmo algumas instituições privadas a recapitalizarem os bancos e demais instituições financeiras. Nos Estados Unidos, o total dessas operações atingiu US$ 338 bilhões, destacando-se os casos de Freddie Mac e Fannie Mae, num total de US$ 200 bilhões. No Reino Unido, o valor atingiu US$ 96,5 bilhões e, na Europa continental, US$ 134 bilhões, com destaque para o banco Fortis (cerca de US$ 14 bilhões).

ORIGENS DA CRISE

Quais foram as causas para esta que vem sendo apontada como a mais séria crise financeira global desde 1929? Como em toda grande tragédia, não se pode apontar um fator isolado, mas um conjunto de causas que se encadearam ao longo do tempo.

Em *primeiro* lugar, suas origens remontam ao início de 2002, quando a demanda por imóveis nos Estados Unidos passa a crescer a um ritmo mais veloz, levando os preços dos imóveis a aumentarem a uma velocidade cada vez maior e os gastos em construção a crescerem mais fortemente, como se observa no gráfico 1.

GRÁFICO 1
Estados Unidos: indicadores da construção civil



Fonte: Bureau of Census.

Em *segundo* lugar, a taxa de juros real entra em território negativo no mesmo ano, no qual permanecerá até o final de 2005. Na época, o Fed julgou acertada essa política, pois a economia vinha de um período de baixo crescimento em 2000 e 2001 e a taxa de inflação permitia a adoção de uma política monetária expansionista.

Em *terceiro* lugar, deve-se apontar uma característica do sistema financeiro imobiliário, que contribuiu decisivamente para a elevação da demanda e dos preços. Os contratos de financiamento nos Estados Unidos permitem que o empréstimo comece a ser amortizado somente a partir de três a cinco anos, pagando-se apenas os juros no início. Além disso, ao contrário do Brasil, as taxas de juros, em boa parte dos casos, são flutuantes e menores nos primeiros anos. Com taxas de juros reais negativas e expectativa de elevação dos preços, os mutuários se viram estimulados a contratarem financiamentos acima da sua capacidade efetiva de pagamento, na certeza de que, após certo período, o imóvel financiado já teria um valor de mercado mais elevado. Dessa forma, era possível refinanciar o imóvel, quitando o empréstimo antigo e

1. O FDIC estendeu a garantia de US$ 100 mil para US$ 250 mil para todos os depósitos, sendo que, no caso de depósitos que não rendem juros, a garantia passou a ser total.

contratando um novo por um valor superior. Portanto, o mutuário recebia um valor adicional, que podia ser destinado a despesas de consumo pessoal e continuar a pagar uma prestação inferior à média esperada ao longo da vida do contrato.

Por essa razão, a demanda por imóveis cresceu cada vez mais, contribuindo para a elevação dos preços e para a sustentabilidade desse mecanismo, que, por sua vez, foi um importante fator para a expansão do consumo pessoal nos Estados Unidos ao longo do período 2002-2007. Enquanto entre 1992 e 2001, o crédito hipotecário cresceu a uma taxa média anual de 7%, entre 2002 e 2007, o crescimento saltou para mais de 12%.

Em *quarto* lugar, a partir de 2003 começa a aumentar a participação do segmento denominado *subprime* no total de empréstimos imobiliários, isto é, financiamentos concedidos a mutuários sem comprovação de renda ou com histórico de crédito duvidoso. Há notícias de que até mesmo imigrantes ilegais se enquadravam nos critérios para recebimento desses financiamentos.

Portanto, quando em 2006 o Fed eleva a taxa de juros bem acima da inflação, a inadimplência desses empréstimos sobe violentamente. A taxa de inadimplência, que oscilou em torno de 10,8% entre 2004 e 2005, passou para 15,5% em 2007. Contudo, até esse momento, o impacto sobre a inadimplência total não foi muito elevado, passando de 4,5% para 5,3% nos mesmos períodos.

Em *quinto* lugar, boa parte dos contratos de financiamento imobiliário apresenta como colateral apenas o valor do imóvel. Portanto, na hipótese de o valor de mercado (em razão da queda dos preços) ficar abaixo do saldo devedor, o mutuário será estimulado a entregar o imóvel ao credor, aumentando a quantidade de imóveis à venda e contribuindo ainda mais para a queda dos preços. As retomadas de imóveis na categoria *subprime* passaram de 3,4% em 2005 para 11,8% no segundo trimestre de 2008.

Em *sexto* lugar, aparece a falta de regulação dos mercados financeiros. Para compreender esse ponto é preciso analisar o seu funcionamento. As instituições financeiras concedem empréstimos imobiliários e emitem títulos lastreados por essas hipotecas, os chamados *mortgage backed securities*, juntando operações *prime* e *subprime*. Esses ativos, por sua vez, são comprados por investidores privados e são negociados no mercado secundário sem que se conheça a composição original, ou seja, qual a sua estrutura de riscos. O mesmo acontecia com diversos outros títulos estruturados.

Como apontado em recente relatório do Institute of International Finance (IIF), os processos de avaliação de risco por parte das instituições financeiras globais vinham sendo bastante precários, aumentando fortemente o apetite para o risco, o que representa um problema de informação assimétrica. A diversificação dos riscos em grande número de ativos e investidores levou também à convicção, por parte do mercado financeiro e dos reguladores, de que o sistema estava mais apto a absorver choques.

Adicionalmente, diversas instituições, como bancos de investimento, não eram obrigadas a adotar práticas prudenciais recomendadas pelo acordo da Basiléia II,[2] apresentando índices de alavancagem extremamente elevados. Boa parte de suas operações é realizada nos mercados de derivativos que cresceram substancialmente nos anos recentes. O valor bruto de mercado global dos derivativos *over-the-counter* (OTC), de acordo com dados do BIS, passou de US$ 4.450 trilhões em junho de 2002 para US$ 20.353 trilhões em junho de 2008, mais recente dado disponível, em operações cada vez mais complexas e pouco transparentes.

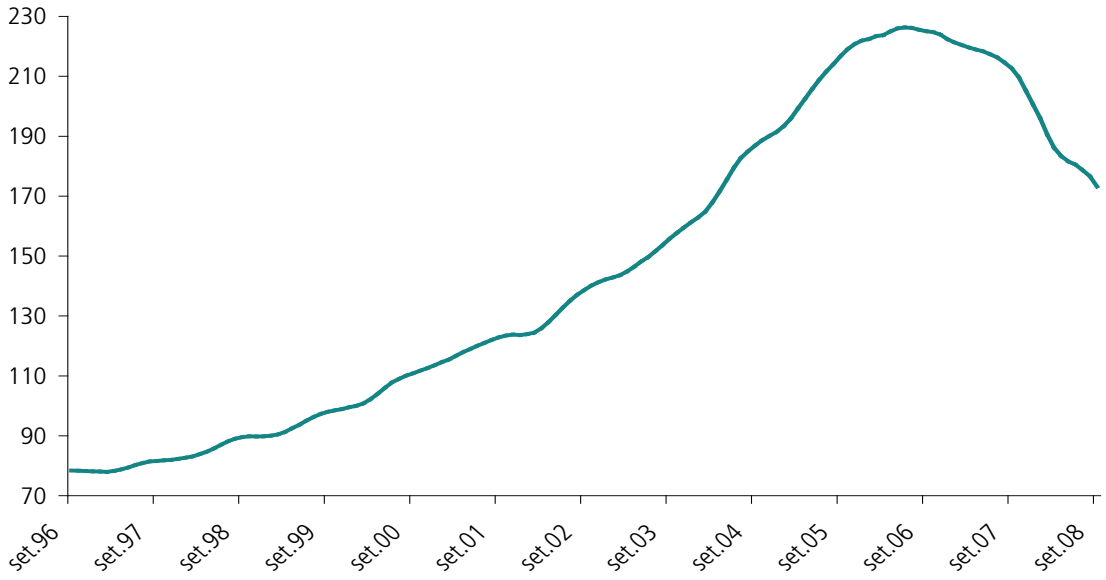
Em *sétimo* lugar, essas práticas eram incentivadas pela estrutura de remuneração dos principais executivos financeiros, que é vinculada aos lucros de curto prazo e não leva em consideração os riscos de longo prazo. Adicionalmente, esses executivos costumam receber grandes compensações em caso de demissão ("pára-quedas dourados"). Ou seja, os incentivos são no sentido de aceitar riscos excessivos a curto prazo tendo em vista a expectativa de lucros elevados – confirmada num cenário de crescimento econômico e estabilidade. Caso algo dê errado, o executivo é demitido e recebe uma grande compensação, isto é, ganha quando dá lucro e ganha quando dá prejuízo. Isso leva a um desprezo pelo risco excessivo e pelo lucro a longo prazo, problema esse também apontado pelo relatório do IIF.

Todos esses fatores, em conjunto, favoreceram o surgimento de uma bolha nos preços dos ativos em geral e dos imóveis em particular. Nenhum deles, em especial, pode ser apontado como causador da crise, uma vez que esse processo funcionou a contento, contribuindo para o crescimento econômico norte-americano e, em menor grau, da Europa, durante alguns anos. Essa estrutura começa a se romper em 2005, quando a elevação da inflação leva o Fed a aumentar a taxa básica de juros. Contudo, a taxa real só volta a ser positiva em 2006.

2. O Acordo da Basiléia II fixou três "pilares" regulando a governança bancária: requisitos mínimos de capital, práticas de supervisão de risco e disciplina de mercado.

Nesse momento, a quantidade de novas hipotecas começa a diminuir rapidamente e os preços dos imóveis iniciam um longo período de queda, como se observa no gráfico 2. O valor das novas hipotecas residenciais, que foi de cerca de US$ 1 trilhão, na média do período 2004-2006, caiu para US$ 600 bilhões (valores anualizados) no segundo semestre de 2007, chegando a virtualmente zero no segundo trimestre de 2008. Os efeitos sobre o mercado de imóveis e ativos financeiros baseados em hipotecas são relativamente rápidos. O nível de inadimplência das hipotecas *subprime*, que estava razoavelmente estabilizado em torno de 10,8% em 2004 e 2005, conforme apontado, sobe para 13,3% no final de 2006, chegando a 17,3% no final de 2007, situando-se atualmente próximo a 18,5%.

GRÁFICO 2
Índice de preços de imóveis Case Schiller



Fonte: Standard & Poors.

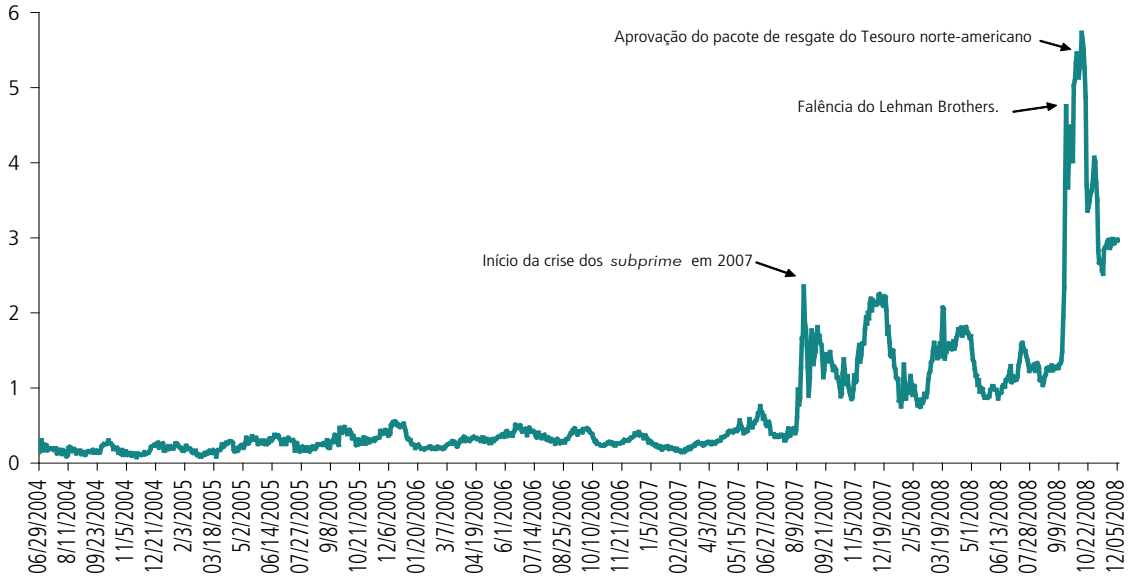
Em meados de 2007, passa a ficar mais claro que os prejuízos potenciais com o mercado de *subprime* eram muito maiores do que os imaginados inicialmente. As agências de risco, que haviam avaliado muito favoravelmente as operações estruturadas até então, começam a reduzir as notas de bilhões de dólares em títulos dessa natureza, provocando uma queda dos preços.

Com os preços em queda, os detentores desses títulos tentam se desfazer deles o mais rapidamente possível, levando os preços a cair ainda mais. A prática de marcação de preços a mercado (*mark-to-market*) potencializou os prejuízos, levando os fundos de investimento a engrossar a oferta de títulos, contribuindo ainda mais para a queda dos preços.

O grau de estresse dos mercados financeiros, medido pelo chamado *Ted spread*, que havia subido fortemente em agosto de 2007, salta para mais de 4% em setembro deste ano, chegando a 5,7% no início de outubro, patamares esses jamais observados nas crises financeiras anteriores, mesmo as mais graves, como foi o caso de 1987. Na verdade, esses números indicam que o mercado interbancário esteve praticamente paralisado por algumas semanas.

Entretanto, desde o início de outubro, com a aprovação do pacote de US$ 700 bilhões do Tesouro e os dois cortes nas taxas de juros realizados pelo Fed, a crise parece ter amainado, como se nota no gráfico 3, que mostra a evolução do *Ted spread*. A principal contribuição, de início, talvez tenha sido recuperar o sistema de preços de ativos, que, na prática, não funcionou em setembro.

GRÁFICO 3
***Ted Spread*: diferença entre LIBOR em US$ e taxas de títulos do Tesouro – 3 meses**
(Em %)



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

IMPACTOS SOBRE A ATIVIDADE ECONÔMICA MUNDIAL

Como não poderia ser diferente, a crise financeira já vem tendo impactos fortes sobre o nível de atividade econômica, tanto nos países desenvolvidos como nos emergentes. Inicialmente, ocorreu uma retração muito intensa do crédito em todos os mercados. Na quase impossibilidade de se avaliar corretamente os riscos envolvidos nas operações financeiras, as operações de crédito ficaram paralisadas e, mesmo depois de retomadas, permaneceram em níveis bastante inferiores aos habituais.

O saldo devedor de *commercial papers* nos Estados Unidos, com correção sazonal, caiu de US$ 1,78 trilhão no final de 2007 para US$ 1,45 trilhão em meados de outubro, recuperando-se após as intervenções do Fed. O saldo total de empréstimos e operações de *leasing* fornecido pelos bancos comerciais, com correção sazonal, ficou praticamente estagnado entre março e setembro, recuperando-se levemente no início de outubro, para voltar a cair no final do mês.

As quedas dos principais índices das bolsas no mundo inteiro entre maio e novembro provocaram também um forte abalo nas poupanças de empresas e famílias com impactos sobre o consumo e o investimento. Some-se a isso o receio de aumento do desemprego e seus efeitos sobre o consumo.

Finalmente, o setor de construção ainda está longe de se recuperar mesmo tendo sido um dos principais responsáveis pelo crescimento da economia norte-americana entre 2002 e 2005, tanto no que se refere aos investimentos em construção quanto no que toca à expansão dos gastos de consumo financiados pelo refinanciamento das hipotecas, como já destacado. A queda do setor de construção também vem afetando a economia européia.

Os dados relativos ao terceiro trimestre nas maiores economias já indicam retração do nível de atividade. Com relação ao trimestre anterior, o produto interno bruto (PIB) dos Estados Unidos recuou 0,1%, o da União Européia, 0,2% e o do Japão, 0,1%.

Por essas razões, as projeções mais recentes apontam para uma recessão moderada nos países desenvolvidos em 2009, com recuperação prevista para 2010. De acordo com as projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) atualizadas no início de novembro, a atividade econômica nos países desenvolvidos deverá ter uma queda real de 0,7% em 2009, sendo que os Estados Unidos deverão ter retração de cerca de 0,8%, na média.

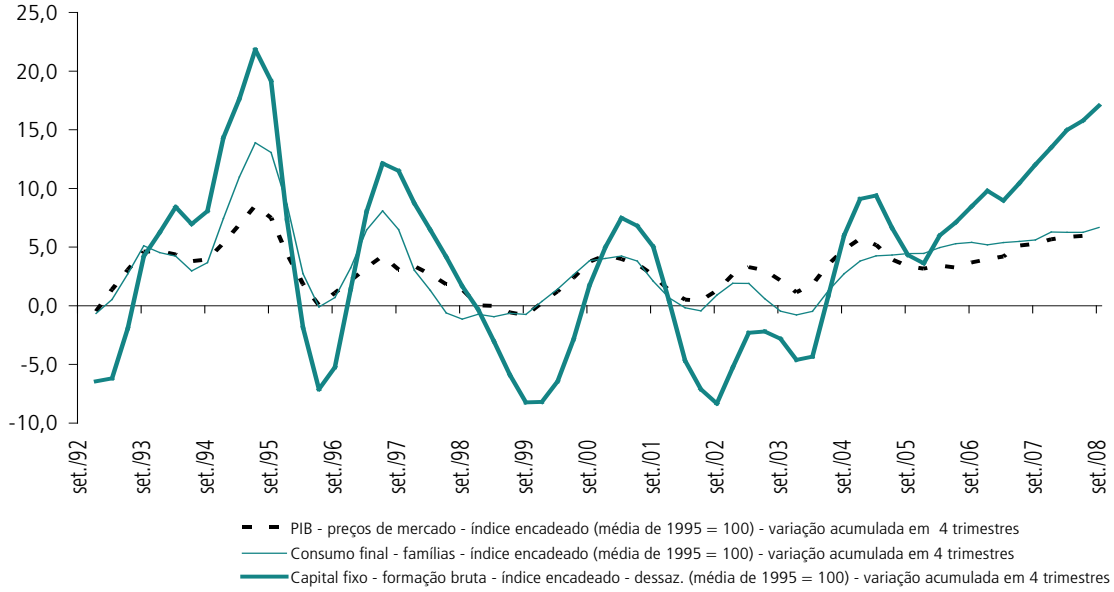
Verifica-se assim que, não obstante a intensidade da crise que atingiu os mercados financeiros, as previsões, até o momento, não indicam impactos muito fortes sobre o nível de atividade nos próximos anos, em razão das medidas fiscais e monetárias adotadas pelos principais governos.

2 PRINCIPAIS CANAIS DE TRANSMISSÃO PARA O NÍVEL DE ATIVIDADE DA ECONOMIA BRASILEIRA

O atual ciclo de crescimento da economia brasileira tem sido caracterizado por uma forte expansão da demanda interna, que vem crescendo acima do PIB há 14 trimestres. Esta expansão está associada a um cenário externo extremamente favorável e, em particular, a uma sensível melhora dos termos de troca, reflexo do aumento da demanda externa pelos nossos

produtos e de preços de exportação em níveis recordes. Somados a isso, no mercado interno, observou-se sensível melhora das condições de crédito e expansão dos níveis de emprego e da renda. Com a crise internacional, porém, este cenário benigno sofrerá reversão, tendo como efeito a redução do crescimento da atividade da economia. Devido às características do seu padrão de evolução (ver gráfico 4), a formação bruta de capital fixo (FBCF) poderá sofrer o maior impacto.

GRÁFICO 4
PIB, FBCF e consumo das famílias
(Variação real acumulada em 4 trimestrres, em %)



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

FBCF

O primeiro canal de transmissão da crise para o investimento é através do aumento do nível de incerteza, tornando o ambiente econômico menos previsível. As decisões para implementação são tomadas com base numa série de fatores, entre eles: a expectativa de crescimento da demanda futura para os bens produzidos, e a lucratividade esperada para o investimento a ser realizado. Com o agravamento da crise, estes dois fatores assumem um grau elevado de incerteza, fazendo com que alguns investimentos já em curso sejam interrompidos e novos investimentos adiados. Note-se que boa parte dos projetos de investimento levava em consideração um crescimento do mercado externo maior do que o atualmente projetado, como, por exemplo, o segmento de máquinas e implementos agrícolas, que vinha crescendo a taxas duas vezes maiores que a dos bens de capital como um todo. Esse efeito poderá ser ainda maior caso os indicadores conjunturais apontem para um recuo da demanda já no curto prazo.

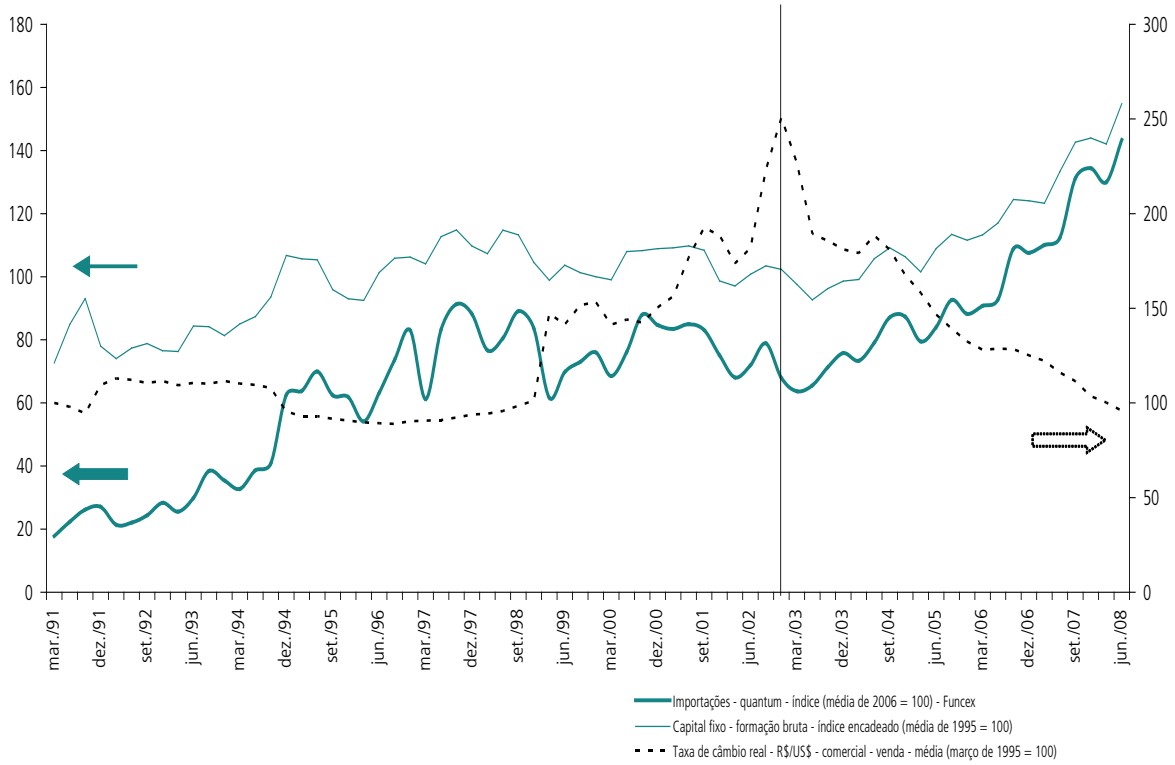
Também associado a um maior grau de incerteza, o agravamento da crise eleva a aversão global ao risco, diminuindo o fluxo de investimentos estrangeiros diretos e em ações. Em situações de estresse, o investidor estrangeiro tende a ser menos propenso ao risco. Neste caso, ocorre uma migração para ativos mais sólidos, notadamente os títulos do Tesouro norte-americano. A esse respeito, assim que o pior momento da crise ficar para trás, é razoável supor que ocorra alguma retomada no fluxo de investimentos para o Brasil, em virtude da sua posição privilegiada em relação não só aos países da América Latina como também aos demais emergentes no tocante aos fundamentos macroeconômicos.

A contaminação do ambiente interno se reflete numa escassez de liquidez, dificultando o financiamento das empresas via sistema bancário ou via mercado de capitais. Grande parte do crescimento verificado nos níveis de investimento no atual ciclo está associada à expansão do crédito. Seja por meio de financiamento bancário ou das chamadas aberturas iniciais de capital na bolsa de valores, as empresas tiveram como expandir sua capacidade de produção para adequar-se a uma demanda crescente. Desde o ano passado, com o início da crise no mercado imobiliário americano, a importância do mercado de capitais enquanto fonte de financiamento já havia se reduzido, com o volume de novas aberturas de capital caindo quase para zero. Apesar disso, as concessões de crédito para pessoa jurídica aceleraram seu crescimento durante o ano de 2008.

Porém, com a quebra do Banco Lehman Brothers, a crise internacional tornou-se mais severa, aumentando o risco sistêmico. Somado a este fato, várias empresas no Brasil passaram a sofrer prejuízos devido a operações arriscadas, envolvendo derivativos financeiros ligados à variação da taxa de câmbio. Nesse cenário conturbado, os bancos praticamente interromperam as concessões de crédito, criando grandes dificuldades não só para o financiamento de investimentos, como também para as operações rotineiras, envolvendo capital de giro. Os bancos tornaram-se mais seletivos, o que se refletiu no encurtamento dos prazos e no encarecimento do crédito.

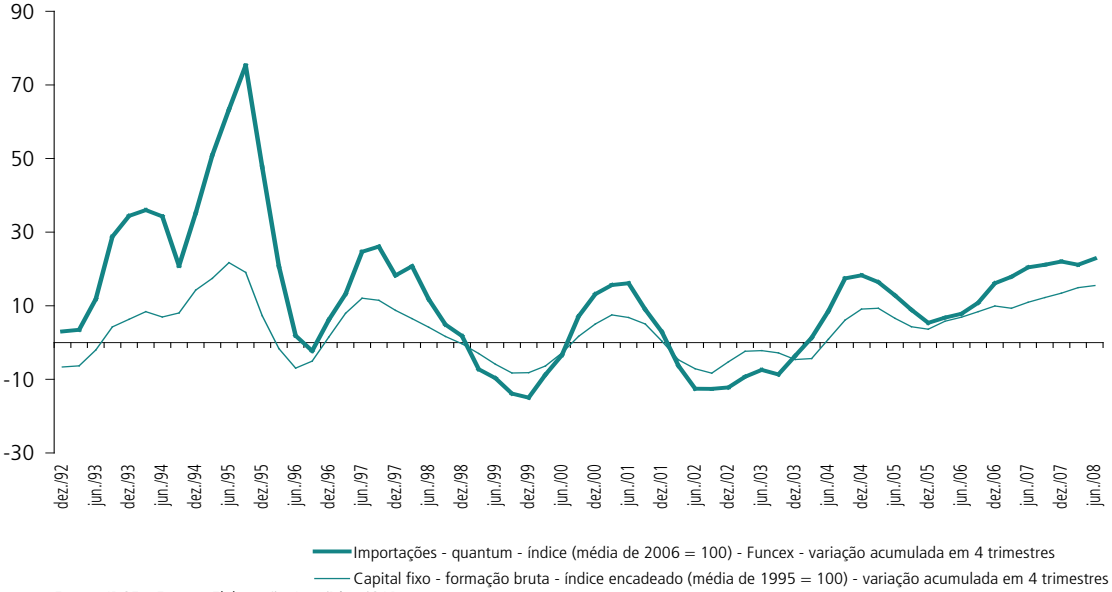
A reversão dos fluxos de capital externo e os déficits em conta corrente crescentes tendem a depreciar a taxa real de câmbio, encarecendo as importações, sobretudo as de bens de consumo duráveis e de bens de capital. Como pode ser visto no gráfico 5, a taxa real de câmbio exerceu importante papel favorável na expansão do investimento. Desde meados de 2003, quando teve início um processo de apreciação, verifica-se não somente o crescimento dos níveis de FBCF, como também a expansão das quantidades importadas. É importante destacar a forte relação entre a evolução do investimento e o *quantum* de importações (ver gráfico 6). Em geral, os ciclos de crescimento econômico brasileiro têm se caracterizado pelo financiamento via poupança externa. Sendo assim, períodos de elevado crescimento do FBCF têm sido acompanhados por períodos de déficits em conta corrente. Caso o ajuste necessário para equilibrar o Balanço de Pagamentos – em virtude da mudança no cenário externo – implique uma depreciação elevada da taxa real de câmbio, os efeitos negativos da queda da demanda sobre os investimentos seriam, de certa forma, ampliados.

GRÁFICO 5
FBCF: *quantum* de importações *versus* taxa de câmbio real



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

GRÁFICO 6
FBCF *versus quantum* de importações
(Variação acumulada em 4 trimestres, em %)



Fontes: IBGE e Funcex. Elaboração: Ipea/Dima/GAP.

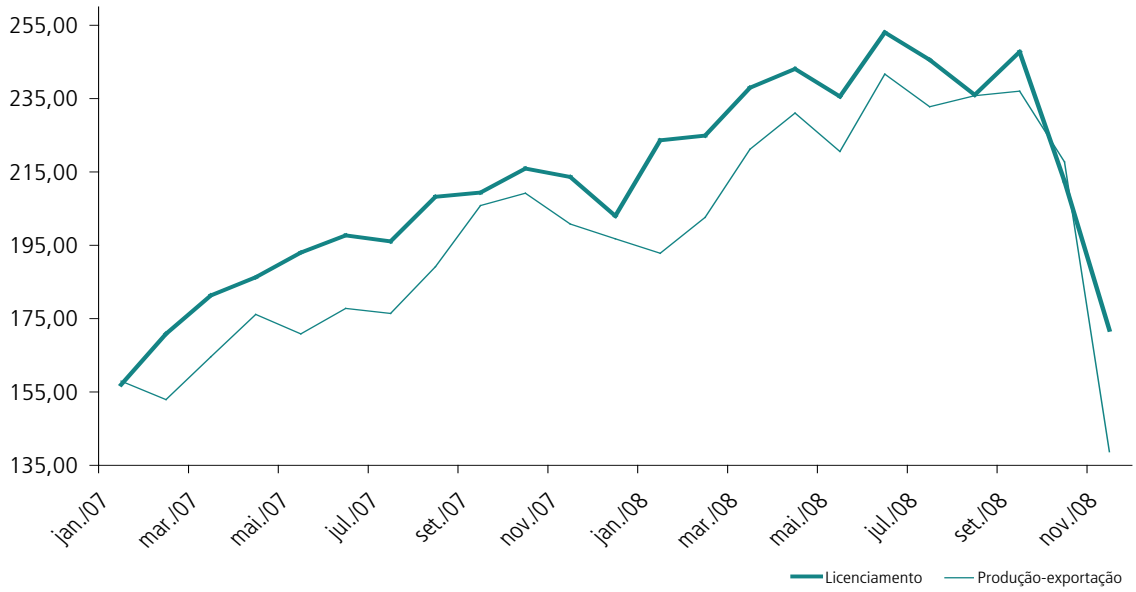
INDÚSTRIA

Até o mês de outubro, a indústria apresentou um crescimento acumulado no ano de 5,8%. Grande parte deste resultado pode ser explicado pelo comportamento do setor de autoveículos que, pelo seu alto nível de encadeamento dentro do processo industrial, é considerado como um dos principais motores desse crescimento da indústria. Neste sentido, a escassez de crédito exercerá um forte efeito negativo, dada a importância dos financiamentos no setor automotivo, gerando impactos em toda a cadeia produtiva. Os dados referentes ao mês de outubro já demonstram um arrefecimento tanto no número de licenciamentos quanto na produção de autoveículos, como mostram o gráfico 7 e a tabela 1.

A desaceleração do crescimento mundial, assim como a queda dos preços das *commodities*, exercerão um efeito negativo nos setores da indústria voltados para a exportação. Apesar da melhora nas condições de competição devido à depreciação do real, esse efeito pode ser compensado pela queda na demanda externa. Neste sentido, muitos setores já enfrentam dificuldades na definição das margens de lucro, sendo obrigados, em alguns casos, a reduzir o preço em dólar. Além disso, já existem também dificuldades de financiamento devido à deterioração das linhas de crédito externas, refletidas numa queda acentuada do volume de contratos do tipo Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC) no mês de outubro.

O encarecimento dos insumos importados – em virtude da depreciação da taxa de câmbio real – pode gerar dois efeitos distintos: 1) estímulo da produção interna, uma vez que o dólar mais caro levará alguns setores da indústria a uma substituição de importações, passando a comprar insumos de fabricantes internos; e 2) pressão por repasse de preços dos aumentos de custos nos setores mais dependentes da importação de insumos.

GRÁFICO 7
Produção e licenciamento de autoveículos
(Série ajustada[a], em mil unidades)



Fonte: Fenabrave. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
[a] Método X-12 ARIMA.

TABELA 1
Vendas consolidadas no varejo: nacionais e importados
(Em mil)

Tipos de autoveículos	Nov./2008	Out./2008	Nov./2007	Var. (%)[a]	Var. (%)
				Nov./2008-Out./2008	Out.2008/Out.2007
Veículos leves	166.279	224.744	225.750	–19,1	–26,3
Caminhões	9.440	12.100	9.456	–11,3	–0,2
Ônibus	2.187	2.585	1.854	–5,8	18,0
Total	177.906	239.429	237.060	–11,8	–25,0

Fonte: Fenabrave.

[a] Dados dessazonalizados (método X-12-ARIMA).

CONSUMO DAS FAMÍLIAS

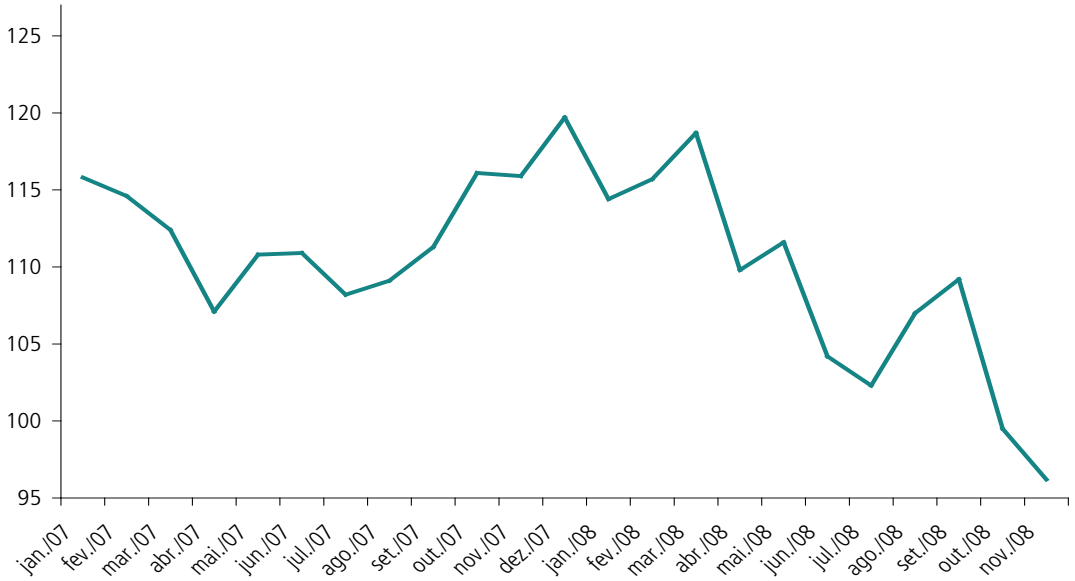
Num primeiro momento, a crise internacional irá afetar os níveis de consumo pela reversão de expectativas. Apesar de as vendas no varejo ainda não refletirem essa tendência de queda, a expectativa de consumo para os próximos seis meses – medida pelo Nível de Confiança do Consumidor da Fundação Getulio Vargas (FGV) – chegou ao patamar mais baixo desde o início da série em 2005 (ver gráfico 8).

À medida que a crise se agrava, aumenta a percepção por parte dos agentes de que a economia brasileira será afetada. O receio de perder o emprego ou ter o poder de compra dos seus rendimentos diminuído faz com que o consumidor seja mais prudente, adiando planos de consumo e tornando-se mais avesso a novos endividamentos. Somado a este fator expectante, o crédito passa a ficar mais escasso, uma vez que se torna mais arriscada para os bancos a concessão de crédito com prazos longos e taxas reduzidas.

Com relação ao nível de emprego, num primeiro momento, o ajuste se dará pela redução das horas trabalhadas e das jornadas, pela concessão de férias coletivas etc. Num segundo momento, com o arrefecimento da atividade econômica, como um todo, poderá haver redução dos postos de trabalho, enfraquecendo ainda mais os níveis de consumo.

Por último, o poder de compra dos salários poderá se reduzir à medida que o efeito da depreciação da taxa real de câmbio encarecer os chamados bens de consumo *tradables*, isto é, aqueles bens que sofrem concorrência dos produtos importados.

GRÁFICO 8
Índice de confiança do consumidor
(Base: setembro de 2005 = 100)



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

AGRICULTURA

A atual crise financeira está atingindo o setor agropecuário principalmente de duas maneiras: *a*) pela queda nas exportações; e *b*) pela restrição ao crédito. No primeiro caso, os produtos agrícolas mais afetados são: complexo da soja (*in natura*, óleo e farelo), carnes (*in natura* e industrializada) e etanol.

Segundo o relatório de outubro do United States Department of Agriculture (USDA), as projeções para a safra 2008/2009 apontam queda nas importações de soja da China e da União Européia (UE) – 5% e 6%, respectivamente, em relação à safra anterior. Os mercados europeu e americano poderão retrair suas importações de carne bovina em até 5% e 7,3%, respectivamente. Esse fenômeno já acontece na Rússia, um dos principais destinos da carne brasileira. Parte da carne que iria ser exportada está parada nos portos pela escassez de crédito dos bancos russos. Como alternativa, os importadores deverão ampliar os prazos e renegociar os preços. Segundo a Confederação da Agricultura e Pecuária (CNA) do Brasil, esse fenômeno não deverá ocorrer com outras *commodities*. Entretanto, a retração de crédito já está sendo apontada como uma das principais conseqüências da crise atual.

Devido ao cenário de menor liquidez mundial, as *tradings*, fundos estrangeiros que respondem por cerca de 40% dos financiamentos do setor, estão remanejando parte dos recursos para as sedes das empresas no exterior, onde há maior necessidade de crédito. De acordo com a CNA, com menos crédito para iniciar o plantio, a produção brasileira deve fechar a safra 2008/2009 com queda de 15%. O impacto da escassez de crédito, entretanto, não será homogêneo entre as regiões. Segundo

a Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), a região Centro-Oeste será a mais atingida, por ter uma produção mais dependente dessas *tradings* e dos fornecedores de insumos, tradicionalmente os maiores financiadores do setor na região.

A retração das linhas privadas de financiamentos para o plantio da safra 2008/2009 levou o governo federal a tomar algumas medidas, quais sejam: antecipação dos recursos do Banco do Brasil em R$ 5 bilhões, aumento da exigibilidade bancária (total de recursos que devem ser utilizados obrigatoriamente no crédito agrícola) em R$ 5,5 bilhões, uso de R$ 500 milhões dos fundos constitucionais, repasse do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) para a agricultura familiar em R$ 350 milhões e ajuda às cooperativas agropecuárias em R$ 1 bilhão. Entretanto, a ampliação das linhas de crédito não garante que o plantio ocorra dentro do período planejado nessa safra. O mercado de insumos é um exemplo disso. Segundo a Associação Nacional para Difusão de Adubos (Anda), as entregas das empresas misturadoras (que fabricam o produto final) às revendas espalhadas por todo o país somaram 2,032 milhões de toneladas no mês de outubro, 7,8% abaixo do volume de setembro e 35,5% menor que em outubro de 2007. As perspectivas para os meses de novembro e dezembro são de manutenção dessa tendência, tendo em vista que o plantio da safra de verão 2008/2009 está avançado e que as compras para o plantio da safra de inverno de 2009 ainda estão praticamente paradas.

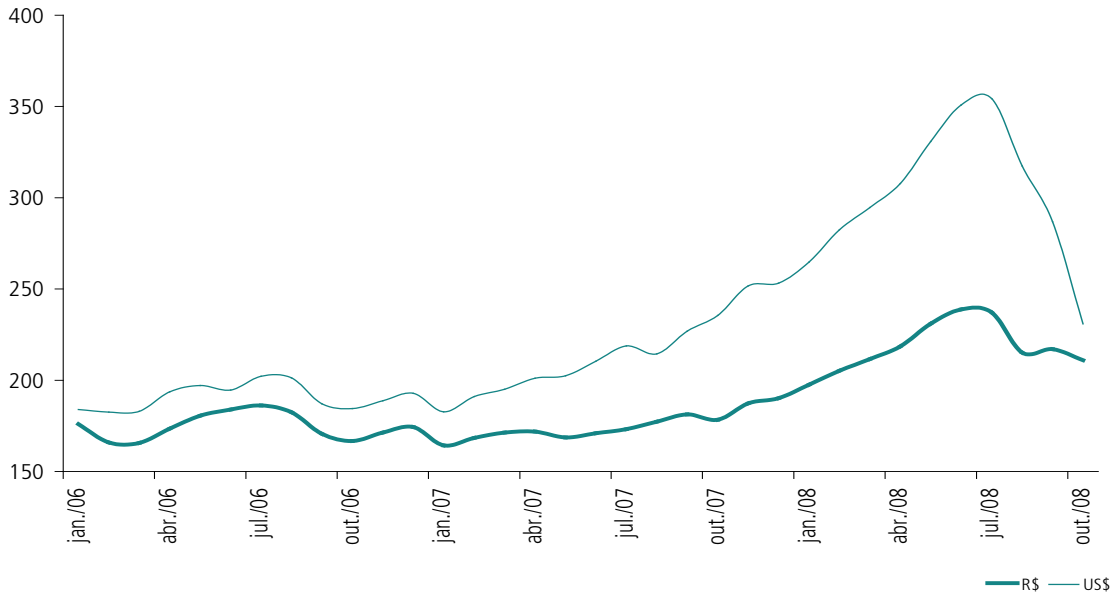
3 REFLEXOS SOBRE A INFLAÇÃO

Os efeitos da crise financeira internacional sobre o nível de preços no Brasil apresentam vertentes bem distintas. De um lado, o colapso da crise americana levou a uma significativa fuga de capitais das economias emergentes, incluindo aí o Brasil, desencadeando uma depreciação da taxa de câmbio. Essa desvalorização do real em relação ao dólar eleva o custo dos produtos importados, gerando pressões inflacionárias. Esse efeito dos importados sobre a inflação ocorre de duas formas. Em primeiro lugar, os bens finais chegam ao país a um preço mais elevado, permitindo ao produtor nacional recompor suas margens de lucro que, até então, estavam comprimidas devido à concorrência direta com os produtos estrangeiros. Em segundo lugar, o câmbio desvalorizado pressiona os custos de produção, já que vários produtos utilizam insumos importados.

No sentido contrário, ou seja, como fator atenuante da inflação, a recessão na economia mundial provocada pela crise financeira contribui para desacelerar a demanda internacional por matérias-primas, cujo comportamento altista ao longo de 2007 e na primeira metade de 2008 foi um dos principais fatores de pressão sobre os preços domésticos. De fato, a configuração de um quadro de falta de liquidez no mercado financeiro, queda no consumo das famílias e retração de exportações desencadeará uma desaceleração na taxa de crescimento mundial, garantindo assim a permanência dos preços das *commodities* agrícolas e metálicas em níveis mais baixos que aqueles observados em um passado recente.

De acordo com o gráfico 9, verifica-se que, no último trimestre, esse efeito de queda nos preços internacionais de *commodities* (incluindo aí o petróleo) foi maior que a atuação do câmbio em sentido contrário, permitindo que, mesmo em reais, os preços das *commodities* apresentem um leve recuo.

GRÁFICO 9
Índice de preços das *commodities*
(Base: janeiro de 2002 = 100)



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

Por fim, a incerteza quanto ao tamanho e ao tempo de duração da crise, aliada a uma retração do crédito no mercado doméstico, também deve gerar uma desaceleração da demanda interna, contribuindo, dessa forma, para manter a inflação em 2009 sob controle.

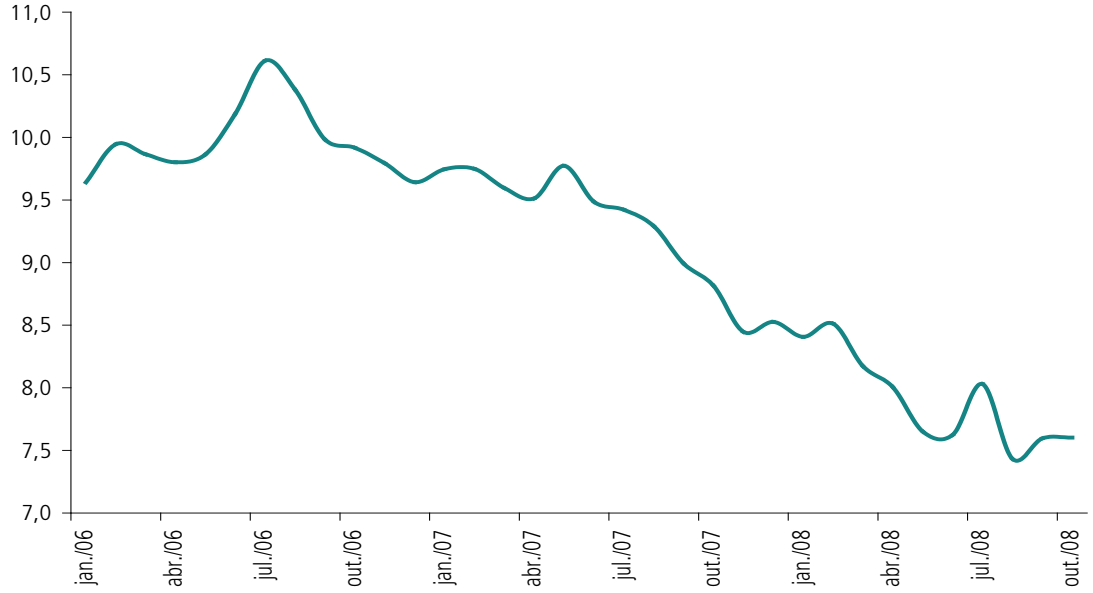
4 EFEITOS SOBRE O EMPREGO

Seguindo a mesma tendência das economias mundiais, o cenário para o Brasil no ano que vem passa por uma desaceleração na sua taxa de crescimento real do produto. Como conseqüência, o mercado de trabalho brasileiro não deve, provavelmente, repetir em 2009 a mesma performance observada nos últimos anos, quando se verificou uma queda expressiva nas taxas de desocupação.

Desde o segundo semestre de 2006, a taxa de desocupação vem se mantendo em uma clara trajetória de queda (ver gráfico 10). Este recuo na população desocupada foi decorrente de uma oferta de novos postos de trabalho em ritmo superior àquele necessário para absorver os novos trabalhadores que passam a incorporar a PEA, fazendo com que o contingente de pessoas sem ocupação pudesse se restringir.

Entretanto, com a produção crescendo a um ritmo mais moderado, é esperado que a oferta de novas vagas também apresente uma retração, o que deve impedir a continuidade da queda na taxa de desocupação. De fato, ao longo dos últimos meses a PEA vem crescendo cerca de 2,0% em média, na comparação interanual, o que significa que uma queda na taxa de desocupação, em 2009, requererá um crescimento na oferta de novas vagas acima desse patamar, o que parece pouco provável. Adicionalmente, o forte processo de formalização do mercado de trabalho brasileiro em curso também deve perder fôlego. Em um ambiente de incertezas, os empregadores agem com mais cautela, evitando contratações formais que significam não só aumento de custos na folha salarial, como também um maior dispêndio caso estes trabalhadores sejam dispensados por conta de uma piora do quadro econômico.

GRÁFICO 10
Taxa de desocupação dessazonalizada
(Em %)



Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

5 EFEITOS SOBRE A BALANÇA COMERCIAL E O BALANÇO DE PAGAMENTOS

Entre janeiro de 2002 e outubro de 2008, as exportações brasileiras, no acumulado em 12 meses, passaram de aproximadamente US$ 57 bilhões para cerca de US$ 197 bilhões, ao mesmo tempo em que as importações passaram de US$ 54 bilhões para US$ 170 bilhões, respectivamente. Esse crescimento extraordinário do comércio exterior foi possibilitado, principalmente, pela conjugação de um longo período de crescimento da demanda mundial e por um forte aumento dos preços das *commodities* nos mercados internacionais.

Esses dados indicam que a crise financeira e econômica internacional poderá impactar de maneira substancial os fluxos de comércio exterior do Brasil por meio de três diferentes canais. Primeiro, a redução da demanda global; segundo, a desvalorização cambial e, finalmente, pela continuidade das reduções dos preços das *commodities*.

A retração da demanda global deverá reduzir o crescimento das quantidades exportadas pelo Brasil, sobretudo de produtos básicos e semimanufaturados, que representam a maior parte de nossas exportações destinadas a países desenvolvidos. Ao mesmo tempo, o menor crescimento da economia brasileira em 2009, em comparação com o crescimento esperado para 2008, deverá ajudar a diminuir o aumento das importações.

A desvalorização cambial, por sua vez, poderá ter algum impacto positivo sobre as quantidades exportadas, porém, devido às defasagens existentes, esse efeito deverá ser maior apenas no final do ano. Da mesma forma, os efeitos sobre as quantidades importadas deverão demorar alguns meses a ocorrer.

Finalmente, os preços das *commodities* tiveram queda expressiva ao longo do ano e deverão continuar a cair no próximo. Entretanto, daqui para frente, esse movimento deve arrefecer devido ao fato de já estarem próximos aos níveis em que estavam pouco antes de começar o processo de forte aceleração, entre 2006 e 2007. Ainda assim, os preços médios, em 2009, permanecerão em níveis inferiores aos níveis médios de 2008, levando para baixo os preços de exportação dos produtos básicos e dos semimanufaturados.

Os preços do petróleo poderão cair um pouco mais; entretanto, pode-se esperar uma volatilidade maior, entre outros fatores, em razão de movimentos adicionais de retração da oferta por parte da Organização dos Países Exportadores de Petróleo (Opep). Nesse cenário, os preços de importação, em 2009, seriam bem inferiores aos de 2008. Por outro lado, esses preços também afetam as exportações brasileiras, quase na mesma medida, sendo o resultado líquido relativamente reduzido.

Levando-se em conta todos esses fatores, é razoável esperar, para 2009, maior crescimento das importações que das exportações, acarretando a redução do superávit comercial.

Os fluxos externos de capitais já sofreram impactos consideráveis. Desde meados de 2006, os ingressos líquidos de capitais internacionais aumentaram consideravelmente, passando de US$ 8 bilhões nos 12 meses terminados em junho daquele ano para US$ 92 bilhões em janeiro de 2008. No entanto, ao longo deste ano, esses ingressos começaram a minguar, chegando a US$ 54 bilhões nos 12 meses encerrados em outubro, principalmente em razão dos menores ingressos líquidos de investimentos diretos e investimentos em carteira (ações e títulos de renda fixa). Apenas em outubro, as saídas líquidas de investimentos estrangeiros em carteira foram de US$ 7,9 bilhões, sendo US$ 6,1 bilhões em ações. De junho a outubro deste ano, as saídas líquidas de ações alcançaram US$ 10,1 bilhões. Outro dado que chama a atenção é a saída de US$ 6,1 bilhões de ativos de bancos residentes no país. Outra forma de se examinar essa questão é observando que o risco Brasil, medido pelo EMBI+ do JP Morgan, aumentou de cerca de 170 pontos em julho de 2007 para aproximadamente 500 pontos em novembro de 2008.

É possível esperar, portanto, que, nos próximos meses, esses fluxos continuem em queda, ao menos até que os efeitos da crise sobre o sistema financeiro global permaneçam, elevando a aversão internacional ao risco. Na medida em que as saídas de capitais têm contribuído para a forte desvalorização do real nos últimos meses, o Banco Central do Brasil (BCB) vem utilizando as reservas internacionais com o propósito de reduzir a volatilidade das cotações. Dessa forma, as reservas, no conceito caixa, caíram de US$ 206 bilhões, no final de setembro, para cerca de US$ 193 bilhões, no final de novembro.

6 IMPACTOS NOS MERCADOS FINANCEIROS

Os efeitos da crise americana demoraram a refletir nos mercados financeiros brasileiros, ao contrário do que aconteceu em outros países. Isso decorreu principalmente das baixas exposições dos nossos fundos de investimentos aos *papéis podres* internacionais e da boa condição de solvência dos nossos bancos comerciais.

O escopo desta seção é analisar como efeitos especulativos internos à economia brasileira foram potencializados pela situação de incerteza internacional. Porém, para uma análise coerente em um cenário de crise, é sempre importante destacar que apesar de a economia brasileira estar em um ambiente de menor fragilidade macroeconômica, o passivo externo brasileiro é muito elevado, o que pode provocar mudanças conjunturais muito rápidas.

CÂMBIO

Nos meses de outubro e novembro, devido à incerteza provocada pela crise financeira norte-americana e pela exposição de algumas empresas do setor produtivo brasileiro nos mercados de derivativos cambiais, o real sofreu forte depreciação, ao mesmo tempo em que a volatilidade elevou-se significativamente em todos os mercados.

Depois de a taxa de câmbio ter atingido a menor cotação desde dezembro de 1998 – R$ 1,56 em 30 de julho de 2008, o real desvalorizou-se fortemente. Esse movimento foi ocasionado pela crise internacional e pelo conseqüente aumento da volatilidade do mercado interbancário de câmbio, ampliado pela quase paralisação das operações no mercado futuro de dólar.

Essa depreciação acentuada expôs o grau de financeirização[3] das empresas não financeiras brasileiras, e o seu grau de alavancagem nos mercados derivativos. Os prejuízos dessas empresas produziram no Brasil os efeitos mais fortes da crise americana, até agora.

3. Leia-se a especialização das tesourarias das empresas não financeiras na obtenção de ganhos pela especulação nos mercados financeiros.

Por isso, e com intuito de minimizar suas perdas, as empresas que estavam com suas posições vendidas acima dos valores necessários à realização de *hedge* cambial buscaram comprar dólares no mercado à vista, fortalecendo o movimento de depreciação do real e aumentando a volatilidade da taxa de câmbio.

O governo, com intuito de controlar essa volatilidade, adotou uma série de medidas: a utilização das reservas cambiais para financiar as exportações, por meio de leilão de compra de títulos de bancos que financiam o comércio exterior brasileiro – os contratos prevêem a recompra desses papéis; a possibilidade de empréstimos direto do BCB a bancos privados em moeda estrangeira voltados exclusivamente para o comércio exterior; o repasse para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) de R$ 5 bilhões, no sistema de pré-embarque; a retomada dos leilões de *swap* cambial; a determinação de que o BCB poderá realizar operações de *swap* com outros países e a venda de dólares à vista.

CRÉDITO

As mudanças ocorridas nas concessões de crédito também são decorrentes do movimento anteriormente descrito. As operações de crédito para pessoas jurídicas parecem ter diminuído consideravelmente durante a primeira metade do mês de outubro, devido às incertezas em relação às exposições financeiras das empresas produtivas.

Além disso, esse cenário propiciou uma boa expectativa de negócios para os grandes conglomerados financeiros brasileiros, que vislumbraram a possibilidade de compra das carteiras de crédito de instituições menores por preços atrativos, pela redução do crédito interbancário. Ressalte-se que essas instituições menores em geral não têm problema de solvência, e sim de liquidez. Para solucionar esse problema o BCB, em conjunto com o Ministério da Fazenda, tomou uma série de medidas com o intuito de aumentar a liquidez do mercado interbancário.

Destaquem-se as medidas relacionadas aos depósitos compulsórios: redução do compulsório para pequenos e médios bancos; liberação de compulsório para comprar carteiras de instituições menores; redução da alíquota adicional do compulsório sobre depósitos à vista e a prazo; flexibilização de parte do compulsório para instituições que comprarem carteiras de parceiros menores; dedução que os bancos podem fazer sobre os compulsórios adicionais dos depósitos à vista, a prazo e de poupança; dedução do compulsório dos depósitos a prazo; instituições que participam dos leilões de dólares com compromisso de recompra poderão abater o valor negociado dos compulsórios que ficam depositados dos recursos das empresas de *leasing*; redução de 45% para 42% da alíquota do compulsório sobre depósitos à vista; a instituição que quiser antecipar contribuições ao Fundo Garantidor de Crédito (FGC) poderá descontar o montante da quantia recolhida ao BCB como compulsório sobre depósitos à vista; a partir de 14 de novembro para estimular a injeção de recursos em bancos de menor porte que estejam com problemas de liquidez para empréstimos a seus clientes – cada R$ 100 que têm de ser recolhidos junto ao BCB, R$ 70 devem ser feitos em espécie, sem rendimento –, só R$ 30 poderão ser trocados junto ao BCB por títulos. No entanto essas medidas não surtiram imediatamente o efeito desejado. O governo, então, decidiu lançar a Medida Provisória (MP) nº 443, que possibilita a aquisição de instituições financeiras públicas e privadas pela Caixa Econômica Federal e pelo Banco do Brasil sem a necessidade de prévia autorização do Congresso Nacional. Essa MP tem o intuito de conter esse arranjo agressivo dos grandes bancos privados pela concorrência dos bancos públicos.

Em relação às concessões de crédito para pessoas físicas, os dados disponíveis – até outubro de 2008 – parecem não indicar nenhuma mudança. Porém os bancos esperam uma forte desaceleração do crédito para pessoas físicas no fim deste ano como conseqüência da crise de liquidez, que afeta o mercado interbancário brasileiro, e dos efeitos de uma recessão mundial. Por outro lado, para 2009, os analistas não estão esperando uma retração do crédito.

Vale notar que, neste ano, a vigorosa expansão dos empréstimos registrada no primeiro semestre deve garantir um crescimento dentro das metas estipuladas pelo governo no início do ano, apesar de a desaceleração ter começado antes mesmo do agravamento da crise mundial. Até setembro, último dado disponível no BCB, as concessões de crédito para pessoa física avançavam 29% no acumulado no ano. Em 2007, o avanço foi de 33% no ano.

BOLSA DE VALORES

Para entender melhor a queda acentuada nos índices da Bovespa nos últimos meses, é importante destacar duas características desse mercado: *a*) a expressiva participação das ações da Vale (13%) e da Petrobras (15%) na composição da carteira teórica do Ibovespa; e *b*) o aumento expressivo da quantidade de fundos e clubes de investimento nos últimos dois anos.

Desde maio deste ano, a Bovespa esteve sujeita a movimentos de realização de lucros ou de perdas por parte dos investidores. Dada a necessidade de diversificação de papéis por parte dos fundos e clubes de investimento, devido ao ainda pequeno tamanho da bolsa brasileira, suas composições necessariamente incluem ações de baixa liquidez. Ou seja, quando o mercado está em alta, esse problema não aparece, pois os próprios fundos escondem essa característica com a constante entrada de capital. O problema surge com o mercado em baixa: os investidores querendo liquidar suas posições, e os administradores de carteira vendendo suas posições. O movimento de queda nos preços das ações acentua-se pela necessidade de vender as ações mais líquidas, Vale ou Petrobras, para fazer frente aos saques dos cotistas. O que muitas

vezes é mais interessante para o gestor do fundo ou do clube do que baixar demais a sua rentabilidade pela venda dos papéis de segunda linha.

Entre maio e novembro, o Ibovespa caiu de aproximadamente 73.000 pontos para cerca de 35.000 pontos, uma queda superior a 50%. Ainda que outros fatores possam ter contribuído para essa baixa, não se pode evitar a conclusão de que os temores resultantes da crise financeira internacional e a saída de capitais externos tenham sido as principais causas.

7 CRISE MUNDIAL E FINANÇAS PÚBLICAS

A crise mundial não teve, até o momento, impactos negativos sobre as finanças públicas. Nas crises cambiais de 1999 e 2002, quando a dívida externa era elevada e parte significativa da dívida interna estava indexada ao câmbio, as finanças públicas sofreram significativo abalo provocado pela desvalorização cambial. No período atual, a dívida pública não apenas está muito baixa como proporção do PIB, como sua exposição ao dólar é praticamente inexistente. O Brasil possui uma dívida externa líquida negativa em 12,3% do PIB. Assim, a desvalorização cambial afeta o volume de reservas, aumentando-o e provocando redução na dívida líquida total do setor público. Em outubro, o estoque caiu para o patamar de 36,6% do PIB após já ter estado em 43% em dezembro de 2007.

O resultado primário do Tesouro Nacional (TN) continua a apresentar desempenho favorável. As receitas públicas não foram afetadas até o momento, o que indica que ainda não há sinais claros de desaceleração na economia. Em outubro deste ano, o superávit cresceu com relação ao mês anterior e, no acumulado do ano (de janeiro a outubro), há um saldo primário positivo de R$ 95,6 bilhões no Governo Central, incluindo o BCB e a previdência social. Este resultado é 55,8% superior ao obtido em igual período de 2007. Ainda há, portanto, grande vigor do lado das receitas e baixa expansão de despesas na esfera federal.

Em função dos resultados ainda favoráveis do lado real da economia brasileira, o governo tem se concentrado em atuar na política monetária para solucionar os problemas de liquidez da economia. O fato de a taxa básica de juros estar bastante elevada indica que há muito espaço para atuação do lado da política monetária, O governo ainda não operou, entretanto, uma política fiscal anticíclica, embora a defasagem entre a atuação do TN e seus reflexos na economia exijam uma intervenção preventiva e calibrada para produzir bons resultados no momento adequado. O alargamento dos prazos de recolhimento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) sobre automóveis e bebidas, do Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), da contribuição previdenciária e do Programa de Integração Social (PIS)/Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) foi a única medida tomada depois de julho deste ano.[4] A redução de tributos e aumento de gastos com investimentos são medidas já consideradas prováveis para o futuro próximo, mas ainda não previstas para serem adotadas neste final de ano.

A proposta de superávit primário contida no projeto de lei do orçamento da União para 2009 é de 4,3% do PIB. Entretanto, na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), que baliza a execução do orçamento, a meta é de 3,8% do PIB. A tendência parece ser de que a meta ficará no patamar mais baixo de 3,8% do PIB, devido às claras intenções do governo de preservar os gastos com os investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), caso haja redução de receitas em 2009.

4. Ver na seção de Financias Públicas alterações no IOF e no IPI divulgadas pelo governo mais recentemente.

1 NÍVEL DE ATIVIDADE

De acordo com os dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a economia manteve um forte ritmo de crescimento no terceiro trimestre de 2008. Sem refletir, ainda, os efeitos do agravamento da crise internacional, o Produto Interno Bruto (PIB) registrou uma expansão de 6,8% na comparação com o mesmo período de 2007, completando o quarto trimestre consecutivo com taxas superiores a 6% e a maior taxa desde o segundo trimestre de 2004. Na comparação com o segundo trimestre de 2008, sem os efeitos sazonais, o avanço foi de 1,7%, deixando um carregamento estatístico de 6,1% para o resultado do ano. Para o quarto trimestre, espera-se que a economia sofra uma desaceleração, em virtude não só dos reflexos da crise internacional como também dos efeitos do ciclo de aperto monetário iniciado em abril deste ano. Sinalizam nesse sentido a redução da produção industrial em outubro e os recentes anúncios de demissões e férias coletivas em setores importantes da indústria.

OFERTA

Pelo lado da oferta, todos os componentes apresentaram resultados positivos (ver tabela 1.1). O principal destaque foi a indústria, que cresceu 7,1% na comparação entre o terceiro trimestre de 2008 e o mesmo período do ano anterior. Em relação ao segundo trimestre de 2008, descontados os efeitos sazonais, a indústria acelerou, com expansão de 2,6%. Este bom desempenho pode ser explicado em grande parte pelo forte crescimento do setor de construção civil que, estimulado pela expansão do crédito imobiliário e pelos projetos de infra-estrutura do governo, avançou 11,7% em relação ao mesmo trimestre de 2007.

O setor de agropecuária também registrou crescimento expressivo no terceiro trimestre de 2008, avançando 6,4% em relação ao mesmo período do ano anterior. Com este resultado, a expansão acumulada no ano chega a 6,7%, maior taxa de crescimento desde 2003, nesta mesma base de comparação. Em relação ao trimestre imediatamente anterior, o setor apresentou uma variação positiva de 1,5%. Destaque para o desempenho da pecuária e da silvicultura, além da boa performance de alguns produtos agrícolas, com safra no terceiro trimestre, como é o caso do trigo, do café e da cana-de-açúcar.

Já o setor de serviços encerrou os três primeiros trimestres de 2008 com um crescimento acumulado de 5,5%. Na comparação com o mesmo trimestre de 2007, o avanço foi de 5,4%. Os melhores desempenhos ficaram por conta dos serviços de informação e comércio, com taxas de crescimento de 10,0% e 9,8%, respectivamente.

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

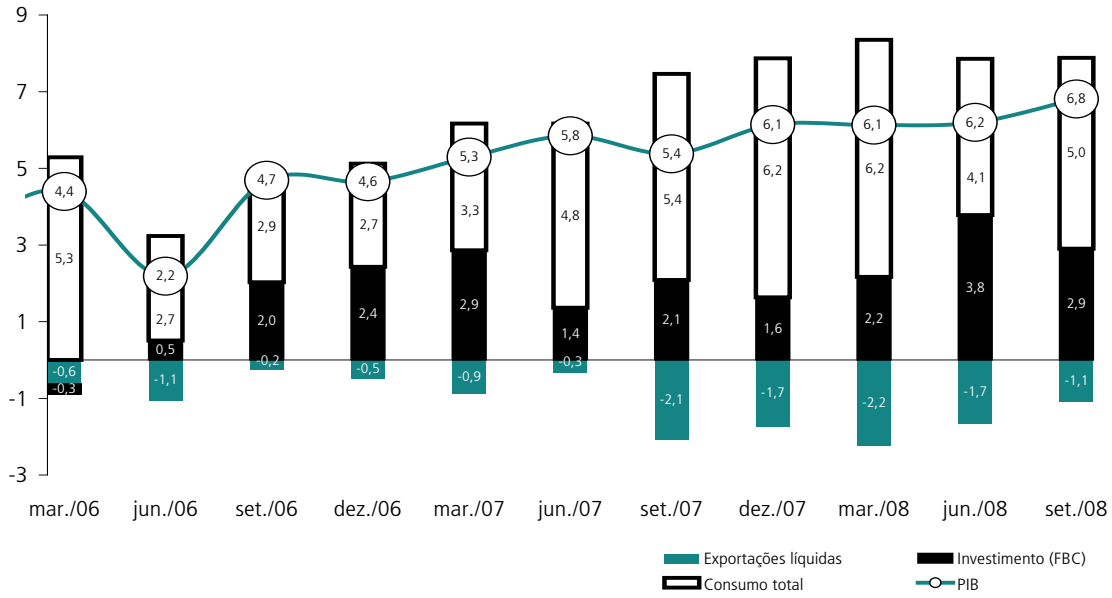
	2007				2008			Variação Anual		
	I	II	III	IV	I	II	III	2007	2008[a]	
PIB pm	5,3	5,8	5,4	6,1	6,1	6,2	6,8	5,4	4,2	5,2
Imposto s/ produtos	7,1	8,9	8,1	9,5	9,1	8,1	10,1	9,1	5,8	6,7
Agropecuária	5,6	1,5	8,7	9,9	3,8	9,3	6,4	5,3	3,6	4,4
Indústria	3,0	7,0	5,1	3,7	6,9	5,7	7,1	4,9	4,5	5,3
Serviços	5,8	5,2	4,5	6,0	5,2	5,4	5,9	4,7	3,9	4,9
Consumo - Total	6,0	6,0	5,3	6,3	6,3	5,5	7,1	5,7	5,3	5,9
FBCF	9,0	13,4	15,2	16,0	15,4	16,6	19,7	13,4	12,4	14,1
Exportação	6,2	13,6	1,7	6,2	–2,3	4,9	2,0	6,6	3,3	5,0
Importação	20,0	18,6	20,7	23,5	18,8	26,0	22,8	20,7	20,6	24,1
PIBpm var dessaz (%)	1,7	1,4	1,2	1,7	1,7	1,6	1,8			

Fonte: IBGE Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
[a] Projetado.

DEMANDA

Olhando para os resultados pelo lado da demanda, nota-se um padrão de crescimento que já se mantêm desde o segundo trimestre de 2006. Durante este período, a demanda interna, composta pela formação bruta de capital e pelo consumo total, tem contribuído positivamente para o crescimento do PIB. No terceiro trimestre, a demanda interna cresceu 7,9% ante o mesmo período do ano anterior (ver gráfico 1.1). Em contrapartida, as exportações líquidas, mais uma vez, apresentaram resultado negativo, contribuindo em –1,1 ponto percentual.

GRÁFICO 1.1
Componentes de demanda: contribuição ao crescimento
(Em %)



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

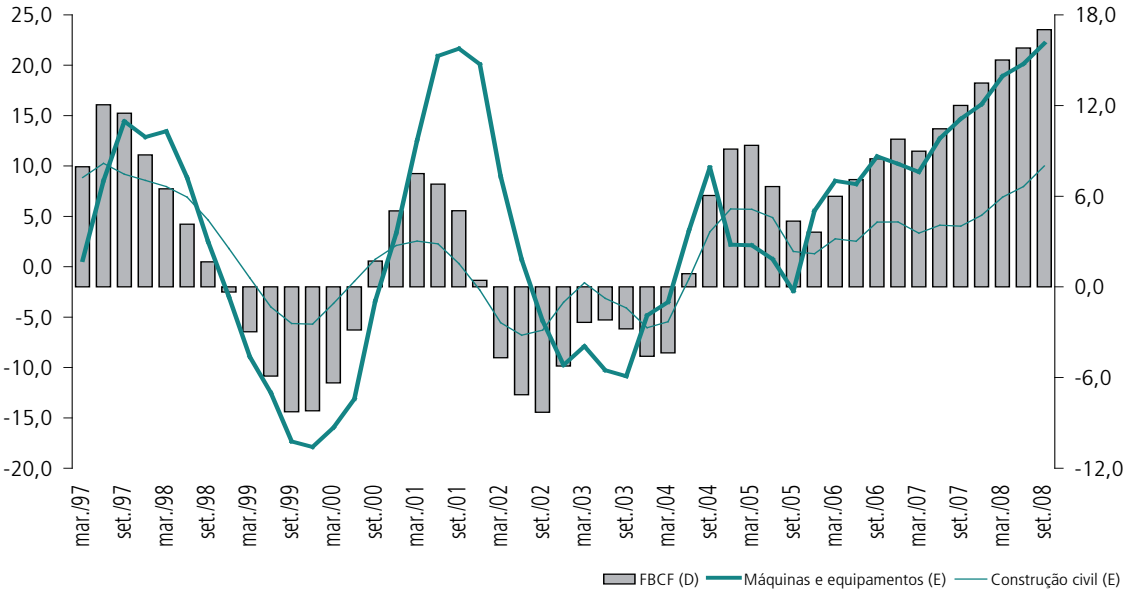
O consumo das famílias registrou crescimento expressivo de 7,3% na comparação entre o terceiro trimestre de 2008 e o mesmo período do ano anterior. Este resultado representou a maior taxa de expansão desde o primeiro trimestre de 1997. Nesta base de comparação, este já é o vigésimo trimestre consecutivo com crescimento positivo. Em relação ao segundo trimestre de 2008, com ajuste sazonal, o crescimento de 2,8% foi o melhor resultado da nova série de Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, com início em 1996. O bom desempenho do consumo das famílias ainda é reflexo do crescimento do emprego e da renda, acompanhado por um aumento no grau de formalização do mercado de trabalho, o que facilitou o acesso ao crédito. Com o agravamento da crise internacional, este quadro tende a se alterar, uma vez que o encarecimento do crédito, somado à piora das expectativas em relação ao desempenho da economia, reduzirá a confiança dos consumidores.

O consumo do governo registrou uma variação de 6,4% ante o terceiro trimestre de 2007. Na comparação sem efeitos sazonais houve aceleração, com crescimento de 1,5% em relação ao segundo trimestre. A manutenção do forte ritmo de crescimento do consumo do governo está intimamente associada ao desempenho da atividade econômica, que aumenta a arrecadação de impostos.

O grande destaque entre os componentes da demanda foi, mais uma vez, a formação bruta de capital fixo (FBCF), que registrou avanço de 19,7% na comparação entre o terceiro trimestre de 2008 e o mesmo período de 2007. Na série com ajuste sazonal, o investimento também acelerou, avançando 6,7% em relação ao segundo trimestre, recorde histórico na nova série do IBGE pelo segundo trimestre consecutivo. Este resultado é explicado pelo excelente desempenho do consumo aparente de máquinas e equipamentos[1] (Came), e da construção civil (ver gráfico 1.2). Enquanto o Came cresceu 24,8% no terceiro trimestre, novamente influenciado pelas importações de bens de capital, o setor da construção civil continua se destacando, registrando variação de 12,8%.

1. Produção + importação – exportação de bens de capital. Elaboração Ipea.

GRÁFICO 1.2
FBCF e componentes
(Taxa de crescimento real acumulada em 4 trimestres, em %)



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

INDÚSTRIA

Segundo a Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física (PIM-PF), divulgada pelo IBGE, a produção em outubro cresceu apenas 0,8% na comparação com o mesmo mês do ano anterior, o que representou a menor taxa de crescimento desde dezembro de 2006. Na comparação livre de efeitos sazonais, o desempenho foi ainda pior, registrando-se uma queda de 1,7% em relação ao mês de setembro. No acumulado do ano, comparando-se os primeiros dez meses de 2008 com o mesmo período do ano passado, a produção registrou uma expansão de 5,8% (ver tabela 1.2). Com este resultado, o *carry-over* para 2008 ficou em 5,2%, ou seja, a produção industrial cresceria a essa taxa mesmo que a variação dessazonalizada fosse nula durante os meses restantes de 2008.

Dentre as categorias de uso, o recuo na margem foi generalizado. Enquanto o setor de bens de consumo duráveis registrou uma queda de 4,7%, refletindo em grande medida a forte retração do setor de veículos automotivos, a produção de intermediários caiu 3,0% em relação a setembro, maior recuo desde outubro de 2001. O único destaque positivo ficou por conta do setor de bens de capital que, apesar da queda de 0,5% entre setembro e outubro, avançou 15,7 % na comparação com o mesmo mês do ano anterior.

TABELA 1.2
Produção Industrial Mensal[a]
(Variação, em %)

	Out. 2008/Set. 2008	Out. 2008/Out. 2007	Acumulado no ano	Em 12 Meses
Geral	–1,7	0,8	5,8	5,9
Classes				
Extrativa mineral	–0,3	7,2	7,4	7,3
Transformação	–2,0	0,4	5,7	5,8
Categorias de uso				
Capital	–0,5	15,7	18,4	19,0
Intermediários	–3,0	–2,4	4,4	4,6
Consumo	–2,8	0,1	4,1	4,2
Duráveis	–4,7	–1,5	10,5	10,6
Semi e não-duráveis	–2,2	0,6	2,1	2,3
Insumos da construção civil	–0,3	7,7	10,5	9,8

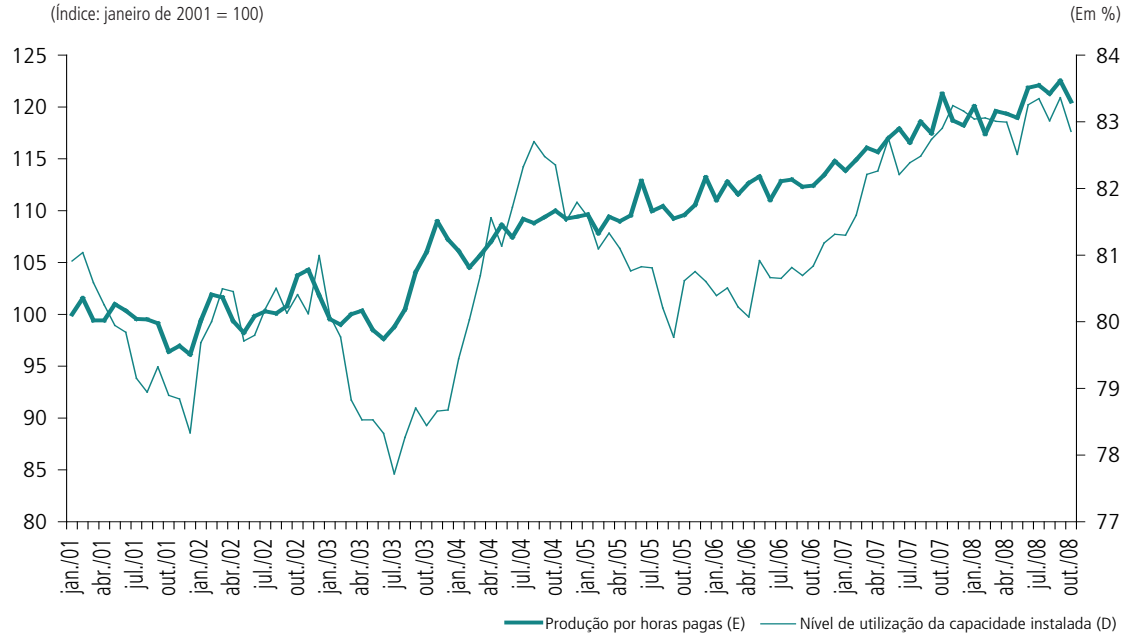
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

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

Apesar do bom desempenho da produção industrial no acumulado do ano, os resultados da PIM-PF para o mês de outubro já demonstram os primeiros sinais de uma possível reversão dessa tendência de crescimento. O agravamento da crise internacional, com reflexos negativos no mercado de crédito e nos índices de confiança dos agentes econômicos, vem exacerbar os efeitos de um inevitável processo de desaceleração do ritmo de crescimento da produção industrial. O início do ano foi marcado por um cenário em que o nível médio dos estoques era visto como insuficiente para atender uma demanda cada vez mais aquecida. Neste contexto, vários setores intensificaram a produção, gerando algum descompasso entre oferta e demanda. O exemplo mais claro desse fato é o setor de autoveículos que, a partir do segundo semestre, passou a conviver com níveis de estoques cada vez maiores, impondo a necessidade iminente de alguma acomodação da produção. Somados a isto, os efeitos negativos provenientes do aperto monetário iniciado em abril atingiriam seu ápice a partir do quarto trimestre. Com o agravamento da crise mundial, o freio no nível de atividade deverá ser ampliado, como já demonstram alguns indicadores industriais referentes ao mês de novembro. De acordo com a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), o número de veículos licenciados em novembro de 2008 foi 25,0% menor que no mesmo mês do ano passado. O encolhimento da demanda, por sua vez, intensificou o recuo da produção, que registrou queda de 28,6% na mesma base de comparação.

O nível de utilização da capacidade instalada na indústria de transformação (Nuci), calculado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), também recuou, apresentando uma retração na comparação entre outubro e setembro, com ajuste sazonal, atingindo um valor de 82,9%, contra 83,4% no mês anterior. A produtividade do trabalho na indústria, calculada a partir da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes), também sofreu redução no mês de outubro (ver gráfico 1.3).

GRÁFICO 1.3
Nível de utilização da capacidade instalada *versus* produtividade do trabalho
(Séries dessazonalizadas)



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

É normal que os setores ligados à produção de bens de consumo duráveis sofram mais em épocas de crise. Nos momentos de elevação da renda real, as famílias podem gastar frações crescentes de seus rendimentos em bens com maior valor relativo e de menor necessidade imediata. Já em momentos de retração, o consumo desses bens é diferido no tempo, aumentando-se a parcela relativa da renda gasta em bens necessários à manutenção das famílias. Comportamento semelhante ocorre com os bens de capital. Em períodos de crescimento sustentado da produção, ao se aproximar do limite da capacidade produtiva, os diversos setores de atividade dão início a investimentos necessários a aumentar essa capacidade, fazendo encomendas ao setor de bens de capital. Portanto, sua produção tende a crescer a um ritmo mais veloz do que o da produção. Já em momentos de desaceleração da atividade, as encomendas de máquinas e equipamentos são reduzidas ou mesmo suspensas, tornando sua variação mais do que proporcional ao ritmo de produção. Já o consumo de bens semi e não-duráveis, por suprirem necessidades mais imediatas, normalmente variam menos do que proporcionalmente à renda. Produtos, como alimentação, itens ligados a cuidados pessoais, combustíveis etc., são mais difíceis de terem seu consumo reduzido ou substituído. Com o

objetivo de verificar a existência desses padrões de comportamento, utilizou-se a série histórica da PIM-PF para estimar regressões segundo a especificação abaixo:

$$\Delta \log(setor\ da\ indústria) = \alpha + \beta \Delta \log(indústria\ total) + \sum_{i=1}^{5} \Delta \log(setor\ da\ indústria)_{t-1}$$

onde,

setor da indústria = setores componentes da indústria de transformação, por categoria;

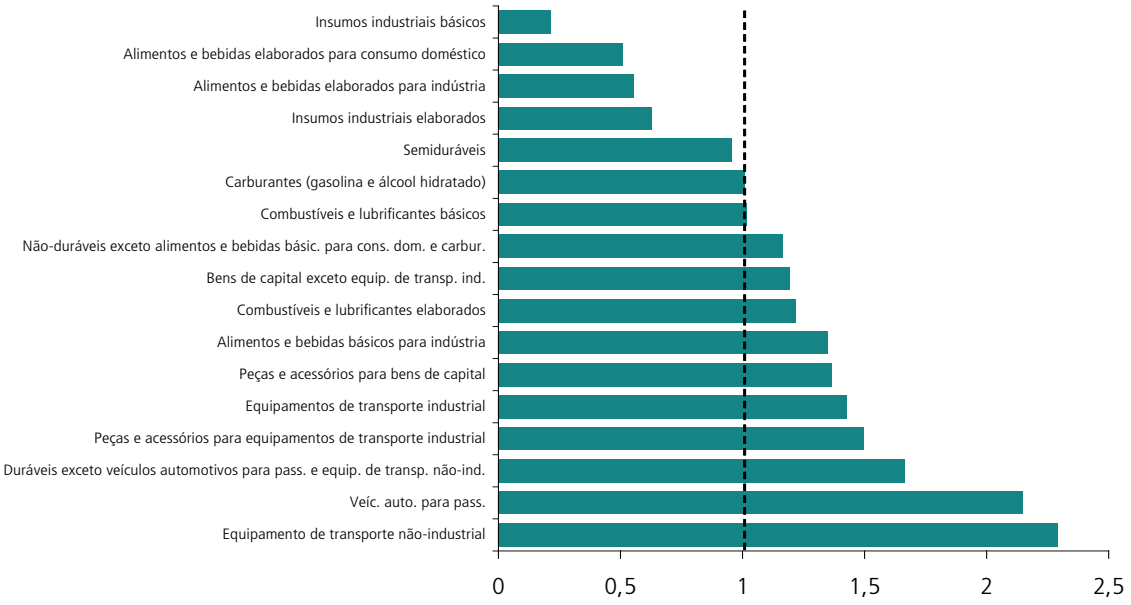
indústria total = indústria de transformação;

$\Delta \log(x)$ = taxa de variação de x.

Em cada regressão foi computado o coeficiente beta (β), aqui interpretado como a combinação da volatilidade relativa com a correlação entre cada componente da indústria e a produção industrial total.[2] Por definição, a produção total possui um beta igual a 1, sendo este o valor que servirá de base para a mensuração relativa da volatilidade de cada setor. De acordo com os resultados apresentados no gráfico 1.4, fica evidenciado que produtos como veículos automotores, equipamentos de transporte industriais, e bens de consumo duráveis em geral possuem uma volatilidade maior do que a indústria como um todo. Para o caso dos veículos, por exemplo, sua produção acompanha a produção industrial total, só que multiplicada por um fator de 2,1.

Esses resultados indicam que, agora que se espera uma desaceleração ou até mesmo uma retração da atividade industrial, os setores que possuem beta superior a 1 serão os mais atingidos, ao passo que aqueles em que esse coeficiente é menor do que 1 deverão apresentar os melhores resultados relativos. Essa informação é importante para se colocar em perspectiva as próximas variações da produção industrial por setores.

GRÁFICO 1.4
Medidas de volatilidade: coeficiente beta



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

COMÉRCIO

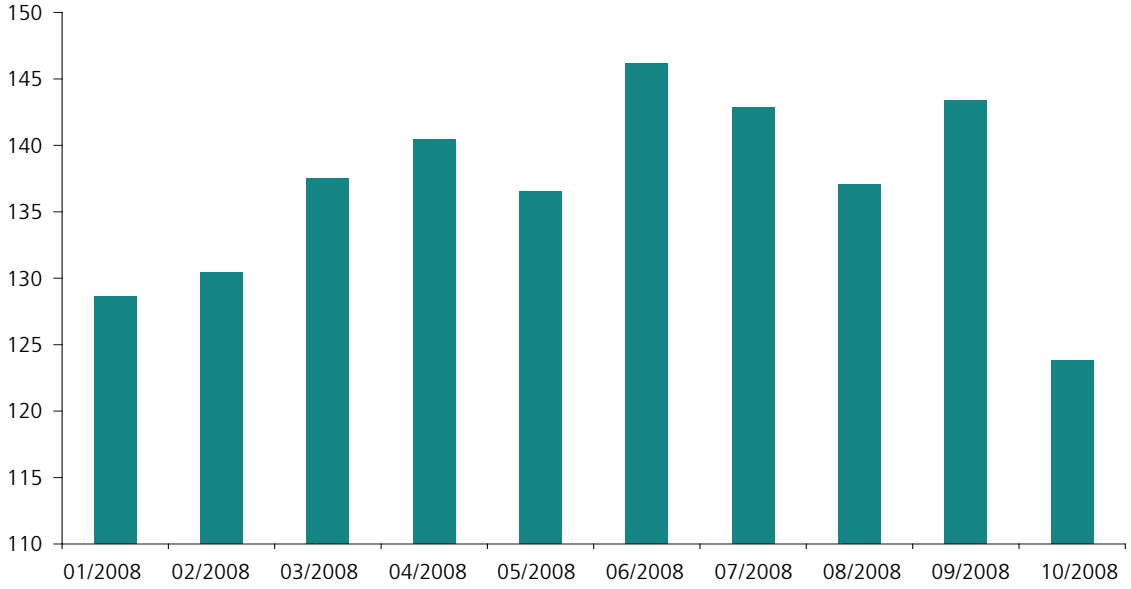
A Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), divulgada em setembro pelo IBGE, demonstra que o desempenho das vendas no varejo ainda não apresentou sinais de arrefecimento. Na margem, o volume de vendas ampliado cresceu 4% e o estrito teve acréscimo de 1,2%. Na comparação com o mesmo mês do ano anterior, o indicador de vendas registrou crescimento de 9,4%, com destaque para materiais para escritório, informática e comunicação (50,6%), veículos e motos (28,8%), e móveis e eletrodomésticos (21,2%). A partir de outubro espera-se que haja desaceleração no volume de vendas no varejo, especialmente em relação aos bens duráveis, que dependem de disponibilidade de crédito.

2. Este exercício tem como base os modelos de alocação de portfólio nos quais o coeficiente beta é utilizado para determinar a correlação entre os movimentos de uma ação e do mercado como um todo.

No gráfico 1.5 verifica-se a tendência de redução nas vendas de veículos leves (automóveis e comerciais leves) a partir de outubro. De acordo com a Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabrave), a queda mais recente no volume de veículos leves vendidos é reflexo da crise no mercado internacional, a qual freou as decisões de compra dos consumidores. As perspectivas de vendas fracas levaram as montadoras à redução da produção, já que os estoques alcançaram patamares elevados (300 mil de unidades em outubro) diante da deterioração das expectativas.

GRÁFICO 1.5
Desempenho nas vendas de veículos leves
(Série dessazonalizada[a])

(Unidades vendidas)



Fonte: Fenabrave. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
[a] Método X-12 ARIMA.

Para os próximos seis meses, a expectativa de consumo da população também aponta para um desaquecimento nas vendas. Segundo a FGV, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC-Expectativa) chegou a seu menor patamar desde o início da série, em setembro de 2005 (gráfico 1.6). Logo, é possível esperar que os resultados da PMC, para os próximos meses, apresentem alguma desaceleração.

GRÁFICO 1.6
Pesquisa Mensal de Comércio e Índice de confiança do consumidor
(ICC-setembro de 2005 = 100) (PMC-média mensal de 2003 = 100)

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

AGROPECUÁRIA

A iminência de desaquecimento das principais economias do mundo decorrente da crise financeira vem tendo impactos no setor agropecuário. A escassez de crédito global e a recessão que ameaça as principais economias desenvolvidas deverão reduzir a demanda pelos principais produtos agropecuários exportados pelo Brasil.

De acordo com as projeções do Departamento de Agricultura dos Estados Unidos (USDA) divulgadas em novembro, os principais produtores mundiais de soja – Estados Unidos e Brasil – devem apresentar variação de produção em respectivamente 9% e –1,6% (ver tabela 1.3). O principal motivo para o aumento da produção americana é o atrativo preço do produto no mercado internacional. Em 2006, muitos produtores haviam substituído soja por milho devido ao anúncio da política de geração de biocombustíveis a partir do mesmo. Entretanto, desde o segundo semestre de 2008, observa-se um movimento de retorno à produção de soja, já que entre os dois produtos, o milho tem sofrido queda de preço mais acentuada – segundo a Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), 47% de junho a novembro, frente à queda de 40% no preço internacional da soja. Isso pode ser verificado através do aumento de 16% na área plantada de soja na safra 2008/2009 sobre as áreas de milho e algodão, e pela redução prevista de 30% nos estoques de etanol de milho no país. Com isso, as perspectivas são favoráveis à exportação de etanol brasileiro que concorre diretamente com os Estados Unidos no mercado internacional. Para o Brasil, a projeção do USDA de queda de 2% na produção de soja é conseqüência da restrição de crédito, principalmente no Centro-Oeste, principal região exportadora do país. Entretanto, as projeções da Conab para a safra 2008/2009 são ainda mais pessimistas, indicando queda de 5,5% a 7,3% para a próxima safra.

TABELA 1.3
Projeções para a safra de grãos – 2008/2009

	2007/2008	Previsão 2008/2009	Variação (%)
Produção de Soja[a]			
Estados Unidos	72.824	79.486	9,1
Brasil	61.000	60.000	–1,6
Área plantada[b]			
Soja			
Brasil	21,30	21,50	0,9
Estados Unidos	25,96	30,10	15,9
Milho			
Estados Unidos	35,02	31,64	–9,7
Brasil	14,70	14,30	–2,7

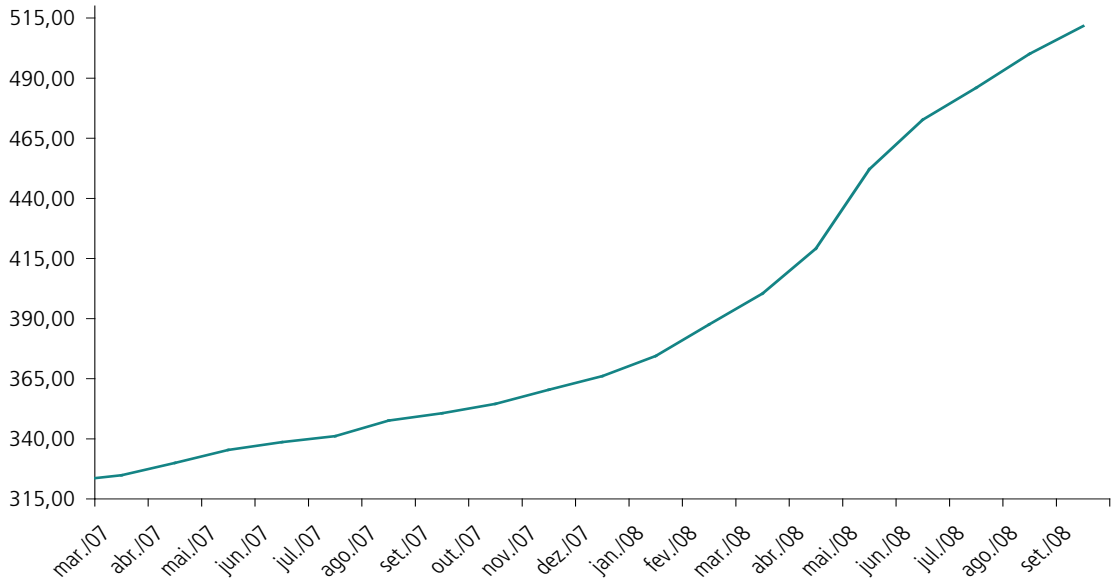
Fonte: USDA.
Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
[a] Mil toneladas métricas.
[b] Milhão de hectares.

Visando amenizar os efeitos da crise sobre o crédito, o Ministério da Agricultura liberou R$ 15,5 bilhões em financiamentos para o setor agrícola nos primeiros meses do presente ano-safra, que começou em julho.[3] Contudo, medidas como essa parecem não ter sido suficientes. Parte do crédito disponível ainda não foi utilizado, e parte dos insumos teve aumento significativo dos preços, como foi o caso dos fertilizantes (gráfico 1.7).

O gráfico 1.8 apresenta a queda no volume de vendas de fertilizantes. O consumo de insumos é um indicador importante para a quantidade produzida, principalmente em culturas que necessitam de maiores correções do solo, como é o caso dos grãos na região Centro-Oeste.

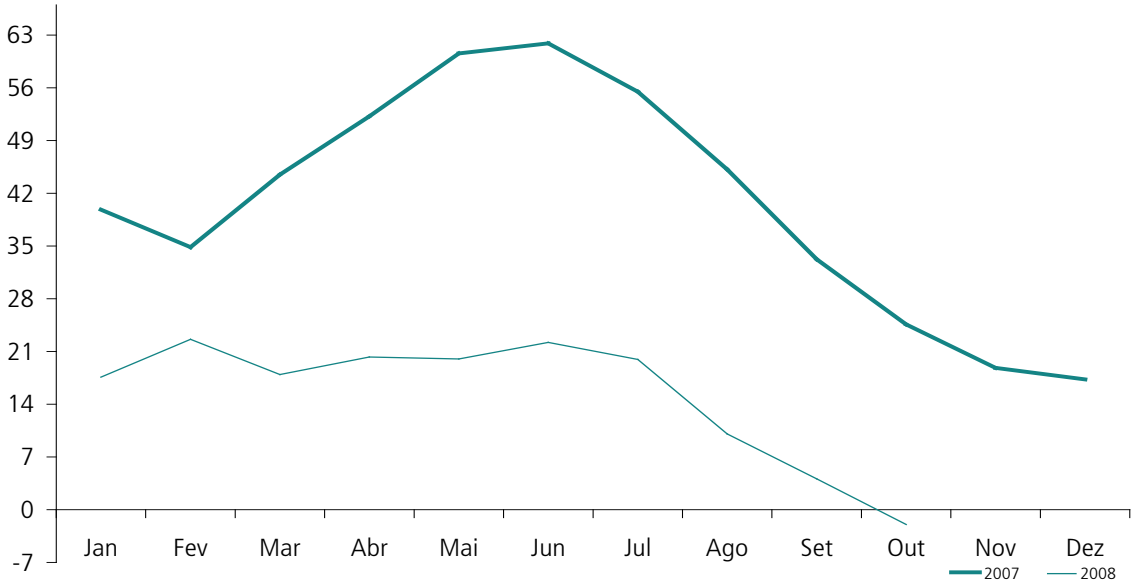
3. Para maiores detalhes sobre as políticas adotadas pelo governo, consultar o Caderno sobre a Crise Financeira.

GRÁFICO 1.7
Índice de preços pagos pelos insumos agrícolas



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

GRÁFICO 1.8
Volume de vendas de fertilizantes
(Acumulado do ano, variação em %)

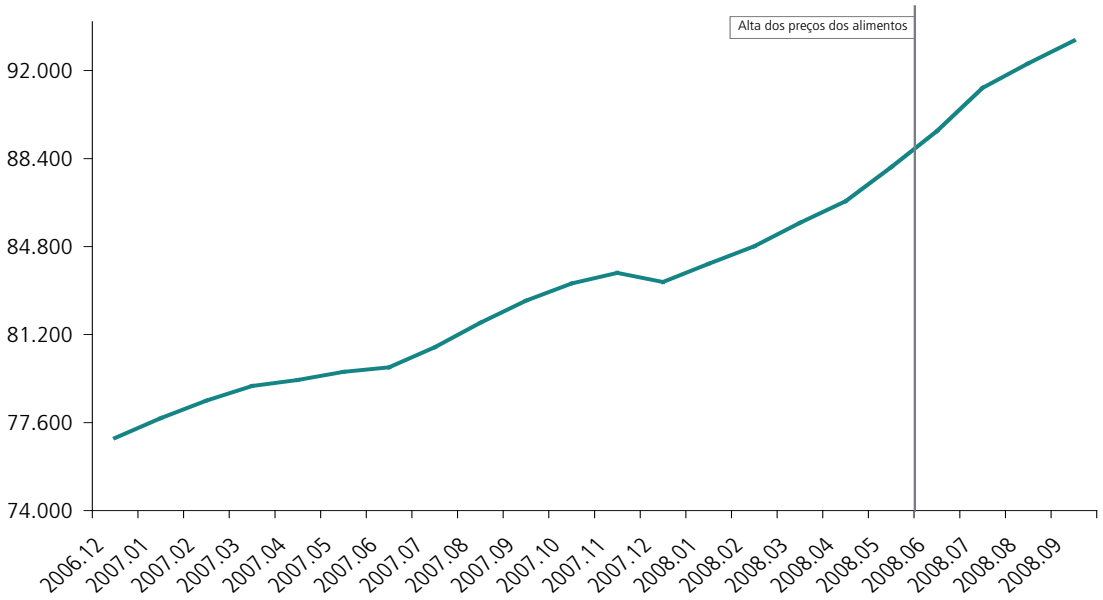


Fonte: Anda. Elaboração:Ipea/Dimac/GAP.

Em relação ao crédito disponibilizado, vale lembrar que, além do atraso na concessão, muitos produtores rurais não puderam usufruir desse recurso por já apresentarem dívidas de safras anteriores. Como essa dívida não foi amortizada durante o período de *boom* dos preços dos alimentos (gráfico 1.9), a queda na utilização de insumos, associada à queda dos preços internacionais e ao aumento da dívida no setor agropecuário, sinaliza para uma crise iminente em 2009.

GRÁFICO 1.9
Saldo devedor rural
(Série ajustada)[a]

(Em R$ milhões de outubro de 2008, deflator: IPCA)



Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
[a] Método X-12 ARIMA.

2 EMPREGO

O mercado de trabalho brasileiro, a despeito de outros setores da economia, ainda não mostrou os efeitos da forte crise financeira internacional, cujos desdobramentos devem gerar uma desaceleração da economia, principalmente a partir do último trimestre do ano. Em outubro, de acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), a taxa de desocupação foi de 7,5%, situando-se 1,2 ponto percentual (p.p.) abaixo do observado no mesmo mês do ano anterior. Este movimento de desaceleração no nível de desocupação é explicado pela manutenção de um quadro em que a oferta de novos postos de trabalho vem crescendo a taxas superiores às da População Economicamente Ativa (PEA). De fato, no acumulado de 2008, enquanto a PEA apresenta uma taxa média de crescimento de 2,0%, a população ocupada cresce 4,0%, na mesma base de comparação.

Mais uma vez, o destaque no mercado de trabalho continua sendo a ocupação com carteira que, no ano, acumula alta de 7,4%. Com este resultado, em outubro, o grau de formalização registrou novo crescimento, alcançando o patamar de 56,6%.

GRÁFICO 2.1
Indicadores do mercado de trabalho
(Taxa de desocupação, em %) (População ocupada, em 1.000 pessoas)

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

Em termos setoriais, a PME revela que o maior empregador continua sendo o setor relacionado ao comércio, que absorve cerca de 19% de todo o contingente de trabalhadores, seguido pela indústria (17%), outros serviços[1] (17%) e administração pública (16%). Apesar de ser o maior empregador, o setor de comércio foi um dos que apresentou a menor taxa de expansão do emprego ao longo do ano (3,1%), só perdendo para os setores outras atividades e serviços domésticos, cujas vagas recuaram 8,5% e 2,4%, respectivamente, em 2008. Em contrapartida, as maiores taxas de crescimento no nível de emprego foram registradas nos setores outros serviços (5,8%), intermediação financeira (5,4%) e administração pública (5,3%).

Os rendimentos médios reais habitualmente recebidos apresentaram, em outubro, uma leve desaceleração na margem. Entretanto, na comparação com o mesmo mês de 2007, eles registraram alta de 4,5%. No acumulado do ano, a variação observada é de 3,3%. Na desagregação dos dados acumulados em 2008, verifica-se que o aumento nos rendimentos reais ocorre com maior intensidade no segmento dos trabalhadores por conta própria (4,7%), seguido pelo setor público (4,2%). No setor privado, a expansão dos salários foi de 1,9%, decorrente, sobretudo, do conjunto dos trabalhadores com carteira, cuja taxa real de crescimento salarial foi de 1,1%.

Em termos monetários, verifica-se que, na média, os salários pagos no setor público são quase duas vezes maiores que os praticados no setor privado. Em outubro, enquanto o salário médio real habitualmente pago no setor público foi de R$ 2.022,00, no privado, com carteira, era de apenas R$ 1.121,00, pouco mais da metade. Não se deve perder de

1. Sob a sigla outros serviços estão os trabalhadores que atuam nos setores de transporte, limpeza urbana e serviços pessoais, excluindo os serviços domésticos.

vista que boa parte dessa diferença pode ser explicada pela maior qualificação média do servidor público, uma vez que a proporção de trabalhadores com maior nível de instrução deve ser bem maior nesse segmento.

Estes reajustes reais nos salários, aliados à expansão da oferta de empregos, vêm garantindo um crescimento sustentável da massa salarial ao longo dos últimos meses. Em outubro, na comparação interanual, o aumento da massa salarial real habitualmente recebida foi de 8,6%. No ano, a alta acumulada é de 7,4%, mantendo-se em um patamar bem acima do observado em 2007 e 2006 (6,3% e 6,4%, respectivamente).

TABELA 2.1
PME: indicadores setoriais do mercado de Trabalho

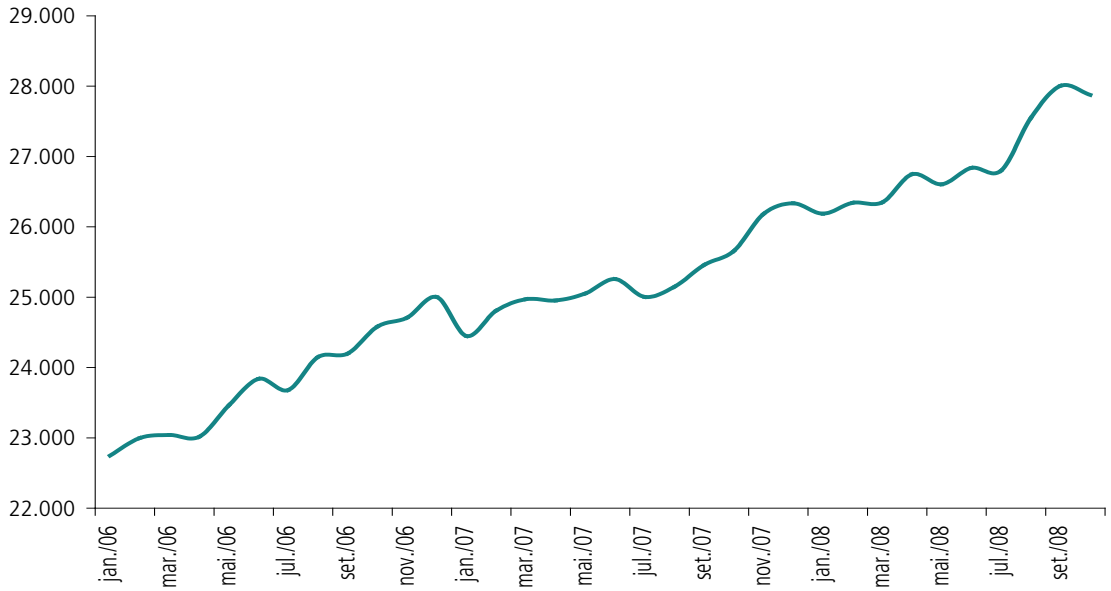
	Total	Indústria extrativa e de transformação	Construção	Comércio	Intermediação financeira e atividades imobiliárias	Administração pública	Serviços domésticos	Outros serviços	Outras atividades
					População ocupada (Em 1.000 pessoas)				
Jan./08	21.261	3.602	1.480	4.099	3.185	3.304	1.650	3.829	113
Fev./08	21.160	3.549	1.513	4.145	3.188	3.349	1.621	3.685	109
Mar./08	21.282	3.575	1.577	4.091	3.223	3.367	1.621	3.719	110
Abr./08	21.387	3.633	1.577	4.118	3.258	3.361	1.695	3.625	120
Mai./08	21.476	3.727	1.573	4.130	3.292	3.362	1.716	3.562	116
Jun./08	21.723	3.752	1.570	4.215	3.281	3.435	1.717	3.629	125
Jul./08	21.668	3.750	1.567	4.124	3.286	3.451	1.717	3.649	122
Ago./08	21.820	3.847	1.582	4.053	3.341	3.473	1.692	3.700	132
Set./08	21.979	3.763	1.610	4.185	3.341	3.455	1.712	3.778	133
Out./08	22.155	3.762	1.619	4.258	3.321	3.563	1.684	3.821	127
					Variação média anual (%)				
Média de 2006	2,3	0,8	1,5	1,6	5,0	2,3	2,8	2,6	-1,5
Média de 2007	3,0	0,9	3,4	2,1	7,4	2,6	2,8	2,7	3,4
Média de 2008	3,9	4,2	4,1	3,1	5,3	5,2	-2,4	5,8	-8,5
					Composição da ocupação				
Média de 2006	100,0	17,4	7,2	19,6	14,3	15,7	8,2	17,0	0,6
Média de 2007	100,0	17,1	7,2	19,4	14,9	15,6	8,2	17,0	0,6
Média de 2008	100,0	17,1	7,3	19,2	15,2	15,8	7,8	17,1	0,6

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

Em que pese o fato de os dados do IBGE ainda não mostrarem um cenário contaminado pela crise internacional, os números divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) coletados no Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (Caged) revelam que, em outubro, houve uma forte desaceleração na taxa de crescimento dos empregos formais no país. Isso pode ser um prenúncio de alguma desaceleração do mercado de trabalho, o que vem sendo indicado pelos recentes anúncios de demissões e férias coletivas no setor formal da economia. Enquanto na média mensal foram criados, de janeiro a setembro, cerca de 231,8 mil novas vagas formais no país, em outubro foram gerados pouco mais de 61 mil postos de trabalho. Na comparação com outubro de 2007, houve queda de 70% na criação de novas vagas. Apesar desta desaceleração em outubro, no acumulado do ano os dados do Caged revelam uma expansão de 7,4% na oferta de vagas, o que significa uma geração líquida de emprego superior a 2,1 milhões de novas colocações no mercado de trabalho.

De fato, ainda que comece a surgir algum impacto mais forte da crise no último bimestre do ano, este se daria na margem, não prejudicando de forma expressiva o bom desempenho dos indicadores do mercado de trabalho no ano. Para 2009, entretanto, o cenário é de um pouco mais de cautela, havendo expectativa de estabilidade tanto no que diz respeito à ocupação quanto aos rendimentos.

GRÁFICO 2.2
Massa salarial habitualmente recebida
(Em R$ mil de outubro de 2008)



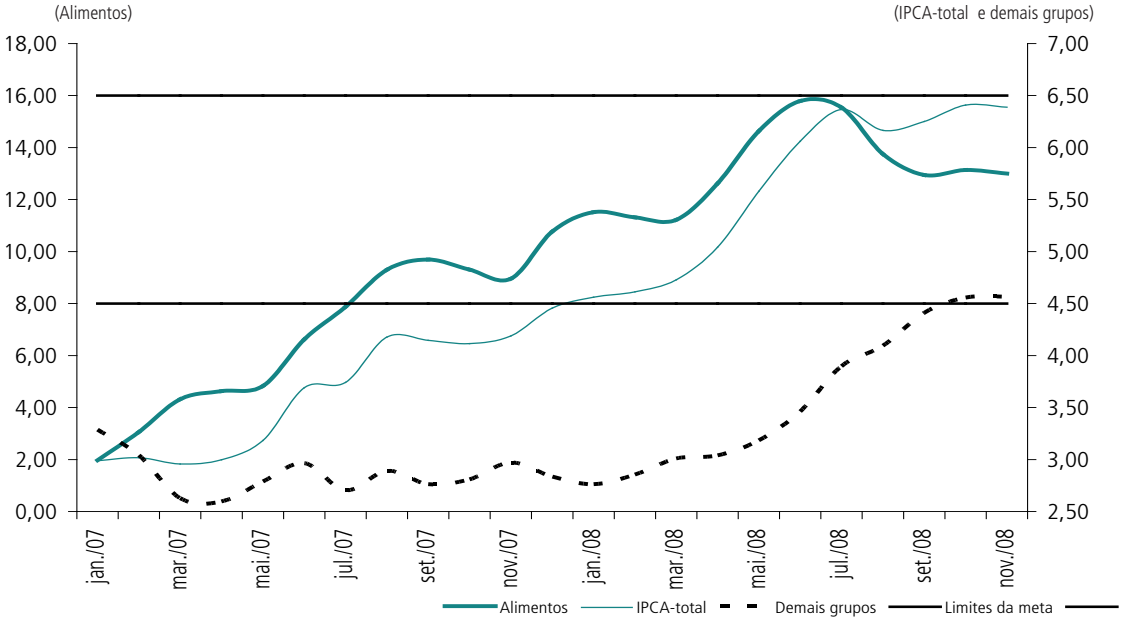
Fonte: IBGE/PME. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

3 INFLAÇÃO

Após fechar o trimestre de junho a agosto com uma inflação média de 0,52%, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) desacelerou, de modo que no trimestre seguinte, encerrado em novembro, esta variação média recuou para 0,36%. A queda dos preços no varejo já era esperada e foi reflexo, sobretudo, da menor pressão dos preços dos alimentos sobre o índice. De setembro a novembro, o grupo alimentação e bebidas registrou, na média, alta de 0,34% ficando 0,65 ponto percentual (p.p.) abaixo do observado, na média, no trimestre imediatamente anterior.

Apesar desse alívio nas taxas de variação dos alimentos nos últimos meses, esse grupo de produtos ainda é o principal responsável pela alta de 5,6% do IPCA em 2008, contribuindo com 2,4 p.p. para esse total, o que representa 43% da variação do índice. No gráfico 3.1 a seguir, observa-se que, apesar da pressão exercida pelos alimentos, os demais preços que compõem o IPCA estão apresentando uma trajetória de aceleração, cuja taxa de variação acumulada em 12 meses passou de 2,8% em janeiro para 4,6% em novembro.

GRÁFICO 3.1
IPCA
(Variação acumulada em 12 meses)



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

O incremento nas taxas de variação no grupo de itens que exclui os alimentos é resultante de uma piora no comportamento tanto dos preços administrados quanto dos livres. No caso dos preços administrados, nota-se que, ao longo do ano, a sua variação acumulada em 12 meses dobrou de janeiro a novembro (de 1,6% para 3,2%), o que já era esperado, uma vez que em 2007 esses preços mostraram uma variação muito baixa. De fato, no acumulado do ano até novembro, dos seis itens de maior peso dentro desse grupo, apenas dois mostram em 2008 uma variação menor que a observada em 2007 (tabela 3.1). No caso da energia e da telefonia, esse aumento verificado pode ser atribuído a um pior desempenho dos índices gerais de preços (IGPs) em 2007, em relação ao observado em 2006, já que estes índices são utilizados como referência, pelo menos em parte, para a composição dos reajustes dessas tarifas públicas no ano seguinte.

TABELA 3.1
Principais itens administrados no IPCA
(Variação acumulada no ano, em %)

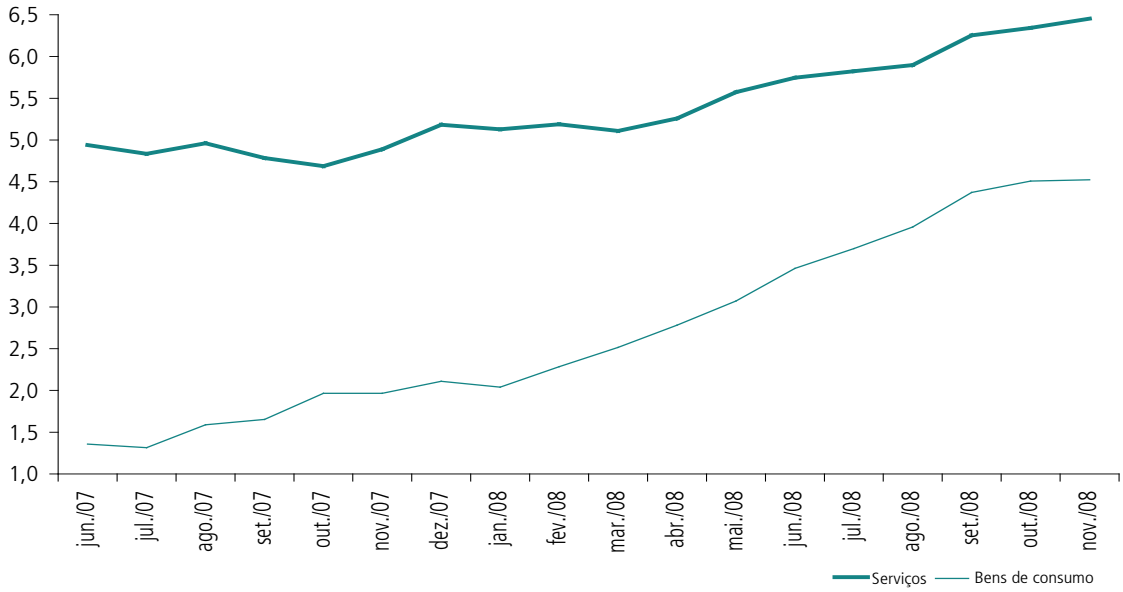
	Peso[a] (%)	2007	2008
Energia elétrica	11	–5,8	1,0
Gasolina	14	–1,7	–0,2
Ônibus urbano	12	4,3	2,2
Plano de saúde	11	7,6	5,7
Produtos farmacêuticos	10	1,7	4,1
Telefone fixo	12	0,3	3,6

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

[a] Peso dentro do grupo administrado em novembro de 2008.

No caso dos preços livres, esse incremento nas taxas de variação é decorrente da junção de dois fatores, aquecimento da demanda doméstica e, mais recentemente, desvalorização do real em relação ao dólar. Ao longo do ano, com o crescimento do emprego e da renda, além da oferta de crédito existente na economia, até setembro, a demanda interna foi suficientemente forte para proporcionar uma recomposição de margens gerando alta nos preços desses itens em comparação aos observados em 2007 (gráfico 3.2).

GRÁFICO 3.2
IPCA: livres
(Variação acumulada em 12 meses)



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

Para os serviços, essa aceleração é menos intensa, uma vez que estes já se encontram em patamar elevado. Para os bens de consumo, no entanto, esse aumento é bem mais forte e potencializado, nos últimos dois meses, pelo desempenho desfavorável do câmbio.

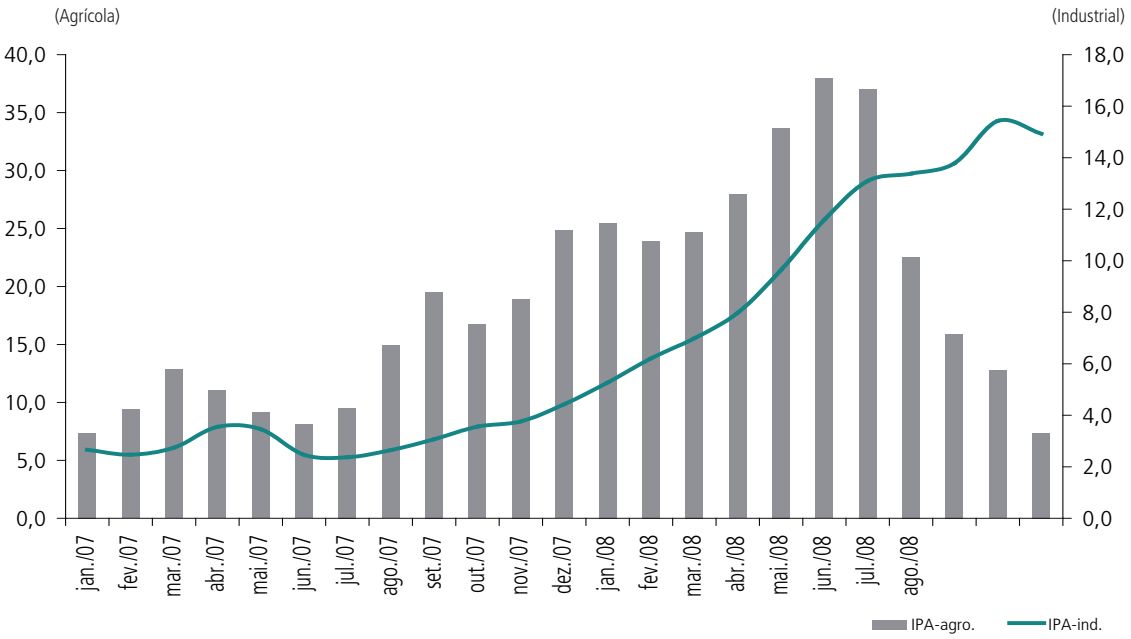
Os efeitos da recente depreciação do real, entretanto, devem ser minorados por conta da crise financeira internacional, cujo impacto começa a se expandir de forma mais intensa na economia real dos países desenvolvidos. A partir do terceiro trimestre do ano, os indícios de uma desaceleração mundial se tornaram mais perceptíveis e, como conseqüência, os preços das principais *commodities* iniciaram um processo de retração.

De acordo com os dados divulgados pela Fundação Getulio Vargas (FGV), após apontar alta de 0,44% e 1,36% em setembro e outubro, respectivamente, o Índice de Preços por Atacado - Disponibilidade Interna (IPA-DI) recuou de forma expressiva em novembro, registrando deflação de 0,17%.

Na desagregação do IPA, verifica-se que este recuo foi muito mais intenso nos preços industriais do que nos preços agrícolas. De fato, em novembro, o IPA industrial mostrou variação nula, ficando bem abaixo do observado no mês imediatamente anterior (1,9%). Com esse resultado, no acumulado em 12 meses, o IPA industrial recuou um pouco, mas ainda se mantém próximo a 15% (gráfico 3.3).

Para os próximos meses, com a aparente intensificação desse quadro recessivo mundial, é esperado que essas curvas de preços por atacado se retraiam ainda mais, apesar do efeito câmbio. Como conseqüência dessa desaceleração dos preços no atacado, os preços no varejo também devem mostrar um comportamento mais favorável em 2009, influenciados, ainda, por um arrefecimento da demanda interna, que deve ser afetada por condições menos favoráveis no mercado de trabalho no ano que vem em relação às observadas este ano.

GRÁFICO 3.3
Índice de Preços por Atacado (IPA)
(Variação acumulada em 12 meses, em %)



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

4 SETOR EXTERNO E ECONOMIA INTERNACIONAL

ESTADOS UNIDOS

A economia norte-americana recuou 0,5% em termos reais (dados dessazonalizados e anualizados) no terceiro trimestre de 2008, devido, basicamente, ao forte declínio do consumo pessoal de 3,7% no mesmo período, enquanto os demais componentes do PIB tiveram variação positiva. A formação bruta de capital fixo (FBCF) teve queda de 5,6%, ainda fortemente influenciada pela contínua redução dos investimentos residenciais, ao mesmo tempo em que os estoques apresentaram aumento de 0,9% (contribuição), praticamente zerando a variação dos investimentos. Na ausência de recuperação dos preços dos imóveis – cenário ainda muito distante – os investimentos residenciais deverão continuar em trajetória de queda, o mesmo acontecendo com os investimentos em máquinas e equipamentos. Os gastos do governo também contribuíram para atenuar a queda do PIB, com crescimento de 5,4%, a maior em sete anos, graças, principalmente à elevação dos gastos federais com defesa, que não deve se repetir nos próximos trimestres, ao menos com essa intensidade.

TABELA 4.1
Estados Unidos: contas nacionais – variação do PIB e contribuição ao crescimento – dados com ajuste sazonal e anualizados
(Em %)

	2007-II	2007-III	2007-IV	2008-I	2008-II	2008-III
PIB	4,8	4,8	–0,2	0,9	2,8	–0,5
Consumo pessoal	1,4	1,4	0,7	0,6	0,9	–2,7
Investimeno privado	0,9	0,5	–1,9	–0,9	–1,7	0,1
FBCF	0,5	–0,2	–1,0	–0,9	–0,3	–0,8
Não-residencial	1,1	0,9	0,4	0,3	0,3	–0,2
Residencial	–0,6	–1,1	–1,3	–1,1	–0,5	–0,7
Variação de estoques privados	0,5	0,7	–1,0	0,0	–1,5	0,9
Exportação líquida de bens e serviços	1,7	2,0	0,9	0,8	2,9	1,1
Exportações	1,0	2,5	0,5	0,6	1,5	0,5
Importações	0,7	–0,5	0,4	0,1	1,4	0,6
Consumo e investimento do governo	0,8	0,8	0,2	0,4	0,8	1,1
Federal	0,5	0,5	0,0	0,4	0,5	1,0
Estadual e local	0,3	0,2	0,2	0,0	0,3	0,1

Fonte: Bureau of Economic Analysis (BEA).

Os indicadores de curto prazo para os Estados Unidos vão mostrando sinais de intensificação do processo recessivo. A produção industrial, em outubro, caiu 4% com relação ao mesmo mês do ano anterior, o quarto mês consecutivo de queda e o pior resultado desde o final de 2001. As vendas no varejo caíram pelo segundo mês consecutivo, com variação de – 4,4%. Os indicadores do Institute of Supply Management, igualmente, têm mostrado uma rápida deterioração da atividade, tanto da indústria quanto dos demais setores. O Purchasing Managers Index (PMI) de novembro, para a indústria de transformação, chegou a 36,2%, o pior resultado desde maio de 1982, ao passo que os demais indicadores para produção, emprego e encomendas também vêm atingindo recordes históricos de baixa. Para os demais setores, os resultados também vêm sendo compatíveis com os de uma recessão.

Os gastos em construção voltaram a cair em outubro, com variação de –7,3% com relação ao mesmo mês de 2007, ao mesmo tempo em que o número de novas residências vendidas e novas residências iniciadas também continuou em queda. O número de novas residências iniciadas caiu de 191 mil, em janeiro de 2006 – o ponto mais alto da série –, para 66 mil, em outubro de 2008.

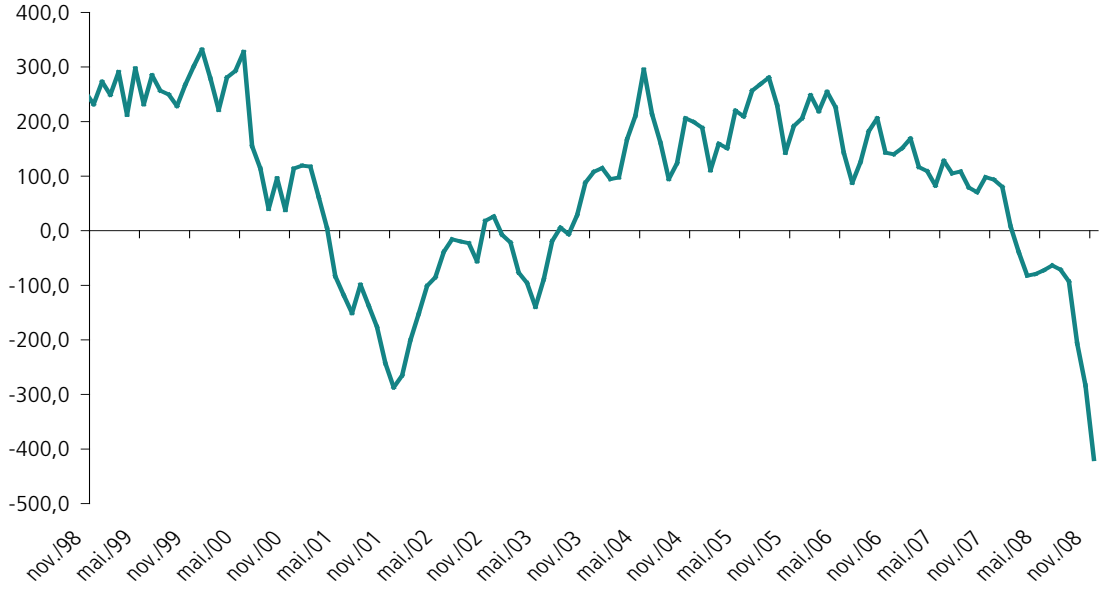
O nível de emprego continua caindo a um ritmo impressionante, sendo que, apenas em 2008, a perda líquida de postos de trabalho nas cidades já chegou a cerca de 1,9 milhão de pessoas até novembro. O resultado do último mês (menos 533 mil) é um dos piores da história norte-americana no pós-II Guerra e impressiona pela velocidade e intensidade com que a recessão vem afetando o mercado de trabalho, que continuará impactando negativamente o consumo pessoal.

Esses e os demais indicadores de curto prazo sugerem que a queda do PIB no quarto trimestre poderá ser uma das maiores dos últimos 50 anos, semelhante apenas às taxas observadas em 1980 e 1982, o que indica uma rápida e intensa deterioração das expectativas.

GRÁFICO 4.1
Estados Unidos: vendas no varejo
(Variação % com relação ao mesmo mês do ano anterior)

Fonte: Bureau of Census.

GRÁFICO 4.2
Estados Unidos: emprego
(Variação do nível de emprego, em mil, média móvel trimestral)



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

No início de dezembro, o National Bureau of Economic Research (NBER), responsável pela datação dos ciclos econômicos, informou que a economia norte-americana está em recessão desde janeiro de 2008, após 73 meses de expansão. Isso significa que, caso a recessão termine em junho de 2009, o que é uma hipótese bastante otimista, o atual período recessivo teria durado 18 meses e seria o mais prolongado desde a recessão registrada entre 1929 e 1933.

Por essas razões, espera-se uma redução da atividade ainda mais intensa no primeiro semestre de 2009 que, caso venha efetivamente a se confirmar, poderá configurar a pior recessão nos Estados Unidos desde 1982. Já há inclusive temores de uma deflação, uma vez que os preços ao consumidor caíram pelo terceiro mês consecutivo em outubro. Entretanto, boa parte dessa queda foi devida aos preços de combustíveis e alimentos. É verdade que, em outubro, o índice de preços que exclui esses dois itens também teve variação negativa. Caso venha a ocorrer, de fato, uma deflação, o cenário econômico ficaria bastante agravado, pois as dívidas do setor privado e do governo aumentariam e haveria maior incentivo a postergar o consumo, na expectativa de redução dos preços futuros.

Tanto o Tesouro quanto o Fed vêm utilizando diversos instrumentos para combater esse quadro, conforme já salientado na seção inicial desta Carta. O Fed já reduziu a sua taxa básica em 325 pontos desde o início do ano, estando atualmente em 1%, podendo chegar a 0,5% na próxima reunião do Federal Open Market Committee (FOMC). Desde novembro de 2007, os bancos federais da reserva dos Estados Unidos ampliaram seus ativos em cerca de US$ 1,2 trilhão, com as diversas medidas de sustentação da economia. Apenas os recursos destinados à aquisição direta de *commercial papers* atingiram US$ 282 bilhões. O Tesouro aprovou o pacote de US$ 700 bilhões e espera-se que o novo governo amplie ainda mais esses recursos.

EUROPA

A retração econômica também vem afetando a Europa. No terceiro trimestre, o PIB da União Européia (EU) e o da Área do Euro caíram 0,2% na comparação com o trimestre anterior, sendo que o da Área do Euro já havia caído na mesma proporção no trimestre anterior e o da UE havia permanecido estável. Os indicadores de produção mais recentes também indicam que o nível de atividade continua caindo, ao mesmo tempo em que as pesquisas de expectativas e de sentimento empresariais para novembro mostram quedas muito acentuadas.

Tanto o Banco Central Europeu (BCE) quanto os governos dos diversos países da UE tomaram medidas de política fiscal e monetária visando reduzir o impacto sobre o nível de atividade desses países. Por um lado, a Comissão Européia divulgou um plano de €$200 bilhões para reativar a economia, aí incluídos recursos destinados à recapitalização dos bancos. Por outro, o BCE reduziu por duas vezes as taxas básicas de juros, estando a principal taxa em 2% ao ano (a.a.), ao mesmo tempo em que o Banco da Inglaterra reduziu diversas vezes sua taxa básica, que atingiu também 2% a.a. em dezembro, e os demais bancos centrais nacionais ampliaram as garantias bancárias. Na Alemanha, foram destinados €$400 bilhões a essa finalidade, enquanto a França alocou €$320 bilhões, a Holanda, €$200 bilhões, e a Espanha, €$100 bilhões.

CHINA

A China foi apontada, até alguns meses atrás, como uma tábua de salvação para as economias ocidentais e emergentes, em geral, pois seria capaz de manter seu ritmo de crescimento, realizando o que se chamava de descasamento (*decoupling*). Entretanto, não é exatamente isso que vem se observando.

As exportações chinesas ainda vêm mantendo o ritmo de crescimento, basicamente devido às indústrias mais intensivas em conhecimento, ao passo que os setores como alimentos, calçados e brinquedos vêm sofrendo a influência da redução da demanda externa. Contudo, as importações começaram a desacelerar no terceiro trimestre, prevendo-se um crescimento bastante inferior à média dos últimos anos para 2009.

A economia chinesa começou a reduzir seu ritmo de crescimento desde o início de 2008, devido às medidas tomadas pelo governo, basicamente na área monetária, para combater a inflação, que vinha aumentando, tendo passado de cerca de 2% a.a., em meados de 2007, para mais de 8% no segundo trimestre de 2008. Após ter crescido 11,9% em 2007, o PIB da China vem crescendo cada vez menos, apesar de ainda ter registrado uma variação de 9% no terceiro trimestre do ano, projetando-se um crescimento de cerca de 9,5% para 2008. Para 2009, o Banco Mundial prevê um crescimento de 7,5%, enquanto o governo da China estuda medidas para manter esta taxa em, pelo menos, 8%, de forma a garantir a absorção da população entrante no mercado de trabalho e evitar o aumento do desemprego.

SETOR EXTERNO

BALANÇA COMERCIAL

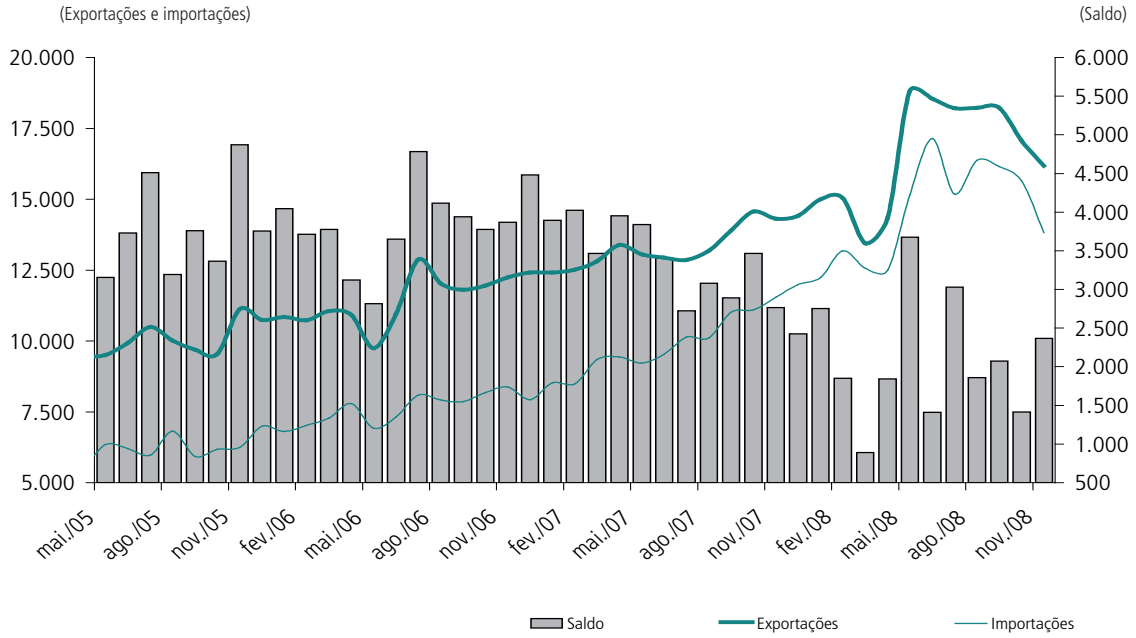
O superávit comercial foi de US$ 1,6 bilhão em novembro, totalizando US$ 22,4 bilhões no acumulado do ano e US$ 26,1 bilhões nos últimos 12 meses, bem abaixo dos US$ 41,4 bilhões registrados em igual período de 2007.

As exportações alcançaram US$ 14,7 bilhões em novembro, registrando US$ 198,4 bilhões nos 12 últimos meses, ainda bem acima dos US$ 158,7 bilhões registrados em igual período do ano passado. No acumulado do ano, as exportações foram de US$ 184,1 bilhões, uma variação de 25,2% com relação ao mesmo período do ano passado. Esse crescimento foi devido, em primeiro lugar, aos básicos, que apresentaram variação de 46,2% no período, registrando US$ 68,3 bilhões, seguidos pelos semimanufaturados, com aumento de 27,6%. Os manufaturados, por sua vez, cresceram apenas 11,3%, alcançando US$ 85,4 bilhões nos primeiros 11 meses do ano.

Como se pode observar no gráfico 4.3, as exportações têm apresentado um declínio desde junho, na série com ajuste sazonal, que se acentuou nos dois últimos meses. Ainda não se pode atribuir essa queda à desaceleração da economia global, posto que deve haver defasagens. Todas as categorias de produtos vêm sofrendo queda, porém ela é bem mais intensa entre os produtos básicos. Entre maio e novembro, as exportações de básicos tiveram queda de 25,6%, seguidos pelos semimanufaturados, com redução de 11%, e pelos manufaturados, que caíram 5,1%.

A redução recente nas exportações vem sendo ocasionada, basicamente, pelos menores preços observados. Após crescerem até agosto, os preços de exportação caíram 3,4% entre agosto e outubro, devido, principalmente, aos básicos, com queda de 7,3% no período, seguidos pelos manufaturados, com redução de 0,8%. Ao mesmo tempo, as quantidades totais elevaram-se 0,7%, influenciadas pelos básicos, com aumento de 4,3%, e pelos semimanufaturados, com 0,7%. Os manufaturados, no entanto, apresentaram queda de 1,2%.

GRÁFICO 4.3
Exportações, importações e balança comercial: série dessazonalizada
(Em US$ milhões)



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

As exportações, no acumulado do ano até novembro, cresceram vigorosamente para quase todos os mercados. O maior destaque coube novamente à China, para onde as nossas vendas experimentaram variação de 55% no período, atingindo US$ 15,7 bilhões e mantendo o terceiro lugar entre todos os países. Em seguida, aparecem a Europa Oriental, com 36,1%, a Argentina, com 26%, ainda em segundo lugar, e o Oriente Médio, com 23,3%. As exportações para nosso maior mercado, os Estados Unidos, elevaram-se 11,6%, e para a UE, 17,2%.

As importações totalizaram US$ 13,1 bilhões em novembro, atingindo US$ 161,7 bilhões no acumulado do ano, um acréscimo de 47% com relação ao mesmo período de 2007, ao passo que, nos 12 últimos meses, alcançaram US$ 172,3 bilhões. Nos meses recentes, as importações também apresentaram redução. De agosto a novembro, as importações totais, medidas pelas médias diárias com ajustes sazonais, sofreram queda de 22,6%. Cerca de metade dessa queda foi causada pela redução de 55% das importações de combustíveis. Porém, as demais categorias também apresentaram quedas expressivas no mesmo período. Os bens de capital caíram 23,5%, os bens de consumo, 10,3%, e os bens intermediários, 7,6%. Como a queda da produção industrial só começou em outubro, não se pode apontar a desaceleração da atividade como a principal culpada por esse comportamento que, como evidenciado anteriormente, também atingiu as exportações.

Os dados de preços e quantidades, disponíveis até outubro, confirmam essa suspeita pois, até o momento, os principais responsáveis pela redução das importações foram as quedas de preços. De fato, comparando-se a média de setembro e outubro com os dois meses anteriores (com ajuste sazonal), observa-se que, enquanto os preços caíram 1,6%, as quantidades aumentaram 4,7%. Esse movimento é mais acentuado nos combustíveis, com variações, respectivamente, de –11,4% e 2,2%, e nos bens de capital, com aumento de 3,8% nas quantidades e queda de 3,6% nos preços. Nas demais categorias, sempre no mesmo período, tanto preços como quantidades aumentaram, porém de forma mais rápida nesses últimos.

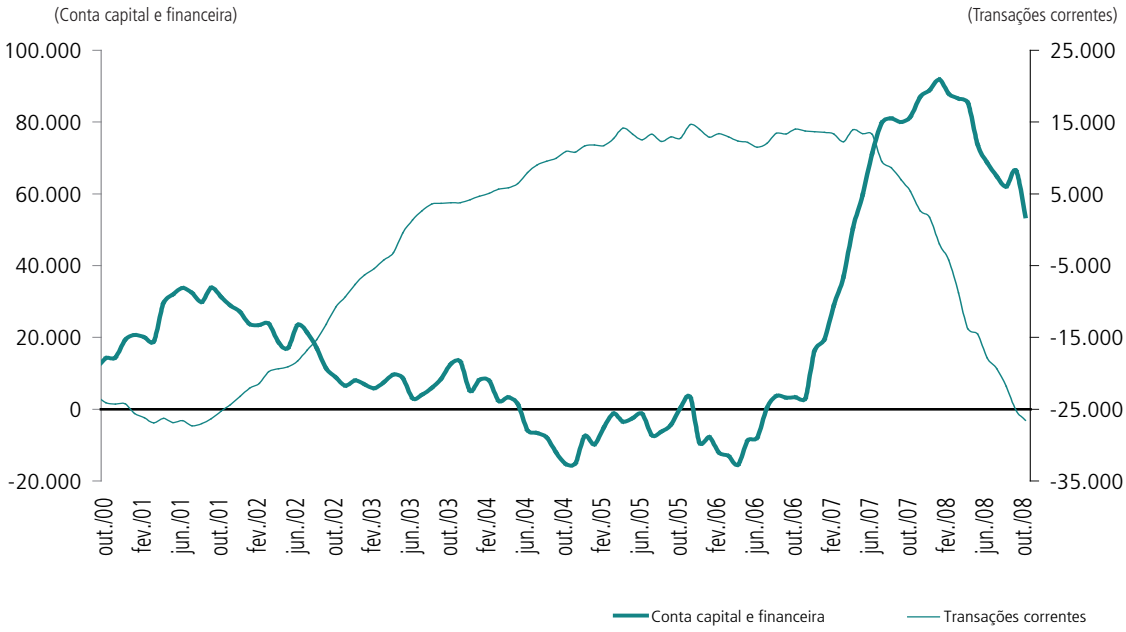
BALANÇO DE PAGAMENTOS

O *déficit em conta corrente*, em outubro, foi de US$ 1,5 bilhão, inferior aos US$ 2,8 bilhões registrados no mês anterior. Ainda assim, o déficit em 12 meses continua crescendo, para alcançar US$ 26,6 bilhões em outubro, quando, em outubro do ano passado, ainda havia um superávit de US$ 5,3 bilhões. Isso significa que, em 12 meses, a deterioração da conta corrente foi de quase US$ 32 bilhões. Como se observa no gráfico 4, após ter atingido um superávit de, aproximadamente, US$ 15 bilhões entre 2005 e 2007, o saldo em conta corrente voltou aos patamares registrados em 2001.

Essa alteração da conta corrente deveu-se, em partes praticamente iguais, à balança comercial e à conta de serviços e rendas. O saldo comercial, em 12 meses, entre outubro de 2007 e outubro de 2008, reduziu-se de US$ 42,7 bilhões para US$ 26,5 bilhões. Ao mesmo tempo, o déficit de serviços e rendas elevou-se de US$ 41,3 bilhões para US$ 57,2 bilhões.

A conta de *serviços* viu seu déficit aumentar em US$ 4,2 bilhões no período, alcançando US$ 16,4 bilhões nos 12 meses encerrados em outubro deste ano. Os maiores responsáveis foram transportes, aluguel de equipamentos e, principalmente, viagens internacionais, estimuladas pelo câmbio valorizado.

GRÁFICO 4.4
Saldo em conta corrente e conta capital e financeira
(Acumulado em 12 meses, em US$ milhões)



Fonte: BCB.

O déficit da *conta de rendas* elevou-se ainda mais no mesmo período, saltando de US$ 29,1 bilhões nos 12 meses encerrados em outubro de 2007 para US$ 40,8 bilhões no mesmo período de 2008, basicamente pela elevação das remessas líquidas de *lucros e dividendos*, que passaram de US$ 21 bilhões para US$ 34,5 bilhões, respectivamente. Com a valorização do dólar desde setembro, nota-se uma redução dessas remessas em outubro.

Chama a atenção também a redução dos *ingressos líquidos de capitais*. Desde o início de 2008, o fluxo acumulado em 12 meses vem se reduzindo, saindo de US$ 91,9 bilhões em janeiro para US$ 53,7 bilhões em outubro, uma queda de US$ 38,2 bilhões.

Os *investimentos brasileiros no exterior* iniciaram uma fase de forte ascensão, devido a diversos fatores, entre eles a valorização do real. Dessa forma, a saída de capitais nesse item passou de US$ 12,4 bilhões nos 12 meses encerrados em janeiro para US$ 21,9 bilhões no mesmo período de outubro. Ao mesmo tempo, *os investimentos diretos externos* no país praticamente não aumentaram, saindo de US$ 37 bilhões para US$ 38,2 bilhões – de toda forma um aumento considerável com relação ao que se observava entre 2000 e 2006.

A redução dos *investimentos em carteira* foi muito acentuada, constituindo o principal fator para a redução dos fluxos de capitais para o país. De fato, o ingresso líquido nos 12 meses encerrados em outubro de 2008 foi de US$ 17,1 bilhões, bem inferior aos US$ 45 bilhões registrados em igual período de 2007. Essa queda deveu-se, quase na mesma proporção, às menores emissões e captações líquidas de ações de empresas brasileiras e de títulos de renda fixa. Apenas entre agosto e outubro, a saída de ações alcançou US$ 9,6 bilhões, sendo US$ 6,1 bilhões em outubro.

Os *outros investimentos* não sofreram grande alteração nos mesmos períodos. Nos 12 meses encerrados em outubro de 2008, as saídas líquidas totalizaram US$ 19,9 bilhões, US$ 2,3 bilhões abaixo do valor observado no mesmo período do ano passado. No entanto, esses dados não revelam a mudança ocorrida mais recentemente nos empréstimos internacionais ao país. Enquanto no período janeiro-julho a média mensal de créditos comerciais e empréstimos e financiamentos era de US$ 3,1 bilhões, entre agosto e outubro, esse valor caiu para US$ 1,3 bilhão.

Até o momento do fechamento da edição desta Carta, os dados do balanço de pagamentos de novembro ainda não estavam disponíveis. Entretanto, os dados de movimento de câmbio contratado para novembro indicam que a saída

líquida de moeda estrangeira aumentou ainda mais, tendo passado de US$ 4,6 bilhões em outubro para US$ 7,2 bilhões em novembro, que se comparam com um ingresso médio de US$ 1,9 bilhão nos demais meses do ano.

O Banco Central vem adotando diversas medidas para reduzir a volatilidade do câmbio. Em outubro, vendeu US$ 4,6 bilhões no mercado à vista e US$ 3,5 bilhões com cláusula de recompra e mais US$ 1,5 bilhão em empréstimos em moeda estrangeira, totalizando US$ 9,5 bilhões. Além disso, realizou operações de *swap* no mercado doméstico. Ainda assim, a taxa real/dólar passou de cerca de R$ 1,60/US$ no início de setembro para próximo a R$ 2,5/US$ no início de dezembro. Em razão dessas ações, as reservas internacionais, no conceito caixa, caíram de US$ 206,5 bilhões no final de setembro, para US$ 194,7 bilhões, no final de novembro.

5 CRÉDITO E MERCADO FINANCEIRO

De acordo com os últimos dados divulgados pelo Banco Central do Brasil (BCB), a crise financeira internacional já começa a afetar o mercado de crédito doméstico. Em outubro, de acordo com a média diária das concessões, houve uma retração de 7,3% no volume total de crédito na economia, em relação a setembro, indicando que as medidas de redução de compulsórios tomadas pelo BCB, como forma de garantir a liquidez, ainda não atingiram plenamente o objetivo desejado.

No caso de pessoa jurídica, a média diária das concessões recuou, em outubro, 7,1%, com destaque negativo para as linhas relacionadas ao Adiantamento de Contratos de Câmbio (ACC) e à aquisição de bens que recuaram, respectivamente, 23,7% e 22,7%. Como conseqüência deste ambiente de relativa escassez de recursos, as taxas de juros dos empréstimos a pessoas jurídicas registraram nova alta atingindo, na média dos contratos, o patamar de 31,6% ao ano (a.a.).

Para as pessoas físicas, esta queda foi ainda mais acentuada (7,7%), refletindo tanto uma piora nas condições de acesso ao crédito quanto uma diminuição na propensão a consumir, dada a instalação de um ambiente de incertezas quanto à manutenção futura de emprego e renda. Na desagregação dos dados, nota-se que o financiamento para a aquisição de bens foi o que apresentou o pior desempenho, com recuo de 32,2%, influenciado, sobretudo, pela retração de 40% do crédito para compra de veículos. A explicação para este resultado passa não só pelo receio de contratação de novas dívidas pelo consumidor, ou pela adoção de outras modalidades, como o *leasing*, mas também de uma atuação mais rigorosa por parte dos bancos e financeiras quanto à capacidade de pagamento dos tomadores de empréstimos. De fato, as linhas de financiamento, cuja contratação foi preestabelecida no passado, como cheque especial e cartão de crédito, foram as que apresentaram os melhores resultados em outubro. No primeiro caso, houve um aumento de 1,0%, enquanto no segundo caso a retração de 4,8% foi uma das menores computadas.

Esta piora nas condições do mercado de crédito ainda não se faz presente nos dados de inadimplência. Tanto para pessoa física quanto jurídica, as taxas, em outubro, se mantiveram estáveis, em torno de 72% e 2%, respectivamente.

A piora nas condições de crédito também se refletiu nas taxas de juros, em especial nas taxas de aplicação, que sofreram elevação maior do que a que já vinha sendo observada desde junho, como se pode ver no gráfico 5.1.

GRÁFICO 5.1
Taxas de juros: aplicação e captação
(Em % a.a.)

Fonte: BCB.

BOLSA DE VALORES

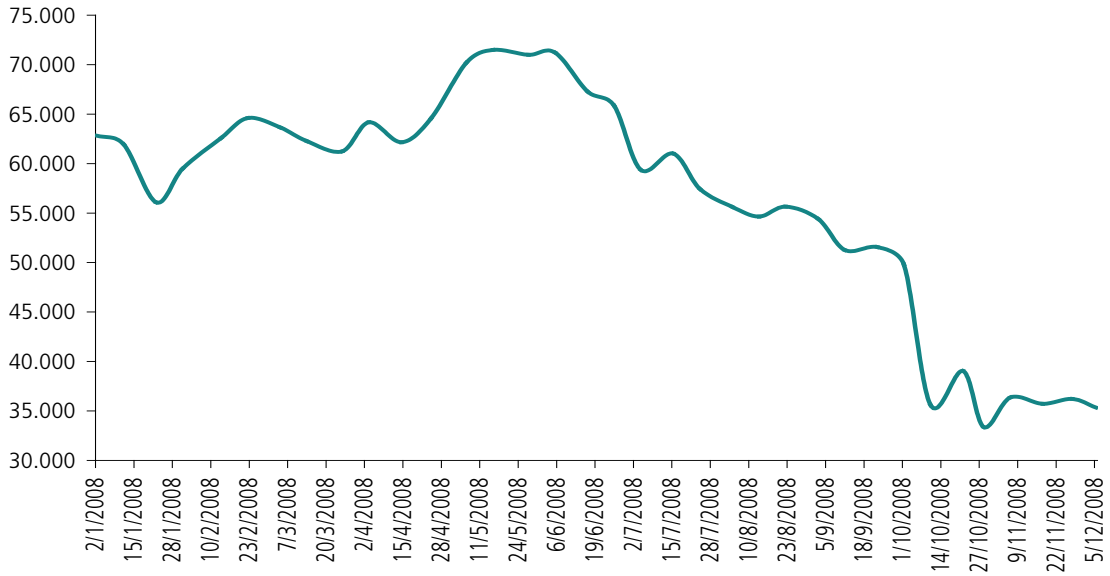
No último trimestre, encerrado em novembro, a bolsa de valores brasileira intensificou ainda mais a trajetória de queda, iniciada em junho, influenciada pela deterioração das economias desenvolvidas, sobretudo a americana. De fato, alguns acontecimentos mundiais levaram a bolsa brasileira a ter uma grande volatilidade nos últimos meses – a quebra do banco Lehman Brothers, a aquisição do Merrill Lynch e o socorro à seguradora AIG, entre outros fatos, geraram um ambiente de aversão ao risco, cujo resultado foi a fuga de capital do mercado acionário para investimentos mais seguros. Dessa maneira, o Ibovespa, que começou o primeiro dia de setembro em 55.160 pontos, encerrava o mês com 49.541, ou seja,

uma queda superior a 10%. Em outubro, este quadro de fortes incertezas se aprofundou ainda mais, e o *circuit breaker*, sistema que paralisa as negociações para evitar quedas acentuadas, teve de ser acionado por algumas vezes, durante alguns pregões, para evitar perdas ainda maiores. No dia 27 de outubro, o índice Ibovespa rompe a barreira dos 30mil pontos (29.435), contabilizando uma desvalorização de 60%, em relação ao pico histórico da série, alcançado em 28 de maio deste ano (73.150 pontos).

O cenário de recessão mundial torna-se ainda mais delineado, em novembro, sendo permeado por divulgações de resultados contábeis, os quais mostram prejuízos de diversas grandes companhias mundiais, além de uma expressiva retração nos preços de *commodities,* que revelam o desaquecimento da demanda mundial. A queda de preços desses produtos, em especial do aço, do minério de ferro e do petróleo, atinge fortemente o desempenho acionário das duas maiores companhias brasileiras no mercado acionário, Vale e Petrobras, carregando para baixo o valor das suas ações, que representam cerca de 1/3 de toda a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Este movimento de incertezas também se verifica na análise dos valores negociados na Bovespa. Se, em maio, a média diária negociada era de R$ 7.035,28 milhões, em novembro, este montante foi reduzido para R$ 3.773,90 milhões.

GRÁFICO 5.2
Índice Ibovespa
(Pontuação)



Fontes: BMF & BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

6 FINANÇAS PÚBLICAS

O resultado das contas públicas no período janeiro-outubro de 2008 mostrou um superávit primário acumulado de R$132,9 bilhões, o equivalente a 5,6% do PIB. Esse resultado quase levou o déficit a zero. O país tem, hoje, um déficit nominal de apenas 0,08% do PIB (tabela 6.1), muito abaixo dos 1,36% registrados no mesmo período do ano passado.

O setor público arrecada muito e gasta em ritmo menor. O resultado primário do Governo Central no período janeiro-outubro é 50% superior ao de igual período do ano passado. Levando-se em consideração o setor público como um todo, o superávit foi de R$ 132,9 bilhões contra R$ 106,6 bilhões no ano passado. Estes recursos estão potencialmente reservados ao pagamento de gastos financeiros.

TABELA 6.1
Necessidade de financiamento do setor público
(Valores correntes – Fluxos acumulados no ano)

Discriminação	Jan.-out./2006		Jan.-out./2007		Jan.-out./2008	
	R$ milhões	% do PIB	R$ milhões	% do PIB	R$ milhões	% do PIB
Nominal	43.919	2,30	28.668	1,36	1.835	0,08
Juros nominais	134.911	7,06	135.238	6,43	134.721	5,68
Primário	–90.992	–4,76	–106.570	–5,06	–132.886	–5,60
Governo Central	–57.191	–2,99	–63.343	–3,01	–95.343	–4,02
Governos estaduais	–16.371	–0,86	–25.345	–1,20	–26.552	–1,12
Governos municipais	–2.790	–0,15	–3.285	–0,16	–2.408	–0,10
Empresas estatais	–14.640	–0,77	–14.596	–0,69	–8.583	–0,36
PIB acumulado no ano[a]	1.912.211	-	2.104.366	-	2.371.874	-

Fonte: BCB.
(+) déficit (–) superávit.
[a] Ddados preliminares.

O superávit primário vem aumentando como percentual do PIB, tendo passado de 5,1% nos primeiros 10 meses de 2007 para 5,6% no mesmo período de 2008. Esse crescimento decorre, principalmente, do resultado fiscal do Governo Central.

Os juros representaram 5,68% do PIB ou R$ 134,7 bilhões no período janeiro-outubro, um montante menor que o observado no mesmo período do ano passado, apesar dos quatro movimentos de elevação da Selic decididos pelo Comitê de Política Monetária (Copom) nos meses de abril, junho, julho e setembro deste ano. Os juros mais elevados dos títulos do Tesouro ainda não tiveram, até outubro, reflexos equivalentes nos gastos financeiros. O impacto virá em dezembro, quando vencerá um montante significativo de títulos pós-fixados atrelados à Selic, de acordo com o cronograma de vencimentos fornecido pelo Banco Central do Brasil (BCB).

RECEITA

O bom desempenho do lado real da economia proporcionou um período de vigoroso crescimento da arrecadação. A maior lucratividade das empresas foi decisiva para os resultados fiscais favoráveis. Elevaram-se, de forma significativa e em valores reais, deflacionados pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), as receitas do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) + 23%, a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) + 27%, e a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins) + 14%. O crescimento da massa de salários fez aumentar a arrecadação do Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) + 13% e a receita de tributação sobre a folha da previdência social + 14%. Não menos relevantes foram os elevados ganhos de capital, responsáveis pelo aumento da arrecadação do IRPF.

O dinamismo da indústria ao longo do ano, particularmente no setor de veículos automotores, metalurgia e produtos minerais não-metálicos, assegurou o crescimento real da receita de Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) em 14%.

Contaram, também, como fatores impulsionadores da receita, as ações administrativas desenvolvidas pela Receita Federal e pela Procuradoria da Fazenda no trabalho de recuperação de débitos atrasados. A tabela 6.2 mostra o comportamento da Receita Federal no período janeiro-outubro de 2008 e a comparação com igual período de 2007.

Houve, também, mudanças na legislação tributária.[1] No ano de 2008 as principais alterações foram:

1. O aumento das alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) de 1,5% para 3,38% para recompor a perda da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF), ocorrida em dezembro de 2007, cuja alíquota

1. Ministério da Fazenda. Resultado do Tesouro Nacional, nov. 2008.

era de 0,38% sobre qualquer movimentação financeira. Isto resultou em grande arrecadação de IOF, mas se deve ressaltar também o crescimento do volume de operações de crédito das pessoas físicas e jurídicas.

2. Redução de alíquota da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) - combustíveis incidente sobre gasolina e diesel.

3. Aumento da alíquota da CSLL de 9% para 15% incidente sobre as instituições financeiras (efeito financeiro a partir de junho).

4. Mudança do prazo de recolhimento do IPI-automóveis e do IPI-bebidas de decendial para mensal, com reflexo a partir de julho e de setembro, respectivamente.

5. Alteração das datas de pagamento do Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), da contribuição previdenciária, do PIS/Cofins e do IPI. O pagamento do IR e da contribuição para a previdência passam a ser pagos não mais no dia 10, mas no dia 20 do mês seguinte ao fato gerador. O pagamento do IPI será adiado do dia 15 para o dia 25 de cada mês. O PIS/Cofins terá uma ampliação menor de prazo, do dia 20 para o dia 25.

6. Redução do IOF cobrado nos financiamentos para a compra de motos por pessoas físicas. A alíquota agora vai passar de 3,38% para 0,38%.

7. Redução de 3% para 1,5% do IOF incidente sobre crédito geral ao consumidor, com efeitos em dezembro de 2008.

8. Redução da alíquota do IPI para automóveis, em vigor a partir de dezembro de 2008.

Contribuíram, ainda, para o aumento da arrecadação, o recebimento de concessões para exploração de petróleo e gás natural (9ª rodada de licitação de blocos exploratórios) e serviços de telefonia móvel celular (licenças para exploração da banda de 3ª geração – 3G), a receita de dividendos da União e a receita de cota-parte de compensações financeiras, em decorrência da elevada cotação do preço do petróleo no mercado internacional em parte deste ano.

TABELA 6.2
Receitas Federais – janeiro a outubro de 2008/2007
(A preços de outubro de 2008 – IPCA, unidade: R$ milhões)

Receitas	2007		2008		Variação % [2]/[1]
	R$ [1]	Part. %	R$ [2]	Part. %	
Imposto sobre importação	10.783	2,04	14.117	2,39	30,92
IPI	29.251	5,54	33.410	5,79	14,22
Imposto sobre a renda total	137.821	26,43	162.753	28,29	18,09
IRPF	12.077	2,37	13.617	2,48	12,76
IRPJ	62.370	11,80	76.971	13,18	23,41
IRRF	63.374	12,26	72.164	12,64	13,87
IOF	6.823	1,32	17.089	3,01	150,46
Imposto sobre a propriedade territorial rural (ITR)	340	0,06	403	0,06	18,56
CPMF	31.964	6,20	1.173	0,23	–96,33
Cofins	90.131	17,35	102.598	17,89	13,83
Contribuição para o PIS/Pasep	23.514	4,54	26.810	4,68	14,01
CSLL	30.877	5,79	39.092	6,70	26,60
Cide - Combustíveis	7.059	1,37	5.307	0,96	–24,83
Contribuição para o fundo para o desenvolvimento da agricultura familiar (Fundaf)	326	0,06	211	0,04	–35,30
Outras receitas administradas	7.056	1,36	5.356	0,92	–24,10
Subtotal [A]	375.946	72,05	408.318	70,97	8,61
Receita previdenciária (B)	129.690	24,97	144.379	25,34	11,33
Receita administrada pela RFB (C) = (A) + (B)	505.636	97,02	552.697	96,30	9,31
Demais receitas (D)	16.961	2,98	23.899	3,70	40,91
Total geral das receitas (E) = (C) + (D)	522.596	100,00	576.596	100,00	10,33

Fonte: Receita Federal.

DESPESA

As despesas liquidadas do Tesouro Nacional, deflacionadas pelo IPCA, apresentaram um crescimento de apenas 1,35% no período janeiro-outubro de 2008 com relação a 2007 (ver tabela 6.3). Os gastos correntes mostram, inclusive, queda de –1,04% nos dez meses deste ano.

O crescimento de 6% dos gastos com pessoal e encargos sociais, foi reflexo, em grande medida, dos pagamentos resultantes de reestruturações de carreiras dos servidores do Poder Executivo. No entanto, as despesas com pessoal, quando

medidas em relação ao PIB, demonstram recuo, ficando, até outubro de 2008, em 4,34% do PIB, menor que os 4,37% do mesmo período de 2007.

No universo das despesas correntes, as despesas do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), os benefícios previdenciários e os gastos sociais – Lei Orgânica da Assistência Social (Loas)/Rendas Mensais Vitalícias (RMV), voltados para idosos e portadores de deficiência de baixa renda – mostraram crescimento significativo, não só pelo aumento do número de beneficiados por esses programas como pela elevação do salário mínimo.

TABELA 6.3
Despesa liquidada da União por grupo
(Janeiro a outubro de 2008 – acumulado no ano, preços de outubro de 2008 – IPCA)

Grupo de despesa	Jan.-out./2007 [A]			Jan.-out./2008 [B]			Var. %
	R$ mil	% do total	% do PIB	R$ mil	% do total	% do PIB	[B]/[A]
Despesas correntes	568.854.955	82,27	25,08	562.950.234	80,33	23,25	–1,04
Pessoal e encargos sociais	99.045.141	14,32	4,37	105.139.300	15,00	4,34	6,15
Juros e encargos da dívida	132.862.672	19,21	5,86	93.779.148	13,38	3,87	–29,42
Outras despesas correntes	336.947.142	48,73	14,85	364.031.786	51,94	15,04	8,04
Transferências a estados, DF e municípios	99.749.712	14,43	4,40	131.457.609	18,76	5,43	31,79
Benefícios previdenciários[a]	153.820.231	22,25	6,78	157.992.189	22,54	6,53	2,71
Demais despesas correntes	83.377.200	12,06	3,68	74.581.990	10,64	3,08	–10,55
Despesas de capital	122.623.607	17,73	5,41	137.854.878	19,67	5,69	12,42
Investimentos	4.529.510	0,66	0,20	4.881.099	0,70	0,20	7,76
Inversões financeiras	22.757.495	3,29	1,00	31.815.486	4,54	1,31	39,80
Amortização da dívida[b]	95.336.601	13,79	4,20	101.158.295	14,43	4,18	6,11
Subtotal	691.478.562	100,00	30,48	700.805.112	100,00	28,94	1,35
Amortização da dívida – refinanciamento	367.860.402	-	16,22	285.652.845	-	11,80	–22,35
Total	1.059.338.964	-	46,70	986.457.957	-	40,74	–6,88
PIB acumulado no ano, valorizado pelo IPCA[c]	2.268.564.719	-	-	2.421.214.543	-	-	-

Fonte: Tesouro Nacional – Orçamento fiscal e da seguridade social.

Nota: Excluídas as operações intra-orçamentárias.

[a] Os benefícios previdenciários referem-se ao pagamento de inativos, pensões, outros benefícios previdenciários.

[b] Excetuados os valores referentes ao refinanciamento da dívida pública.

[c] Fonte : Elaboração própria, a partir de dados do BCB (preliminares).

Houve queda expressiva no gasto com juros e encargos da dívida (29,4%) e elevação importante nas despesas com transferências a estados, Distrito Federal e municípios (+31,8%), fruto, em parte, do crescimento das receitas partilhadas entre os entes da federação (IR e IPI) e de repasses de *royalties* do petróleo.

As despesas de capital apresentaram também um crescimento considerável, de 12,42%, nos 10 primeiros meses deste ano, em comparação com o mesmo período de 2007. Cresceram os investimentos (+7,8%) e as inversões financeiras (+39,8%). O governo também elevou os dispêndios com amortização da dívida (+6,11%). Os gastos com o Projeto Piloto de Investimento Público (PPI), passíveis de redução da meta de superávit primário, totalizaram R$5,5 bilhões entre janeiro e outubro de 2008.

DÍVIDA PÚBLICA

A dívida líquida do setor público (DLSP) sofreu uma redução significativa (ver tabela 6.4). Em dezembro de 2007 correspondia a 42,7% do PIB. Em outubro de 2008 chegou ao patamar de 36,6% do PIB. Contribuíram para essa redução: o elevado superávit primário de 5,6% do PIB; a expansão de haveres internos;[2] o efeito da desvalorização cambial sobre as reservas internacionais no BCB, que tiveram impacto redutor sobre a dívida externa líquida; e, o expressivo crescimento do PIB. O impacto desses fatores sobre a diminuição da dívida pública pode ser conferido na tabela 6.5 que expõe os condicionantes da evolução da dívida líquida.

A dívida externa líquida ficou negativa em 12,28% do PIB, enquanto a dívida interna líquida fechou em 48,91% do PIB, conforme tabela 6.4.

2. Haveres administrados pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN), haveres junto aos governos regionais, haveres da administração indireta e as disponibilidades internas (conforme relatório Resultado do Tesouro Nacional, nov. 2008, p. 15 e 16).

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

Discriminação	Dezembro de 2006		Dezembro de 2007		Outubro de 2008	
	Saldos	% do PIB	Saldos	% do PIB	Saldos	% do PIB
Dívida fiscal líquida	833.230	34,9	891.155	33,1	892.991	30,05
Dívida líquida total	1.067.363	44,7	1.150.357	42,7	1.088.606	36,63
Dívida interna líquida	1.130.902	47,4	1.393.139	51,7	1.453.456	48,91
Governo federal	591.211	24,8	703.662	26,1	649.156	21,85
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional[a]	1.070.187	44,8	1.199.235	44,5	1.208.031	40,65
BCB	191.592	8,0	327.801	12,2	408.382	13,74
Governos estaduais	304.318	12,7	313.467	11,6	334.919	11,27
Governos municipais	45.139	1,9	47.525	1,8	53.684	1,81
Empresas estatais	–1.359	–0,1	684	0,0	7.316	0,25
Dívida externa líquida	–63.538	–2,7	–242.782	–9,0	–364.850	–12,28
PIB[b, c]	2 386 999	–	2.695.758	–	2.971.597	–

Fonte: BCB.
[a] Posição de carteira.
[b] PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado. Deflator IGP-DI centrado (média geométrica das variações do IGP-DI no mês e no mês seguinte).
[c] Dados preliminares.

TABELA 6.5
Evolução da dívida líquida: fatores condicionantes
(Fluxos acumulados no ano)

Discriminação	Dezembro 2006		Dezembro 2007		Outubro 2008	
	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB	Saldos	% PIB
Dívida líquida total – saldo	1.067.363	44,72	1.150.357	42,67	1.088.606	36,63
Dívida líquida – variação acumulada ao ano	64.879	–1,75	82.994	–2,04	–61.752	–6,04
Fatores condicionantes[a]	64.879	2,72	82.994	3,08	–61.752	–2,08
NFSP	69.883	2,93	57.926	2,15	1.835	0,06
Primário	–90.144	–3,78	–101.606	–3,77	–132.886	–4,47
Juros nominais	160.027	6,70	159.532	5,92	134.721	4,53
Ajuste cambial[b]	–4.881	–0,20	29.268	1,09	–60.959	–2,05
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	–2.222	–0,09	–2.432	–0,09	1.910	0,06
Dívida externa – metodológico	–2.659	–0,11	31.701	1,18	–62.869	–2,12
Dívida externa – outros ajustes[c]	2.302	0,10	–2.305	–0,09	–4.105	–0,14
Reconhecimento de dívidas	–375	–0,02	–630	–0,02	1.477	0,05
Privatizações	–2.049	–0,09	–1.265	–0,05	0	0,00
Efeito do crescimento do PIB – dívida[d]	–	–4,47	–	–5,12	–	–3,96
PIB acumulado 12 meses – valorizado[e]	2.387.005	–	2.695.806	–	2.971.597	–

Fonte: BCB.
[a] Os fatores condicionantes da dívida líquida como percentual do PIB consideram o total dos fatores, dividido pelo PIB acumulado nos últimos 12 meses valorizado, segundo a fórmula: $(\Sigma_{FatoresCondicionantes}/PIB_{12MesesValorizado})*100$. Não reflete a variação da dívida em percentagem do PIB.
[b] Considera a soma dos efeitos mensais até o mês de referência.
[c] Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa.
[d] Considera a variação da relação dívida/PIB devida ao crescimento verificado no PIB, calculada pela fórmula: $D_{t-1}/(PIB_{MesAtual}/PIB_{MesBase}) - D_{t-1}$.
[e] Dados preliminares.

A dívida pública mobiliária possui algumas características específicas. No que diz respeito à participação dos indexadores da dívida, continua crescendo a participação dos títulos atrelados à Selic (64,6% do total), em função de sua alta rentabilidade, segurança e liquidez, enquanto os títulos prefixados mantêm uma posição em torno de 35,5% (ver tabela 6.6). Quanto ao prazo, os títulos emitidos pelo BCB e pelo Tesouro Nacional têm prazo médio de 40,19 meses. Finalmente, quanto ao cronograma de pagamento da dívida, 45,8% dos títulos públicos federais estão com os vencimentos concentrados nos próximos dois anos (23,8% no ano de 2009 e 22% em 2010).

TABELA 6.6

Dívida líquida do setor público: participação percentual por indexador

Período		Saldo (R$ milhões)	Indexador[a]								Total
			Cambial	Selic	IGP-M	IGP-DI	IPCA	TR	TJLP	Prefixado	Outros	
2002	Dez.	881.108	39,0	46,0	5,6	4,2	1,1	2,9	–7,6	1,5	7,3	100,0
2003	Dez.	913.145	27,1	50,4	7,0	4,0	1,9	1,5	–9,0	10,0	7,0	100,0
2004	Dez.	956.994	16,8	49,5	8,4	3,5	2,7	3,8	–10,3	17,0	8,5	100,0
2005	Dez.	1.002.485	5,3	48,9	6,8	3,1	7,2	3,3	–11,2	27,6	9,1	100,0
2006	Dez.	1.067.363	–7,1	42,6	6,5	2,6	15,7	4,6	–12,8	37,6	10,3	100,0
2007	Dez.	1.150.357	–22,3	48,7	6,1	2,4	20,4	5,7	–13,2	40,6	11,7	100,0
2008	Jan.	1.140.900	–23,5	54,8	6,1	2,4	21,2	5,7	–13,3	37,7	8,9	100,0
	Fev.	1.157.005	–23,0	52,4	6,1	2,3	21,4	5,7	–13,2	39,2	9,1	100,0
	Mar.	1.141.321	–25,0	52,6	6,2	2,3	22,4	5,9	–14,3	40,6	9,3	100,0
	Abr.	1.153.289	–24,4	57,2	5,1	2,3	22,6	6,1	–14,2	36,8	8,4	100,0
	Mai.	1.168.271	–23,7	55,2	5,2	2,3	22,5	6,0	–14,3	37,3	9,6	100,0
	Jun.	1.180.009	–23,6	54,8	5,3	2,2	22,8	5,9	–14,2	37,6	9,1	100,0
	Jul.	1.192.177	–23,6	60,9	5,2	2,2	23,2	5,7	–14,1	32,1	8,4	100,0
	Ago.	1.182.748	–25,1	60,4	5,3	2,2	23,5	5,4	–14,3	33,4	9,2	100,0
	Set.	1.127.157	–31,3	62,2	5,6	2,3	25,0	5,7	–15,1	35,7	10,0	100,0
	Out.	1 088 606	–35,3	64,6	5,8	2,4	26,2	7,1	–15,8	35,5	9,6	100,0

Fonte: BCB.

[a] Principais componentes: cambial interna: BTN, CFT-D, NTN-M, NTN-A, NTN-D, NTN-I, NTN-R, NBCE, NBCF, FAT cambial. Cambial externa: dívida externa de todas as esferas, líquidas de reservas internacionais, garantias e disponibilidades externas. Selic: LFT, LFT-A, LFT-B, operações compromissadas (recompra e revenda), aplicações financeiras e dívida bancária de todas as esferas, dívidas securitizadas; IGP-M: CFT-E, NTN-C, CTN; IGP-DI: CFT-A, renegociações de dívidas ao amparo da Lei n. 8.727/1993. Renegociações de dívidas com estados e municípios (Lei n. 9.496/1997), dívidas securitizadas; e aplicações financeiras dos diversos segmentos. IPCA: NTN-B. TR: CFT-B, NTN-F, NTN-P, dívidas securitizadas, TDA, dívida bancária das diversas esferas, débitos e haveres da Emgea. TJLP: fundos constitucionais, aplicações com recursos do FAT. Sem atualização: depósitos à vista, arrecadação a recolher e base monetária. Prefixado: LTN, NTN-F (a partir de dezembro de 2003) e títulos da dívida externa emitidos em reais (BRL 16). Outros: aplicações em fundos extramercado.

EDITORIAL

Coordenação
Iranilde Rego

Supervisão
Andrea Bossle de Abreu

Revisão e Edititoração
Equipe Editorial

Reprografia
Edson Soares

Brasília

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