

Maio

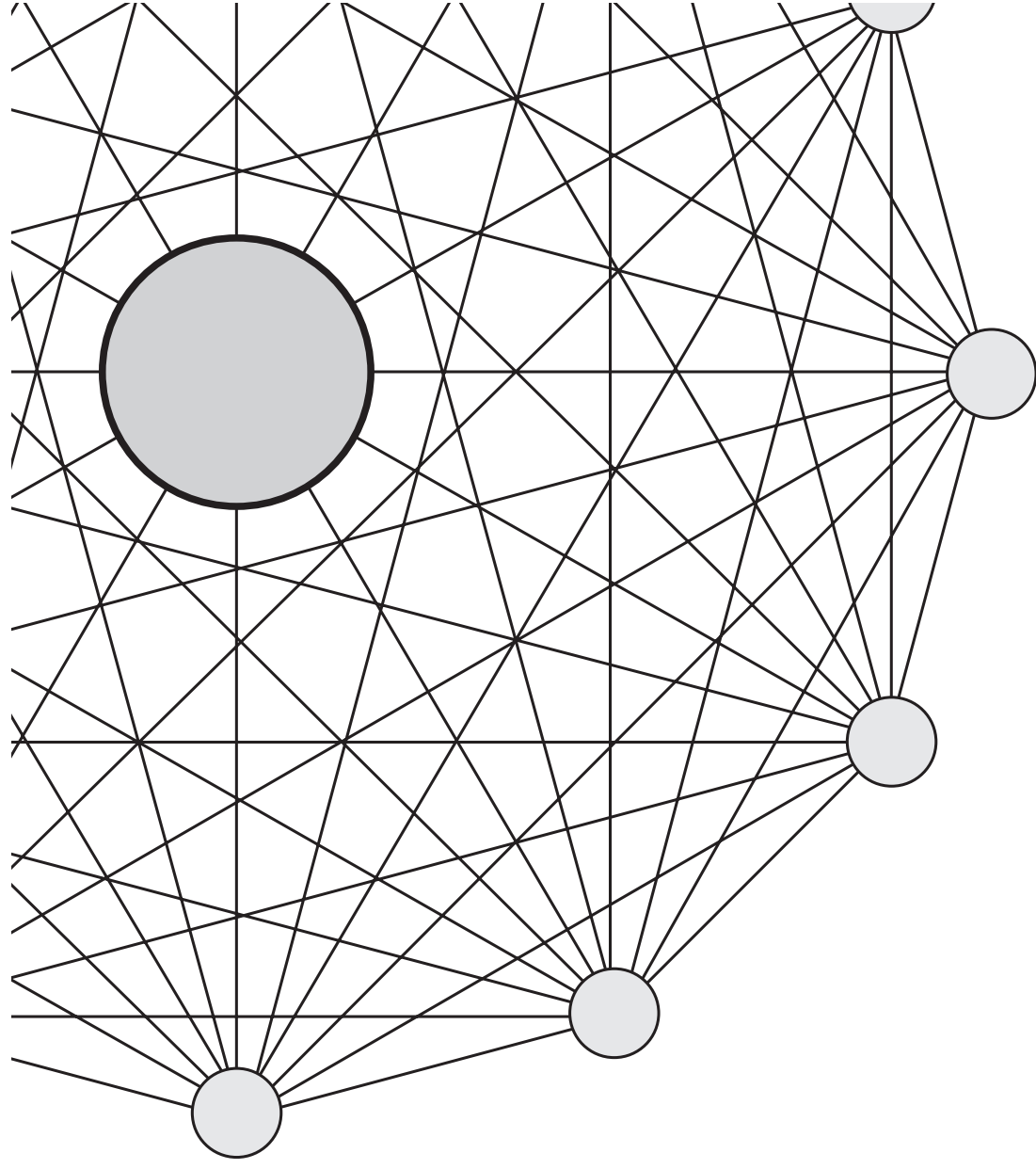
2012



16

CONJUNTURA

CARTA DE



CARTA DE CONJUNTURA

Governo Federal

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

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

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

Presidente

Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Geová Parente Farias

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais, Substituto

Marcos Antonio Macedo Cintra

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

Alexandre de Ávila Gomide

Diretora de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Vanessa Petrelli Corrêa

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Francisco de Assis Costa

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

Carlos Eduardo Fernandez da Silveira

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Fabio de Sá e Silva

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

Daniel Castro

carta de conjuntura

Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas

GAP – Grupo de Análise e Previsões

Equipe Técnica

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

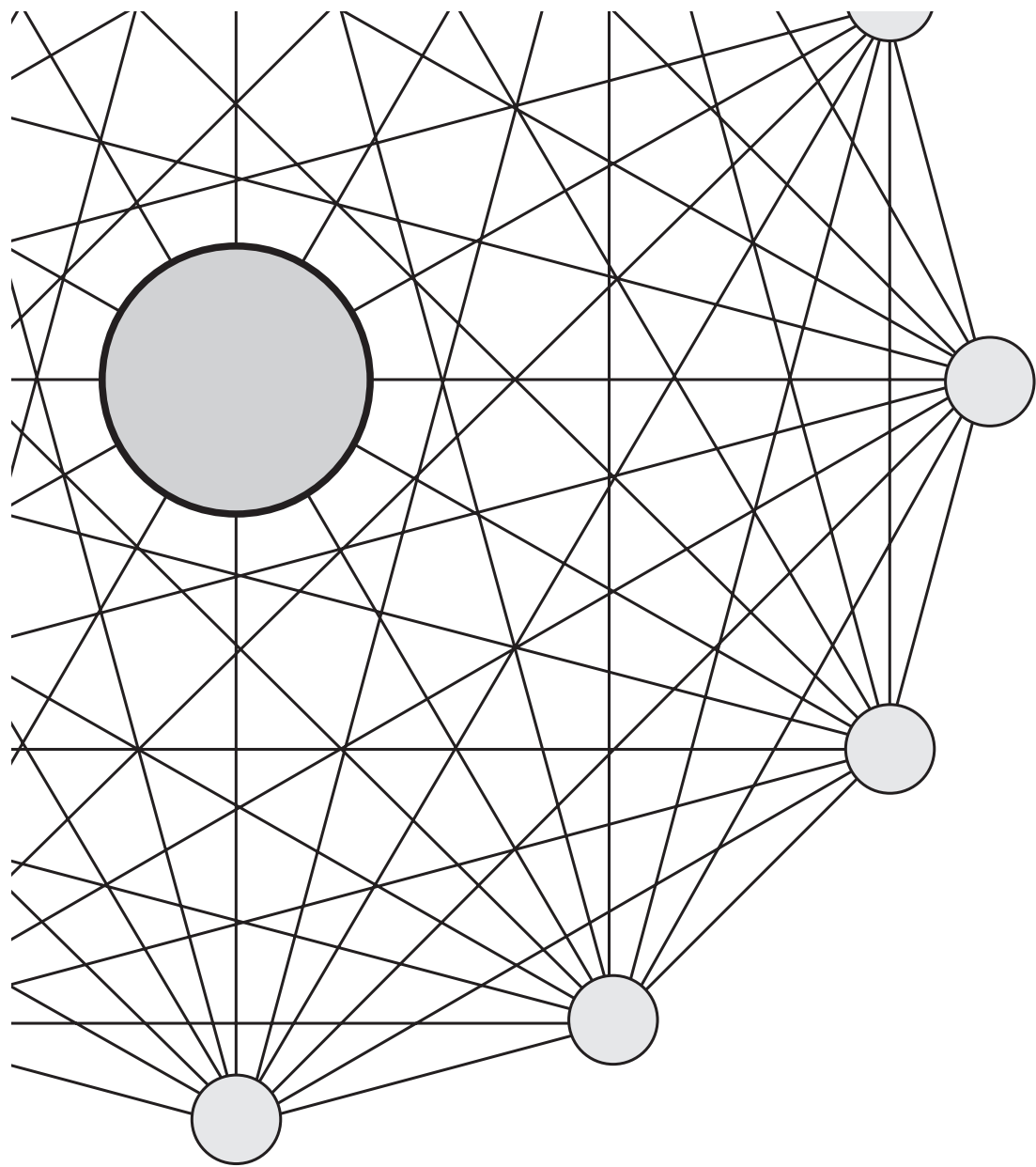
Assessora

Mônica Simioni

As seções desta carta foram produzidas com as informações existentes em 14 de maio de 2012.

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

ISSN 1982-8772



maio

2012

16

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

Trimestral.

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

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

CDD 330.05

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

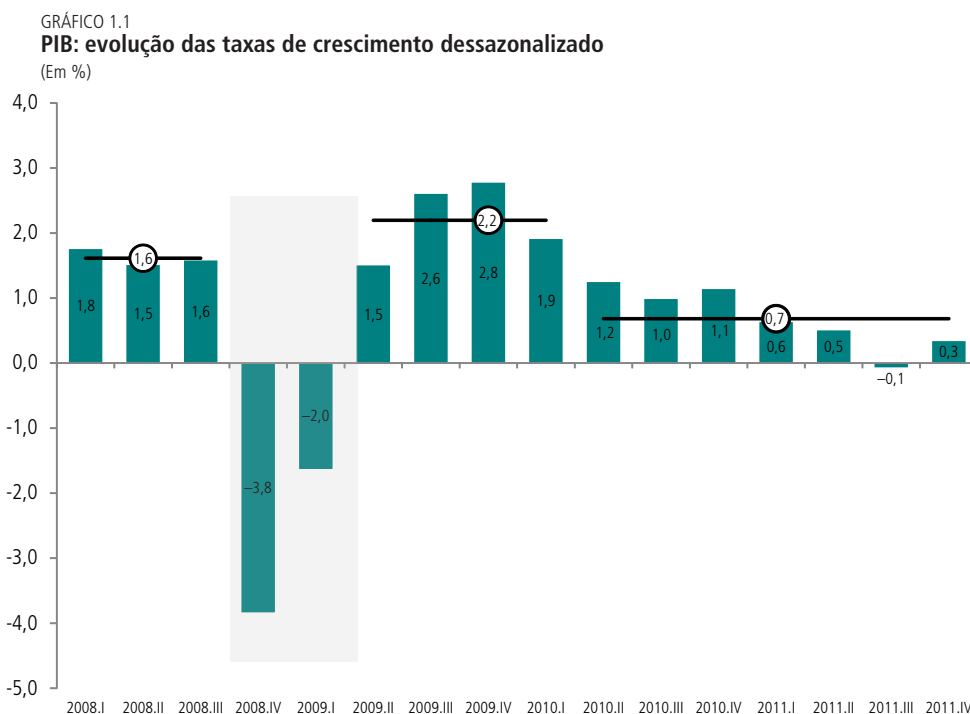
É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

NÍVEL DE ATIVIDADE	7
MERCADO DE TRABALHO	29
INFLAÇÃO	37
SETOR EXTERNO	41
CRÉDITO E MERCADO FINANCEIRO	51
FINANÇAS PÚBLICAS	61
ANEXOS	71

1 NÍVEL DE ATIVIDADE

De acordo com os dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Produto Interno Bruto (PIB) registrou avanço de 0,3% na passagem entre o terceiro e o quarto trimestres de 2011, na série livre de influências sazonais. Com este resultado, que correspondeu a uma expansão anualizada de 1,4%, o PIB encerrou o ano com uma expansão acumulada de 2,7%, patamar bastante inferior àquele verificado em 2011, quando a economia cresceu expressivos 7,5%. Embora o avanço no quarto trimestre tenha representado uma recuperação em relação à queda de 0,1% ocorrida no período anterior, a atividade econômica ainda se encontra num ciclo de baixo crescimento, caracterizado por uma taxa de expansão média marginal de apenas 0,7% nos últimos sete trimestres (ver gráfico 1.1). Por trás deste desempenho, enquanto a demanda interna¹ manteve certo dinamismo, registrando alta de 1,3% na margem, o comportamento da produção industrial continua marcado pela estagnação, fato este que contribuiu para o aumento do vazamento externo. Ainda em relação à demanda, a composição do resultado referente ao quarto trimestre de 2011 sofreu uma piora, na medida em que a aceleração na margem observada no consumo das famílias (+1,1%) foi acompanhada por um avanço de apenas 0,2% da FBCF, ocasionando, inclusive, a redução da taxa de investimento líquido a preços correntes, que passou de 20,0% para 18,8%. Por sua vez, a taxa de poupança também recuou na passagem do terceiro para o quarto trimestre de 2011, passando de 18,8% para 14,2%. Outro ponto a ser destacado foi a trajetória decrescente apresentada pelo PIB ao longo do ano passado, chegando ao fim do quarto trimestre num ritmo inferior àquele verificado na média do ano. Com isto, o *carry-over* (carregamento estatístico) para 2012 sofreu forte redução, ficando em apenas 0,3%, ou seja, caso o PIB permaneça estagnado durante os próximos quatro trimestres, na série com ajuste sazonal, cresceria a esta taxa ao final do ano.



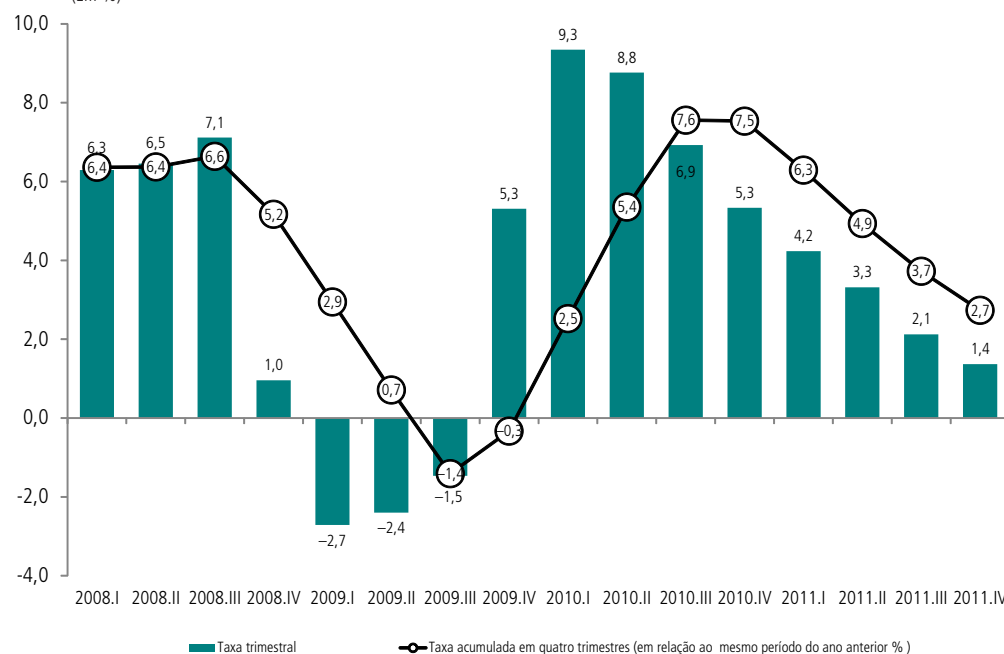
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Na comparação em relação ao mesmo período do ano anterior, a taxa de crescimento do PIB sofreu redução pelo sétimo trimestre consecutivo, passando de 2,1% para 1,4%. Embora o quarto trimestre de 2010 ainda tenha sido marcado por algum aquecimento da atividade econômica, o que manteve elevada a base de comparação, este resultado reflete o processo de desaceleração da economia brasileira, que também pode ser observado na evolução da taxa de expansão acumulada em quatro trimestres, que recuou pelo quinto trimestre consecutivo, passando de 3,7% para 2,7% (ver gráfico 1.2). Nesta base de comparação, a demanda doméstica chegou ao fim de 2012 com um crescimento acumulado de 3,8%, resultado este que refletiu a expansão do consumo das famílias (+4,1%), do consumo do governo (+1,9%) e da FBCF (+4,7%) que, mesmo tendo crescido acima do PIB, foi insuficiente para evitar uma queda na taxa de investimentos anual, que passou de 19,5% em 2010 para 19,3% em 2011. Parte da explicação para isso também se deve ao barateamento relativo ocorrido

1. Demanda interna (ou doméstica) = consumo das famílias + consumo do governo + formação bruta de capital fixo (FBCF).

no custo do investimento, uma vez que o seu deflator subiu 4,0% frente a 7,1% no deflator do PIB. Por sua vez, a taxa de poupança também caiu em proporção do PIB, passando de 17,5% em 2010 para 17,2% em 2011.

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



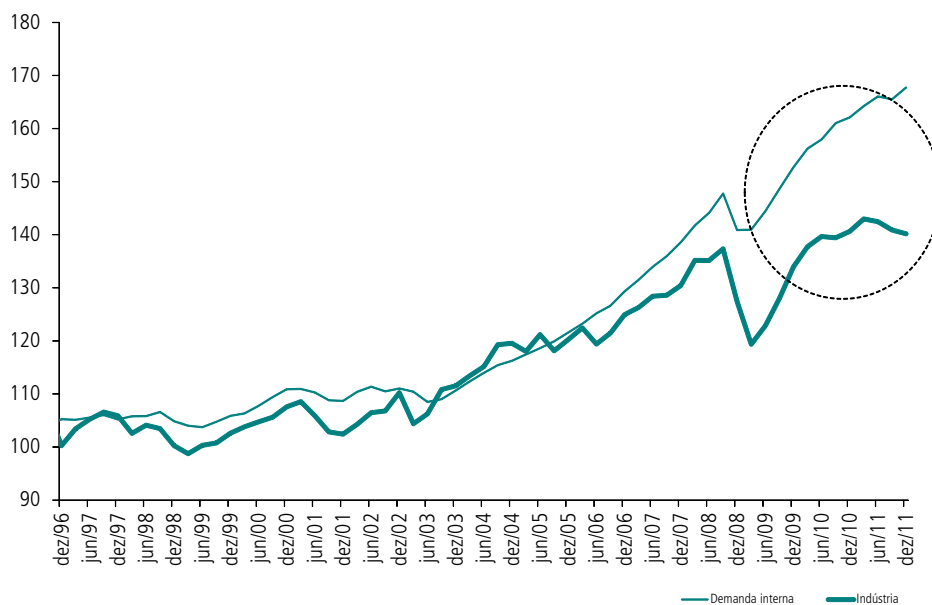
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A perda de vigor no desempenho da economia brasileira em 2011, refletida num crescimento acumulado de apenas 2,7%, pode ser explicada por diversos fatores. Um primeiro ponto a ser abordado diz respeito ao crescimento “herdado” pelo PIB no início de 2011. A forte expansão verificada em 2010, quando o produto registrou alta de 7,5%, foi construída a partir de uma trajetória caracterizada por taxas decrescentes ao longo daquele ano. Isto porque, após um primeiro trimestre em que registrou, em termos anualizados, um crescimento de 7,9%, o nível de atividade sofreu forte desaceleração, chegando ao fim do quarto trimestre num ritmo abaixo daquele verificado na média do ano. Sendo assim, e pelo fato de a taxa de variação real do PIB ser calculada com base na comparação entre a expansão média de um ano e a do ano anterior, esta combinação acabou provocando uma redução do carregamento estatístico para o ano de 2011, que passou de 3,7% para 1,7%. Em outras palavras, assumindo a hipótese de que as taxas de crescimento trimestral dessazonalizado em 2011 fossem iguais àsquelas observadas em 2010, o crescimento acumulado do PIB em 2011 teria sido de 5,3%. Portanto, somente este efeito estatístico já seria responsável pela subtração de 2,2 pontos percentuais (p.p.) na comparação com o resultado verificado no ano anterior.

Isto posto, embora a trajetória de crescimento do PIB em 2010 tenha sido mais suave a partir do segundo trimestre, o ritmo de expansão do consumo das famílias voltou a acelerar nos dois últimos períodos daquele ano. Além disso, a economia brasileira foi afetada no segundo semestre por um choque altista dos preços internacionais das *commodities* que, pressionando os itens relacionados ao grupo alimentos, provocou o aumento das taxas de inflação. Dentro deste contexto, caracterizado pela combinação entre um ritmo acelerado de consumo e um choque exógeno de preços, o governo optou por colocar um freio na atividade econômica. Sendo assim, ao final de 2010, o Banco Central do Brasil (BCB) iniciou um ciclo de aperto monetário, traduzido no aumento da taxa básica de juros, e impôs uma série de medidas macroprudenciais ao sistema financeiro, visando encarecer o custo do dinheiro e reduzir a expansão do crédito. A decisão em conter o ritmo da expansão econômica também contou com a participação da política fiscal, refletida num reforço do comprometimento com a chamada meta “cheia” de superávit primário, ou seja, sem descontar os investimentos relacionados ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). Estas medidas acabaram exercendo algum efeito inibidor no ritmo de crescimento do consumo das famílias, seja através do encarecimento do crédito, seja através do aumento do endividamento dos agentes. Todavia, o dinamismo ainda presente no mercado de trabalho e os ganhos reais da massa salarial continuaram a pressionar a demanda, mantendo os índices de confiança das famílias num patamar elevado e estimulando as vendas no varejo. Se, por um lado, os setores ligados à demanda demonstraram certa resiliência frente às políticas implementadas pelo governo, grande parte da desaceleração ocorrida na economia brasileira em 2011 está associada ao desempenho dos setores ligados à oferta, mais precisamente, à indústria, que já vinha se deteriorando desde o segundo trimestre de 2010 (ver gráfico 1.3). Após a alta de 1,7% registrada no primeiro trimestre do ano passado, e não obstante os estímulos ainda

existentes da demanda interna, a produção industrial recuou nos três períodos seguintes, na série com ajuste sazonal, acumulando um crescimento de apenas 1,6% ao final de 2011. Como resultado deste cenário, uma parcela importante do consumo dos agentes vem sendo suprida pela importação, ampliando o vazamento externo. A estagnação verificada na produção industrial é consequência não só dos efeitos restritivos da política monetária, que se intensificaram a partir do segundo semestre de 2011,² mas também pode ser explicada por uma série de fatores que vem comprometendo a sua competitividade. Em primeiro lugar, o patamar excessivamente apreciado da taxa de câmbio tem reduzido sobremaneira a rentabilidade da indústria, que vem perdendo competitividade tanto no nível externo, quanto no âmbito do mercado doméstico. Além disso, dado o potencial do mercado interno brasileiro, a lenta recuperação dos países desenvolvidos após a crise de 2008, ao mesmo tempo em que retrai os fluxos de comércio mundial, torna o país um dos alvos preferenciais para a entrada de produtos estrangeiros.

GRÁFICO 1.3
Evolução da demanda interna versus PIB da indústria
(Índices dessazonalizados)



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

Além da questão cambial e de outros fatores estruturais como, por exemplo, os gargalos relacionados à infraestrutura insuficiente, à alta carga tributária, à burocracia excessiva, à escassez de mão de obra qualificada etc., o fraco desempenho vivenciado pela indústria em 2011 foi agravado, também, por fatores conjunturais. Em face da elevação do comprometimento da renda dos consumidores com dívidas passadas, associado ao aumento nos níveis de inadimplência, alguns produtores de bens duráveis enfrentaram um recuo mais acentuado que a média na demanda pelos seus produtos, fato este que acabou gerando um acúmulo indesejado do nível de estoques. Convivendo com este problema desde o final do segundo trimestre, setores importantes da indústria viram-se obrigados a implementar ajustes na produção a fim de normalizar os seus estoques, como foi o caso do setor automotivo que, através de uma política de férias coletivas, reduziu expressivamente a quantidade de carros produzidos ao longo do segundo semestre de 2011. Somado a este fato, o agravamento da conjuntura internacional, provocado pelo rebaixamento da dívida pública dos Estados Unidos no início de agosto, seguido por uma longa negociação pela elevação do teto de endividamento do país junto ao Congresso americano, assim como a deterioração da situação fiscal e financeira dos países do bloco europeu contribuíram para deprimir ainda mais a confiança dos empresários, que já vinha recuando desde o final de 2010.

Diante deste quadro, a percepção de que o ritmo de crescimento da demanda interna começava a dar sinais mais fortes de moderação, associada a um cenário de estagnação da produção industrial, provocou uma mudança de direção na política monetária conduzida pelo BCB, dando início a um ciclo de redução da taxa de juros ao final de agosto, assim como à reversão de algumas das medidas macroprudenciais adotadas em dezembro de 2010. Esta reorientação na política do governo, que incluía um conjunto de outras medidas visando estimular, tanto o consumo, quanto a produção industrial, tinha como principal objetivo evitar que a atividade econômica entrasse num círculo vicioso, uma vez que a manutenção dos níveis de incerteza em patamares elevados tenderia a paralisar as decisões sobre novos endividamentos por parte das

2. Assumindo que os mecanismos de transmissão pelos quais a elevação da taxa básica de juros afeta o setor real da economia levem, em média, de seis a nove meses para acontecer inteiramente.

famílias e sobre novos projetos de investimento por parte dos empresários, o que poderia, a partir de algum momento, contaminar de uma maneira mais acentuada o mercado de trabalho, reduzindo ainda mais a demanda. A este respeito, a recuperação observada na confiança dos agentes econômicos durante o quarto trimestre de 2011, refletindo a retomada do bom desempenho do comércio varejista e a solidez do mercado de trabalho, sugere que a retração do PIB no período anterior, quando recuou 0,1% na comparação dessazonalizada, tenha sido o fundo do poço, uma vez que a economia já estaria respondendo a alguns dos estímulos adotados pelo governo. Em relação a 2012, os indicadores de atividade econômica que antecipam os resultados do primeiro trimestre sinalizam para um padrão de comportamento semelhante àquele observado em 2011. Enquanto, pelo lado da demanda, os dados referentes à Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), do IBGE, assinalam um crescimento acumulado de 2,8% no primeiro bimestre, pelo lado da oferta, de acordo com a Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF), também do IBGE, a produção industrial continua decepcionando. Após o avanço registrado em fevereiro, quando se recuperou da queda sofrida no mês anterior, a indústria voltou a retroceder em março, acumulando uma perda de 0,8% no primeiro trimestre do ano. Tomando por base o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-BR), que possui uma forte correlação com o PIB, os recuos consecutivos ocorridos nos dois primeiros meses do ano, quando retraiu 0,1% e 0,2%, respectivamente, também sinalizam para um desempenho modesto da economia no início do ano. Apesar disso, levando-se em conta as defasagens inerentes aos seus mecanismos de transmissão, espera-se que as medidas implementadas pelo governo exerçam maior influência sobre o nível de atividade no decorrer dos próximos trimestres, provocando uma aceleração das taxas de crescimento do PIB ao longo do ano. Cabe, entretanto, analisar o chamado balanço de riscos, em relação ao qual o comportamento da economia está condicionado.

Entre os fatores que podem influenciar positivamente a trajetória do PIB em 2012, destacam-se:

- 1) A flexibilização da política monetária, que compreendeu, entre outras medidas:
 - a) o início de um ciclo de redução da taxa básica de juros, a partir de agosto de 2011;
 - b) a reversão parcial de algumas medidas macroprudenciais, a saber: a redução das exigências de capital por parte dos bancos para empréstimos de curto e médio prazo, e a redução da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para pessoa física que, embora tenha passado de 3% para 2,5%, ainda se encontra num patamar superior à taxa de 1,5% que vigorava até abril de 2011; e
 - c) a forte redução, através da ação dos bancos públicos, nos custos de várias modalidades de empréstimos, como o cheque especial, o cartão de crédito, o crédito imobiliário, e os financiamentos para aquisição de veículos.
- 2) A utilização de um conjunto de instrumentos de política fiscal voltados para estimular o crescimento econômico, divididos em:
 - a) mecanismos de incentivo ao consumo, do qual fazem parte as políticas de desoneração fiscal, como, por exemplo, a redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) em diversos setores do varejo; e as políticas de redistribuição de renda, associadas aos aumentos reais concedidos ao salário mínimo (SM), ao Programa Bolsa Família (PBF) etc.; e
 - b) mecanismos de incentivo ao investimento e à indústria em geral, do qual fazem parte o Programa Brasil Maior que, entre outras medidas, incluirá: proteção setorial contra os importados via aumento de IPI, desoneração da folha de pagamentos das empresas, e redução de tributos na aquisição de bens de capital, materiais de construção e caminhões; os programas de estímulo à exportação, como o *drawback*, que consiste em desonerar a aquisição de insumos nacionais ou importados a serem utilizados na produção de bens voltados para o mercado externo; e o aumento dos estímulos à construção civil, através da aceleração das obras do PAC e da ampliação dos programas habitacionais, como o Minha Casa, Minha Vida.
- 3) A manutenção da participação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) como importante ferramenta de financiamento aos setores produtivos.
- 4) A perspectiva de ampliação do investimento das empresas estatais, como, por exemplo, a intensificação dos projetos relacionados à exploração de petróleo na camada de pré-sal pela Petrobras.
- 5) A aceleração dos projetos envolvendo concessões para a iniciativa privada em pontos de estrangulamento relacionados à realização da Copa do Mundo de 2014 e à Olimpíada de 2016, como portos e aeroportos.
- 6) O dinamismo presente no mercado de trabalho ao longo dos últimos anos, caracterizado tanto pela ampliação do emprego formal, quanto pelos ganhos reais dos rendimentos, acompanhado da redução das taxas de desemprego para níveis historicamente baixos, aumentando o grau de estabilidade dos postos de trabalho, e conferindo maior confiança aos agentes.

Por outro lado, entre os fatores que podem desacelerar a economia, devem-se destacar:

- 1) A crise de endividamento fiscal dos países da Zona do Euro, gerando um aumento da aversão global ao risco, encarecendo o custo do financiamento externo e restringindo a recuperação dos índices de confiança dos agentes econômicos brasileiros (consumidores e empresários).
- 2) A lenta recuperação das economias desenvolvidas e a redução das perspectivas de crescimento dos países emergentes que, mesmo num cenário sem ruptura, manterão deprimidos a demanda mundial e, conseqüentemente, os fluxos de comércio internacional.
- 3) A trajetória menos benigna dos preços das *commodities*, associada à expectativa de desaceleração das economias emergentes e às crescentes pressões protecionistas, provocando uma piora nos termos de troca da economia brasileira, e exercendo um impacto contracionista no saldo da balança comercial.
- 4) Os conflitos no Oriente Médio e na região Norte da África, envolvendo importantes países produtores de petróleo, podem acarretar um aumento dos preços internacionais do produto, o que também acarretaria, em termos líquidos, uma piora dos termos de troca para a economia brasileira.
- 5) A presença de um viés de apreciação da taxa de câmbio brasileira. Embora a moeda brasileira tenha apresentado uma pequena desvalorização ao longo de 2011, intensificada nos últimos meses, seu atual patamar ainda é insuficiente para gerar um alívio mais relevante para os setores produtores de *tradables*. Além disso, apesar da redução do diferencial de juros, decorrente do ciclo de flexibilização da política monetária, das atuações do governo no mercado de câmbio, e das medidas de política adotadas visando conter a entrada de capital especulativo, as condições do ambiente externo, juntamente com a solidez dos fundamentos macroeconômicos da economia brasileira, fazem do país um alvo preferencial para a entrada de divisas internacionais, o que restringe, de certa maneira, a eficácia destes esforços. Vale ressaltar que, em plena turbulência internacional, o Brasil teve sua posição elevada junto às agências de classificação de risco no ano passado.
- 6) A manutenção de um quadro de escassez de mão de obra qualificada em vários setores produtivos, pressionando os custos de produção na indústria.
- 7) O elevado grau de endividamento das famílias. O comprometimento de uma parcela relevante da renda dos consumidores com o pagamento de dívidas passadas tem pressionado os níveis de inadimplência, o que reduziu a demanda por novos financiamentos e tornou a oferta por parte dos bancos privados mais seletiva, obstruindo parcialmente o canal do crédito.

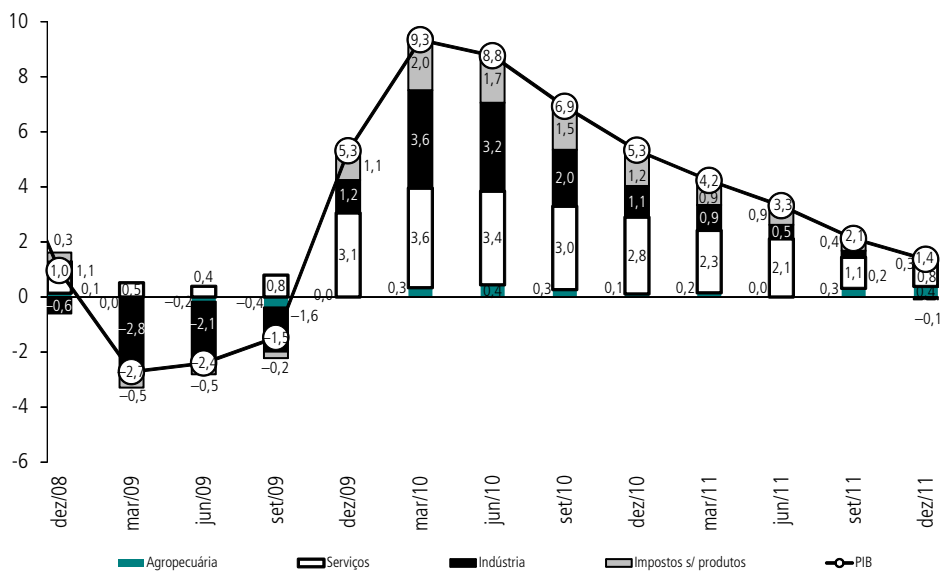
OFERTA

Na comparação entre o quarto trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior, a análise dos componentes do PIB pelo lado da oferta destaca a queda da participação do setor industrial pelo sétimo trimestre consecutivo, tendo contribuído negativamente com +0,1 p.p. Com este resultado, o pior desde o terceiro trimestre de 2009, o setor acumulou uma contribuição de apenas +0,4 p.p. em 2011, que correspondeu a uma forte redução da sua participação relativa no crescimento do PIB, que passou de 32,1% em 2010 para 13,9%, refletindo o fraco desempenho da produção ao longo do ano passado (ver gráficos 1.4 e 1.5). A maior contribuição ao crescimento do quarto trimestre ficou por conta do setor de serviços, que somou +0,8 p.p. no resultado do PIB. No acumulado do ano, a adição de +1,6 p.p. também foi a maior entre os setores produtivos. Este resultado correspondeu a um aumento na participação relativa do setor, que passou de 42,5% para 57,0%. Já o setor agropecuário contribuiu com +0,4 p.p. para a expansão do PIB no quarto trimestre de 2011, acumulando uma adição de +0,2 p.p. no crescimento anual. Com isso, sua participação relativa também se elevou, passando de 4,1% em 2010 para 6,5% em 2011. Por fim, a contribuição dos impostos somou +0,3 p.p. no resultado interanual, adicionando +0,6 p.p. no acumulado do ano. Este resultado refletiu certa estabilidade na sua participação relativa, que se elevou de 21,4% para 22,6%.

A desaceleração observada na taxa de crescimento trimestral do PIB foi reflexo do fraco desempenho apresentado pela maioria dos setores produtivos. A exceção ficou por conta da agropecuária, que voltou a se destacar nessa base de comparação. Após a forte recuperação apresentada no terceiro trimestre, quando saiu de uma queda de 0,6% no período anterior para um avanço de 6,9%, o setor voltou a acelerar no último trimestre do ano, registrando alta de 8,4% ante o mesmo período de 2010, a maior desde o segundo trimestre de 2010 (ver tabela 1.1). Além dos ganhos de produtividade, este resultado pode se explicado pelo forte aumento da produção de alguns produtos da lavoura, que concentraram suas safras neste período, como, por exemplo, o fumo (+22,0%), o feijão (+10,9%), a mandioca (+7,3%) e a laranja (+2,8%). Com relação ao trimestre imediatamente anterior, com dados dessazonalizados, a agropecuária também se destacou. Embora tenha desacelerado em relação ao período anterior, registrou o melhor desempenho entre os setores, com avanço de 0,9% ante o terceiro trimestre. Na comparação acumulada em quatro trimestres, a agropecuária encerrou o ano de 2011

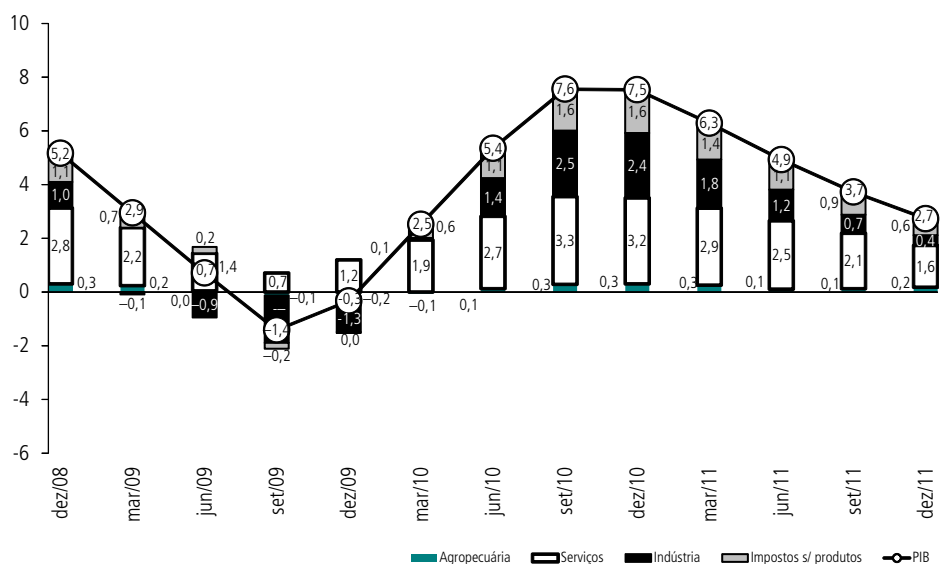
com uma expansão de 3,9%, a maior entre os setores produtivos. Já o crescimento contratado para 2012 (*carry-over*) ficou em 1,6%. Com relação às perspectivas para a produção da lavoura em 2012, a previsão do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) referente a março projeta uma safra de 158,6 milhões de toneladas para o ano, que ficaria 0,9% abaixo daquela realizada em 2011.

GRÁFICO 1.4
Componentes do PIB pelo lado da oferta: contribuição ao crescimento
(Taxa de variação trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, em %)



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

GRÁFICO 1.5
Componentes do PIB pelo lado da oferta: contribuição ao crescimento
(Taxa de variação acumulada em quatro trimestres, em %)



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

TABELA 1.1

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

	2010				2011				Variação acumulada no ano	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2010	2011
PIB pm	9,3	8,8	6,9	5,3	4,2	3,3	2,1	1,4	7,5	2,7
Imposto sobre produtos	14,5	12,6	11,1	9,1	6,5	5,9	3,0	2,0	11,7	4,3
Agropecuária	7,0	9,0	5,5	2,3	3,33	-0,6	6,9	8,4	6,3	3,9
Indústria	15,4	13,9	8,9	4,9	3,8	2,1	1,0	-0,4	10,4	1,6
Serviços	6,2	5,8	5,2	4,8	4,0	3,7	2,0	1,4	5,5	2,7
Consumo - total	7,1	6,2	5,7	6,1	4,9	5,1	2,4	1,9	6,2	3,5
Famílias	8,5	6,2	5,9	7,3	6,0	5,6	2,8	2,1	6,9	4,1
Governo	3,1	6,2	5,1	2,8	1,8	3,5	1,2	1,3	4,2	1,9
FBCF	29,9	27,2	20,3	11,1	8,8	6,2	2,5	2,0	21,3	4,7
Exportação	15,4	6,9	11,3	13,2	4,0	6,2	4,1	3,7	11,5	4,5
Importação	40,6	38,7	40,0	26,4	13,4	14,8	5,8	6,4	35,8	9,7
PIBmp variação dessazonalizada (%)	1,9	1,2	1,0	1,1	0,6	0,5	-0,1	0,3		

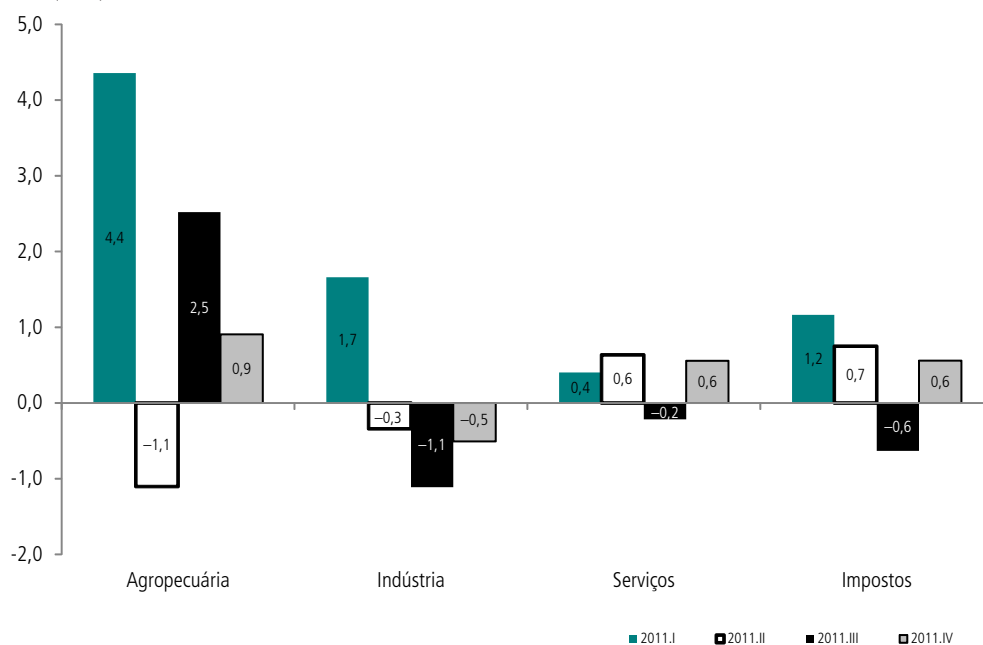
Fonte: IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O setor de serviços desacelerou pelo sétimo trimestre consecutivo na comparação interanual. O crescimento de 1,4% frente ao mesmo período de 2010 representou uma queda de 0,6 p.p. em relação ao resultado do trimestre anterior, e foi reflexo do arrefecimento ocorrido em quase todas as atividades, com exceção do grupo Serviços de informação, que registrou crescimento de 4,6% sobre o quarto trimestre de 2010, superando em 0,2 p.p. o resultado do período anterior. Os destaques negativos ficaram por conta daquelas atividades mais diretamente influenciadas pela demanda interna. Enquanto a taxa de expansão do Comércio recuou de 1,7% para 1,3%, as atividades Transporte, armazenagem e correio e Intermediação financeira e seguros também desaceleraram, passando de 2,1% para 1,4%, e de 3,0% para 1,5%, respectivamente. Na série livre de influências sazonais, o setor de serviços registrou variação positiva de 0,6%, se recuperando da retração verificada na passagem entre o segundo e o terceiro trimestres, quando havia recuado 0,2% (ver gráfico 1.6). Todas as atividades apresentaram alta nesta base de comparação, com destaque para Intermediação financeira e seguros e Comércio, que avançaram 1,4%, 0,7%, respectivamente. O resultado acumulado em quatro trimestres ficou em 2,7% ao final do ano, deixando um carregamento estatístico de 0,5% para 2012. Com relação às perspectivas para o primeiro trimestre, embora o Índice de Confiança de Serviços (ICS), medido pela Fundação Getulio Vargas (FGV) tenha registrado, em março, a oitava queda na comparação com o mesmo período de 2011, a percepção de uma melhora gradual no nível de atividade econômica ao longo dos próximos meses tem se refletido no comportamento do Índice de Expectativas (um dos componentes do ICS), que registrou o terceiro avanço consecutivo também na comparação interanual. Já o Índice de Gerentes de Compras – Purchasing Managers Index (PMI) – relacionado ao setor de serviços atingiu 54,4 p.p. em abril, ante 53,8 p.p. em março.³ Ainda segundo a pesquisa, os provedores de serviços acreditam num aumento da atividade do setor durante os próximos 12 meses, sustentada por um crescimento econômico adicional e uma demanda mais elevada por parte dos seus clientes.

GRÁFICO 1.6

Componentes do PIB pelo lado da oferta: evolução das taxas de crescimento dessazonizado

(Em %)



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

3. Valores acima de 50 pontos indicam crescimento da atividade.

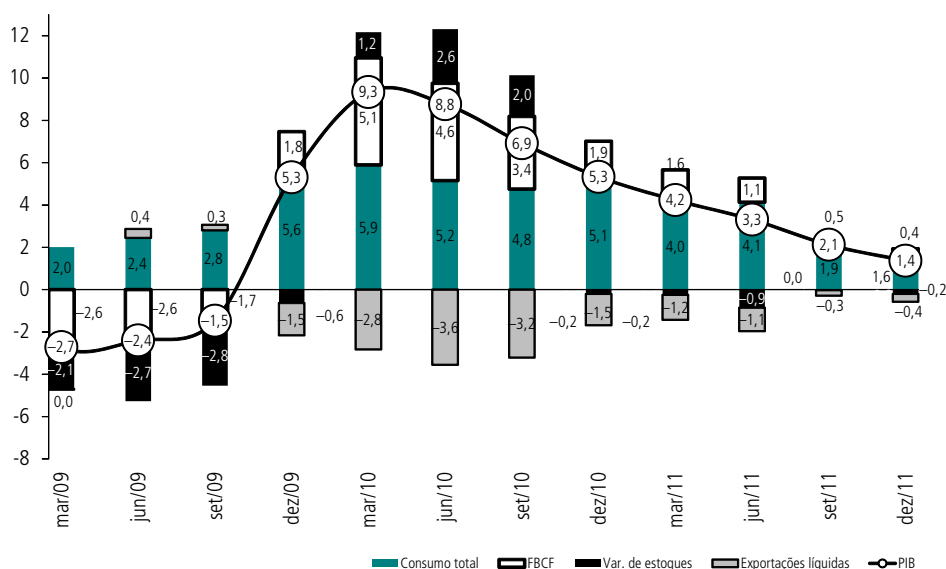
O setor industrial registrou queda de 0,4% na comparação entre o quarto trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior, sendo este o seu pior resultado desde o terceiro trimestre de 2009, quando havia retraído 6,8%. A perda de fôlego do setor se explica em grande medida pela Indústria de transformação, que recuou 3,1% em relação ao mesmo período de 2010. Ainda nesta base de comparação, o destaque positivo foi a Indústria extrativa mineral, cuja taxa de crescimento trimestral se elevou 1,1 p.p., passando de 2,7% para 3,8%. Na série com ajuste sazonal, a indústria registrou variação negativa pelo terceiro trimestre consecutivo, registrando queda de 0,5% ante o período imediatamente anterior. A retração na margem também foi reflexo do mau desempenho da atividade Indústria de transformação, que contraiu 2,5% na passagem do terceiro para o quarto trimestre. Este resultado foi a segunda queda consecutiva do setor manufatureiro, que acumulou uma perda de 4,0% no segundo semestre de 2011. Nesta base de comparação, os destaques positivos ficaram por conta da Extrativa mineral e da Construção, que aceleraram na margem, registrando avanços de 1,8% e 0,8%, respectivamente. No acumulado do ano, indústria encerrou 2011 com uma expansão de apenas 1,6%, resultado bastante inferior àquele obtido no ano anterior, quando havia crescido 10,4%. Com isso, o carregamento estatístico para 2012 ficou negativo em 1,0%.

Por fim, os impostos sobre produtos desaceleraram pelo sétimo trimestre seguido, registrando crescimento de 2,0% na comparação entre o quarto trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Grande parte deste resultado pode ser explicada pelo bom desempenho das Importações de bens e serviços e da atividade Intermediação financeira e seguros. Na série com ajuste sazonal, os impostos avançaram 0,6%, se recuperando da queda sofrida no período anterior. Na variação acumulada em quatro trimestres, o crescimento chegou anual se reduziu de 11,7% em 2010 para 4,3% em 2011.

DEMANDA

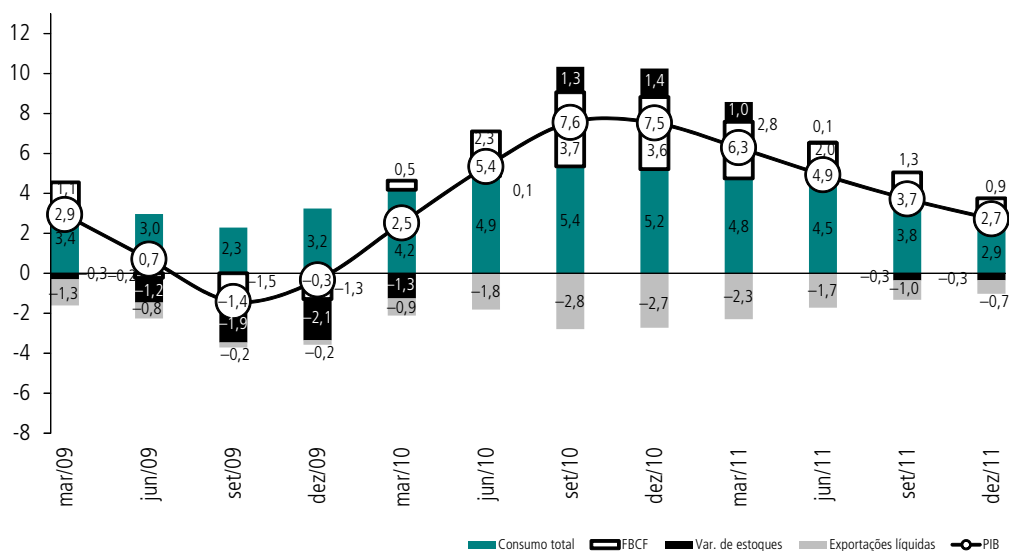
Pelo lado da demanda, a absorção doméstica, composta pelo consumo total (famílias e governo) e pela FBC, voltou a crescer num ritmo superior ao PIB no quarto trimestre de 2011, contribuindo com +1,7 p.p. para o crescimento contra igual período do ano anterior. Com isso, encerrou o ano adicionando +3,4 p.p. no resultado acumulado. (ver gráficos 1.7 e 1.8). O principal destaque foi o consumo total que, contribuindo positivamente pelo trigésimo trimestre consecutivo, foi responsável por +1,6 p.p. no resultado trimestral do PIB. Deste total, +1,3 p.p. ficou por conta do consumo das famílias. Na variação acumulada em quatro trimestres, o consumo total foi responsável por +2,9 p.p. no crescimento em 2011. Refletindo a relativa estagnação ocorrida nos últimos dois trimestres do ano, os investimentos reduziram sua participação, traduzida nas contribuições da FBCF e da variação de estoques, que adicionaram +0,4 p.p. e -0,2 p.p. no PIB, respectivamente. No acumulado do ano, porém, enquanto os estoques voltaram a contribuir negativamente, retirando +0,3 p.p., a FBCF adicionou +0,9 p.p. no avanço total. Grande parte da queda na contribuição da absorção interna verificada entre 2010 e 2011 (+10,3 p.p. para +3,4 p.p.) pode ser explicada pela redução da contribuição da FBC, que passou de +5,0 p.p. para apenas +0,5 p.p. na mesma comparação. Por fim, as exportações líquidas subtraíram +0,4 p.p. do crescimento do PIB sobre o quarto trimestre de 2010, refletindo um crescimento trimestral de 6,4% das importações de bens e serviços, contra uma expansão de 3,7% das exportações de bens e serviços. Na expansão acumulada no ano, a contribuição foi negativa em +0,7 p.p. no crescimento do PIB em 2011, compatível com o fato de que uma parte da demanda interna tem sido escoada para os bens produzidos no exterior.

GRÁFICO 1.7
Componentes do PIB pelo lado da demanda: contribuição ao crescimento
(Taxa de variação no trimestre contra mesmo trimestre do ano anterior, em %)



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

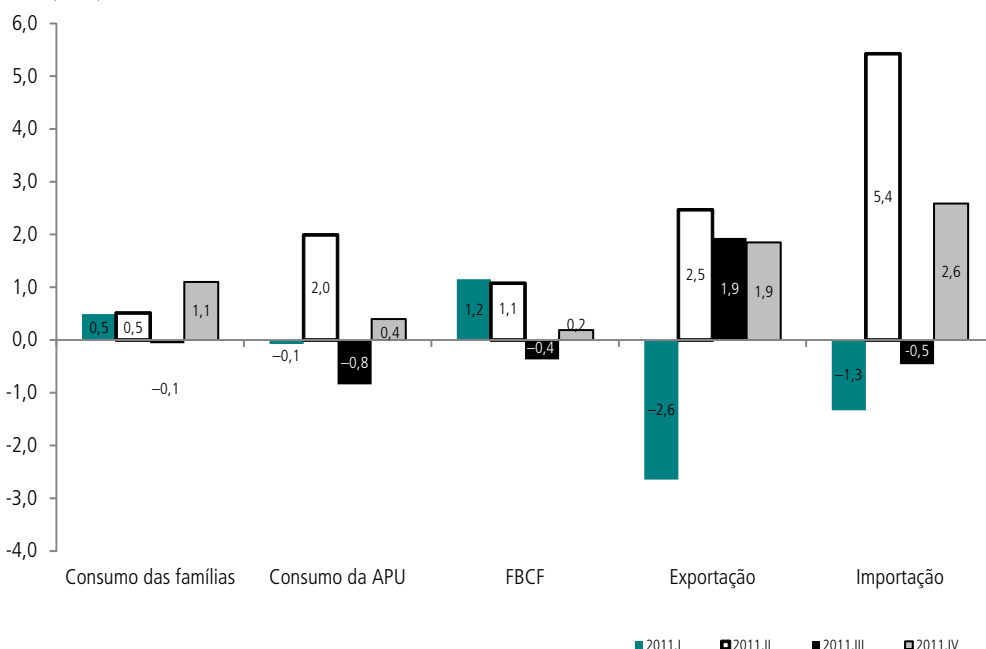
GRÁFICO 1.8
Componentes do PIB pelo lado da demanda: contribuição ao crescimento
 (Taxa de variação acumulada em quatro trimestres, em %)



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

O consumo das famílias cresceu pelo 33º trimestre seguido, registrando expansão de 2,1% na comparação entre o quarto trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Apesar disso, este foi o quarto recuo na taxa de crescimento interanual, que ficou +0,7 p.p. abaixo do resultado atingido no terceiro trimestre. Na série livre de influências sazonais, o crescimento de 1,1% na passagem entre o terceiro e o quarto trimestre do ano passado representou forte recuperação, dado o recuo de 0,1% ocorrido no período anterior (ver gráfico 1.9). Apesar disso, a taxa de expansão média, na margem, ao longo dos quatro trimestres de 2011 ficou em apenas 0,5%, nível bastante inferior àquele observado no período entre o segundo trimestre de 2009 e o quarto trimestre de 2010, quando o consumo das famílias avançou a uma taxa média de 1,9%. Com isso, encerrou o ano acumulando um crescimento de 4,1%, sendo este o pior resultado desde o ano de 2004, quando apresentou expansão de 3,8%. A aceleração da taxa de crescimento dessazonalizada ocorrida no quarto trimestre, tendo sido superior à expansão média do ano, acabou elevando o *carry-over* para 2012, que ficou em 0,9%.

GRÁFICO 1.9
PIB: evolução das taxas de crescimento dessazonalizado
 (Em %)



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

A piora verificada no desempenho do consumo das famílias ao longo de 2011, refletida numa taxa de crescimento médio de apenas 0,5%, pode ser explicada por uma série de fatores. Em primeiro lugar, baseada num diagnóstico que apontava para um possível excesso de demanda na economia, a política monetária assumiu um caráter restritivo ao final de 2010, sendo caracterizada por um ciclo de aumento da taxa de juros e pela imposição de um conjunto de medidas visando conter a expansão do crédito, classificadas, à época, como macroprudenciais. Sendo assim, os estímulos provenientes de um mercado de trabalho ainda aquecido, associado à manutenção do crescimento do rendimento médio real, foram suavizados, contribuindo, desta forma, para uma desaceleração do consumo entre o final do ano de 2010 e os dois primeiros trimestres de 2011. Além das medidas adotadas pelo governo, a alta nos índices de preços ocorrida durante este período também foi importante para reduzir a disposição das famílias em consumir, retirando parte dos ganhos no poder de compra dos salários.

Este fator, combinado com o encarecimento do crédito e com o forte crescimento do consumo nos trimestres anteriores, ajuda a explicar a aumento ocorrido no comprometimento da renda mensal das famílias com o pagamento de débitos ao longo do ano de 2011, que atingiu em dezembro o patamar de 22,3%, maior percentual para o mês desde 2005, quando se iniciou a série histórica do BCB. Além disso, o aumento dos níveis de inadimplência por parte das famílias no ano passado foi considerável, elevando-se de 5,7% para 7,4% nos atrasos com prazo superior a 90 dias. Com um orçamento mais apertado, o nível de confiança das famílias se estagnou, resultando num menor anseio em assumir novos endividamentos, especialmente na aquisição de bens de consumo duráveis. Este cenário foi agravado pela deterioração da conjuntura internacional, que elevou os níveis de incerteza em relação aos possíveis efeitos da crise europeia sobre a economia brasileira. Com isso, o consumo das famílias registrou retração de 0,1% na passagem do segundo para o terceiro trimestre, sendo este o seu pior resultado desde o último trimestre de 2008. Neste momento, de acordo com o cenário prospectivo do BCB, o risco de uma desaceleração mais forte da economia brasileira assumia níveis preocupantes e, sendo assim, a política monetária mudou de direção, iniciando-se um processo de redução das taxas de juros, além da reversão de algumas medidas macroprudenciais para o controle do crédito. Estes fatos, associados ao arrefecimento das taxas de inflação, e a outras medidas adotadas pelo governo, como, por exemplo, a redução das alíquotas do IPI da chamada linha branca (fogões, geladeiras, e lavadoras de roupa), acabaram gerando efeitos positivos sobre os índices de confiança das famílias, que se refletiram na aceleração do consumo no quarto trimestre de 2011.

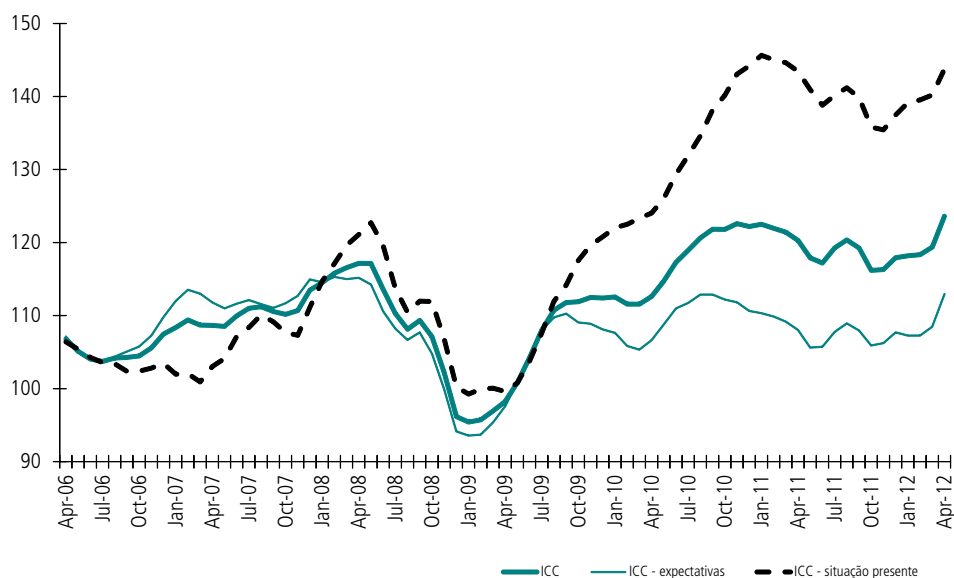
Com relação ao comportamento do consumo das famílias em 2012, os resultados observados nos primeiros meses do ano apontam para uma demanda aquecida no primeiro trimestre. Refletida no bom desempenho do comércio varejista restrito, que acumulou um crescimento de 2,8% nos primeiros dois meses do ano, a melhora dos níveis de confiança dos consumidores tem sido observada em diversas fontes. Segundo a pesquisa *Sondagem do Consumidor*, da FGV, apesar do pequeno recuo verificado no mês de janeiro, o índice registrou três avanços consecutivos nos meses seguintes, encerrando o primeiro quadrimestre com uma alta acumulada de 7,6%, mantendo-se num patamar médio superior ao verificado no período que antecedeu ao início da crise de 2008 (ver gráfico 1.10). Enquanto o indicador responsável por medir o otimismo em relação à situação presente acumulou um avanço de 5,3%, o índice referente às expectativas em relação aos próximos meses apresentou uma melhora significativa, com alta de 8,9% no período entre janeiro e abril. Corroborando um cenário benigno para o desempenho do consumo, outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela Confederação Nacional das Indústrias (CNI), o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (INEC), sinaliza um comportamento estável dos níveis de confiança durante o primeiro quadrimestre de 2012. Após avançar 0,4% entre os meses de fevereiro e março, o índice apresentou pequena queda em abril, com recuo de 0,2%. Já na comparação com o mesmo período do ano passado, o resultado foi positivo, refletido numa alta de 0,9% sobre abril de 2011. Dentre os componentes da pesquisa, as expectativas em relação a inflação, desemprego e expectativa de aquisição de bens de maior valor registraram melhora na passagem de março para abril. Por outro lado, as avaliações sobre situação financeira, renda pessoal e endividamento pioraram. A maior segurança em relação à estabilidade do emprego também aparece em outra pesquisa realizada pela CNI, a *Termômetros da Sociedade Brasileira*. Na edição divulgada em março, verificou-se uma redução no Índice Medo do Desemprego, que ficou 0,5% abaixo do patamar de dezembro do ano passado. Levando-se em conta que parte importante na decisão sobre novos endividamentos para aquisição de bens de maior valor agregado depende do grau de segurança das famílias em relação à estabilidade do emprego, este resultado melhora as expectativas para o desempenho dos setores de bens duráveis e para o mercado imobiliário. O Índice de Expectativas das Famílias (IEF),⁴ calculado pelo Ipea, também registrou melhora em março, com alta de 0,5 p.p. sobre o resultado do mês anterior. Sendo assim, o IEF permaneceu no patamar otimista, o que significa uma expectativa de melhora na condição financeira por parte das famílias, assim como uma confiança maior num bom desempenho da economia.

Além de contribuir para elevar o otimismo dos consumidores, conforme verificado nos índices de confiança, os resultados vindos do mercado de trabalho continuam mantendo a taxa de desemprego em níveis historicamente baixos,

4. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/IEF/120405_ief_20.pdf>

o que, por sua vez, mantém a pressão sobre os salários. A este respeito, as perspectivas para o desempenho do rendimento médio real em 2012 continuam positivas. Em primeiro lugar, com o reajuste de 14,6% concedido ao SM em janeiro, serão injetados na economia R\$ 59,6 milhões, estimulando o consumo na chamada base da pirâmide, ou seja, nas classes de renda em que a propensão marginal a consumir é mais elevada, estimulando os setores ligados à produção e à venda de bens semi e não duráveis. Além disso, este aumento está fortemente relacionado com os benefícios do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), uma vez que aproximadamente dois terços deles são vinculados ao piso salarial.

GRÁFICO 1.10
Índice de confiança do consumidor (ICC) – (média móvel de 3 meses)
(Setembro de 2005 = 100)



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

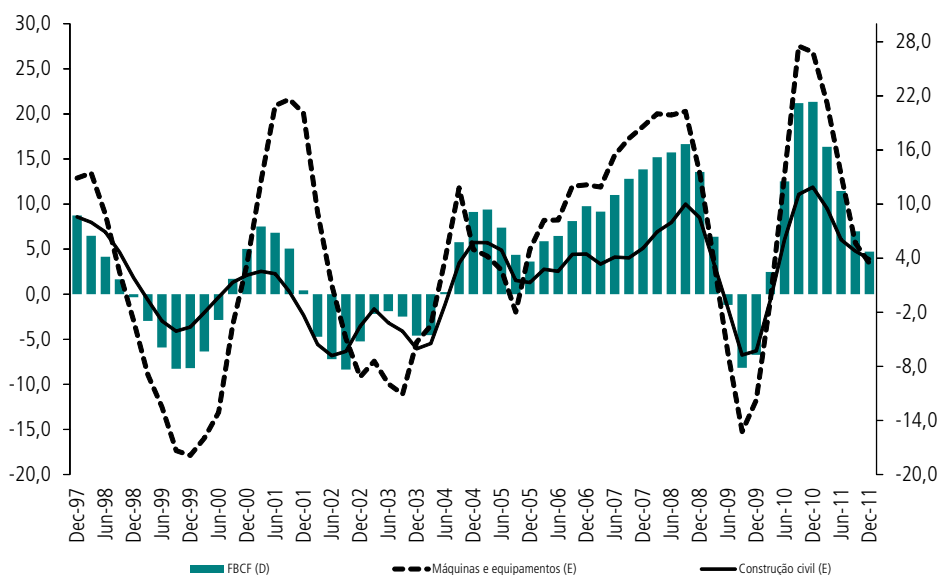
Em segundo lugar, devido aos baixos níveis de desocupação, os resultados obtidos nas negociações salariais ao longo de 2011 garantiram, na maioria dos casos, ganhos acima da inflação. Sendo assim, estes dois fatores, associados a um cenário em que o nível de preços continue apresentado trajetória declinante, e onde a taxa de desemprego permaneça reduzida, garantirão um bom desempenho para a trajetória da massa salarial, preservando o poder de compra das famílias. Com relação ao mercado de crédito, o patamar elevado no qual se encontram os níveis atuais de inadimplência tem evitado que a contração das taxas de juros, assim como a reversão de algumas medidas macroprudenciais exerçam um efeito redutor nos custos de financiamento para pessoa física que, ao contrário, sofreram elevação nos primeiros três meses de 2011. Além disso, na medida em que os níveis de endividamento dos agentes apresentaram uma trajetória crescente ao longo de 2011, comprometendo, desta forma, uma parcela significativa dos seus rendimentos, a demanda por crédito tem se mantido acanhada nos primeiros meses de 2012. Este cenário, contudo, deve se reverter assim que o quadro de endividamento das famílias se normalizar, beneficiado pela forte redução nos custos de captação de várias modalidades de financiamento imposta pelos bancos públicos, que provocará uma queda generalizada dos *spreads*. Além disso, com o retorno dos níveis de inadimplência a um patamar inferior, a oferta de crédito também deverá ser estimulada, uma vez que os custos de captação dos bancos vêm caindo continuamente.

Apesar das perspectivas favoráveis para um bom desempenho do consumo das famílias em 2012, sustentadas, principalmente, pela manutenção do tripé “emprego-renda-crédito”, alguns fatores podem comprometer este cenário. Dentre eles, devem ser destacados:

- 1) Uma possível deterioração da conjuntura internacional, aonde a crise fiscal e financeira dos países da Zona do Euro venha a culminar com algum tipo de ruptura, como, por exemplo, a saída de algum país do bloco comunitário ou a quebra de alguma instituição bancária, elevando o grau de incerteza e retraindo os níveis de confiança dos agentes.
- 2) A manutenção de um cenário de estagnação da produção industrial, resultando numa contração mais expressiva dos níveis de emprego.
- 3) Uma aceleração dos níveis de preços, provocando uma piora dos níveis de inadimplência e endividamento dos agentes, aumentando os *spreads* e a seletividade dos bancos na concessão de crédito para pessoa física.

Segundo os dados divulgados pelo IBGE, a FBCF registrou crescimento de 2,0% na comparação entre o quarto trimestre de 2011 e o mesmo período do ano anterior. Embora ainda tenha ocorrido sobre uma base de comparação elevada, este resultado foi o sétimo recuo consecutivo da taxa trimestral, evidenciando a perda de fôlego dos investimentos ao longo de 2011. Com isso, a taxa de expansão acumulada no ano atingiu 4,7%, patamar bastante inferior àquele verificado em 2010, quando havia crescido 21,3%. Esta forte redução reflete em grande medida o mau desempenho do consumo aparente de máquinas e equipamentos (Came), embora a construção civil também tenha desacelerado o seu ritmo (ver gráfico 1.11). Enquanto a taxa de crescimento anual do Came passou de 26,8% para 3,4%, influenciado pelos resultados, tanto da produção (3,3%), quanto da importação (12,9%) de bens de capital, o setor da construção civil cresceu 4,1%, na mesma base de comparação. Por sua vez, a taxa de investimentos líquida a preços correntes acumulada em quatro trimestres permaneceu praticamente estável, passando de 19,5% em 2010 para 19,3% em 2011. Ainda nesta base de comparação, a taxa de poupança também apresentou estabilidade, ficando em 17,2% do PIB, patamar este que manteve a necessidade da utilização de poupança externa no financiamento dos investimentos. Em relação ao trimestre imediatamente anterior, na série ajustada sazonalmente, a FBCF registrou crescimento de apenas 0,2% ante o terceiro trimestre, ritmo este insuficiente para se recuperar da queda sofrida no período anterior, quando havia recuado 0,4%. Este foi o segundo trimestre consecutivo em que a FBCF apresentou um resultado inferior ao do PIB. Com isso, a taxa média de crescimento na margem dos últimos cinco trimestres, período que vem sendo caracterizado por um ciclo de baixo crescimento, ficou em apenas 0,5%, patamar bastante aquém daquele observado entre o segundo trimestre de 2009 e o terceiro de 2010, quando os investimentos cresceram a uma taxa média de 5,7%. Por fim, o carregamento estatístico herdado para 2012 se reduziu para apenas 0,2%, sendo este o pior resultado desde o início de 2009, quando os efeitos da crise financeira mundial de 2008 ainda estavam no seu ápice.

GRÁFICO 1.11
FBCF e componentes
 (Taxa de crescimento real acumulada em quatro trimestres, em %)



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

A trajetória do investimento nos últimos dois anos foi condizente com o seu padrão histórico, ou seja, foi marcada por uma volatilidade superior aos demais componentes da demanda. Após o severo ajuste sofrido durante o período de recessão técnica,⁵ quando acumulou uma retração de 21,8%, a FBCF liderou o crescimento entre os componentes do PIB no ciclo de alta que se iniciou no segundo trimestre de 2009. Sendo estimulados pelo forte ritmo de crescimento do consumo privado, pela melhora nas condições de financiamento e por uma taxa de câmbio excessivamente apreciada, os investimentos cresceram a uma taxa média, na margem, de 8,0% nos últimos três trimestres de 2009.

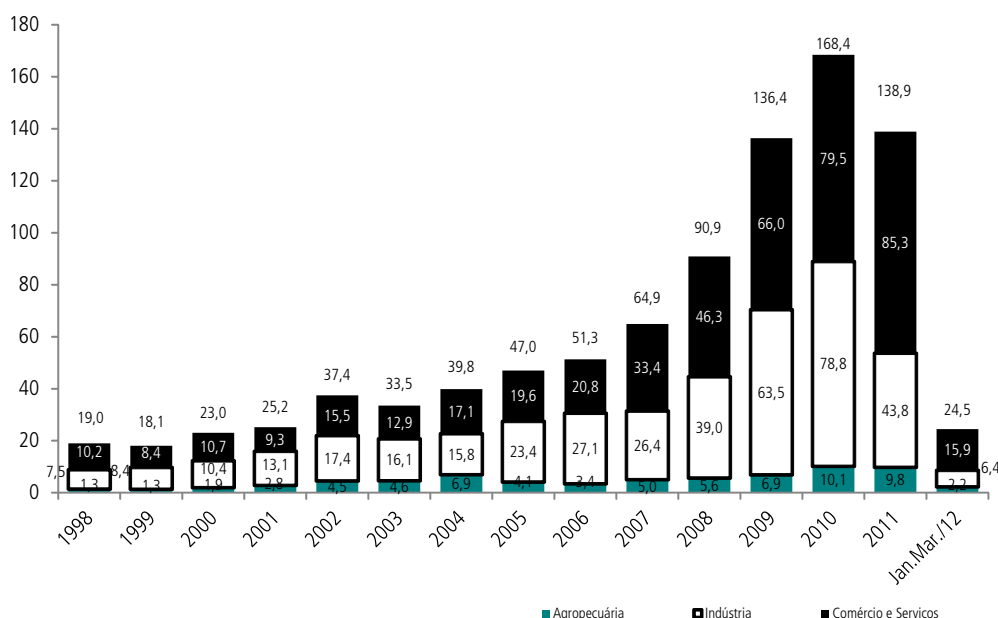
Este cenário começou a se alterar após o início de 2010, quando o receio pela existência de um descompasso entre oferta e demanda levou o governo a retirar os incentivos fiscais que haviam sido determinantes para a saída da recessão, assim como dar início a um ciclo de endurecimento na política monetária. Sendo assim, apesar do dinamismo ainda presente

5. Período compreendido entre o quarto trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, no qual o PIB registrou duas quedas consecutivas na comparação dessazonalizada.

no consumo, que sustentava os índices de confiança dos empresários num patamar elevado, o ritmo de expansão médio da FBCF, na margem, sofreu uma desaceleração nos três primeiros trimestres de 2010, recuando para 3,4%. A perda de fôlego dos investimentos, no entanto, foi mais claramente sentida no período seguinte, quando o fraco desempenho da indústria durante todo o segundo semestre daquele ano, associado aos efeitos defasados do aumento nas taxas de juros, e a uma possível acomodação em decorrência do forte ritmo anterior, fez com que o crescimento da FBCF despencasse para 0,5% na margem, decretando, assim, o final do ciclo. Como agravante, a trajetória de aceleração do consumo privado neste mesmo período, acompanhada pela deterioração do cenário de inflação, trouxe de volta as preocupações com um possível excesso de demanda, provocando um novo aperto da política monetária e fiscal ao final de janeiro de 2011. A implementação deste conjunto de medidas, visando conter a atividade econômica, reduziu ainda mais os estímulos para as decisões de novos investimentos, impactando negativamente os indicadores de confiança dos empresários, que já vinham recuando desde meados de 2010. Além disso, a combinação entre menos atividade econômica, maturação de investimentos passados e estagnação da produção industrial contribuiu para aumentar a folga na utilização de capacidade instalada. Dentro deste contexto, a intensificação das turbulências no cenário internacional verificada no início do segundo semestre, que aumentou a possibilidade de uma nova crise global, piorou ainda mais o balanço de riscos para a evolução dos investimentos. Com isso, após iniciar o ano crescendo a uma taxa média de 1,1% nos dois primeiros trimestres, a FBCF reduziu para -0,1% o seu ritmo no segundo semestre, tendo acumulado uma perda de 0,2% neste período.

A forte desaceleração verificada no ritmo de crescimento dos investimentos parece ter se refletido no volume de consultas para tomada de financiamento junto ao BNDES, que acumulou uma queda de 23,7% em 2011, quando comparado com o resultado do ano anterior. Entre os setores produtivos, o mais afetado foi a indústria, que reduziu a procura por financiamento em 34,9%, enquanto a agropecuária e os serviços retraíram 9,3% e 16,7%, respectivamente. Este cenário, no entanto, sofreu forte reversão no início de 2012. Puxadas por alguns segmentos da indústria, quais sejam, Material de transporte e Química e petroquímica, este último envolvido com projetos relacionados a exploração e produção de petróleo e gás, as consultas atingiram um total de R\$ 55,7 bilhões entre os meses de janeiro e março, o que representou um acréscimo de 37,0% em relação ao mesmo período do ano passado. Com relação aos desembolsos, o total de R\$ 138,9 bilhões no acumulado em 2011 significou um recuo de 17,5% em relação ao ano anterior. No entanto, subtraindo-se os R\$ 24,7 bilhões aplicados pelo BNDES na capitalização da Petrobras em 2010, esta diferença se reduz para apenas 3,3%. Deste total, o setor de comércio e serviços respondeu por R\$ 85,3 bilhões, que significaram um aumento de 7,2% sobre o ano anterior (ver gráfico 1.12). Refletindo a sua perda de dinamismo, ao setor industrial se destinaram R\$ 43,8 bilhões, o que correspondeu a uma redução de 43,3% em relação a 2010. Os destaques negativos ficaram por conta das atividades Coque, petróleo e combustível, Farmoquímico e farmacêutico e Equipamentos de informática, eletrônicos e óticos, que recuaram 84,4%, 82,7% e 68,4, respectivamente. Por fim, o setor de agropecuária ficou com R\$ 9,8 bilhões, mantendo estabilidade na captação de recursos. Em 2012, os desembolsos do BNDES mantiveram crescimento no primeiro trimestre, atingindo R\$ 24,5 bilhões, patamar apenas 1,5% menor que aquele verificado em igual período do ano anterior.

GRÁFICO 1.12
Total de desembolsos – BNDES
(Em R\$ bilhões)



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

A análise dos indicadores antecedentes tem sinalizado a manutenção do fraco desempenho dos investimentos durante o primeiro trimestre de 2012. Este resultado reflete o mau desempenho do Came, influenciado, em grande medida, pela forte queda da produção de bens de capital que, segundo a PIM-PF/IBGE registrou recuo de 9,0% na comparação entre o primeiro trimestre do ano e o período imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal. Além disso, enquanto o volume importado de máquinas e equipamentos também retraiu na margem, com queda de 5,2%, a taxa de crescimento do volume exportado registrou comportamento inverso, acelerando 5,1% sobre o quarto trimestre de 2011, na série ajustada sazonalmente. Por outro lado, a produção de insumos da construção civil, também medida na PIM-PF, avançou 2,9% na mesma base de comparação. De acordo com a pesquisa *Sondagem da Construção Civil/CNI*, embora a indústria de construção tenha operado durante o primeiro trimestre de 2012 abaixo do usual para o período, o nível de atividade do setor voltou a crescer no mês de março, fato este que não ocorria desde o mês de junho de 2011. Além disso, a expectativa para os próximos seis meses tem se mantido consistentemente otimista, embora esteja menos disseminada do que nos últimos dois meses.

Apesar do início de ano ruim, as perspectivas para os próximos trimestres tem se mostrado, de um modo geral, mais otimistas, na medida em que os esforços do governo têm sido claros no sentido de fomentar o investimento na economia. Seja indiretamente, através das medidas de estímulo ao crescimento do consumo, seja de forma direta, através de medidas como a redução das taxas de juros, as desonerações fiscais na aquisição de bens de capital, ou até mesmo através da intenção em acelerar os investimentos públicos em infraestrutura, as políticas do governo têm se mostrado comprometidas em criar as condições necessárias para que a FBCF volte a acelerar. Com relação aos projetos de infraestrutura, particularmente, o BNDES projeta que o ritmo de desembolsos deve se manter em 2012, cuja expectativa do banco é de investir R\$ 59 bilhões neste setor, incluindo projetos do setor elétrico, hidrelétricas, pequenas centrais hidrelétricas (PCHs), usinas eólicas e de cogeração. Como reflexo deste cenário, a melhora nas expectativas dos agentes em relação aos próximos trimestres tem influenciado positivamente os indicadores de confiança, que vêm demonstrando avanços consecutivos desde os últimos meses do ano passado.

INDÚSTRIA

De acordo com os dados divulgados na PIM-PF/IBGE, a indústria registrou queda de 0,5% na passagem entre os meses de fevereiro e março, na série com ajuste sazonal. Após o avanço de 1,3% em fevereiro, quando se recuperou parcialmente da forte queda sofrida no período anterior, a produção encerrou o primeiro trimestre acumulando uma perda de 0,8% (ver tabela 1.2). Na comparação contra o quarto trimestre de 2011, ainda na série ajustada, o recuo de 0,5% representou a quarta contração consecutiva na margem, reforçando o quadro de estagnação que o setor apresenta desde o segundo semestre de 2010. Com isso, o carregamento estatístico para 2012, que havia iniciado o ano em -1,3%, se reduziu para 2,2%, o que aumenta o esforço necessário para que a indústria apresente, ao final do ano, uma taxa de crescimento superior àquela registrada em 2011. Na comparação com o mesmo período do ano passado, a produção apresentou variação negativa pelo sétimo mês consecutivo, recuando para um patamar 2,1% inferior àquele observado em março de 2011. Vale destacar que este resultado aconteceu mesmo perante uma base de comparação com um dia útil a menos (21 contra 22), uma vez que, no ano passado, o feriado relativo ao carnaval ocorreu em março. No acumulado do ano, a produção no primeiro trimestre ficou 2,9% abaixo do patamar registrado em igual período de 2010, enquanto o acumulado em 12 meses recuou pelo 16º mês consecutivo, passando de -1,0% para -1,1%.

TABELA 1.2
PIM-PF
(Variação, em %)

	Mês/Mês anterior dessazonalizado ¹			Mês/Igual mês do ano anterior			Acumulado	
	Janeiro/2012	Fevereiro/2012	Março/2012	Janeiro/2012	Fevereiro /2012	Março 2012	No ano	Em 12 meses
Geral	-1,6	1,3	-0,5	-2,8	-4,0	-2,1	-2,9	-1,1
Classes								
Extrativa mineral	-8,5	9,3	-1,8	-5,6	3,9	1,7	-0,1	1,3
Transformação	-1,6	1,2	-0,4	-2,6	-4,5	-2,3	-3,1	-1,2
Categorias de uso								
Capital	-16,0	5,7	3,8	-13,1	-16,0	-5,7	-11,4	-1,5
Intermediários	-2,3	2,1	-0,9	-2,4	0,6	-2,0	-1,3	-0,5
Consumo	-0,2	-0,4	0,1	-0,4	-5,8	-0,7	-2,3	-1,7
Duráveis	-3,3	-4,3	3,4	-7,8	-22,3	-4,7	-11,6	-6,1
Semi e não duráveis	0,6	0,7	-0,8	2,0	0,0	0,6	0,9	-0,3
Insumos da construção civil	-1,4	1,8	0,4	3,2	1,7	4,9	3,3	3,6

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

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

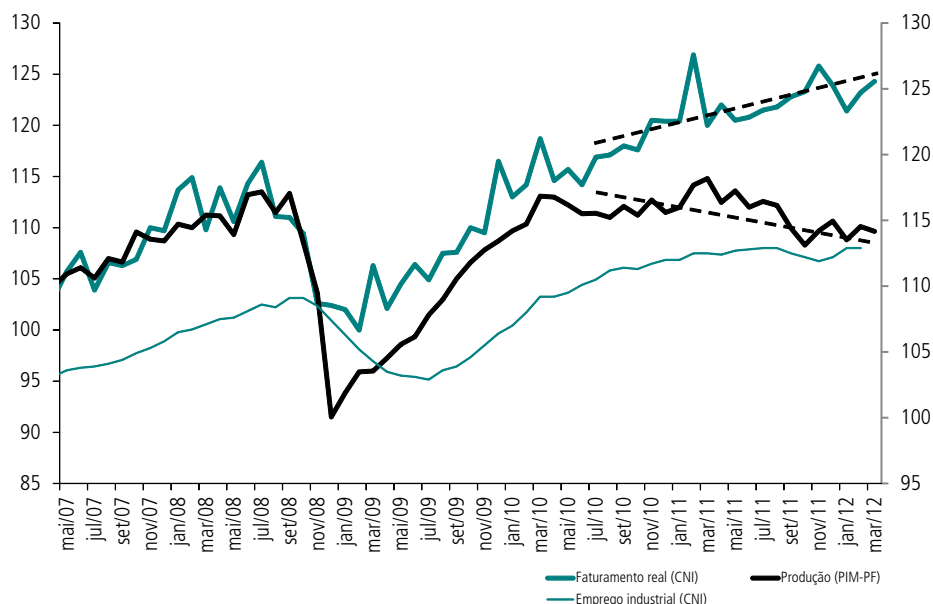
Dentre as classes de produção, a Transformação recuou 0,4% sobre o mês imediatamente anterior, na série ajustada, acumulando uma perda de 0,9% no primeiro trimestre do ano. Na comparação com o quarto trimestre de 2011, o setor se manteve estagnado, após ter registrado três quedas consecutivas na comparação dessazonalizada. Dentre as 26 atividades industriais que a compõem, 17 apresentaram queda na margem, com destaque negativo para os setores Equipamentos de instrumentação médico-hospitalar, ópticos e outros (-10,1%), Edição, impressão e reprodução de gravações (-7,1%), Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações (-6,9%) e Refino de petróleo e álcool (-3,6%). Dentre as atividades que registraram crescimento na margem, destacaram-se Veículos automotores (+11,5%), que acumulou expansão de 26,2% nos últimos dois meses, recuperando parte da queda de 31,2% verificada em janeiro, Máquinas para escritório e equipamentos de informática (+3,2%) e Mobiliário (+2,8%). Com relação ao mesmo mês do ano anterior, a Indústria de transformação também apresentou resultado negativo, com recuo de 2,3% sobre março de 2011. Entre os 16 setores que registraram queda, destacaram-se as atividades Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações, Máquinas, aparelhos e materiais elétricos, e Produtos de metal – exclusive máquinas e equipamentos, com recuos de 18,4%, 10,8% e 9,8%, respectivamente. A classe Extrativa mineral também registrou queda na margem, retraindo 1,8% sobre o período anterior. Por trás deste resultado, o principal destaque negativo foi o subsetor Extração de petróleo e gás natural, que apresentou queda de 4,8%. Já no confronto interanual, o setor apresentou variação positiva pelo segundo mês consecutivo, com alta de 1,7% contra igual período de 2011, com destaque para a atividade Extração de minerais não metálicos, com alta de 12,5%.

Na análise por categorias de uso, tomando por base a série livre de influências sazonais, o principal destaque negativo ficou por conta da produção de bens intermediários, que assinalou recuo de 0,9% na passagem entre os meses de fevereiro e março. Após o resultado positivo registrado no mês anterior (+2,1%), quando havia devolvido grande parte da queda sofrida em janeiro (-2,3%), o setor voltou a perder força na margem, sendo o grande responsável pelo mau desempenho da indústria de transformação no mês de março. Com este resultado, a taxa de crescimento na comparação entre o primeiro trimestre de 2012 e o mesmo período do ano anterior ficou em -1,3%, enquanto o acumulado em 12 meses recuou pelo segundo mês consecutivo, passando de -0,3% para -0,5%. Sofrendo os efeitos negativos provocados por uma participação cada vez maior dos insumos importados nas cadeias produtivas, o setor de intermediários, que possui o maior peso entre as categorias de uso (60%), permanece abaixo do ponto máximo da série, atingido no mês de julho de 2008, pouco antes do agravamento da crise financeira internacional. A outra categoria a registrar retração na margem em março foi a produção de bens de consumo semi e não duráveis, que recuou 0,8% frente ao mês anterior, interrompendo uma série de quatro avanços consecutivos nesta base de comparação. Ainda assim, foi o único setor a registrar variação positiva no acumulado do ano, assinalando uma expansão de 0,9% sobre o primeiro trimestre de 2011. Já a taxa de variação acumulada em 12 meses permaneceu negativa pelo quinto período consecutivo, atingindo -0,3%. Dentre as categorias de uso que registraram crescimento na passagem entre fevereiro e março, o destaque ficou por conta da produção de bens de capital, que avançou pelo segundo mês consecutivo, exibindo alta de 3,8% na comparação com ajuste sazonal. Este resultado, no entanto, não foi suficiente para zerar a perda verificada no mês de janeiro, quando o setor registrou queda de 16,0% na margem, influenciado pelo forte recuo na produção de caminhões. Com isso, a taxa de crescimento no primeiro trimestre, frente ao mesmo período de 2011, ficou em -11,4%, enquanto o acumulado em 12 meses se reduziu de -1,0% para -1,5%. Dentre os subsetores, a maior alta na comparação dessazonalizada, em março, ficou por conta da produção de máquinas e equipamentos para extração mineral e para construção, que registrou avanço de 3,2% sobre o mês de fevereiro. O setor de bens de consumo duráveis foi outra categoria de uso a apresentar variação positiva em março. O avanço de 3,4% sobre o mês anterior, na série ajustada, interrompeu dois meses de queda, e foi bastante influenciado pela forte expansão na produção de veículos. Na comparação contra o primeiro trimestre de 2011, este resultado se refletiu numa variação negativa de 11,6%, enquanto o acumulado em 12 meses recuou pelo quinto período consecutivo, ficando em -6,1%. Com relação aos resultados de março na comparação interanual, com exceção do setor de bens de consumo semi e não duráveis, que avançou 0,6% sobre março de 2011, todas as demais categorias registraram queda, com destaque negativo para a produção de bens de capital, que ficou num patamar 5,7% inferior ao do mesmo período do ano passado.

A manutenção do fraco desempenho da indústria nos primeiros três meses de 2012 reforça o quadro de estagnação que vem afligindo o setor desde o segundo trimestre de 2010, período no qual a produção acumulou uma perda de 3,4%. Embora os setores ligados à demanda continuem apresentando certo dinamismo, a indústria enfrenta sérios problemas relacionados à falta de competitividade, fator este que tem impedido que a produção reaja aos estímulos provenientes do mercado doméstico. Por trás disso, destacam-se os efeitos negativos provocados pelo patamar excessivamente apreciado da taxa de câmbio, tornando mais caros os produtos nacionais no mercado externo, ao mesmo tempo em que aumenta a concorrência entre a produção voltada para o mercado interno e os similares importados. Além disso, se por um lado a lenta recuperação da economia mundial retrai a demanda externa pelos nossos produtos, por outro torna o país um dos alvos preferenciais para a entrada de produtos estrangeiros, dado o potencial do mercado interno brasileiro. Este processo tem se espalhado por toda a cadeia produtiva, na medida em que os empresários cada vez mais substituem insumos, componentes,

e até mesmo bens finais pelos seus concorrentes importados, impactando negativamente setores importantes da indústria, como é o caso da produção de bens intermediários. Embora exista uma relação de complementaridade entre produção industrial e importação (ver box na seção Setor Externo), uma vez que este processo ultrapasse certos limites, cresce o risco de que este efeito se inverta. Um forte indício de que a substituição de insumos vem se intensificando na economia brasileira pode ser percebido na comparação entre a evolução do faturamento real da indústria de transformação, medido na pesquisa *Indicadores Industriais/CNI*, e a evolução da produção física, medida na pesquisa PIM-PF/IBGE. Nota-se claramente que, a partir de meados do segundo semestre de 2010, ocorre um descolamento entre as trajetórias das duas curvas. Enquanto a produção permaneceu estagnada crescendo apenas 0,1% no acumulado de 2011, o faturamento real manteve uma trajetória ascendente, registrando um aumento de 5,1% (ver gráfico 1.13).

GRÁFICO 1.13
Faturamento real versus produção física: indústria de transformação
 (Índices dessazonalizados)



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

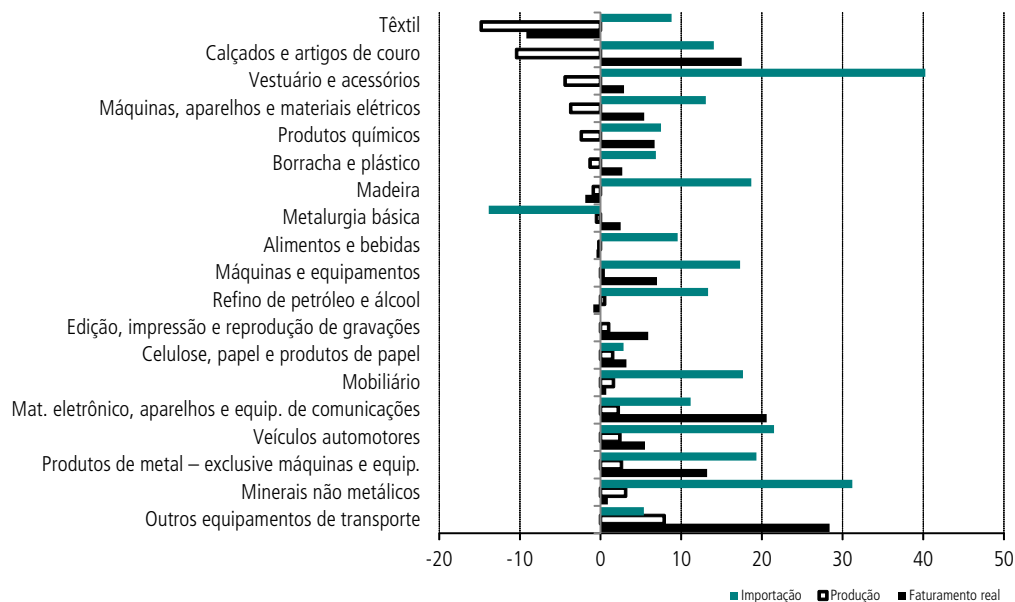
Dentre os subsetores da indústria de transformação, este quadro se repetiu de maneira generalizada, uma vez que a grande maioria das atividades vivenciou um crescimento do volume importado, juntamente com um aumento do faturamento na comparação entre 2011 e o acumulado no ano anterior. Isto ocorreu, inclusive, em setores onde a produção física sofreu retração, como foi o caso da atividade Calçados e artigos de couro, sinalizando uma ampliação da importação de bens finais, em detrimento dos produtos nacionais. O mesmo padrão ocorreu no setor de Vestuário e acessórios, que registrou um crescimento de 40,3% nas importações, a maior taxa entre todas as atividades (ver gráfico 1.14). Este cenário acabou influenciando negativamente no desempenho da indústria têxtil, que recuou tanto na quantidade produzida, quanto no faturamento real. Por fim, enquanto o setor de Metalurgia básica foi o único a registrar queda no volume importado, que retraiu 13,9% em 2011, o destaque positivo ficou por conta da atividade Outros equipamentos de transporte, que registrou o melhor resultado em termos de crescimento da produção física e do faturamento real, com altas de 7,9% e 28,4%, respectivamente.

Este processo também ajuda a explicar o aparente paradoxo entre a desaceleração da produção industrial e a resiliência verificada no mercado de trabalho. Mesmo perdendo uma parcela significativa dos gastos das famílias com o consumo para os bens importados, que tem escoado através do vazamento externo, os empresários brasileiros conseguiram manter um bom desempenho do faturamento real, utilizando, como estratégia, a redução de custos via importação de bens intermediários. Com isso, apesar de a produção industrial ter permanecido estagnada, o nível de emprego no setor manteve-se num patamar elevado, desacelerando a uma taxa menor do que a esperada. Além disso, outros dois fatores ajudam a explicar este fenômeno. Um deles foi o crescimento da formalização no mercado de trabalho nos últimos anos que, elevando os custos associados a possíveis demissões, confere uma inércia maior nos movimentos da população ocupada. O segundo fator está ligado à escassez de mão de obra qualificada em vários setores da indústria, o que tem levado as empresas a investir mais no treinamento dos novos funcionários, aumentando, assim, a sua importância no processo produtivo.

GRÁFICO 1.14

Produção versus faturamento versus importação: setores da indústria de transformação

(Variação acumulada em 2011, em %)



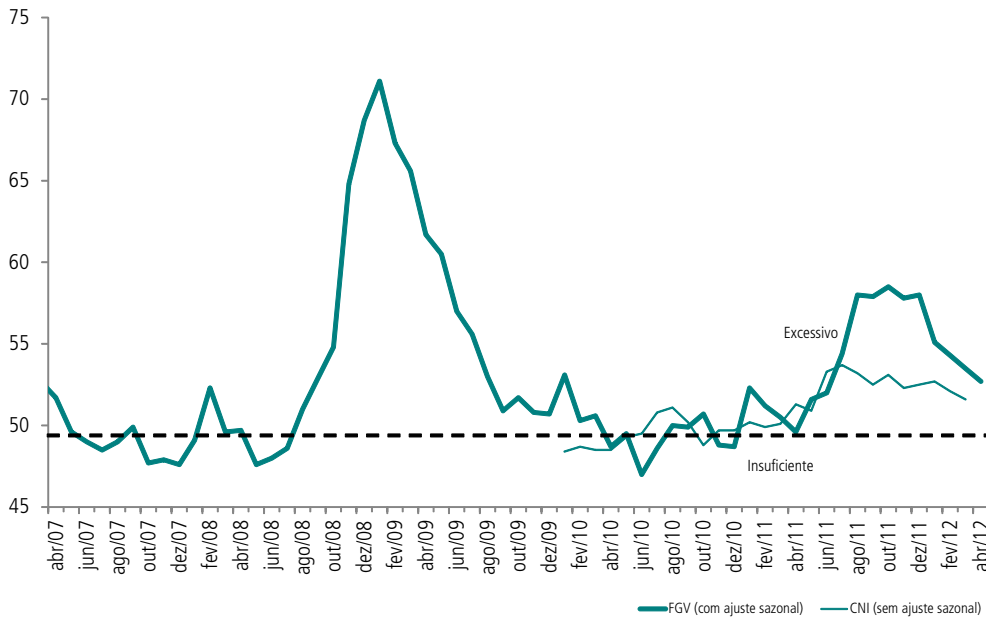
Fontes: IBGE, CNI e Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Se, por um lado a questão cambial comprime a competitividade dos bens produzidos pela indústria nacional, uma série de outros fatores estruturais impede que o setor aumente a sua produtividade, o que reduziria, desta maneira, os efeitos nocivos do câmbio. Dentro deste conjunto de pontos de estrangulamento, também chamados de “custo Brasil”, destacam-se: *i)* os gargalos associados a uma infraestrutura precária, caracterizada pela má conservação das estradas, pela inoperância dos portos, e pela tributação excessiva da energia; *ii)* a alta carga tributária, eleita nas sondagens industriais como um dos principais fatores restritivos para o desempenho da produção industrial; *iii)* o elevado grau de burocracia existente na economia, representando um sério entrave para o surgimento, em particular, das empresas de menor porte; *iv)* o baixo nível de escolaridade e capacitação da população, tendo como consequência um contingente de capital humano com baixa produtividade; e *v)* o baixo investimento das empresas do setor privado em projetos de pesquisa e desenvolvimento (P&D). Dentro deste contexto, a participação do governo enquanto provedor de investimento autônomo seria de grande importância, na medida em que, além de contribuir para a elevação da produtividade, suavizaria os efeitos inerentes aos ciclos econômicos.

Por fim, o fraco desempenho da produção industrial também pode ser explicado por fatores conjunturais. Dentre eles, o ciclo de aumento da taxa de juros, em conjunto com a adoção das medidas macroprudenciais, implementado no início de 2011, contribuiu para restringir a atividade manufatureira no decorrer dos meses seguintes, seja através do aumento dos custos de financiamento voltados à pessoa jurídica, seja através da redução dos estímulos provenientes do consumo privado. Além disso, a combinação destes instrumentos de política, associada à deterioração da conjuntura internacional, acabou gerando um acúmulo indesejado do nível de estoques. De acordo com as *Sondagens Industriais*, realizadas pela FGV e pela CNI, a proporção dos estoques em excesso acelerou a partir do final do segundo trimestre, mantendo-se num patamar elevado até o final do ano passado (ver gráfico 1.15). Este quadro, no entanto, vem se alterando ao longo do primeiro quadrimestre de 2012, refletindo o processo de ajustamento implementado em vários setores da indústria.

Com relação aos indicadores antecedentes para o resultado da produção industrial em abril, os resultados divulgados até agora sugerem a manutenção do fraco desempenho do setor. O PMI, do Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC), recuou 3,5%, passando de 51,1 pontos em março para 49,3 em abril. Embora já viesse numa trajetória declinante, esta foi a primeira vez em que o índice ficou abaixo do limite de 50 pontos em 2012, o que indica retração do nível de atividade industrial em relação ao mês anterior. Por trás deste resultado, a queda na demanda foi o responsável pelo recuo generalizado dos componentes do índice. Outro indicador antecedente a registrar queda em abril foi produção de automóveis que, segundo divulgou a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (Anfavea), recuou 7,5% contra igual período de 2011. Na comparação dessazonalizada, este resultado se refletiu numa retração de 5,1% em relação ao mês de março, devolvendo uma parte do crescimento (+7,8%) ocorrido em fevereiro. Como agravante, em virtude do mau desempenho das vendas no primeiro quadrimestre de 2012, os níveis de estoques do setor voltaram a subir, atingindo 366,5 mil unidades em abril. Traduzido em dias de vendas, o total de unidades estocadas passou de 35 para 43 dias, o pior resultado desde o final de 2008, fato este que coloca alguns limitantes para a evolução da produção industrial nos próximos meses.

GRÁFICO 1.15

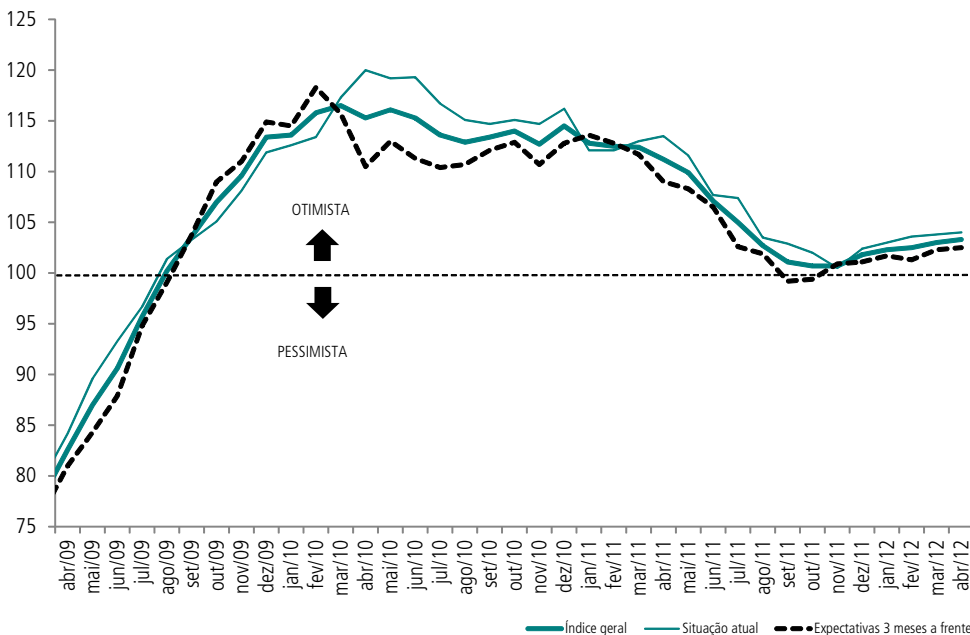
Evolução do nível de estoques na indústria de transformação: efetivo *versus* planejado

Apesar dos resultados negativos da indústria no primeiro quadrimestre de 2012, o nível de confiança dos empresários do setor continua mostrando recuperação, influenciado positivamente pelas medidas de estímulo à produção adotadas pelo governo. De acordo com a pesquisa *Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação/FGV*, o Índice de Confiança da Indústria (ICI) avançou pelo quinto mês consecutivo, com alta de 0,3% na passagem entre março e abril, considerando-se a série com ajuste sazonal.⁶ Tanto o Índice da Situação Atual (ISA), como o Índice de Expectativas (IE) avançaram na margem, ambos crescendo a uma taxa de 0,2% sobre o mês anterior. Outra pesquisa sobre o assunto, produzida pela CNI, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (Icei), apesar de se manter numa faixa de otimismo, registrou queda no mês de abril, reduzindo de 58,6 para 57,2 (ver gráficos 1.16 e 1.17).

GRÁFICO 1.16

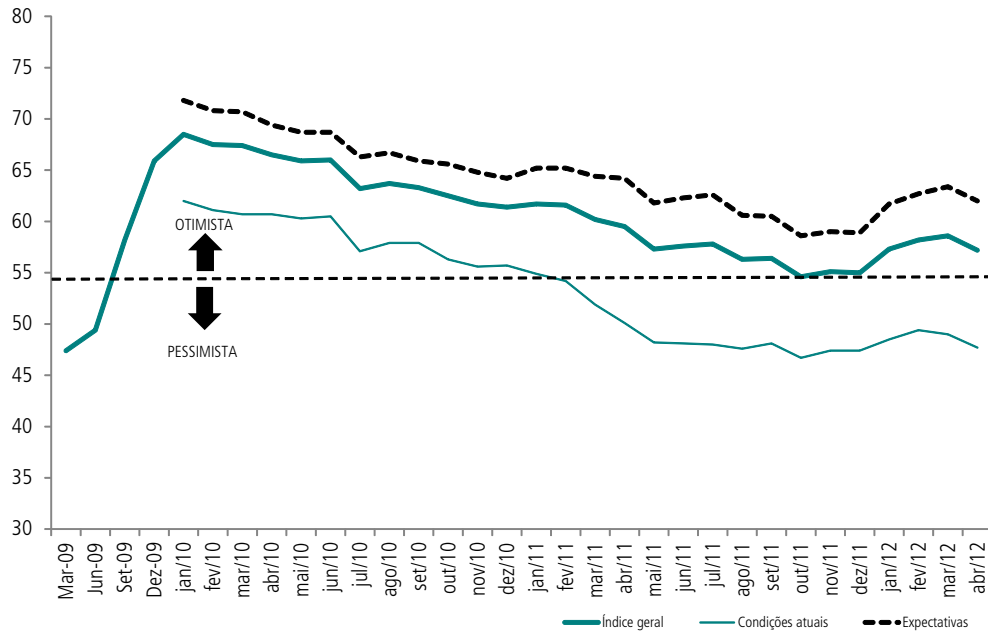
Evolução do nível de confiança da indústria: ICI

(Índice dessazonalizado)



6. O índice varia numa escala que chega até 200 pontos, sendo que valores acima de 100 pontos indicam otimismo.

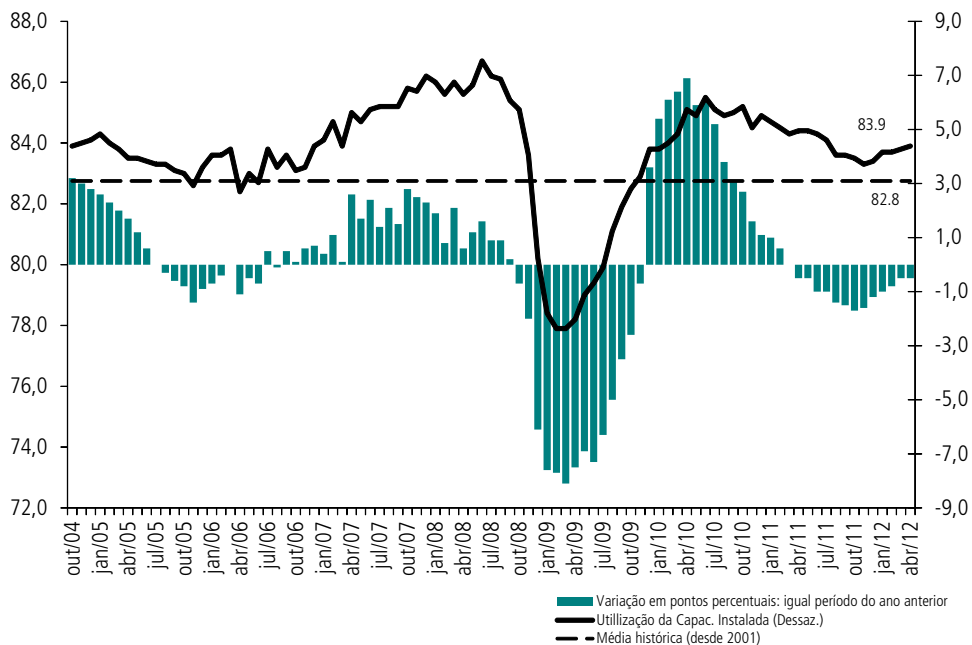
GRÁFICO 1.17
Evolução do nível de confiança do empresário industrial: Icei
 (Índice dessazonalizado)



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

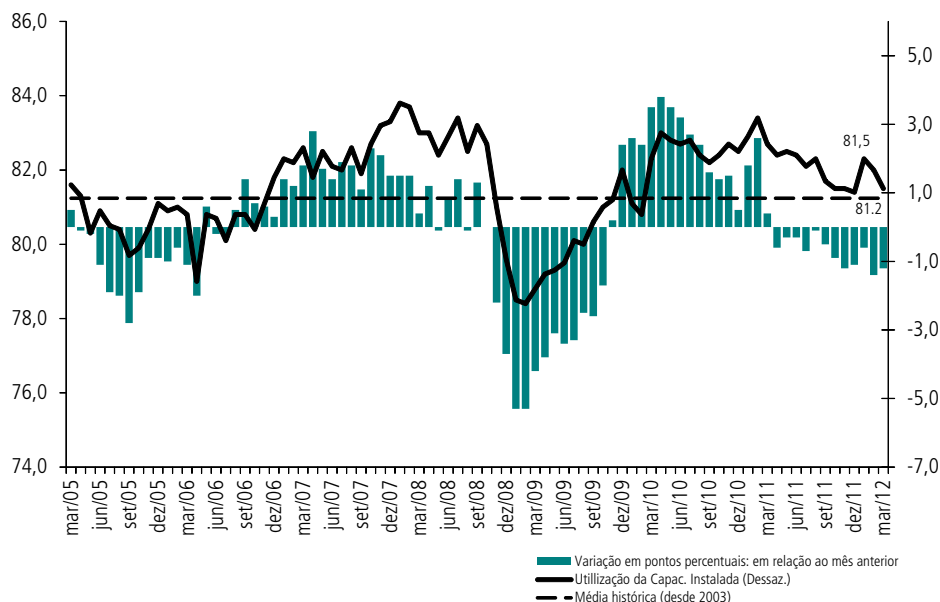
Em relação ao uso dos fatores de produção, de acordo a pesquisa *Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação*, realizada pela FGV, o nível de utilização de capacidade instalada (Nuci) da indústria aumentou pelo segundo mês consecutivo, atingindo o patamar de 83,9% em abril, na série livre de influências sazonais, se afastando da média histórica da série. Já na comparação frente a igual período do ano anterior, o Nuci voltou a cair, ficando 0,5 p.p. abaixo do resultado verificado em abril de 2011. Outra medida de Nuci, calculada pela CNI, apontou na direção contrária na utilização dos fatores de produção durante o primeiro trimestre. Na passagem de fevereiro para março, o Nuci recuou 0,5 p.p. na série dessazonalizada. Com relação a março de 2010, a queda foi de 1,2 p.p. (ver gráficos 1.18 e 1.19).

GRÁFICO 1.18
Nuci: FGV
 (Índice dessazonalizado)



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

GRÁFICO 1.19
Nuci: CNI
(Índice dessazonalizado)



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

COMÉRCIO

As vendas reais do comércio vêm mantendo ao longo de 2012 um bom ritmo de crescimento decorrente, sobretudo, do desempenho favorável do mercado de trabalho, marcado pelo crescimento da população ocupada e dos rendimentos reais. De acordo com os dados da PMC, divulgada pelo IBGE, as vendas reais do varejo restrito apresentaram variação de $-0,5\%$ em fevereiro, na comparação com janeiro, já descontados os efeitos sazonais. Em relação ao mesmo mês do ano anterior, entretanto, o volume de vendas se expandiu em $9,6\%$. Com este resultado, no primeiro bimestre de 2012, este indicador apresenta alta de $8,7\%$. Na desagregação por atividade, levando-se em conta o efeito composição, mais uma vez, coube ao segmento de Hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo o papel de principal acelerador das vendas no varejo, em fevereiro. Após registrar taxas de crescimento interanuais de $4,6\%$ e $8,5\%$ em dezembro e janeiro, respectivamente, este indicador atingiu alta de $11,8\%$ em fevereiro. A segunda maior contribuição ao crescimento das vendas veio do segmento Móveis e eletrodomésticos, com variação de $13,3\%$ em fevereiro ante o mesmo período de 2011. Nos últimos 12 meses, as vendas deste setor acumulam um incremento da ordem de $15,5\%$, atingindo um patamar que deve permanecer pelos próximos meses, possibilitado pela manutenção da isenção do IPI sobre eletrodomésticos e pela extensão deste benefício ao segmento de móveis.

Em que pese a continuada expansão no ritmo de crescimento, o comércio varejista ampliado⁷ vem apresentando taxas de variação mais modestas que as observadas no varejo restrito. Em fevereiro, retirando-se os efeitos sazonais, este indicador registrou queda de $1,1\%$ em relação ao mês anterior. Na comparação com os mesmos meses de 2011, a taxa de crescimento do varejo ampliado recuou de $8,3\%$ em janeiro para $2,5\%$ em fevereiro. Esta queda entre os dois primeiros meses do ano deve-se, sobretudo, ao fraco desempenho do setor de veículos, cujo volume de vendas em fevereiro foi $1,0\%$ menor que o obtido em janeiro e $10,0\%$ inferior ao observado em fevereiro de 2011, repercutindo a recente retração da oferta de crédito para a aquisição deste bem.⁸

Outros indicadores do comércio varejista sugerem manutenção do dinamismo do setor no início de 2012. Nesse sentido, de acordo com a Associação Brasileira de Supermercados (Abras), as vendas reais do setor supermercadista, segmento com peso aproximado de 32% na PMC, cresceram $4,9\%$ na comparação entre o primeiro trimestre de 2012 e o período imediatamente anterior, considerados dados dessazonalizados. Já as vendas de materiais de construção aumentaram $3,3\%$ no primeiro trimestre de 2012 contra igual período de 2011, segundo aponta o índice da Associação Brasileira da Indústria de Materiais de Construção (ABRAMAT). O destaque negativo foram as vendas do setor automotivo que, com base nos dados divulgados pela Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores (Fenabreve), após recuarem $2,5\%$ nos primeiros três meses de 2012, na comparação dessazonalizada, voltaram a cair em abril, com retração de $5,9\%$ ante o mês de março. Finalmente, o índice Serasa Experian de Atividade do Comércio, construído a partir de consultas

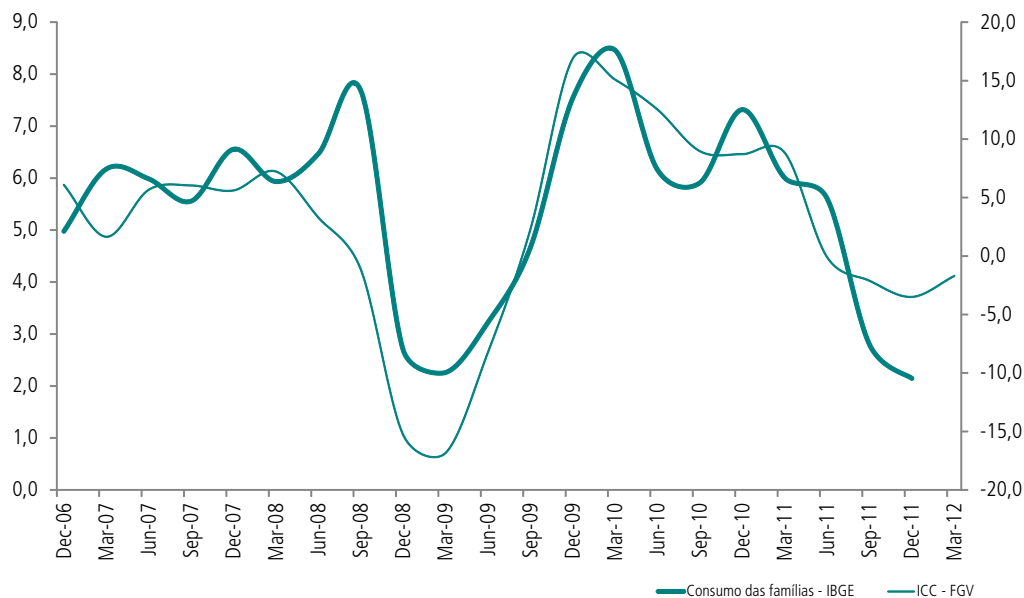
7. Inclui além do varejo restrito, as atividades Veículos, motos, partes e peças e Material de construção.

8. Para maiores detalhes, ver tópico especial na seção Política Monetária.

mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais, e que possui forte correlação com a PMC, registrou aumento sazonalizado de 0,4% no primeiro trimestre, mantendo o bom desempenho na passagem de março para abril, com alta de 0,7%, na mesma base de comparação.

Para os próximos meses, a expectativa é de que as vendas reais do comércio continuem a se expandir, beneficiadas, em grande parte, pela manutenção do ritmo de crescimento da massa salarial. Além disso, as reduções da taxa de juros, possibilitando refinanciamentos mais atrativos, e a desaceleração da inflação em curso, devem impactar positivamente a renda disponível dos trabalhadores, gerando um estímulo maior ao consumo. De fato, no gráfico 1.20 verifica-se que o ICC voltou a crescer nos últimos meses, o que indica que o consumo das famílias deve apresentar também uma trajetória de aceleração, já que este indicador antevê de maneira satisfatória o comportamento do consumo.

GRÁFICO 1.20
Índice de confiança do consumidor versus consumo das famílias
 (Variação contra igual trimestre do ano anterior, em %)



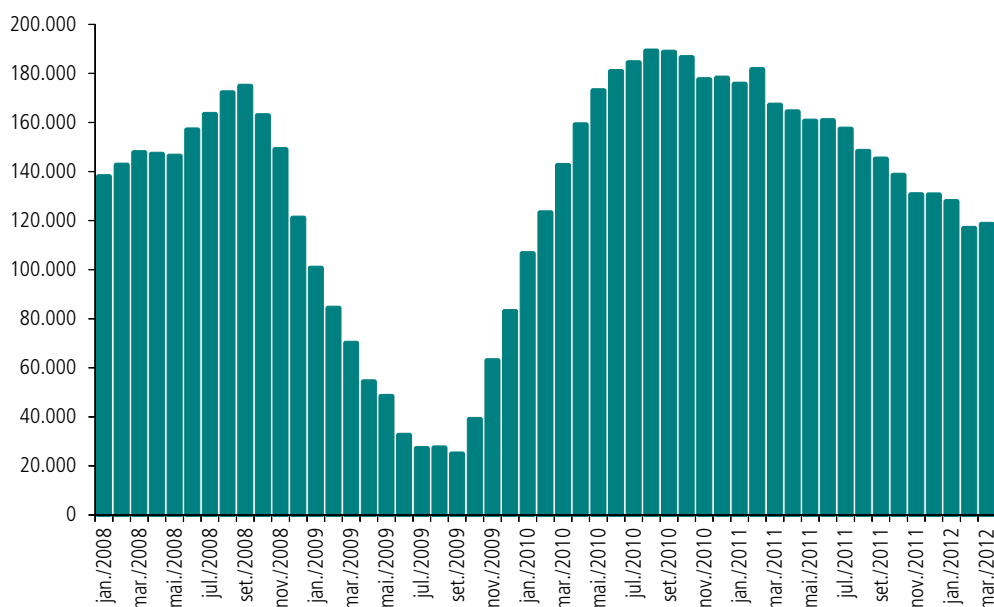
Fontes: IBGE e FGV. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

2 MERCADO DE TRABALHO

Os principais indicadores do emprego no Brasil, referentes ao primeiro trimestre de 2012, revelam que o mercado de trabalho deve manter um comportamento favorável ao longo do ano, principalmente a partir do segundo semestre, com a intensificação da retomada do crescimento econômico.

De acordo com os dados do Cadastro Geral de Emprego e Desemprego (CAGED), divulgados pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), nos últimos 12 meses, encerrados em março, foi criado 1,4 milhão de novas vagas, o que na margem parece indicar o início da retomada de uma trajetória mais robusta da geração de postos de trabalho com carteira assinada (gráfico 2.1). Apesar desta ligeira melhora, quando se analisam os três primeiros meses do ano, em comparação com o mesmo período de 2011, verifica-se que houve uma retração de 28% no saldo de empregos criados no mercado formal brasileiro.

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



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

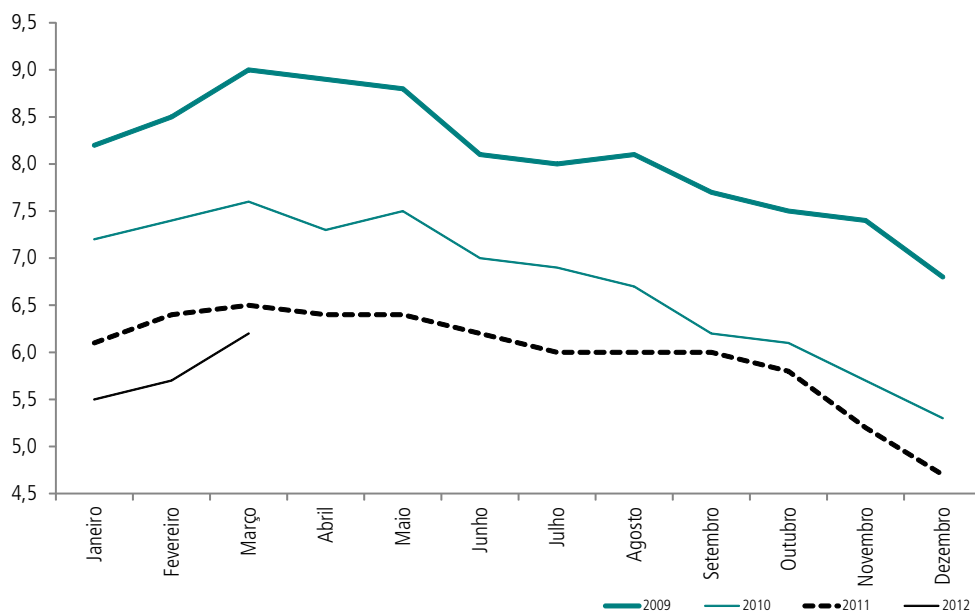
Na desagregação dos saldos por setores, constata-se que mais da metade (53%) das novas vagas criadas na economia, nos últimos 12 meses, foi proveniente de áreas relacionadas aos serviços. Ainda que em menor escala, o comércio e a construção civil também apresentaram um bom desempenho, com uma contribuição de 24% e 13%, respectivamente. No caso da indústria de transformação, a geração de empregos neste setor correspondeu a 7% do volume total de postos de trabalho que surgiram no período citado.

De fato, o comportamento do CAGED retrata, grosso modo, o próprio ritmo de crescimento da economia, que vem sendo liderado pelo setor de serviços em detrimento da indústria. Sendo assim, na medida em que os estímulos dados pela política monetária impactarem mais fortemente a atividade industrial, é razoável supor que este segmento volte a contratar com mais vigor, contribuindo assim para a melhoria dos saldos acumulados ao longo do ano.

Diferentemente do CAGED, que vem mostrando desde a metade do ano passado alguns sinais de desaquecimento no mercado de trabalho, os dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), continuam a apresentar, mês a mês, resultados bem favoráveis, com queda continuada da taxa de desemprego e expansão dos rendimentos reais.

Em março, a taxa de desocupação medida pela PME foi de 6,2%, atingindo o melhor patamar para este mês desde que a pesquisa foi criada em 2002. Com a incorporação deste dado, tem-se que, na média do primeiro trimestre, a taxa de desemprego recuou de 6,3% em 2011 para 5,8% em 2012. Entretanto, a partir da análise do gráfico 2.2 fica evidente uma aproximação entre as curvas de 2011 e 2012, indicando que, ao longo do ano, as diferenças interanuais entre as taxas de desocupação tendem a ficar cada vez menores.

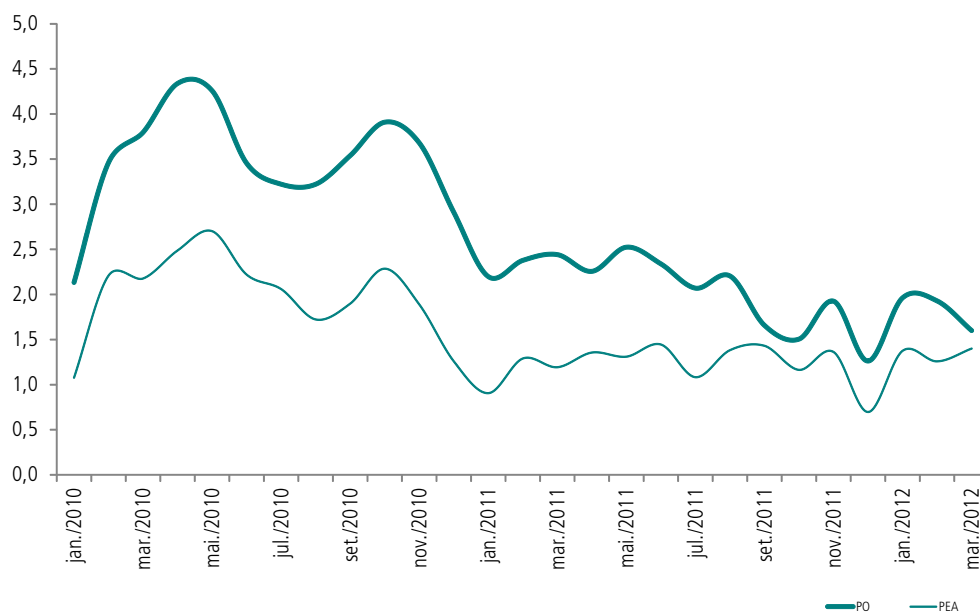
GRÁFICO 2.2
Taxa de desocupação
(Em %)



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

Este estreitamento das curvas já era esperado, uma vez que, com a população ocupada (PO) crescendo a taxas mais próximas à da população economicamente ativa (PEA) (gráfico 2.3), o contingente de desempregados tende a decrescer em um ritmo mais lento que o observado no passado mais recente.

GRÁFICO 2.3
PO e PEA: taxa de crescimento interanual
(Em %)



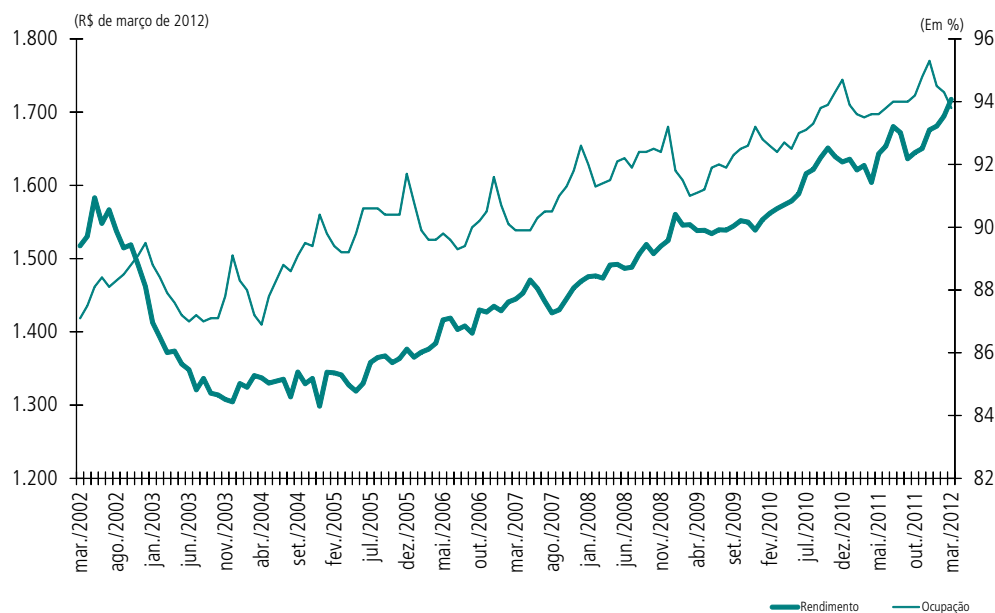
Fonte: PME/IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Apesar desta retração do *gap* entre as curvas, a expectativa é de que, na média, a taxa de desocupação do ano corrente fique abaixo da observada no ano anterior, possibilitada, conforme já mencionado, pelo aquecimento mais forte da economia nos próximos meses.

Assim como ocorrido com a PO, os rendimentos reais habitualmente recebidos pelo trabalhador também apresentaram expansão ao longo do primeiro trimestre do ano (gráfico 2.4), de modo que de janeiro a março, na média, os salários reais registraram crescimento de 4,2% ante o mesmo período de 2011. O segmento dos trabalhadores por conta própria foi o que auferiu os maiores ganhos, com um incremento de 4,8% nos seus rendimentos, nos três primeiros meses de 2012, o que, em parte, explica o crescimento nos preços dos serviços no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA),¹ já que boa parte deste contingente de trabalhadores enquadra-se na categoria de prestadores de serviços pessoais (empregada doméstica, cabeleireira etc.) e residenciais (pedreiro, electricista etc.). No caso do setor privado, a taxa de crescimento dos rendimentos reais foi de 4,2%, no primeiro trimestre do ano, enquanto no serviço público o ganho ficou em 3,5%, nesta mesma base de comparação. Para o restante do ano, é razoável supor que os rendimentos reais continuem a se expandir a taxas mais modestas, uma vez que o principal impacto do aumento do salário mínimo (SM) já foi absorvido.

Como a perspectiva para o restante do ano é de aceleração do emprego e da renda, ainda que a taxas mais modestas, a massa salarial disponível na economia deve ratificar sua trajetória ascendente, garantindo, por conseguinte, a manutenção do poder de compra das famílias.

GRÁFICO 2.4
Taxa de ocupação e rendimentos reais
(Dados dessazonalizados)



Fonte: Dados primários: PME/IBGE. Dessazonalização e elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

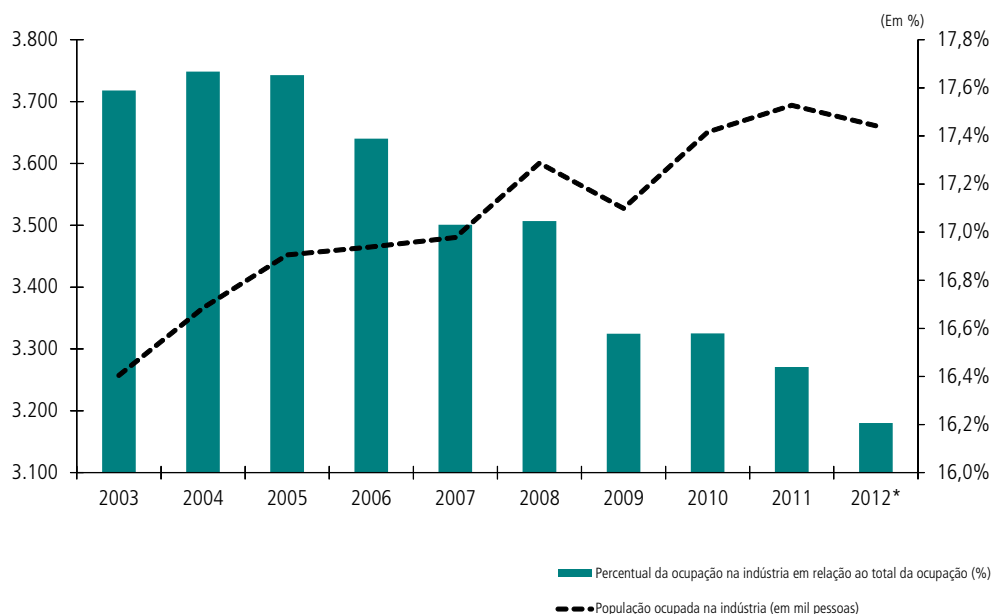
EMPREGO INDUSTRIAL

Conforme exposto anteriormente, o mercado de trabalho brasileiro vem mostrando, em termos agregados, um comportamento bastante favorável. No entanto, verifica-se que o pessoal ocupado na indústria cresce a taxas inferiores às de quase todos os demais setores da economia. Em 2012, com base nos dados da PME, no acumulado dos três primeiros meses do ano, enquanto a PO total cresceu 1,8%, o contingente de trabalhadores na indústria registrou alta de apenas 0,4%, ficando bem aquém do desempenho de outros setores como construção civil (6,0%) e intermediação financeira e serviços prestados a empresas (4,3%). Como consequência desta expansão mais restrita do emprego na indústria, em relação ao restante dos setores da economia, este segmento vem gradativamente perdendo espaço na composição da força de trabalho em atividade no país, trajetória esta em linha com a queda da participação da indústria no Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro.

Seguindo o mesmo quadro exposto pela PME, os dados da Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes)/IBGE também revelam uma estagnação do emprego industrial. Em março, o pessoal ocupado na indústria de transformação registrou ligeiro recuo de 0,4% ante fevereiro, levando-se em conta a série livre de influências sazonais (tabela 2.1). Na comparação com o mesmo mês de 2011, no entanto, esta queda se mostrou mais significativa (-1,3%). Com a incorporação deste resultado, o emprego da indústria de transformação mostra retração de 0,9%, no ano, e estabilidade nos últimos 12 meses (0,1%). Assim como o nível da ocupação, a análise do número de horas pagas na produção ratifica a estagnação da atividade industrial no país nos últimos meses. Em março, o número de horas pagas no processo produtivo da indústria de transformação recuou em todas as bases de comparação.

1. Para maiores detalhes, ver a seção de Inflação desta publicação.

GRÁFICO 2.5
Evolução recente do emprego industrial
(Média anual)



Fonte: PME/IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Nota: *Dados de janeiro a março.

TABELA 2.1
Pimes
(Variação %)

	Mar. 2012/Fev. 2012 ¹	Mar. 2012/Mar. 2011	Acumulado no ano	Em 12 meses
Pessoal ocupado assalariado	-0,43	-1,16	-0,78	0,18
Extrativa mineral	-0,1	4,5	4,6	3,8
Transformação	-0,4	-1,3	-0,9	0,1
Número de horas pagas	-1,21	-1,54	-1,19	-0,41
Extrativa mineral	-0,1	4,5	4,5	3,6
Transformação	-1,2	-1,7	-1,3	-0,5
Folha de pagamento real por trabalhador	0,0	5,4	5,4	3,7
Extrativa mineral	-5,4	10,4	12,1	6,8
Transformação	0,8	5,0	4,8	3,4

Fonte: IBGE.
Nota: ¹ Dados com ajuste sazonal.

Em contraposição ao que vem ocorrendo com a produção física, a folha de pagamento real por trabalhador, na indústria de transformação, mostrou expansão em março com taxas de 0,8%, na comparação com fevereiro e 5,0% ante o mesmo mês do ano anterior. Em 2012, a folha de pagamento real por trabalhador já acumula alta de 4,8%.

Não obstante a este aumento dos rendimentos na indústria, nota-se que a queda do volume produzido na indústria de transformação vem caindo de forma mais acentuada que o número de horas pagas na produção, desencadeando uma retração dos níveis de produtividade da mão de obra. Nos últimos 12 meses, a produtividade da força de trabalho na indústria de transformação recuou 0,8%, enquanto a folha de pagamento real por trabalhador acelerou 3,4% (gráfico 2.6).

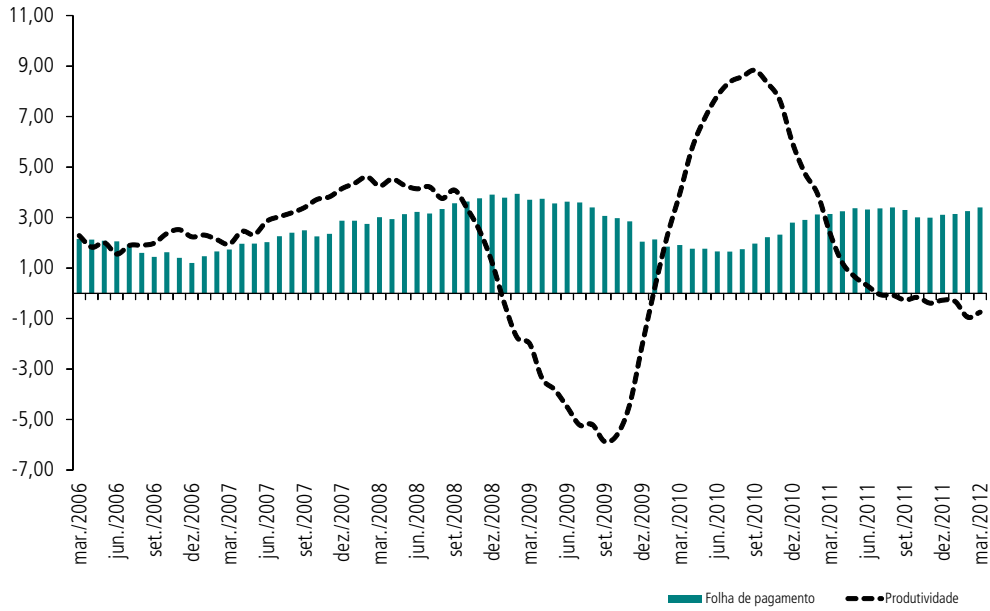
A conjunção destes dois movimentos – queda de produtividade e expansão real da folha de salário – vem gerando uma elevação do custo unitário da mão de obra na indústria de transformação, de modo que, até março, contabilizando os últimos 12 meses, essa alta já passa de 4% (gráfico 2.7).

Para os próximos meses, no entanto, a expectativa é de arrefecimento desta curva de custo unitário do trabalho, dada não só por uma melhora na produtividade do trabalho, mas principalmente por uma acomodação dos salários reais, que serão reajustados com base em uma inflação desacelerando gradativamente.

GRÁFICO 2.6

Indústria de transformação: produtividade e folha de pagamento real por trabalhador

(Variação acumulada em 12 meses, em %)

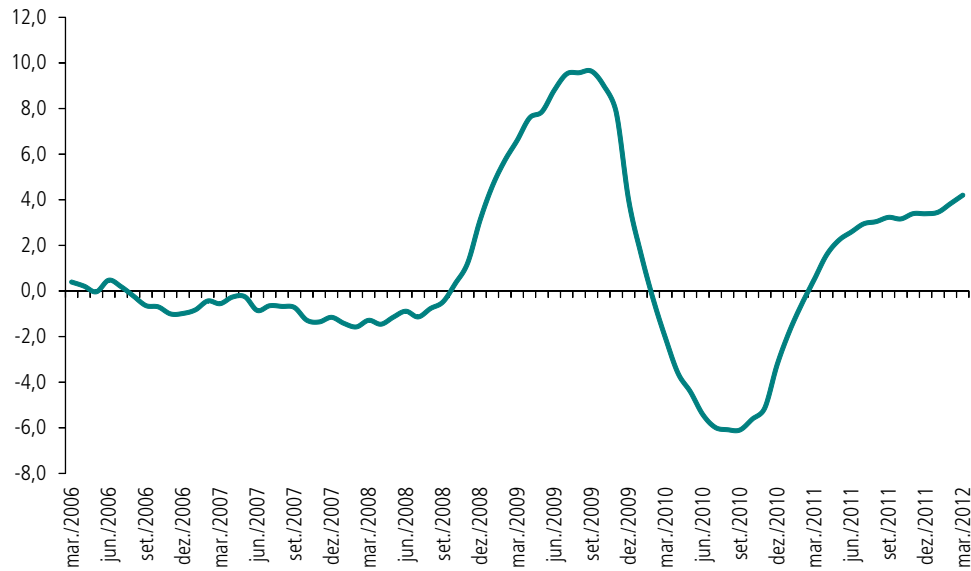


Fonte: Pimes/IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 2.7

Indústria de transformação: custo unitário da mão de obra

(Variação acumulada em 12 meses, em %)



Fonte e elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

MERCADO DE TRABALHO

BOX ESPECIAL

MUDANÇAS NO PERFIL DA FORÇA DE TRABALHO BRASILEIRA

Ao longo dos últimos anos, o mercado de trabalho brasileiro vem mostrando de forma contínua um bom desempenho, possibilitado, sobretudo, pelo ciclo de expansão da atividade econômica, iniciado na primeira metade da década passada. De acordo com a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a população ocupada (PO) nas seis regiões metropolitanas (RMs) do país¹ cobertas pela pesquisa saltou de 18,9 milhões em dezembro de 2003 para 22,7 milhões em dezembro de 2011, o que corresponde a um aumento da ordem de 20%, enquanto a população economicamente ativa (PEA) se expandiu em 12%, mantendo a mesma base de comparação. Como consequência deste crescimento da PO em ritmo bem superior ao observado na PEA, a taxa de desocupação na economia caiu pela metade, passando de 12,3%, na média de 2003, para 6,0%, na média, em 2011. Não obstante a esta expressiva melhora em termos de contingente empregado, o mercado de trabalho brasileiro ainda registra um forte crescimento dos rendimentos reais habitualmente recebidos, cuja média anual passou de R\$ 1.346,00, em 2003, para R\$ 1.645,00,² em 2011.

Entretanto, as mudanças no cenário do emprego no país não se restringem apenas a melhorias quantitativas, uma vez que diversos indicadores qualitativos do mercado de trabalho também vêm apresentando um comportamento bem mais favorável.

Em termos agregados, a taxa de atividade que mede a relação entre PEA e população em idade ativa (PIA) manteve-se praticamente inalterada entre 2003 e 2011, girando em torno de 57%. No entanto, na desagregação deste indicador por idade (tabela 1), verifica-se que a taxa de atividade dos mais jovens (entre 10 e 14 anos) reduziu-se em quase dois terços, recuando de 3,5% em 2003 para 1,3 em 2011. Neste mesmo sentido, a taxa de atividade da população com idade entre 15 e 17 anos recuou de 26% para 19%, nos últimos nove anos. Esta retração na taxa de atividade é decorrente de uma entrada mais tardia dos jovens no mercado de trabalho que, por conta de uma melhoria na renda familiar, volta a priorizar os estudos.

TABELA B.1

Taxa de atividade por idade - Média anual

	10 a 14 anos	15 a 17 anos	18 a 24 anos	25 a 49 anos	Mais de 50 anos
2003	3,5	26,0	70,2	78,5	38,0
2004	3,0	25,5	70,8	78,8	38,2
2005	1,8	22,5	69,6	78,6	38,0
2006	2,0	23,6	70,8	79,2	38,4
2007	1,7	22,2	70,9	79,7	38,4
2008	1,7	21,7	70,7	79,9	39,2
2009	1,4	19,0	69,9	80,1	39,5
2010	1,0	18,9	70,1	80,9	40,0
2011	1,3	19,7	69,6	81,0	40,1
2012 ¹	1,2	19,1	68,8	81,1	39,7

Fonte: IBGE/PME. Elaboração: IPEA/DIMAC/GAP.

Nota: ¹ Dados de janeiro a março.

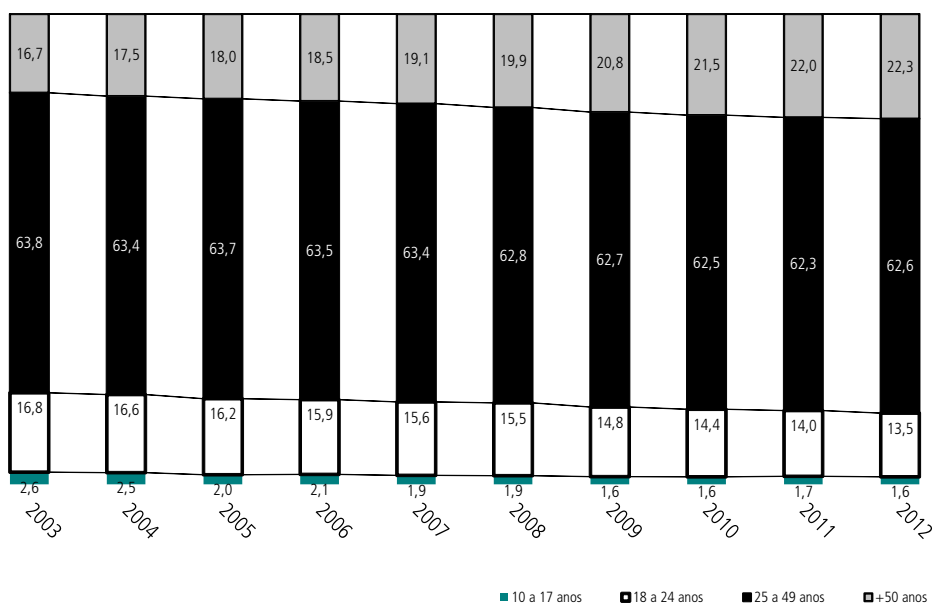
De fato, a análise da composição da PO no país, com base nos dados da PME, retrata claramente esta queda da participação dos mais jovens na força de trabalho, que vem sendo contrabalanceada por uma presença maior dos empregados com mais de 50 anos. O gráfico 1 mostra que, ao longo dos últimos anos, o segmento de trabalhadores com idade superior a 50 anos foi o único que apresentou expansão, revelando o amadurecimento do mercado de trabalho brasileiro. Em contrapartida, o segmento dos trabalhadores com idade de 10 a 24 anos passou de 19,4%, em 2003, para 15,7%, em 2011.

1. Belo Horizonte, Porto Alegre, Recife, Rio de Janeiro, Salvador e São Paulo.

2. Em reais de março de 2012.

(continua)

GRÁFICO B.1
Composição da PO por idade
(Em %)

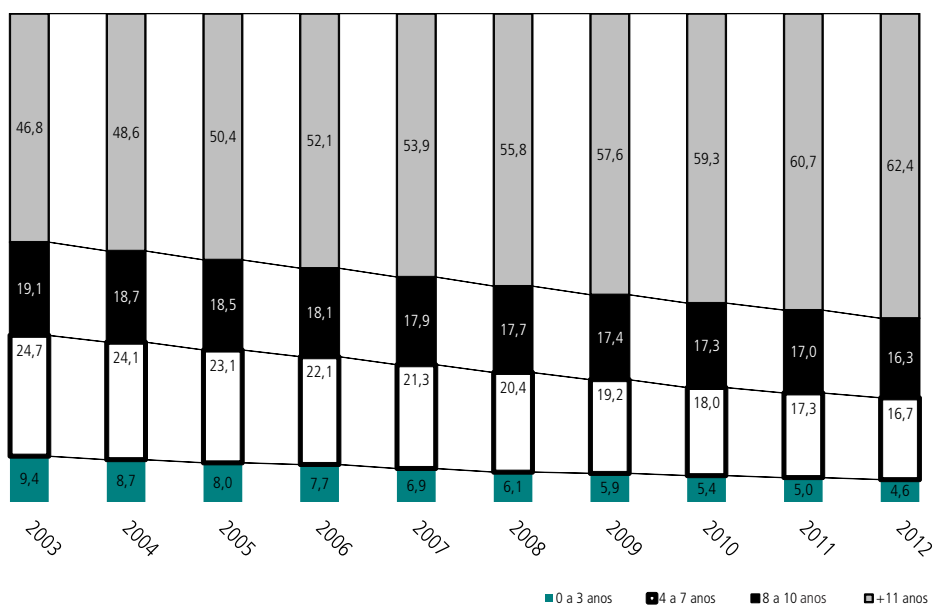


Fonte: PME/IBGE. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O resultado desta nova conjectura, que vem retirando os jovens do mercado de trabalho e proporcionando-lhes maior tempo disponível para o aprendizado, já começa a impactar positivamente o nível de escolaridade da PO no país. Segundo dados da PME, expostos no gráfico 2, em 2003, 9,4% da PO tinham, no máximo, três anos de estudo, ao passo que, na média do primeiro trimestre de 2012, este percentual caiu mais da metade ao atingir 4,6%. Na outra ponta, os trabalhadores com maior escolaridade, ou seja, aqueles que possuem, pelo menos, o ensino médio completo, saltaram de 46,8% para 62,4%, entre 2003 e 2012, e hoje se constituem na maior parte da força de trabalho.

Em que pesem todos os demais benefícios econômicos e sociais embutidos no aumento da escolaridade da população, este fenômeno torna-se ainda mais relevante no mercado de trabalho porque gera uma especialização maior da mão de obra, implicando ganhos de produtividade e melhoria dos termos de competitividade.

GRÁFICO B.2
Composição da PO por anos de estudo



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

(continua)

Por fim, ainda sob o efeito desta melhor qualificação da mão de obra no Brasil, o tempo de procura por um novo emprego entre os desocupados está caindo nos últimos anos (tabela 2). A construção deste ambiente mais propício à aquisição de uma nova colocação é decorrente de um ciclo virtuoso que se instaurou no mercado de trabalho. Ou seja, o crescimento econômico vem proporcionando a expansão da PO e dos rendimentos reais, gerando aumento da renda familiar e abrindo espaço para uma especialização maior dos trabalhadores, sobretudo os mais jovens, que passam a se dedicar mais aos estudos. Esta melhora no grau de instrução da força de trabalho, por sua vez, a credencia a atuar em áreas de ocupação distintas, o que restringe o tempo de permanência fora da força de trabalho ocupada.

TABELA B.2

Proporção dos desocupados por tempo de procura por uma nova colocação

	Menos de 1 mês	1 a 6 meses	7 a 11 meses	1 a 2 anos	2 anos ou +
2003	18,3	47,6	10,8	12,0	11,4
2004	20,5	43,6	9,8	13,5	12,6
2005	22,7	44,0	9,0	12,6	11,8
2006	21,3	47,0	9,4	12,3	10,2
2007	24,3	46,7	8,3	12,2	8,5
2008	23,8	48,9	8,4	10,7	8,3
2009	25,8	49,7	8,9	9,1	6,6
2010	25,6	49,1	7,5	10,2	7,5
2011	25,9	51,0	7,2	8,8	7,2
2012	28,0	50,6	6,7	8,3	6,4

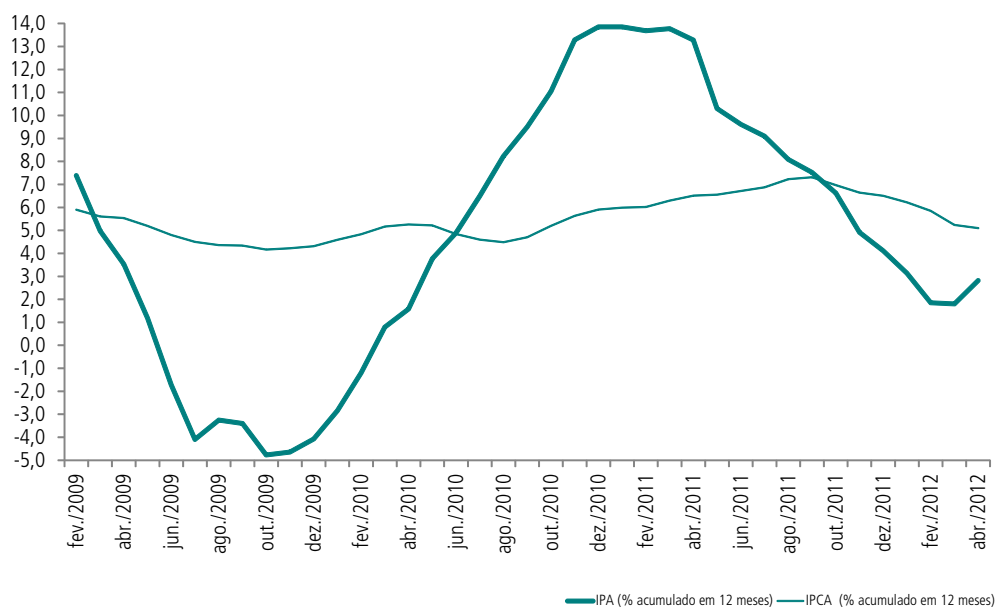
Fonte: IBGE/PME. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

3 INFLAÇÃO

MUDANÇAS ESTRUTURAIS, RISCOS E CENÁRIOS PARA 2012

Em 2012, a inflação delinea uma trajetória de queda relativamente ao ano anterior, tanto no varejo quanto no atacado. No acumulado em 12 meses a inflação ao consumidor, segundo o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), registrou quedas sucessivas desde outubro de 2011, atingindo 5,10% em abril de 2012. Esse processo de desinflação ocorreu de maneira ainda mais intensa no atacado, que tipicamente sofre oscilações mais amplas, como indica a trajetória do Índice de Preços no Atacado (IPA) da Fundação Getulio Vargas (FGV) que, em 12 meses terminados em abril de 2012, atingiu 2,82% (gráfico 3.1).

GRÁFICO 3.1
Inflação no varejo e no atacado



Fontes: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Banco Central do Brasil (BCB). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Esse movimento de queda é determinado fundamentalmente pelo processo de deflação das *commodities* que atingiu todos os componentes do IPA da FGV, nos primeiros meses de 2012, notadamente as matérias-primas brutas e os produtos agropecuários. No varejo, segundo o IPCA, tal processo atingiu os preços de alimentos e combustíveis, com destaque para a queda nos preços das carnes e do etanol. Vale observar que o álcool combustível tem impacto sobre o preço da gasolina devido à mistura que forma o combustível na bomba. O repique inflacionário de abril é pontual, pois foi influenciado por fatores extraordinários como a política de reajuste de preços para desincentivo ao uso do cigarro, questões judiciais envolvendo a tarifa de telefonia fixa, quebra de safras da soja e do feijão, e fatores sazonais, com a entrada da coleção outono/inverno no setor de vestuário.

Além do impacto direto, o processo de desinflação de *commodities* exerce um efeito indireto sobre outros preços na medida em que reduz a pressão advinda dos custos básicos da economia. A tabela 3.1 mostra que, no acumulado em 12 meses terminados em abril de 2012, frente a dezembro de 2011, a redução da inflação ocorreu em todas as categorias do IPCA, sobretudo em bens comercializáveis no exterior e nos itens monitorados pelo governo. O destaque é a queda dos preços dos bens de consumo duráveis, acentuando o processo de deflação que ocorrera em 2011. São os casos dos automóveis novos e usados e dos eletroeletrônicos e eletrodomésticos, estes beneficiados pelo prolongamento das isenções tributárias. No grupo dos preços monitorados, além da gasolina, a redução da inflação foi ditada pelas tarifas de transporte, com destaque para o ônibus urbano.

O processo de deflação de preços das *commodities* é, desta forma, o principal responsável pela queda da inflação de 2012 como um todo, frente ao valor observado em 2011, segundo avaliação do Ipea/Dimac/GAP. Espera-se que a inflação deste ano mantenha o processo de convergência em direção ao ponto central do intervalo da meta de inflação do BCB (4,5%).

TABELA 3.1
Inflação no varejo desagregada

Varição acumulada em 12 meses	abr./11	dez./11	abr./12
IPCA	6,51	6,50	5,10
Monitorados	5,7	6,2	3,7
Livres	6,8	6,6	5,6
Comercializáveis	6,0	4,4	3,4
Não-comercializáveis	7,6	8,6	7,7
Bens livres	5,9	5,4	3,5
Bens não-duráveis	7,7	6,9	5,6
Bens semi-duráveis	6,2	7,0	5,8
Bens duráveis	-0,3	-1,6	-2,6
Serviços	8,6	9,0	8,0

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

Esse determinante fundamental, que baliza a previsão para 2012, é justificado pelo cenário internacional de crise econômica nos países desenvolvidos e desaceleração do ritmo de crescimento dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) (ver seção do Setor Externo nesta publicação). A tabela 3.2 mostra a trajetória de queda das cotações de *commodities* iniciada em 2011, ocorrida em função da queda da demanda mundial por esses produtos, conjugada com uma deterioração das expectativas dos especuladores, frente aos riscos associados nas transações que envolvem derivativos de *commodities*. Na comparação de 2012 com 2011, a expectativa é de uma queda dos preços médios dos insumos industriais, das matérias-primas brutas da agricultura, das *commodities* metálicas e dos alimentos e bebidas.¹ Essa queda já ocorreu com a maioria dos índices, com exceção dos energéticos.

TABELA 3.2
Preços de *commodities*

	Alimentos e bebidas	Taxas de crescimento % (trimestre /trimestre do ano anterior)				
		Insumos industriais	Matéria-prima (agricultura)	Metais	Energia	Petróleo
2011 T01	33,2	33,2	40,4	30,1	28,9	29,6
2011 T02	32,3	24,8	34,5	20,5	39,4	41,1
2011 T03	18,9	21,9	24,6	20,7	37,3	37,0
2011 T04	-2,2	-10,0	-3,7	-12,8	22,3	21,1
2012 T01	-10,0	-17,0	-16,2	-17,4	13,0	13,0

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

O único preço cuja dinâmica se difere dos outros é o do petróleo (e, conseqüentemente, de seus derivados). Os fundamentos sinalizam patamares elevados para preços do barril de petróleo, resultante de uma demanda ainda aquecida diante dos altos níveis de utilização da capacidade produtiva na Arábia Saudita e baixos estoques nos países desenvolvidos.² Adicionalmente, a oferta sofreu uma queda no primeiro trimestre de 2012, devido a problemas técnicos no Mar do Norte, disputas no Sudão e, principalmente, pela crise geopolítica no Irã. Ainda assim, como indica a tabela 3.2, o crescimento no primeiro trimestre de 2012 (13%) foi menos da metade do choque ocorrido no primeiro trimestre de 2011 (29,6%). A crise no Irã impõe maior risco altista para o preço do óleo neste ano, caso atinja o transporte sobre o estreito de Hormuz.

Vale destacar que a passagem das cotações em dólar das *commodities* aos preços internos depende: *i*) da regra de reajuste da Petrobras, no caso do petróleo; e, *ii*) da taxa de câmbio (gráfico 3.2).³ A partir de agosto de 2011 ocorreu

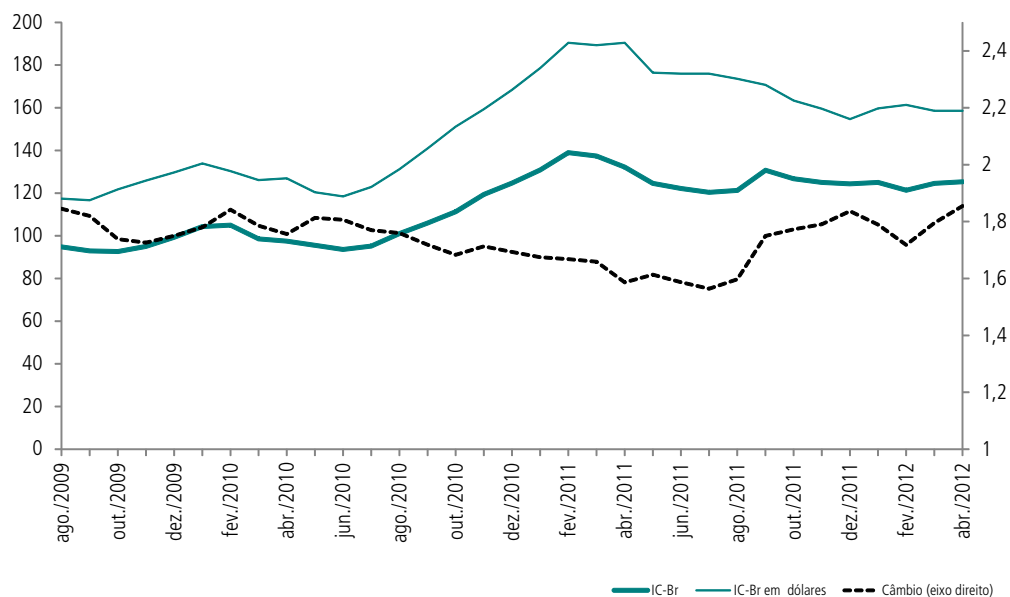
1. Analistas do Fundo Monetário Internacional (FMI), por exemplo, projetam uma queda de cerca de 10% no índice de preços de *commodities* totais exceto petróleo – ver *World Economic Outlook* (WEO), *Growth resuming, dangers remain*. FMI, abril de 2012.

2. Ver em *Short-Term Energy Outlook*, U.S. Energy Information Administration, maio de 2012.

3. A desvalorização cambial ocorrida neste mês não afetou os preços dos produtos duráveis no varejo, que apresentaram queda (-0,46%), mas pode ter afetado os preços no atacado de materiais e componentes para a manufatura.

um processo de desvalorização cambial que compensou parcialmente a queda nas cotações, mantendo o Índice de *Commodities* Brasil (IC-Br) medido em reais⁴ em patamar praticamente inalterado até abril de 2012. A previsão é de que a média da taxa de câmbio em 2012 fique acima da média de 2011. Isso por causa do cenário de manutenção de déficits nas transações correntes aliado à redução da entrada de fluxos de capitais (influenciada pela redução do diferencial de juros interno e externo e pela política de tributação do investimento em carteira). Porém, esse processo de desvalorização é limitado pela ainda abundante oferta de capitais, com a manutenção de taxas de juros em patamares historicamente baixos nos países desenvolvidos, e a decorrente ausência de oportunidades financeiramente atraentes em seus mercados. Os analistas de mercado (segundo a pesquisa *Focus* de 11 de maio de 2012) esperam uma taxa de 1,85 R\$/US\$ no fim de 2012, implicando uma valorização de cerca de 1,38% em relação a 2011.

GRÁFICO 3.2
Inflação de *commodities* e taxa de câmbio



Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.
Obs.: Índices com base 100 em dezembro de 2005.

Os salários, por sua vez, ainda apresentam trajetória de crescimento elevado com ganhos acima da inflação. Nesse caso, o índice utilizado como referência é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do ano anterior (ou dos últimos 12 meses, conforme o mês de reajuste). A trajetória de queda do INPC, de 6,47% em 2010 para 6,08% em 2011, alcançando 4,88% no acumulado em 12 meses terminados em abril de 2012, aponta para uma desaceleração no ritmo de crescimento dos salários ao longo de 2012. Dessa forma, os setores que têm suas negociações patronais concentradas no segundo semestre do ano, como metalúrgicos, vão utilizar menores índices de reajuste e assim contribuir para uma redução do crescimento dos salários nominais médios. Na indústria, a redução da produtividade, contudo, ainda pressiona o custo unitário do trabalho (ver seção sobre Mercado de Trabalho nesta publicação).

O crescimento dos salários e a expansão do setor de serviços impõem uma rigidez na inflação de alguns serviços (tabela 3.3), como é o caso dos: *i*) exames, as consultas e os tratamentos que estão fora de planos de saúde; *ii*) serviços de cuidados pessoais, empregados domésticos, serviços ligados à área de turismo e entretenimento; *iii*) mensalidades e taxas de creches, escolas, cursos e faculdades privadas; e *iv*) aluguel residencial,⁵ taxas condominiais, mudanças, obras e consertos em residências. Por outro lado, já apontam processo de desaceleração os preços dos serviços de: *i*) telefonia celular, TV por assinatura e acesso à internet; *ii*) alimentação fora do domicílio; e, em menor grau, *iii*) serviços de transportes, constituído por passagens aéreas, consertos e manutenção de automóveis, transporte escolar, estacionamento e aluguel de veículos.

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

5. Nota-se que, no caso de aluguéis residenciais, o índice de referência para as negociações – Índice Geral de Preços-Mercado (IGP-M) – também registrou trajetória de queda (passando de 11,32% em 2010 para 5,10% em 2011 e para 3,65% no acumulado em 12 meses terminados em abril de 2012). Porém, novos contratos ou renegociações contratuais sofrem influência do *boom* dos preços dos ativos no mercado imobiliário.

TABELA 3.3
IPCA: serviços desagregados

	Residenciais	Transportes	Saúde	Pessoais	Educação	Comunicação	Alimentação
Variação acumulada em 12 meses (%)							
Abril de 2011	9,2	5,2	7,9	9,4	8,6	5,1	10,9
Dezembro de 2011	8,5	8,0	9,3	10,4	8,4	4,3	10,5
Abril de 2012	9,2	7,7	10,7	10,6	8,3	0,7	9,2

Fontes: IBGE e BCB.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A possibilidade de um reajuste no preço dos combustíveis, a resistência no preço de alguns serviços e o mercado de trabalho ainda aquecido são os fatores relevantes que podem levar a trajetória do IPCA para um nível superior ao do centro da meta inflacionária em 2012.

Por outro lado, a dificuldade de recuperação econômica nos países desenvolvidos leva a uma probabilidade não negligenciável de novas quedas das cotações de *commodities*. Conta também o quadro de desaquecimento da atividade industrial, com excesso de capacidade ociosa, em relação à máxima utilização atingida num passado recente, o que gera um espaço para um retorno do crescimento da produção não acompanhado de inflação de demanda (ver seção sobre Atividade Econômica nesta publicação).

Além dos efeitos já elencados, vale destacar dois elementos que não faziam parte da trajetória de inflação no ano passado. O primeiro é a adoção de nova estrutura de ponderação do IPCA pelo IBGE,⁶ com a incorporação de nova “cesta de consumo” representativa dos hábitos de consumo das famílias brasileiras mapeadas na Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) de 2008/2009. Tal mudança tem o benefício de gerar um cálculo mais fidedigno da inflação média dos bens e serviços, segundo o atual padrão de consumo das famílias brasileiras. A composição da nova cesta foi influenciada pelo aumento do crédito para financiamento do consumo das famílias, que permitiu o acesso a bens e serviços de alto valor unitário, dantes inacessível à significativa parte da população brasileira (como é o caso de bens de consumo duráveis). Ao mesmo tempo, o crédito educacional permitiu a diluição dos custos escolares ao longo de anos, reduzindo a parcela destes nos gastos correntes das famílias. Desta forma, na nova cesta, merecem destaque o aumento da participação de automóveis, microcomputadores, televisores, serviços associados aos veículos (como emplacamento e consertos), além de material e serviços prestados para a modernização, obras e reparos nas residências. Por outro lado, houve queda do peso de serviços ligados à educação e do transporte público.⁷

Essa mudança de pesos altera o cômputo final do IPCA devido às alterações dos preços relativos em vigência da economia brasileira. No início de 2012, a redução do peso dos transportes e da educação contribuiu para reduzir o impacto dos reajustes das tarifas de ônibus urbanos e das mensalidades escolares. Por outro lado, a intensificação da deflação dos bens de consumo duráveis teve maior contribuição sobre o índice, ajudando a reduzir a inflação agregada.

A segunda mudança supracitada é a redução no custo do financiamento no processo da produção e da comercialização de bens e serviços (ver seção de Crédito e Moeda nesta publicação). A redução do custo do capital de giro e das próprias taxas do crédito cobradas no comércio, muitas vezes já embutidas nos preços finais, compensa o impacto de pressão de outros custos da produção e do comércio. Somada a este fator, a diminuição da taxa básica de juros e, portanto, da rentabilidade de aplicações de baixo risco, reduz também o chamado custo de oportunidade do capital, sinalizando redução da rentabilidade exigida para a produção e comercialização de bens e serviços, mesmo em casos de autofinanciamento. Esse elemento pode interromper um processo automático de recomposição das margens de lucro, tipicamente preservadas após um choque de custo, sobretudo em setores fortemente oligopolizados.

O canal de transmissão desses dois efeitos sobre os preços dos bens e serviços é de difícil estimativa, uma vez que é inédito na história recente da economia brasileira marcada, durante as últimas três décadas, por baixa participação do crédito no Produto Interno Bruto (PIB) e alto patamar de taxas de juros do crédito e de margens de lucros. Juntamente à alteração na estrutura de ponderação, estes efeitos são mudanças estruturais que afetam a inércia inflacionária e, portanto, não podem ser facilmente estimados por previsões geradas por modelos econométricos baseados em séries históricas.

Estas mudanças estruturais, além do cenário de fraco ritmo de crescimento da atividade econômica, interna e mundial, são compatíveis com um cenário de convergência do IPCA para o centro da meta inflacionária em 2012.

6. Ver as publicações de janeiro e de fevereiro de 2012 do *Conjuntura em Foco* do Ipea/Dimac/GAP.

7. Foram também eliminados itens com peso não significativo no índice e adicionados novos itens, tais como “chuveiros elétricos” e “fraldas descartáveis”.

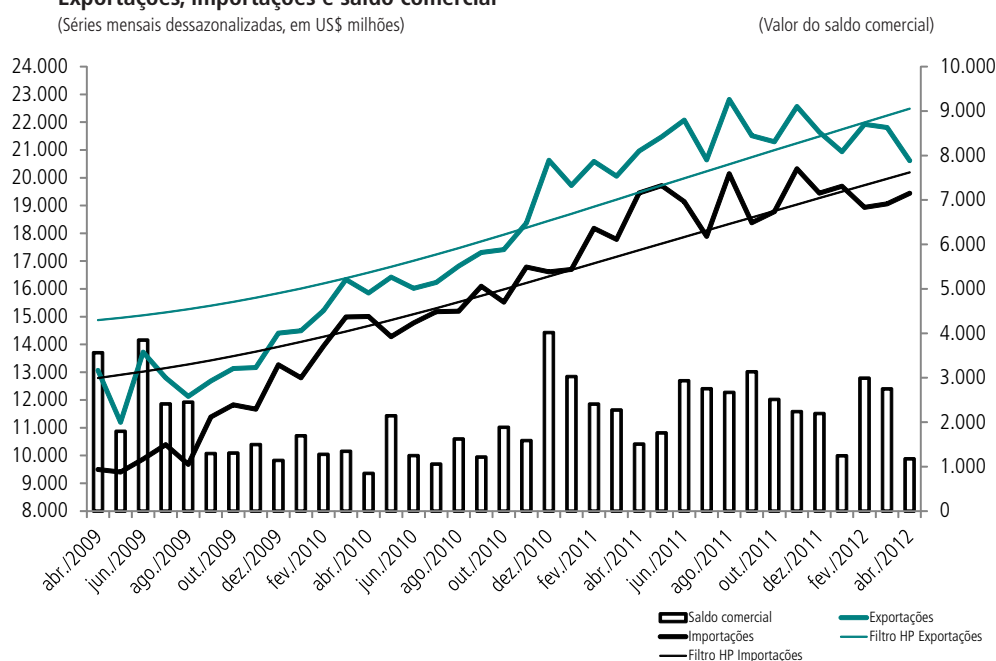
4 SETOR EXTERNO

BALANÇA COMERCIAL

Os fluxos de comércio exterior se mantiveram em trajetória de desaceleração nos primeiros meses de 2012, mas como o processo tem ocorrido simultaneamente nas exportações e nas importações, o país tem conseguido preservar superávits comerciais elevados. A perda de dinamismo das exportações relaciona-se à redução dos preços de exportação, que vem desde o ano passado, enquanto a desaceleração das importações se deve ao desaquecimento da atividade econômica, em especial da produção industrial. Aliás, é digno de nota o fato de que, pela primeira vez em muito tempo, o *quantum* exportado vem crescendo mais rapidamente do que o importado (5,5% contra 3,0% no primeiro trimestre).

O gráfico 4.1 ilustra a trajetória recente dos fluxos comerciais em termos dessazonalizados, ficando evidente uma tendência de estabilização desde meados de 2011. Embora o movimento seja semelhante tanto nas exportações quanto nas importações, a perda de fôlego parece mais intensa nas primeiras que, na margem, já entraram em trajetória de queda. Por conta disso, o saldo comercial dessazonalizado reduziu-se para cerca de US\$ 2 bilhões ao mês no período janeiro-abril deste ano, comparando-se desfavoravelmente com a média de US\$ 2,5 bilhões, observada no segundo semestre de 2011.

GRÁFICO 4.1
Exportações, importações e saldo comercial
(Séries mensais dessazonalizadas, em US\$ milhões)

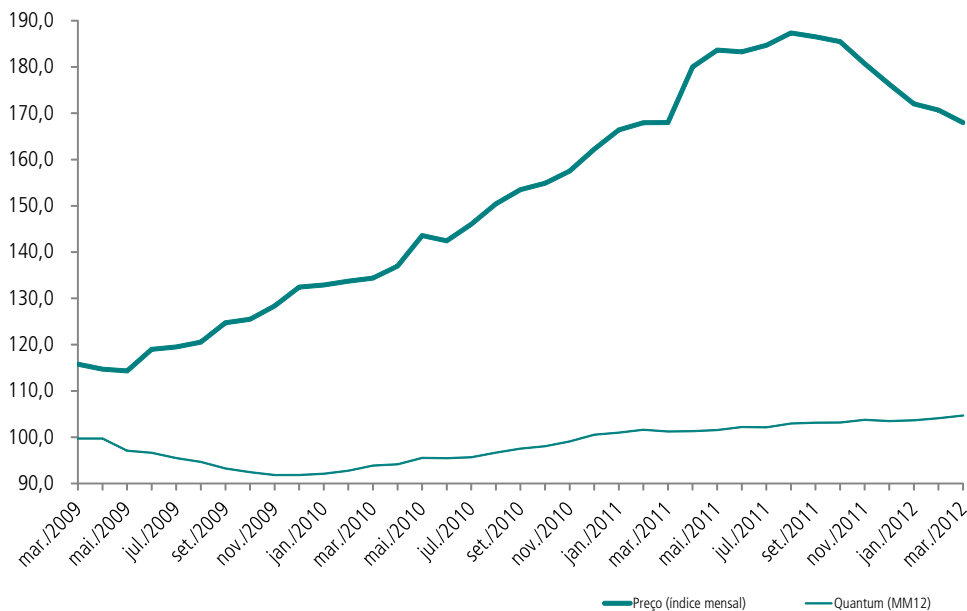


Fonte: Secretaria de Comércio Exterior (Secex) do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (Secex/MDIC). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

As exportações registraram crescimento de 4,5% no primeiro quadrimestre do ano, taxa que foi prejudicada principalmente pelo mau desempenho de abril, quando houve queda de 3% em relação ao mesmo mês de 2011. A alta do valor exportado no ano foi determinada tanto pelo crescimento das vendas de produtos básicos (4,5%), como também pela expansão dos manufaturados (6,0%), ao passo que os semimanufaturados tiveram queda de 1,0%. É a primeira vez em muitos anos que o desempenho dos manufaturados supera o dos básicos. Isso, contudo, não pode ser interpretado como uma tendência, respondendo mais a fatores pontuais: a queda dos básicos em abril (-2,3% em relação a abril de 2011) e a exportação de uma plataforma de petróleo em fevereiro. Quando se considera o acumulado dos últimos 12 meses, a participação dos manufaturados parou de cair, estabilizando-se no patamar de 36%, mas é improvável que ela volte a subir de forma significativa, exceto na ocorrência de uma redução mais expressiva dos preços internacionais das *commodities*.

Dados da Fundação Centro de Estudos de Comércio Exterior (Funcex) até março mostram que a desaceleração das exportações no ano resulta do pior desempenho de preços, que tiveram alta de apenas 1,7% no primeiro trimestre em relação ao mesmo período de 2011. Na verdade, os preços vêm registrando queda significativa na margem, acumulando perda da ordem de 10% desde o pico histórico alcançado em agosto do ano passado. O *quantum* cresceu 5,5% no trimestre, mantendo-se em uma trajetória de crescimento suave, conforme ilustra o gráfico 4. 2.

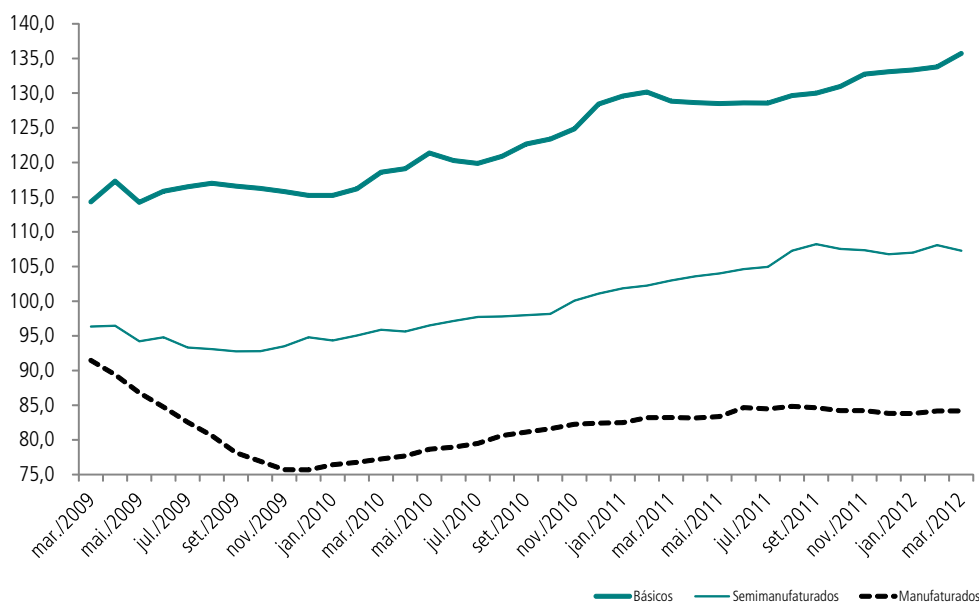
GRÁFICO 4.2
Evolução dos índices de preços e de *quantum* das exportações
(Base 2006 = 100)



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

O comportamento dos preços explica também o diferencial de crescimento de valor exportado entre produtos básicos e manufaturados neste início de ano. Os básicos tiveram queda de preços de 2,1% no período janeiro-março em relação ao mesmo período de 2011, ao passo que os preços dos produtos manufaturados tiveram alta de 5,6%. Em contrapartida, o *quantum* de básicos cresceu 9,9% – em virtude principalmente do aumento das vendas de produtos agrícolas e de petróleo –, ao passo que o de manufaturados teve alta de apenas 1,9%. O gráfico 4.3 ilustra que o *quantum* exportado de bens manufaturados está praticamente estável desde meados do ano passado, quando se considera a média móvel de 12 meses, o mesmo acontecendo com os semimanufaturados. Os básicos, ao contrário, permanecem em trajetória de alta, embora a taxas não muito expressivas.

GRÁFICO 4.3
Taxa de crescimento do *quantum* de exportações segundo classes de produtos
(Média móvel de 12 meses, base 2006 = 100)



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

Independentemente do efeito dos preços, o crescimento das exportações brasileiras permanece muito dependente das *commodities*. A tabela 4.1 lista os 11 produtos que mais colaboraram para a variação das vendas externas do país nos 12 meses terminados em abril, comparativamente aos 12 meses anteriores. Destes, nove têm característica de *commodity*,

embora um deles seja incluído no grupo dos manufaturados (óleos combustíveis). Minério de ferro, soja e petróleo foram responsáveis, sozinhos, por 44,5% da variação das exportações totais. Se a estes forem agregados café, algodão, carne de frango e farelo e resíduos da extração de óleo de soja, chega-se a 55% da variação total.

TABELA 4.1

Contribuição para o crescimento das exportações nos 12 meses encerrados em março de 2012, segundo os principais produtos

(Em US\$ milhões)

Principais produtos	Valor exportado abr./2011 a mar./2012	Contribuição para o crescimento (%)	Varição absoluta ¹
Minérios de ferro e seus concentrados	40.456,5	15,3	6.942,7
Soja mesmo triturada	17.965,7	14,9	6.796,8
Óleos brutos de petróleo	22.945,3	14,3	6.513,8
Café cru em grão	7.817,6	4,1	1.884,7
Semimanufaturados de ferro ou aço	4.920,4	4,1	1.854,0
Óleos combustíveis	4.157,0	3,0	1.376,0
Plataformas de perfuração ou de exploração	1.447,9	3,0	1.346,1
Algodão em bruto	1.855,8	2,4	1.083,2
Carne de frango	7.092,0	2,0	928,0
Farelo e resíduos da extração de óleo de soja	5.722,6	1,8	811,2
Máquinas e aparelhos para terraplanagem, perfuração etc.	2.324,2	1,5	681,3
Subtotal	116.704,8	66,4	30.217,7
Demais produtos	142.692,5	33,6	15.261,3

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

Nota: ¹ Diferença entre o valor exportado no período de abril de 2011 a março de 2012 e o valor exportado nos 12 meses anteriores.

Afora óleos combustíveis e plataformas (que representam uma exportação ficta, pois o produto permanece no país), o primeiro item de manufaturados na lista são máquinas e aparelhos para terraplanagem, com contribuição de apenas 1,5% para o crescimento recente das exportações.

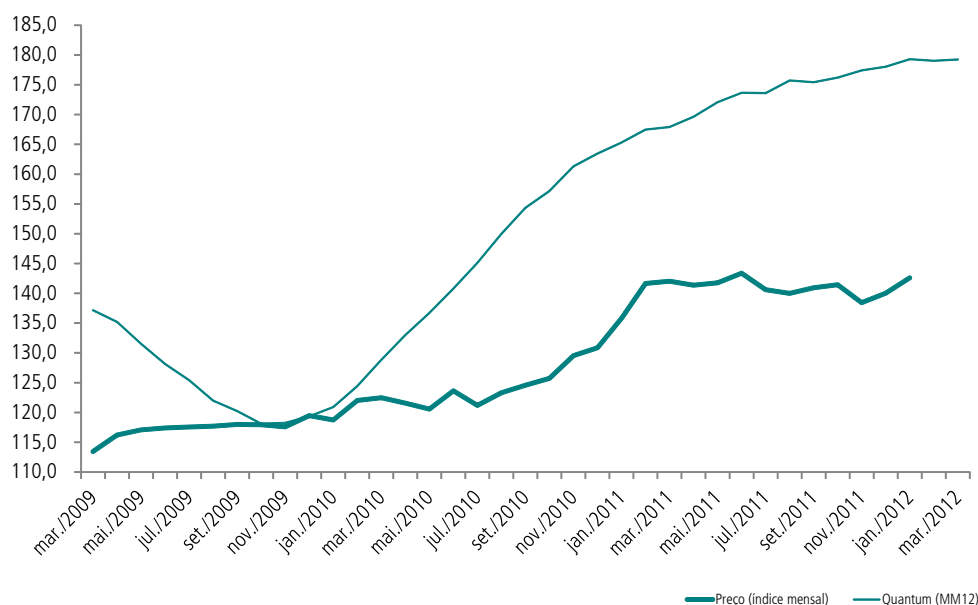
Quanto às importações, a variação no período janeiro-abril em relação ao mesmo período de 2011 foi de 7,4%, com desempenho especialmente fraco no mês de abril (crescimento de apenas 2,0% em comparação a abril de 2011). Este ritmo de crescimento representa uma forte desaceleração em vista do que ocorreu em 2011 (crescimento de 24,5%), pela composição de menor aumento de preços com desaceleração do *quantum*.

Este último teve crescimento de 3,0% no primeiro trimestre do ano, bem abaixo do ritmo de 2011 (8,9%). O gráfico 4.4 ilustra que, na média móvel de 12 meses, o *quantum* parou de crescer nos últimos meses, embora ainda acumule alta de 6,7% em março em relação aos 12 meses anteriores. Os preços tiveram aumento de 6,3% no primeiro trimestre em relação ao mesmo período de 2011, mas isso se deve à base de comparação mais baixa. Com efeito, desde abril do ano passado o índice de preços passou a oscilar em torno do nível de 140, sem tendência definida. O crescimento mais fraco do valor importado em abril (2,0%) deve ter resultado de preços estáveis neste nível e de um ligeiro crescimento do *quantum*.

GRÁFICO 4.4

Evolução dos índices de preços e de *quantum* das importações

(Base 2006 = 100)



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

A distribuição das importações segundo as categorias de uso mostra que o crescimento no primeiro quadrimestre do ano foi mais forte nas compras de combustíveis e lubrificantes (18,0%) e de bens de consumo não duráveis (16,5%). O aumento do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) incidente sobre automóveis importados fez com que as compras de bens duráveis tivessem crescimento de apenas 2,5% no período, mas o principal fator determinante da desaceleração em relação ao ano passado foi o baixo crescimento das compras de matérias-primas e bens intermediários (4,0%), que respondem por quase 45% da pauta total. Este resultado relaciona-se basicamente ao mau desempenho recente da produção industrial doméstica (ver box).

BOX

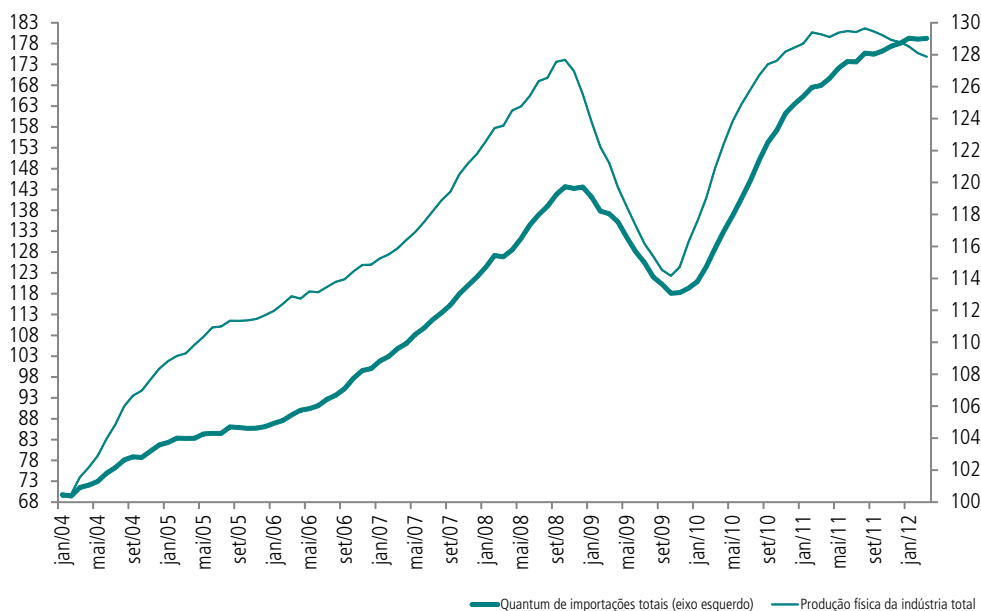
A RELAÇÃO ENTRE IMPORTAÇÕES E PRODUÇÃO INDUSTRIAL

A relação entre as importações e a produção doméstica de bens industriais é comumente considerada como inversa, no sentido de que a maior entrada de importados tende a suprir a demanda doméstica de bens industriais em substituição aos bens produzidos domesticamente. Entretanto, a análise da composição da pauta importadora segundo categorias de uso revela que 44,7% do total referem-se a matérias-primas e bens intermediários, que ingressam como insumos da produção industrial no país. Se a isso forem agregadas as importações de combustíveis e lubrificantes, que em sua maior parte também são insumos industriais, chega-se a mais de 60% da pauta.

Sendo assim, seria de se esperar que houvesse um grau relativamente elevado de complementaridade entre importações e produção industrial doméstica, no sentido de que um aumento da segunda tenderia a gerar também um aumento das primeiras. Isso seria tão mais verdadeiro quanto mais difícil fosse para uma empresa substituir insumos importados por similares nacionais.

O gráfico B.1 mostra que parece haver, de fato, uma importante relação positiva entre produção industrial total e *quantum* de importações totais, de forma que a trajetória de crescimento de ambas é bastante similar, embora com escalas diferentes. A relação seria ainda mais forte se fosse considerado apenas o *quantum* importado de bens intermediários.

GRÁFICO B.1
Produção física da indústria e *quantum* de importações
(Médias móveis de 12 meses)



Fontes: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e Funcex. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Para investigar essa questão em maior detalhe, foi feito um exercício econométrico com o objetivo de identificar a existência de uma relação de longo prazo entre o *quantum* de importações totais – calculado pela Funcex – e a produção física da indústria total – extraída da Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física (PIM-PF) do IBGE –, valendo-se ainda do câmbio real como variável de controle (taxa de câmbio efetiva de 13 moedas, deflacionada pelos preços no atacado, série calculada pela Funcex). Utilizando séries mensais do período que vai de janeiro de 1991 a março de 2012, dessazonalizadas com base na rotina ARIMA X-12, foram realizados testes que identificaram a existência de raiz unitária nas três séries consideradas.

A existência de uma relação estável de longo prazo entre as três variáveis foi testada seguindo a metodologia proposta por Engle-Granger. Nesse sentido, a estimação de uma regressão em nível utilizando como variável explicada o logaritmo do *quantum* de importações (variável Y) e como variáveis explicativas o logaritmo da produção industrial

(continua)

(variável X1) e o logaritmo do câmbio real (variável X2) gerou um resíduo estacionário, confirmando a existência da relação de longo prazo. Essa relação é definida pela seguinte equação (com o valor dos desvios-padrão entre parênteses):

$$Y = -6,8 + 2,68X1 - 0,26X2$$

$$(1,11) \quad (0,15) \quad (-0,10)$$

Em síntese, o modelo confirma a existência de uma relação positiva entre produção e importações, embora não tenha sido possível determinar o sentido da causalidade. A cada 1% de variação da produção industrial corresponde uma variação, na mesma direção, de 2,7% do *quantum* de importações. O câmbio real também tem efeito significativo, mas inverso, conforme o esperado. A cada 1% de variação do câmbio corresponde uma variação inversa de 0,3% do *quantum* importado.

Exercício semelhante foi realizado substituindo-se o *quantum* de importações totais pelo *quantum* de importação de bens intermediários, série que também possui uma raiz unitária. Neste caso, o câmbio real não se mostrou significativo. Foi identificada a existência de uma relação de longo prazo entre as variáveis determinada pela seguinte equação:

$$Y = -611,76 + 3,47X1$$

$$(0,34) \quad (0,07)$$

Isso significa que a cada variação de 1% na produção física da indústria corresponde uma variação, na mesma direção, de 3,5% do *quantum* de importações de bens intermediários.

Em termos de *quantum* importado, os dados referentes ao primeiro trimestre mostram crescimento mais expressivo das aquisições de bens de consumo não duráveis (18,1%) e de combustíveis e lubrificantes (8,7%), refletindo, neste último caso, as maiores compras de gasolina e outros derivados de petróleo. O *quantum* de bens intermediários cresceu somente 0,4%, enquanto os bens de consumo duráveis tiveram queda de 5,2%.

A tabela 4. 2 mostra que, a exemplo das exportações, o crescimento das importações nos últimos 12 meses também foi bastante concentrado em termos de produtos. O item isoladamente mais importante é o de adubos, fertilizantes e corretivos de solo, com contribuição de 10,0%. Mas os itens petróleo, óleos combustíveis, gasolina e outros produtos do refino de petróleo responderam juntos por quase 30% do crescimento total, refletindo dois fatores: a alta dos preços internacionais e o crescimento da demanda doméstica, que vem superando a expansão da oferta, especialmente na área de refino. Os automóveis ainda responderam por 7,0% do crescimento, mas esta participação certamente cairá em 2012. Outros itens que sempre tiveram peso expressivo na pauta, como máquinas e equipamentos industriais e componentes eletrônicos, também vêm reduzindo sua contribuição.

TABELA 4.2

Contribuição para o crescimento das importações nos 12 meses encerrados em março de 2012, segundo principais produtos

(Em US\$ milhões)

Principais produtos	Valor exportado abr./2011 a mar./2012	Contribuição para o crescimento (%)	Varição absoluta ¹
Adubos, fertilizantes e corretivos do solo	9.349,0	10,0	3.852,6
Óleos brutos de petróleo	13.941,6	8,2	3.151,3
Óleos combustíveis, inclusive diesel	8.410,8	7,9	3.032,3
Automóveis de passageiros	12.034,7	7,0	2.705,0
Gasolina automotiva	2.602,5	6,6	2.530,5
Outros produtos do refino de petróleo	13.130,6	6,3	2.415,1
Partes e peças para veículos	15.776,9	5,6	2.145,8
Máquinas e equipamentos de uso industrial	10.221,0	3,7	1.441,8
Resinas, elastômeros e fibras artificiais e sintéticas	8.879,3	3,6	1.403,1
Componentes eletrônicos	10.445,5	2,9	1.100,2
Elementos e compostos químicos não-petroquímicos ou carboquímicos	8.794,4	2,5	980,5
Subtotal	113.586,2	64,1	24.758,1
Demais produtos	116.399,8	35,9	13.838,5

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

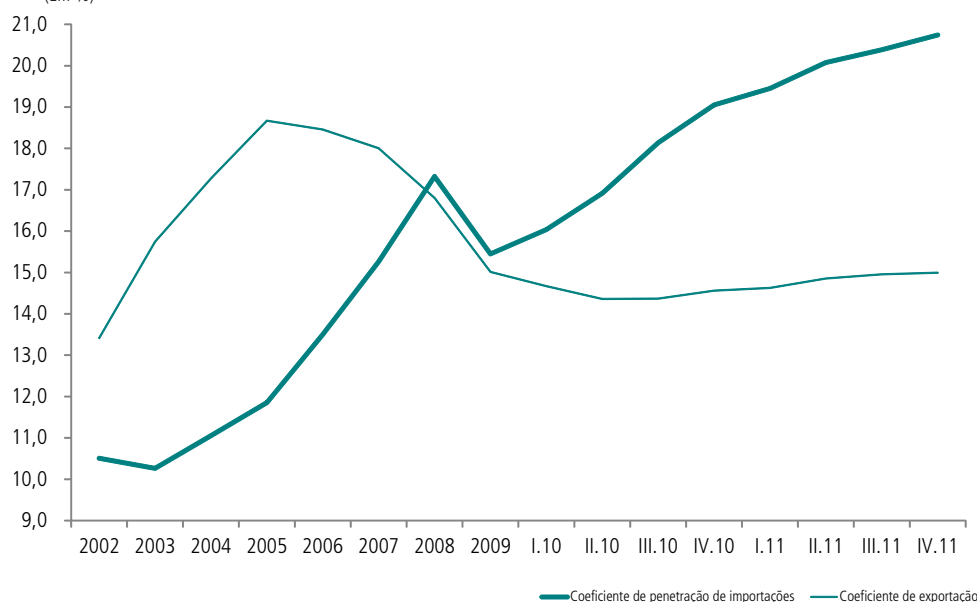
Nota: ¹ Diferença entre o valor exportado no período de abril de 2011 a março de 2012 e o valor exportado nos 12 meses anteriores.

A participação dos bens importados no consumo doméstico de bens da indústria de transformação permanece em trajetória de crescimento, de forma que o coeficiente de penetração de importações alcançou o recorde histórico de 20,7% no final de 2011 (gráfico 4.5). Isso significa uma alta de 5,2 pontos percentuais (p.p.) em apenas dois anos. Em contraste, o coeficiente de exportação ficou em 15,0% em 2011, valor semelhante ao de dois anos atrás, e 3,7 p.p. abaixo do recorde histórico registrado em 2005.

GRÁFICO 4.5

Coeficiente de exportação e coeficiente de penetração de importações da indústria de transformação – preços constantes de 2007

(Em %)



Fonte: Confederação Nacional da Indústria (CNI). Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

A despeito da desaceleração recente do *quantum* de importação, o coeficiente de penetração de importações deve continuar crescendo ao longo de 2012, pois se espera que as importações continuem crescendo mais rapidamente do que a produção doméstica da indústria de transformação. O coeficiente de exportação deve continuar ao redor de 15,0%, pois é improvável que o *quantum* exportado cresça mais rapidamente do que a indústria.

É importante destacar, por fim, o perfil do saldo comercial brasileiro em termos dos principais parceiros comerciais. A tabela 4.3 mostra que, nos 12 meses encerrados em abril, a maior parte do saldo positivo deveu-se a superávits robustos com China (US\$ 11,3 bilhões), Mercosul (US\$ 8,3 bilhões) e Oriente Médio (US\$ 6 bilhões), além de Venezuela, União Europeia (UE) e Santa Lúcia (para onde se destina grande parte das vendas de petróleo do país). Em contrapartida, o país registra elevados déficits com Estados Unidos (US\$ 6,7 bilhões), Coreia do Sul (US\$ 5,4 bilhões), África (US\$ 3,1 bilhões, basicamente pelas compras de petróleo) e México (US\$ 1,6 bilhão, em virtude do comércio de automóveis). O item provisão de navios e aeronaves refere-se basicamente à venda de combustíveis para abastecimento.

TABELA 4.3

Saldo comercial brasileiro segundo países e regiões selecionados – acumulado de abril de 2011 a março de 2012

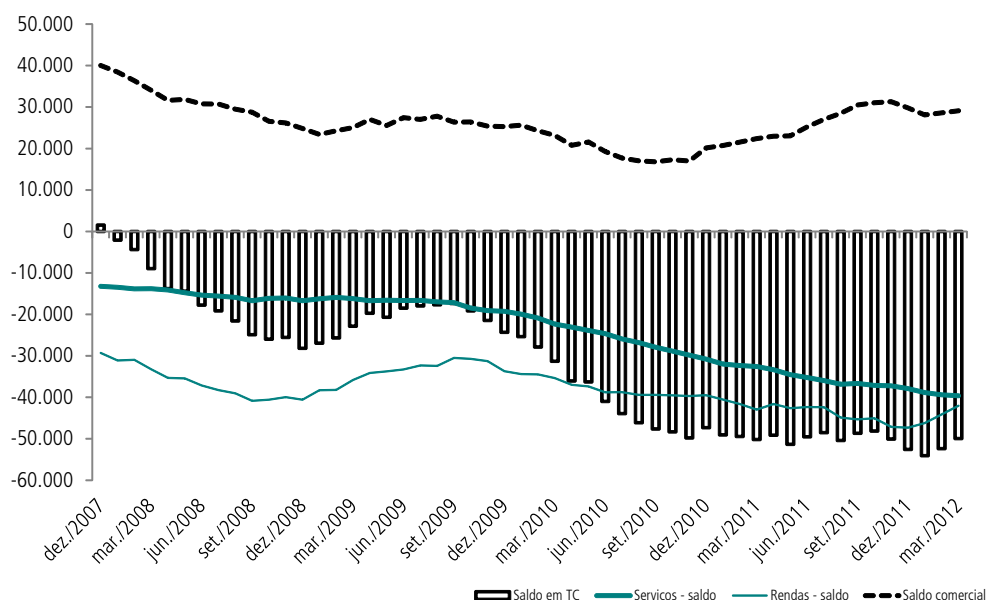
Países/regiões	Saldo (US\$ milhões)	Participação (%)
Mercosul	8.279,3	28,5
Argentina	5.707,1	19,6
Ásia (exclusive Oriente Médio)	7.097,5	24,4
China	11.284,4	38,8
Japão	1.180,4	4,1
Coreia do Sul	-5.370,4	-18,5
Oriente Médio	6.002,9	20,6
Aladi (exclusive Mercosul)	4.803,9	16,5
Venezuela	3.524,7	12,1
Chile	903,6	3,1
México	-1.631,0	-5,6
UE	4.697,9	16,1
Santa Lúcia	2.733,4	9,4
África	-3.055,8	-10,5
Estados Unidos	-6.651,8	-22,9
Provisão de navios e aeronaves	5.087,4	17,5
Demais países e regiões	97,7	0,3
Total	29.092,4	100,0

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

TRANSAÇÕES CORRENTES

O déficit em transações correntes do primeiro trimestre de 2012 foi de US\$ 12,1 bilhões, com queda de 18,0% em relação ao mesmo período do ano passado. Isso se deveu à redução de 47,7% do déficit do balanço de rendas, mais do que compensando a queda do superávit comercial e o maior saldo negativo da balança de serviços. Com isso, o déficit em transações correntes acumulado em 12 meses reduziu-se para US\$ 49,9 bilhões, o equivalente a 1,98% do PIB. O gráfico 4.6 ilustra que este déficit vem se mantendo a mais de um ano na casa de US\$ 50 bilhões.

GRÁFICO 4.6
Saldo em transações correntes (TC) e seus componentes
(Em US\$ milhões)



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

A queda do déficit no balanço de rendas no primeiro trimestre – que, aliás, foi o mais baixo para períodos comparáveis desde 2005 – deveu-se principalmente à forte redução das remessas líquidas de lucros e dividendos, cujo valor no período foi inferior à metade do observado no primeiro trimestre de 2011 (tabela 4.4). Houve queda também, embora menos acentuada, nos pagamentos de juros (-13,6%) e de salários (-11,4%). O déficit de juros mantém-se estável há dois anos, com valores da ordem de US\$ 9 bilhões a US\$ 10 bilhões anuais.

TABELA 4.4
Balança de serviços e de rendas – saldos
(Em US\$ milhões)

	2008	2009	2010	2011	Janeiro-março		Variação(%) 2012/2011
					2011	2012	
Serviços e rendas	(57.252)	(52.930)	(70.373)	(85.211)	(18.815)	(15.237)	(19,0)
Serviços	(16.690)	19.245)	(30.807)	(37.892)	(7.715)	(9.432)	22,3
Aluguel de equipamentos	(7.808)	(9.393)	(13.752)	(16.669)	(3.619)	(4.308)	19,1
Viagens internacionais	(5.177)	(5.594)	(10.503)	(14.459)	(3.004)	(3.461)	15,2
Transportes	(4.994)	(3.926)	(6.406)	(8.335)	(1.462)	(1.897)	29,8
Computação e informações	(2.598)	(2.586)	(3.296)	(3.800)	(973)	(1.055)	8,4
Royalties e licenças	(2.232)	(2.078)	(2.453)	(2.710)	(656)	(816)	24,4
Demais serviços	6.120	4.331	5.602	8.081	1.999	2.106	5,4
Rendas	(40.562)	(33.684)	(39.567)	(47.319)	(11.100)	(5.805)	(47,7)
Lucros e dividendos	(33.875)	(25.218)	(30.375)	38.166)	(8.398)	(3.474)	(58,6)
Juros	(7.232)	(9.069)	(9.690)	(9.719)	(2.833)	(2.448)	(13,6)
Salários	545	603	498	567	132	117	(11,4)

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

A balança de serviços, ao contrário, continua registrando déficits crescentes, tendo alcançado US\$ 9,4 bilhões no primeiro trimestre de 2012 (alta de 22,3%) e US\$ 39,6 bilhões nos últimos 12 meses. O crescimento do déficit em 2012 foi mais elevado nas contas de transportes e de *royalties* e licenças. Em termos absolutos, contudo, a maior parte do déficit relaciona-se a aluguel de equipamentos (45,6% do saldo total) e viagens internacionais (36,6%).

FLUXOS DE CAPITAL

Os fluxos de capitais estrangeiros continuam financiando com sobras o déficit em transações correntes do país, destacadamente os investimentos estrangeiros diretos (IEDs). No primeiro trimestre deste ano o saldo da conta capital e financeira do balanço de pagamentos foi de US\$ 23,9 bilhões, quase o dobro do tamanho do déficit em transações correntes, o que permitiu um aumento de cerca de US\$ 13 bilhões nas reservas internacionais do país, que chegaram a US\$ 365,2 bilhões no final de março.

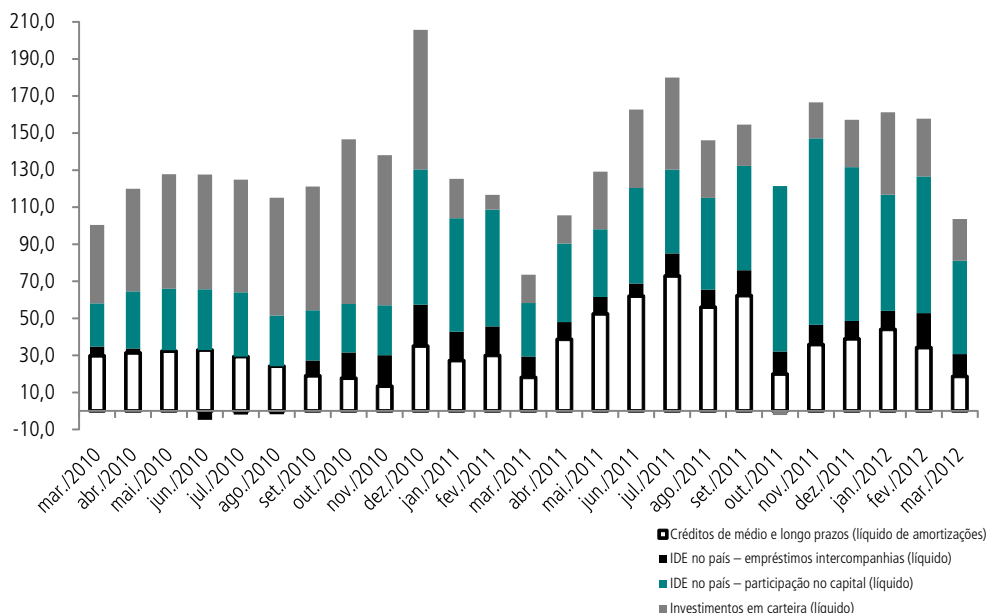
Cerca de metade do saldo no período resultou dos IEDs na modalidade de participação no capital, cujo fluxo líquido (descontados os investimentos retornados aos países de origem) foi de US\$ 12,1 bilhões. O IED líquido na forma de empréstimos intercompanhias somou US\$ 2,9 bilhões e o crédito externo na forma de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos alcançou US\$ 12 bilhões, compensados parcialmente por amortizações da ordem de US\$ 7,5 bilhões. O investimento estrangeiro líquido em carteira somou US\$ 5,4 bilhões, e a maior parte destes recursos ingressou no mês de janeiro para aplicações na bolsa de valores (US\$ 4,3 bilhões).

O gráfico 4.7 ilustra a mudança da composição dos fluxos de capital ocorrida nos últimos dois anos. Em 2010, os investimentos em carteira chegaram a representar mais da metade do saldo da conta capital e financeira. Do início de 2011 para cá sua participação caiu bastante, o que pode ser atribuído às medidas de controle de capital estabelecidas desde então e, mais recentemente, à redução do diferencial entre a taxa de juros interna e a externa. Nos últimos tempos, metade ou mais do saldo de capitais externos refere-se aos IEDs na modalidade de participação no capital, sendo também significativa a participação dos créditos externos de curto e longo prazos (líquidos de amortizações).

GRÁFICO 4.7

Composição do saldo da conta capital e financeira segundo principais rubricas

(Média móvel trimestral, em % do total)



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

Obs: Os valores no gráfico não somam necessariamente 100%, pois não são considerados alguns fluxos que podem ser significativos em determinados momentos, como os investimentos brasileiros no exterior.

ECONOMIA MUNDIAL

O desempenho da economia mundial em 2011 foi marcado por dois momentos distintos. No primeiro semestre, os números indicavam a manutenção da trajetória de recuperação da atividade econômica em relação à crise de 2008/2009, com crescimento expressivo do Produto Interno Bruto (PIB) e redução do desemprego. O quadro se alterou no segundo semestre, com deterioração das expectativas na Europa, desaceleração nos países em desenvolvimento e dúvidas crescentes quanto à capacidade de sustentação do crescimento nos Estados Unidos. Os primeiros números de 2012 têm reforçado o quadro de menor otimismo.

Segundo projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI), o crescimento econômico mundial voltará a sofrer desaceleração em 2012, com a taxa de 3,5% ficando abaixo da registrada em 2011 (3,9%) e 2010 (5,3%) e também abaixo do ritmo médio verificado nos anos prévios à crise financeira internacional – da ordem de 5,0% ao ano (a.a.). A desaceleração ocorrerá tanto nos países desenvolvidos quanto nos países em desenvolvimento, como mostra a tabela 4.5. Nos primeiros, o pior desempenho resultará da recessão prevista para a Zona do Euro (-0,3%), projetando-se variações mais robustas nos Estados Unidos e no Japão – neste último, principalmente em virtude da base de comparação baixa, devido à queda da atividade econômica em 2011 resultante do tsunami e do acidente na usina nuclear de Fukushima.

Nos países em desenvolvimento, espera-se uma desaceleração do crescimento na América Latina, na Ásia (por conta do menor crescimento chinês) e, principalmente, naqueles da Europa Central e Oriental, que sofrerão mais frontalmente o impacto da recessão na Zona do Euro.

TABELA 4.5
Mundo e regiões: crescimento do PIB
 (Em %)

Regiões	2009	2010	2011	2012	2013
Mundo	-0,6	5,3	3,9	3,5	4,1
Países desenvolvidos	-3,6	3,2	1,6	1,4	2,0
Estados Unidos	-3,5	3,0	1,7	2,1	2,4
Zona do Euro	-4,3	1,9	1,4	-0,3	0,9
Reino Unido	-4,4	2,1	0,7	0,8	2,0
Japão	-5,5	4,4	-0,7	2,0	1,7
Países emergentes e em desenvolvimento	2,8	7,5	6,2	5,7	6,0
Ásia	7,1	9,7	7,8	7,3	7,9
América Latina e Caribe	-1,6	6,2	4,5	3,7	4,1
Europa Central e Oriental	-3,6	4,5	5,3	1,9	2,9
Comunidade de Estados Independentes (CEI)	-6,4	4,8	4,9	4,2	4,1
Oriente Médio e Norte da África	2,7	4,9	3,5	4,2	3,7
África Subsaariana	2,8	5,3	5,1	5,4	5,3

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

Com relação aos fluxos de comércio internacional, os últimos números divulgados pela Organização Mundial do Comércio (OMC) mostram que o *quantum* do comércio mundial de mercadorias cresceu 5,0% em 2011. Medido em dólares correntes, o comércio mundial cresceu 19,0%, alcançando a marca de US\$ 18,2 trilhões, valor que foi impulsionado pela alta dos preços das *commodities* transacionadas. Os países em desenvolvimento atingiram novo patamar recorde de participação nas exportações mundiais, de 47,0%.

A OMC projeta um crescimento do comércio mundial de apenas 3,7% em 2012 e destaca que há diversos fatores de risco que podem reduzir ainda mais este número, a exemplo de um eventual aprofundamento da crise na Europa, ou de uma desaceleração mais forte da economia chinesa, ou ainda do aumento dos preços do petróleo e dos problemas geopolíticos.

O número preliminar do PIB dos Estados Unidos no primeiro trimestre deste ano indicou um crescimento anualizado de 2,2%, o que representou uma desaceleração em relação ao dado do quarto trimestre de 2011, quando houve crescimento de 3,0%. O desempenho foi prejudicado principalmente pela queda de 3,0% dos gastos do governo e pela desaceleração da formação de capital fixo não residencial, que teve redução de 2,1%. As principais contribuições positivas para a expansão no trimestre vieram do consumo das famílias, que cresceu 2,9%, e da acumulação de estoques, cuja alta alcançou cerca de 70%.

Com efeito, os primeiros meses deste ano têm apresentado sinais contraditórios com respeito à atividade, colocando dúvidas sobre a sustentação de um crescimento mais expressivo do PIB neste e no próximo ano. Além do crescimento dos estoques e da desaceleração do investimento em capital fixo, indicando um estado negativo de expectativas por parte do empresariado, o desempenho do mercado de trabalho também vem deixando a desejar. Embora a taxa de desemprego no primeiro quadrimestre do ano tenha ficado pouco acima de 8,0%, a mais baixa em três anos, boa parte desta queda pode ser atribuída à redução relativa da população economicamente ativa – a taxa de participação em relação à população em idade ativa reduziu-se para 63,6%, a mais baixa em dez anos.

Além disso, o número total de pessoas empregadas no país ainda registra uma queda de quase 5 milhões em relação ao pico alcançado no final de 2007, quando a taxa de desemprego era inferior a 5,0%. Os números mais recentes mostram uma desaceleração na criação de empregos não agrícolas em março e abril deste ano (154 mil e 115 mil), ficando abaixo da média dos três meses anteriores (252 mil) e abaixo do piso de 200 mil, considerado necessário para evitar uma deterioração do mercado. A fragilidade do mercado de trabalho tende a limitar o crescimento do consumo das famílias, movimento reforçado pela contração dos gastos públicos, o que coloca um viés de baixa nas expectativas para o crescimento do PIB norte-americano neste ano e, possivelmente, também em 2013.

Na Europa, persiste um cenário de alta incerteza, e os números mais recentes indicam um cenário de recessão e deterioração do mercado de trabalho. A maioria dos países da região registrou queda do PIB no quarto trimestre de 2011, em termos dessazonalizados (inclusive a Alemanha), e alguns deles já estão em recessão técnica, com queda do PIB por dois trimestres consecutivos: Reino Unido, Itália, Portugal, Espanha, Holanda, Dinamarca, Irlanda e, provavelmente,

também a Grécia. O PIB total da Zona do Euro teve queda de 0,3% no quarto trimestre de 2011 e a expectativa é de que haja nova queda no primeiro trimestre de 2012, configurando uma recessão no bloco. A taxa de desemprego permanece em alta, tendo alcançado 10,9% na Zona do Euro em março deste ano, com níveis excepcionalmente elevados nos países periféricos (24,1% na Espanha; 21,7% na Grécia; 15,3% em Portugal; e 14,5% na Irlanda).

A ausência de sinais positivos do lado da atividade econômica e do emprego tem gerado grande insatisfação popular, refletida na eleição de candidatos de oposição em diversos países da região desde o ano passado. O caso mais recente é o da França, em que a chegada ao poder do candidato socialista François Hollande aumentou as dúvidas quanto à sustentação da estratégia regional, patrocinada principalmente por França e Alemanha, que se baseia em medidas de austeridade fiscal destinadas a garantir a solvência dos países e recuperar a credibilidade do bloco. A despeito das medidas já adotadas, a relação dívida pública/PIB continua crescendo em quase todos os países da região, e os *spreads* dos bônus soberanos de alguns países da Zona do Euro (inclusive a Itália) voltaram a subir recentemente. O debate parece pender cada vez mais para a adoção de estratégias de retomada do crescimento econômico, mas ainda não há clareza quanto ao teor e à efetividade das possíveis ações nesse sentido.

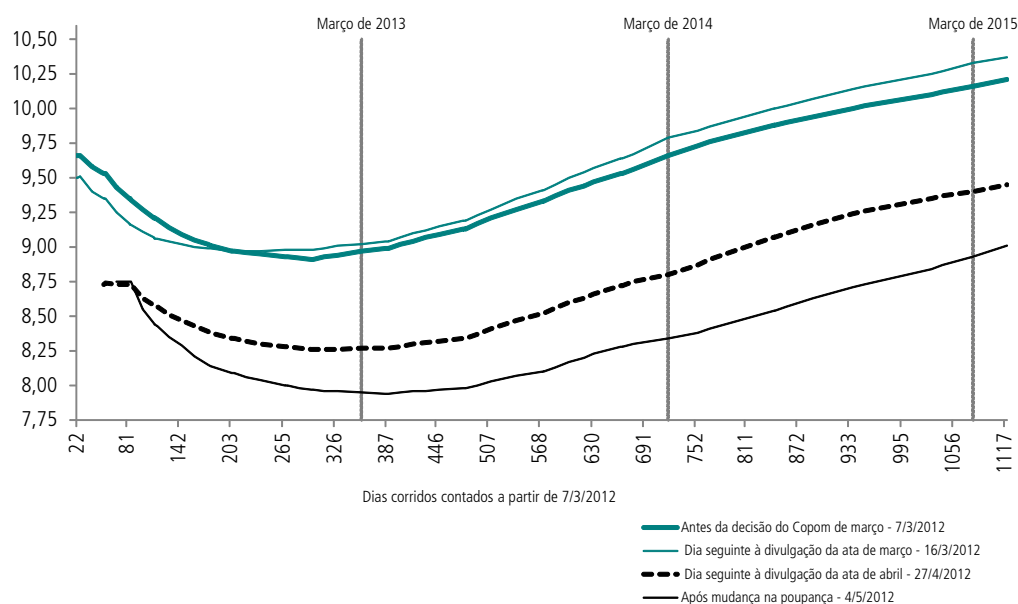
Outro elemento-chave da conjuntura econômica mundial atual é a intensidade da desaceleração econômica da China e seus potenciais impactos sobre o resto do mundo. A deterioração do mercado imobiliário, o fraco desempenho das exportações e a ausência de novas medidas oficiais de estímulo ainda geram apreensão, não apenas sobre o crescimento deste ano, mas também sobre a trajetória dos próximos anos. Até o momento, os números sinalizam um pouso suave, mas há grande expectativa quanto a novos movimentos de política econômica no sentido principalmente de estimular o consumo doméstico, tendo em vista os limites para o país continuar crescendo com base em investimentos e as perspectivas negativas para a demanda externa, especialmente a proveniente dos países desenvolvidos.

5 CRÉDITO E MERCADO FINANCEIRO

POLÍTICA MONETÁRIA E JUROS FUTUROS

Desde a mudança inesperada de política monetária decidida na reunião de 30 e 31 de agosto de 2011, quando o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa básica de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) para 12% ao ano (a.a.) (enquanto o mercado financeiro esperava pela manutenção da taxa em 12,5% a.a.), a estrutura a termo da taxa de juros vem sendo significativamente alterada. Na reunião de março deste ano, o Copom mais uma vez surpreendeu e ampliou o corte da SELIC, que vinha sendo de 0,50 ponto percentual (p.p.) por reunião, para 0,75 p.p. Como mostra o gráfico 5.1, no dia seguinte à divulgação da ata do Copom de março, o mercado ajustou as taxas de curto prazo em menos 0,25 p.p., mas elevou as taxas longas aumentando a inclinação da curva de juros.

GRÁFICO 5.1
Estrutura a termo da taxa de juros – Swap DI X Pre
(Em % a.a., taxa efetiva para 252 dias úteis)



Fonte: BM&FBovespa. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

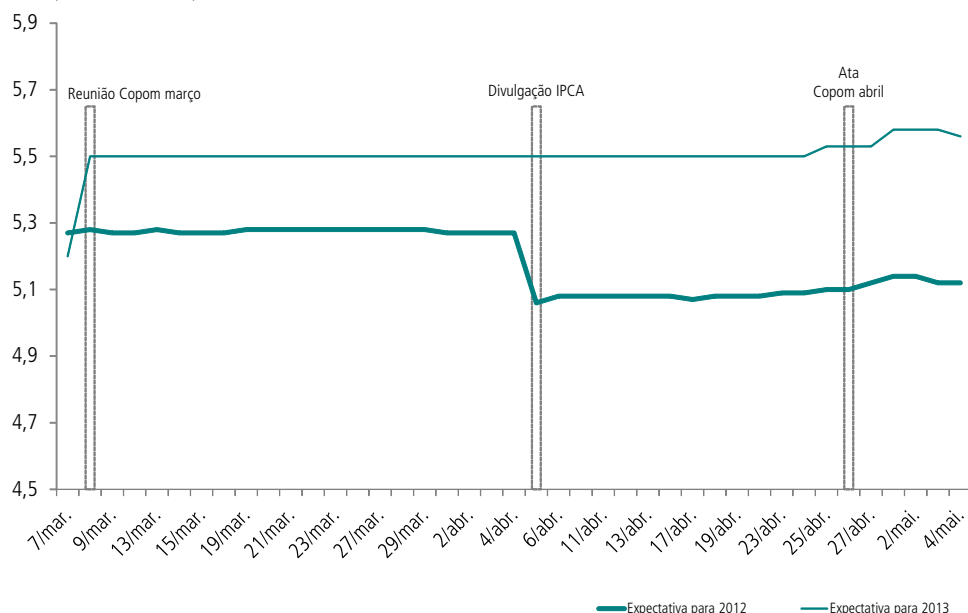
Depois dessa reação inicial à maior flexibilização da política monetária, foram divulgados o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e os indicadores de produção industrial abaixo do esperado, o que ajudou a deslocar a curva de juros toda para baixo. Os agentes econômicos passaram a acreditar que a função de reação do Banco Central do Brasil (BCB) estava se alterando. Ou seja, que o BCB está mais sensível ao impacto da política monetária sobre o nível de atividade e que está disposto a utilizar mecanismos alternativos de controle da oferta de crédito, chamados de medidas macroprudenciais para controlar a inflação, quando necessário.

Restava ainda a dúvida sobre o piso para a queda da SELIC, em torno de 8,50% a.a., imposto pelo rendimento da caderneta de poupança. Caso não houvesse alterações na forma de cálculo do rendimento da poupança, o Copom não poderia reduzir os juros além desse piso porque haveria uma migração em massa de recursos aplicados em fundos de investimento para a poupança – gerando até mesmo problemas para o financiamento da dívida pública. Esse problema foi resolvido com uma Medida Provisória (MP), divulgada em 3 de maio de 2012, que altera a regra de cálculo do rendimento da poupança. A reação foi imediata, o mercado de juros futuros já começa a projetar taxas inferiores a 8% a.a. para o início do ano que vem.

Fica evidente, portanto, que as mudanças de política monetária conseguiram deslocar significativamente a curva de juros futuros para baixo – mesmo considerando as taxas para prazos mais longos. As expectativas de inflação, por outro lado, não tiveram alterações tão expressivas como mostra o gráfico 5.2. As expectativas para o IPCA de 2012 foram reduzidas após a divulgação, no início de abril, da taxa de inflação de março. Em sentido contrário, as expectativas para o IPCA de 2013, quando os efeitos do afrouxamento da política deverão ser mais evidentes, aumentaram (de 5,2% para 5,5%) após a decisão de acelerar o ritmo de redução da SELIC em março deste ano. Ou seja, as expectativas para 2012

aproximaram-se do centro da meta, em função de surpresas positivas quanto à inflação, mas afastaram-se do centro da meta nas projeções feitas para 2013, em função das mudanças na política monetária.

GRÁFICO 5.2
Expectativas de inflação – IPCA
(Mediana em % a.a.)



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

EVOLUÇÃO GERAL DO MERCADO DE CRÉDITO

Mesmo com os estímulos da política monetária, o mercado de crédito ainda não está dando sinais claros de recuperação. O crédito continua a crescer, mas a taxas mais moderadas. O saldo das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) passou de 49,0% do Produto Interno Bruto (PIB) em dezembro de 2011, para 49,3% do PIB em março de 2012, como pode ser visto na tabela 5.1, sendo que o único segmento que apresentou crescimento mais significativo foi o crédito direcionado para o setor habitacional.

TABELA 5.1
Saldo das operações de crédito do SFN
(Em % do PIB)

Período	Recursos livres			BNDES ¹	Rural	Recursos direcionados		Total	Total geral
	Pessoa física	Pessoa jurídica	Total			Habituação	Outros		
Janeiro/2011	14,8	14,6	29,3	9,5	2,3	3,5	0,4	15,6	45,0
...
Dezembro /2011	15,7	15,8	31,5	10,1	2,5	4,5	0,4	17,5	49,0
Janeiro/2012	15,8	15,5	31,3	10,0	2,5	4,6	0,4	17,5	48,8
Fevereiro/2012	15,9	15,4	31,3	10,0	2,5	4,7	0,4	17,6	48,9
Março/2012	15,8	15,8	31,6	10,0	2,5	4,8	0,4	17,7	49,3

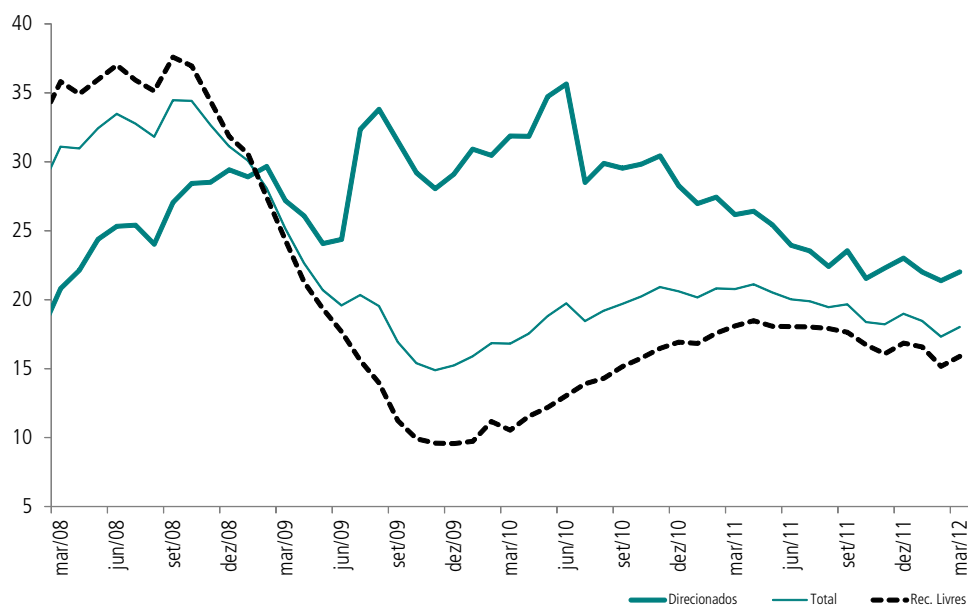
Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Nota: ¹Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

O crédito direcionado apresentou um comportamento oposto ao observado no crédito com recursos livres no período da crise de 2008/2009 (ver gráfico 5.3). Enquanto o primeiro reagiu puxado, sobretudo, pela aceleração do crescimento do crédito do BNDES para tentar estimular a retomada dos investimentos, o crescimento do crédito com recursos livres desacelerou-se fortemente no período da crise. Entretanto, no período pós crise, o crédito direcionado sofreu uma desaceleração maior que a do crédito com recursos livres, embora ainda a taxas superiores em relação ao último. Na conjuntura mais recente, o crédito com recursos livres vem se desacelerando desde o início de 2011, e ainda não reagiu às mudanças de política monetária iniciadas no segundo semestre. O crédito direcionado, por sua vez, continua crescendo mais rapi-

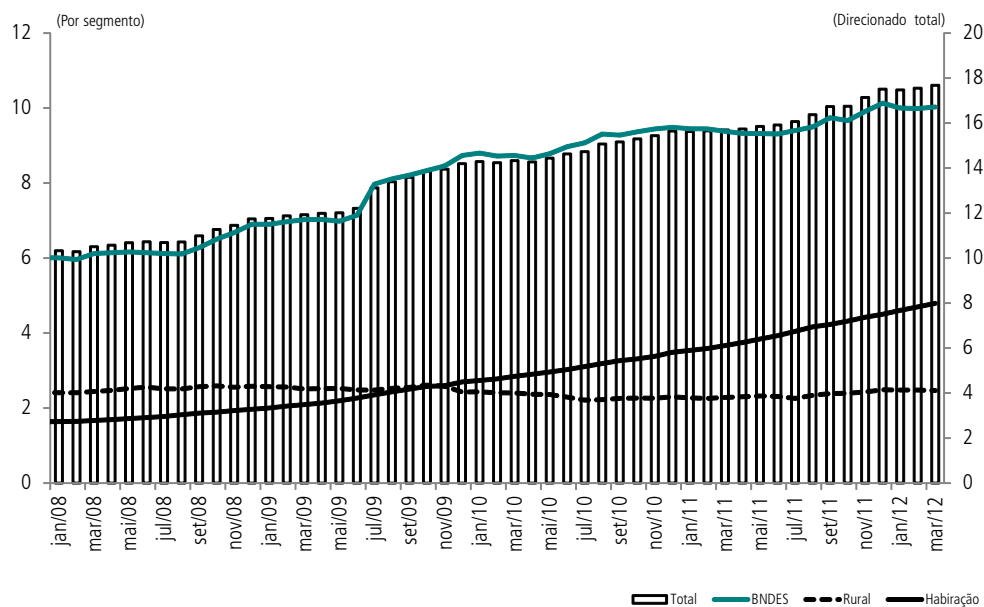
damente do que o com recursos livres, em função da continuidade da expansão quase linear do crédito habitacional, cujas taxas interanuais de crescimento mantiveram-se superiores a 40% desde fevereiro de 2009 (ver gráfico 5.4). O gráfico 5.5 mostra que a variação acumulada em 12 meses da média diária de concessões desacelerou-se muito em 2011 e continua a reduzir o crescimento, embora em ritmo menor, em 2012.

GRÁFICO 5.3
Taxa de crescimento do saldo de crédito do sistema financeiro
(Mês/mesmo mês do ano anterior, em %)



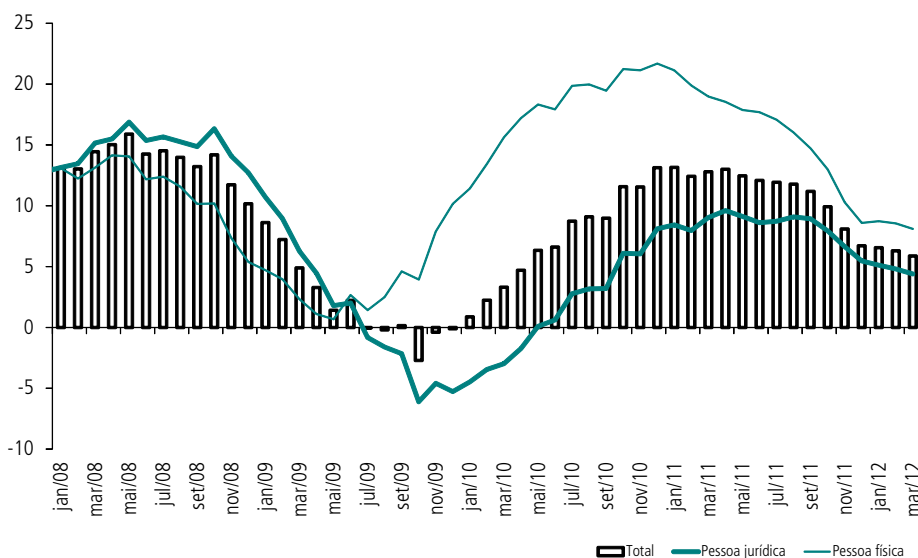
Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 5.4
Saldo das operações de crédito direcionado
(Em % do PIB)



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

GRÁFICO 5.5
Novas concessões de crédito referencial para a taxa de juros
 (Média diária – variação % acumulada em 12 meses)



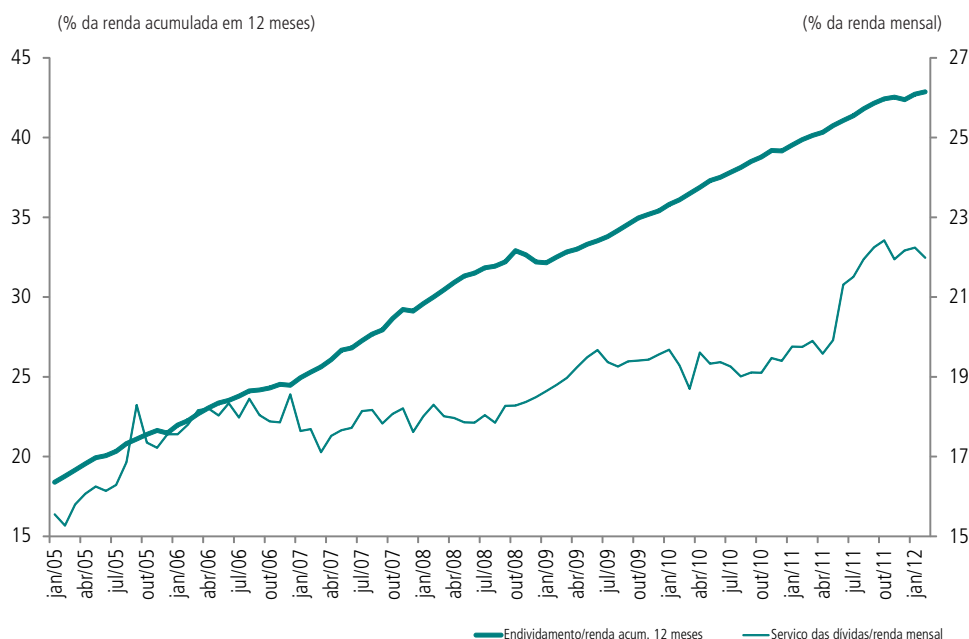
Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Embora haja defasagens temporais entre as mudanças de política monetária e a reação do mercado de crédito, é possível identificar alguns fatores que podem estar sendo importantes para retardar a recuperação da atividade. Nas próximas subseções serão mostrados esses fatores. São eles: o elevado grau de comprometimento da renda com pagamentos do serviço da dívida; a redução abaixo do esperado das taxas médias de juros cobradas pelos bancos (elevação do *spread* bancário); e o aumento da inadimplência.

COMPROMETIMENTO DA RENDA COM PAGAMENTOS DO SERVIÇO DA DÍVIDA

A razão entre endividamento das famílias com o SFN e a renda acumulada nos últimos 12 meses apresenta uma clara tendência de crescimento desde o início da série do BCB, passando de 18,4% em janeiro de 2005 para 42,9%, em fevereiro deste ano. O gráfico 5.6 apresenta esses dados de endividamento e o percentual de comprometimento de renda mensal das famílias com o serviço das dívidas com o SFN (com ajuste sazonal). Este último indicador também apresenta movimento de alta no período, porém, a elevação mais pronunciada deu-se em 2011, com tendência a estabilizar-se nos primeiros meses de 2012.

GRÁFICO 5.6
Endividamento das famílias e comprometimento da renda das famílias com o serviço das dívidas (com ajuste sazonal)
 (Em %)



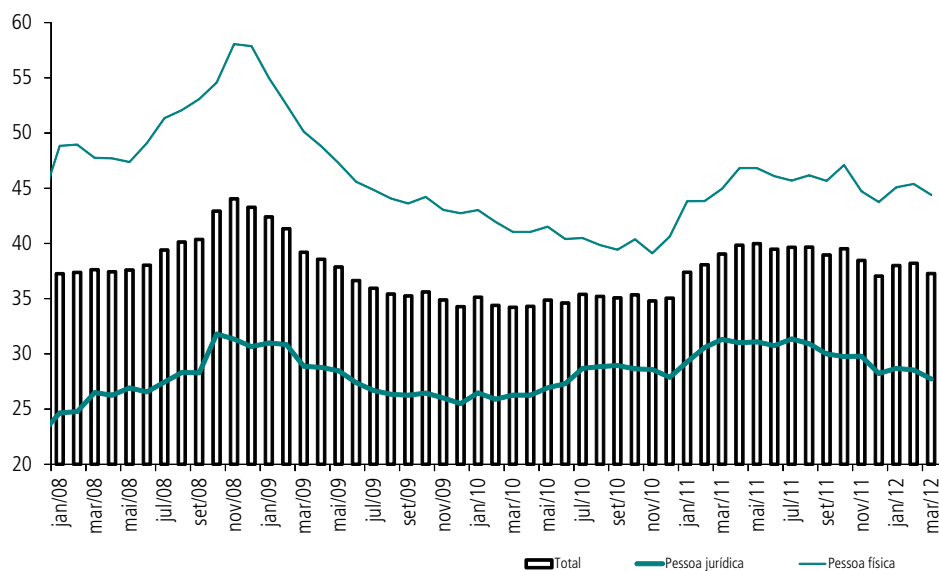
Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

O maior comprometimento da renda com juros e amortizações tem efeitos diretos sobre a capacidade de obtenção de novos créditos, uma vez que os bancos passam a restringir novas concessões para pessoas que já estão com um percentual de comprometimento muito elevado. Outros efeitos diretos são a alta da inadimplência e a redução da renda disponível para consumo.

TAXAS DE JUROS

Apesar da queda da SELIC iniciada em agosto do ano passado, as taxas médias de juros (gráfico 5.7), especialmente para pessoa física, permanecem praticamente estáveis. No entanto, isso não quer dizer que os bancos não tenham reduzido as taxas de juros, pois esses dados são calculados pelo BCB por meio de médias ponderadas de acordo com o peso de cada categoria de crédito em cada instante de tempo. Dessa forma, quando há, por exemplo, um aumento da participação do crédito de cheque especial, mesmo que todas as taxas fiquem constantes, a taxa média aumenta.

GRÁFICO 5.7
Taxa média de juros (operações de crédito referenciais para taxa de juros)
(Em % a.a.)

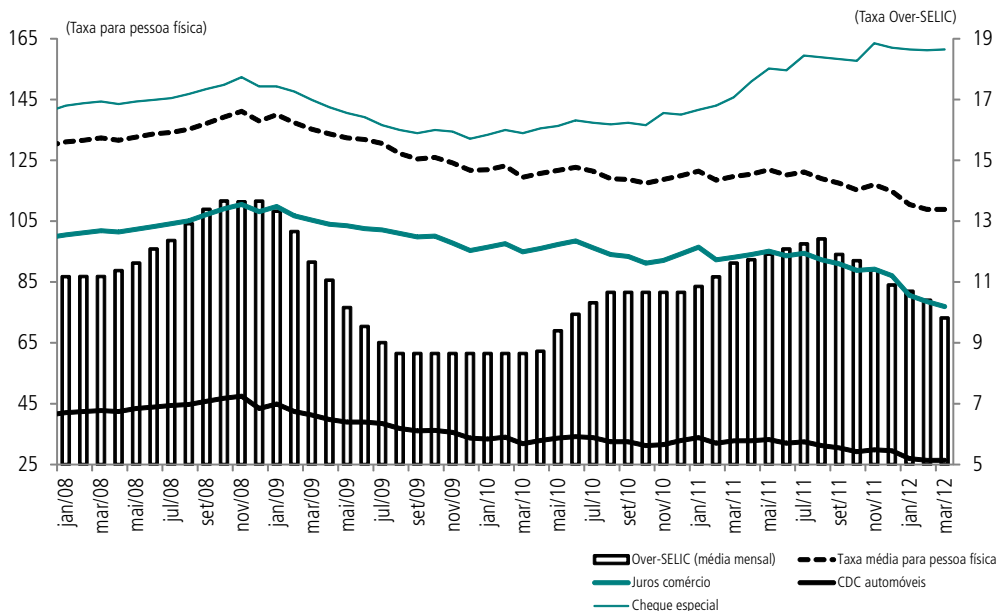


Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Para investigar se os bancos reduziram suas taxas, uma alternativa é analisar as taxas médias aritméticas calculadas pela Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC).¹ Outras informações adicionais que se obtém ao se utilizar os dados dessa fonte são as taxas de juros do cartão de crédito e do comércio. Por meio das comparações entre a taxa SELIC e as taxas cobradas de pessoas físicas e jurídicas feitas, respectivamente, nos gráficos 5.8 e 5.9, é possível ver que as taxas para pessoas físicas e jurídicas estão acompanhando em certa medida a redução da taxa básica de juros iniciada em meados de 2011. As exceções são as taxas para cheque especial e as taxas para cartão de crédito. Estas últimas não foram nem colocadas no gráfico para não atrapalhar a visualização dos demais componentes (dado que a taxa de 238,3% a.a. é muito mais alta do que as demais) e porque praticamente não há variação no período selecionado para o gráfico.

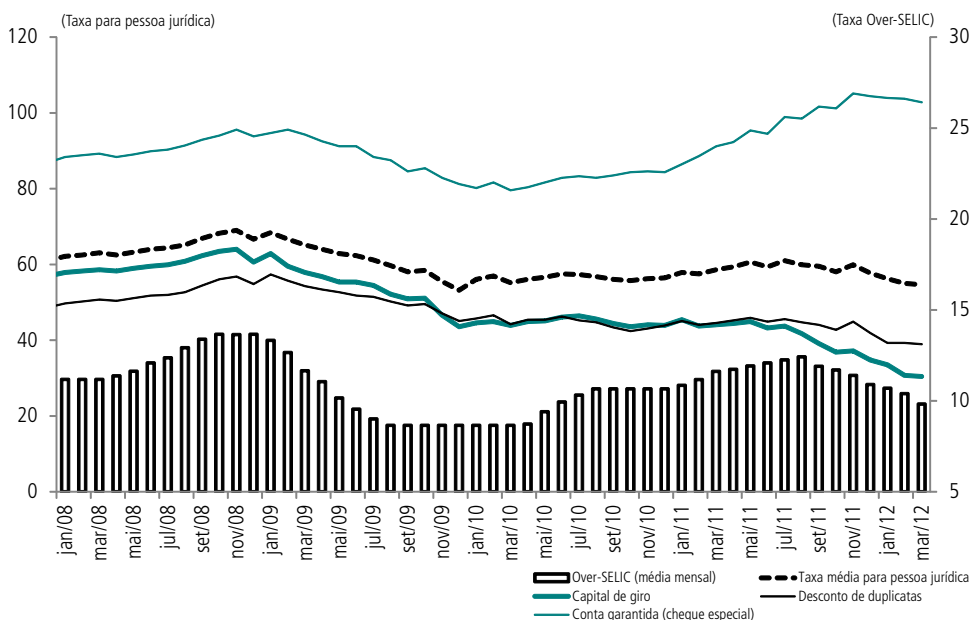
1. Enquanto o BCB leva em consideração as taxas prefixadas, flutuantes e pós-fixadas, a ANEFAC considera apenas as taxas de juros prefixadas (a maioria das operações). Outra diferença é que a ANEFAC pesquisa as taxas de juros praticadas pelas 30 maiores instituições financeiras do país (mais de 90% do volume total de crédito) e o BCB utiliza dados de todo o SFN.

GRÁFICO 5.8
Taxa média de juros para pessoa física versus taxa SELIC
(Em % a.a.)



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

GRÁFICO 5.9
Taxa média de juros para pessoa jurídica versus taxa SELIC
(Em % a.a.)



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

SPREAD E INADIMPLÊNCIA

O gráfico 5.10 indica que o *spread* bancário apresenta comportamento similar ao da taxa de inadimplência. Porém, sugere também que o aumento dos *spreads* em 2008 antecederam o aumento da inadimplência deste período. Desta forma, não há como afirmar que o discreto aumento da inadimplência que ocorreu em 2011 seja a causa dos resultados dos balanços financeiros do primeiro trimestre de 2012 de grandes bancos brasileiros. Uma análise mais detalhada indica que o principal segmento responsável pelo aumento da inadimplência foi o de crédito para aquisição de veículos.

O fato positivo é que a inadimplência já apresentou uma pequena redução em março e tende a mostrar uma melhora mais consistente nos próximos períodos em função da manutenção do crescimento do rendimento real dos trabalhadores e das baixas taxas de desemprego. Entretanto, a inadimplência no crédito para aquisição de veículos ainda não deu sinais de arrefecimento e está impactando significativamente as novas concessões e as vendas do setor, como será detalhado a seguir.

GRÁFICO 5.10

Spread médio mensal versus inadimplência acima de 90 dias em relação ao total

(Spread médio mensal, em % a.a.)

(Inadimplência acima de 90 dias, em %)

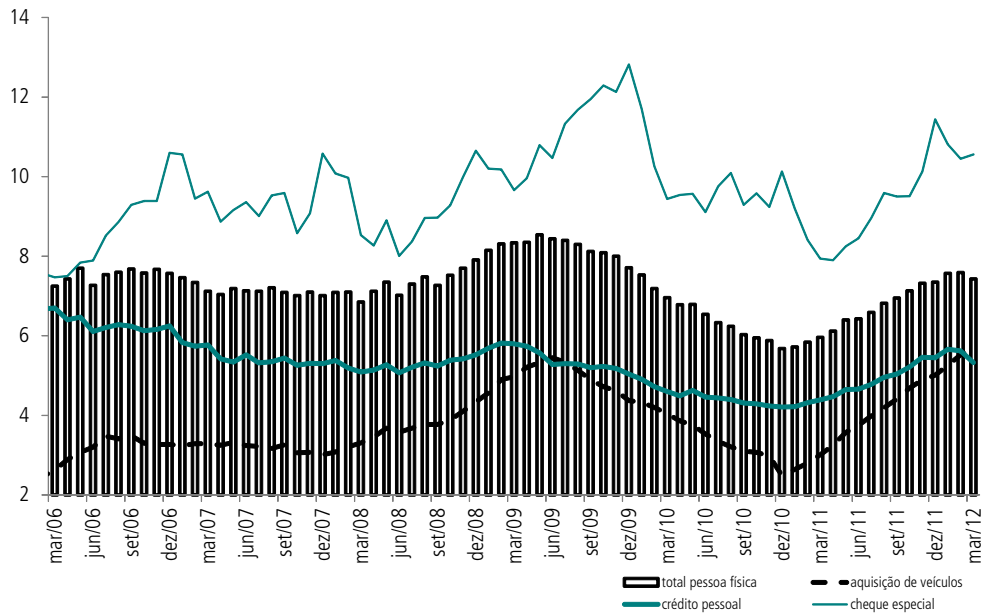


Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 5.11

Inadimplência acima de 90 dias em relação ao total da modalidade – crédito com recursos livres para pessoa física

(Em %)



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

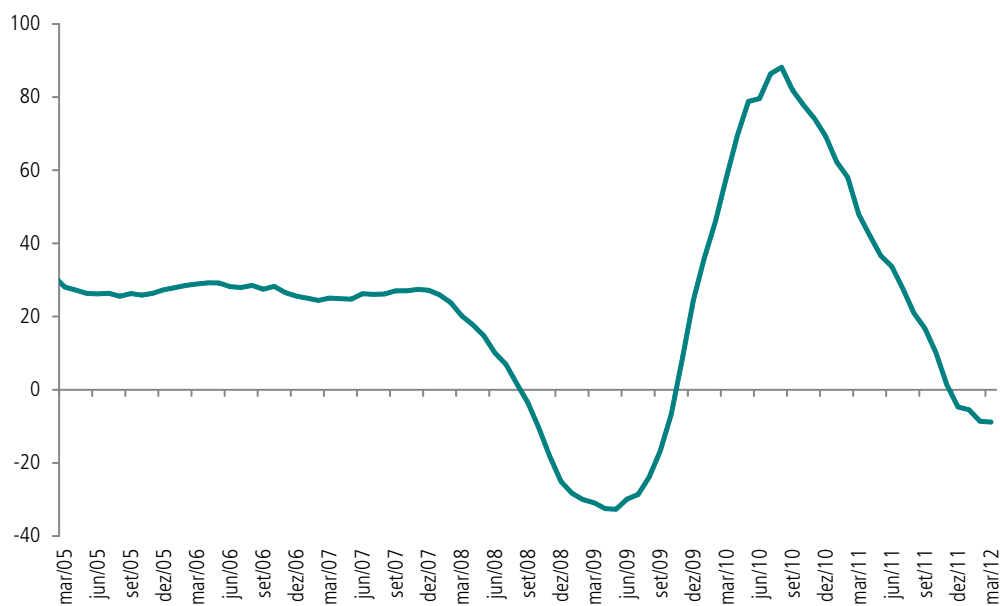
TÓPICO ESPECIAL: CRÉDITO PARA AQUISIÇÃO DE VEÍCULOS

O setor automotivo depende muito da oferta de crédito para estimular as vendas. Como destacado anteriormente, a inadimplência do crédito para o consumidor de veículos aumentou ininterruptamente desde o início de 2011. Como não houve piora no mercado de trabalho e os juros cobrados para esse segmento de crédito estão em níveis baixos na comparação histórica, há uma indicação de que o mau planejamento financeiro dos consumidores foi a principal causa da alta na inadimplência. Nos últimos anos, consumidores que não tinham experiência com crédito e não conheciam os custos inerentes à manutenção de um veículo passaram a financiar percentuais elevados do valor do carro dividindo o pagamento em períodos muito dilatados, como 60 meses. Os bancos e as montadoras, por sua vez, incentivaram fortemente esse tipo de financiamento e, ao que parece, não fizeram avaliações muito criteriosas do perfil dos devedores.

Os resultados dessa dinâmica são bem ilustrados pelos gráficos 5.12 e 5.13. O primeiro gráfico mostra que a média diária de concessões vinha crescendo a taxas próximas de 30% a.a. de 2005 a 2007, passou por uma mudança brusca de trajetória com a crise de 2008-2009, depois retomou o crescimento de forma muito expressiva (com taxas de crescimento que chegaram a acumular mais de 86% em 12 meses) e, desde meados de 2010, vem desacelerando e chegou a taxas negativas em 2012. Essa contração das novas concessões teve, como era de se esperar, impactos negativos nas vendas de automóveis e comerciais leves. O gráfico 5.13 mostra que as taxas interanuais de crescimento das vendas vêm apresentando valores negativos e que as taxas acumuladas em 12 meses estão próximas de zero nos últimos meses.

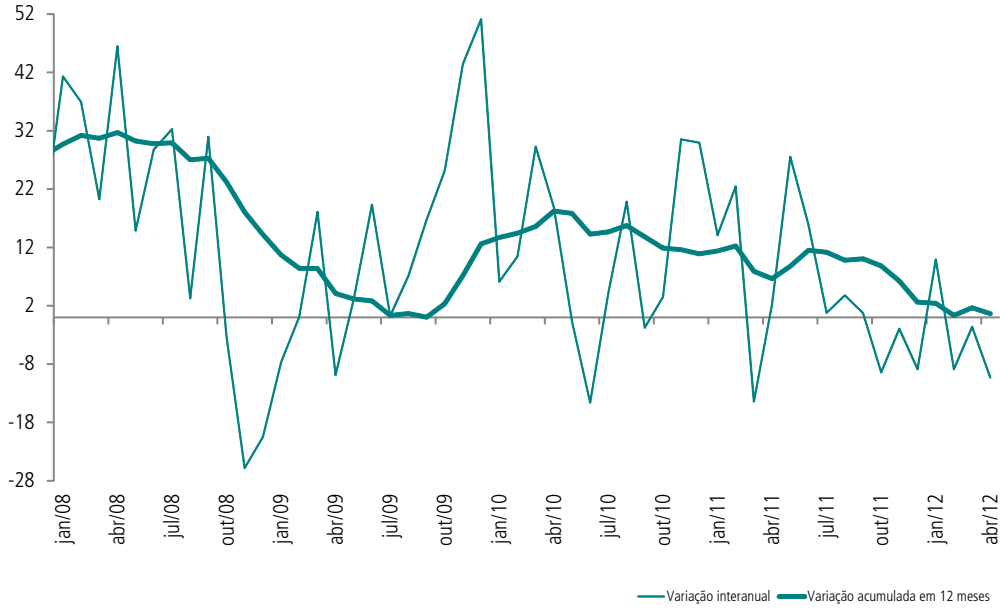
A pergunta que fica é se esse desempenho do crédito e das vendas ocorre em função da retração da demanda dos consumidores e/ou em função da redução da oferta de crédito (maior conservadorismo dos bancos). O indicador de atividade do comércio para o subsetor de veículos (gráfico 5.14), que é construído a partir das consultas mensais realizadas pelos estabelecimentos comerciais à base de dados da Centralizadora dos Serviços S.A. (Serasa Experian), pode dar um bom indicativo de demanda por crédito. Os dados sugerem que, ao contrário do que ocorre com as concessões de crédito e com as vendas, a demanda dos consumidores já reagiu aos estímulos dados pela política monetária. Os bancos, por sua vez, parecem estar mais cautelosos, restringindo a oferta de crédito.

GRÁFICO 5.12
Crédito para aquisição de veículos – média diária das concessões
(Variação acumulada em 12 meses, em %)



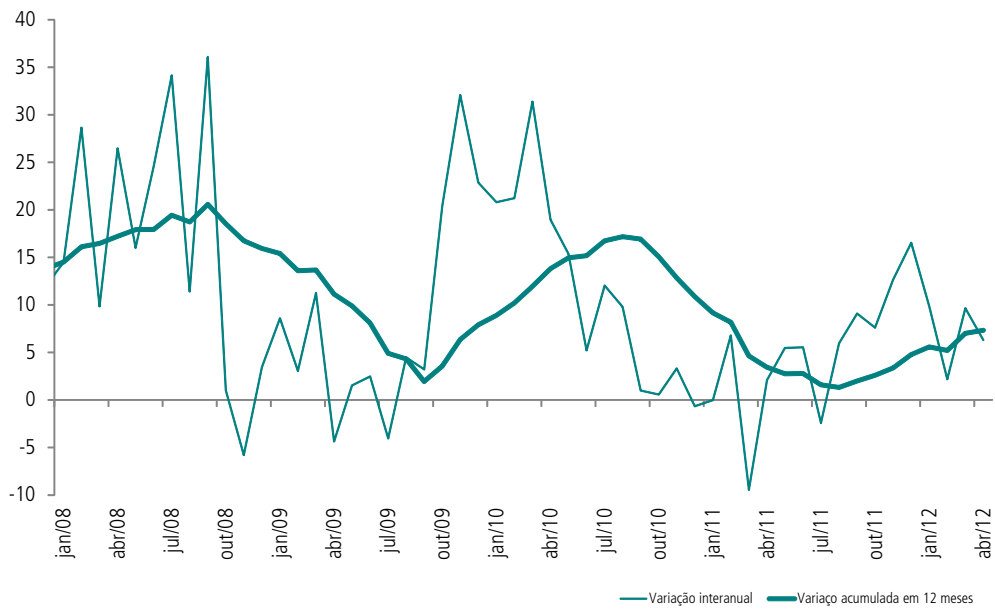
Fonte: BCB. Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 5.13
Vendas de automóveis e comerciais leves
 (Taxa de variação, em %)



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

GRÁFICO 5.14
Índice de atividade do comércio (consultas de crédito) – veículos, motos e peças
 (Taxa de variação, em %)



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

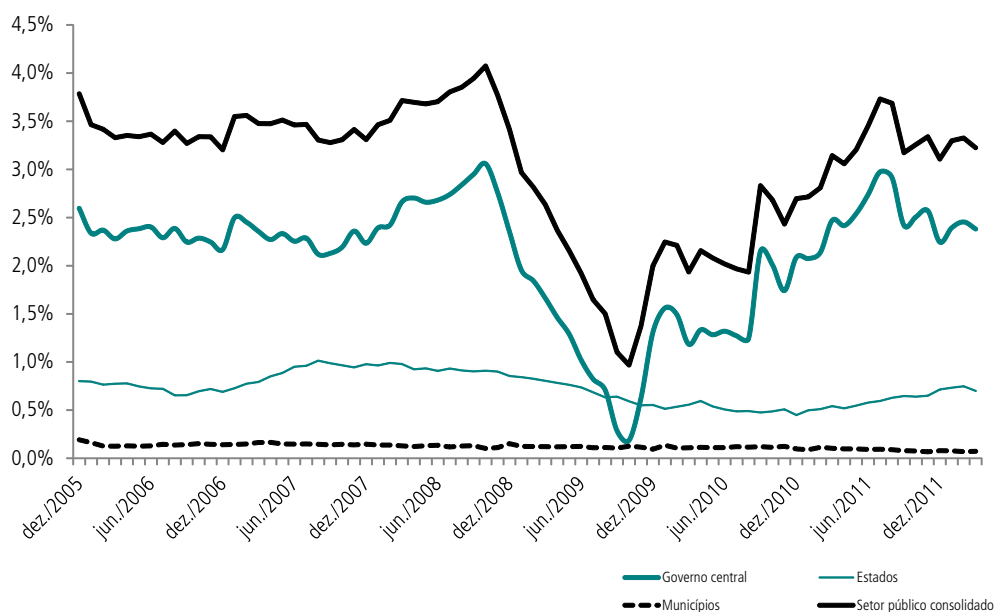
6 FINANÇAS PÚBLICAS

SUPERÁVIT PRIMÁRIO

A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), aprovada em agosto passado, fixou a meta de R\$ 139,8 bilhões para o superávit primário do setor público consolidado em 2012, o que equivale a 3,1% do Produto Interno Bruto (PIB) projetado para o ano. A LDO especifica também que a meta deve se distribuir da seguinte forma: 2,15% do PIB para o governo central e 0,95% para estados e municípios.¹ No intuito de assegurar o compromisso fiscal, a lei explicita, ainda, que “caso a estimativa de superávit primário de R\$ 42,8 bilhões (0,95% do PIB) prevista no âmbito estadual e municipal não se verifique, será compensada pelo governo federal, de forma a atingir a meta global de R\$ 139,8 bilhões” (LDO 2012, Anexo III.1). A LDO 2012 prevê, por fim, a possibilidade de dedução de investimentos do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) em até R\$ 40,6 bilhões, o que representa 0,9% do PIB projetado. Assim, caso o governo faça uso pleno deste dispositivo, a meta de superávit primário permitida pela legislação seria de 2,2% do PIB.

O gráfico 6.1 mostra que o superávit primário do setor público consolidado alcançou ao final do primeiro trimestre 3,22% do PIB (em valores acumulados em 12 meses). O superávit de R\$ 46,2 bilhões acumulado nos três primeiros meses do ano representa 33% da meta anual. Estados e municípios contribuíram com R\$ 13,2 bilhões, o que representa aproximadamente 31% de sua meta. Como se percebe no gráfico, o superávit dos municípios é pouco significativo em proporção do PIB, apresentando um nível próximo a 0,1% do PIB ao longo de todo o período analisado (2005 – 1º trim./2012). Já os estados aumentaram sua contribuição no período recente, após a significativa redução no período que seguiu a crise internacional de 2008/2009. Com efeito, nos três primeiros meses do ano o superávit dos estados oscilou em torno de 0,7% do PIB em valores acumulados em 12 meses.

GRÁFICO 6.1
Superávit primário das administrações públicas (APUs)
(Valores acumulados em 12 meses, em % do PIB)



Fontes: Coordenação de Finanças Públicas (CFP) do Ipea, com dados do Banco Central do Brasil (BCB).

Ressalte-se que, no caso da União federal, o superávit primário de 2011 e dos três primeiros meses do ano foi alcançado sem maiores necessidades de receitas não recorrentes, como atestam os dados das três últimas linhas da tabela 6.1.² Este último fato e o crescimento recente do superávit primário dos estados permitem a conclusão de que o ano de 2011 marca um significativo aperto da política fiscal em relação aos dois anos anteriores – aperto este, aliás, mantido no início de 2012. Com efeito, o governo já anunciou que pretende cumprir a meta “cheia” (isto é, sem a dedução do PAC) neste ano, tendo em vista seu objetivo declarado de “abrir espaço” para a redução da taxa básica de juros.

1. Após a exclusão das empresas dos grupos Petrobras (2009) e Eletrobras (2010), as metas de superávit primário do setor público foram reduzidas de 3,8% para 3,1% e a contribuição das empresas estatais tornou-se virtualmente nula.

2. Para o conceito de medidas não recorrentes, ver Schettini, B. *et al.* Resultado estrutural e impulso fiscal: uma aplicação para as administrações públicas no Brasil – 1997-2010. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 41, n. 2, Rio de Janeiro, Ipea, 2011.

TABELA 6.1

Evolução das receitas e despesas primárias (e alguns subgrupos selecionados) do governo central

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012T1	Taxa de crescimento real em relação a 2011 T1 (%)
Receitas primárias	488.375	543.505	618.873	716.658	739.304	919.773	990.406	263.304	7,6
Receitas primárias sem não recorrentes	487.548	542.521	616.809	710.578	718.539	848.407	983.968	262.998	6,9
Despesa primária	435.702	494.757	561.223	645.220	699.868	841.000	896.839	229.550	5,5
Despesa primária sem não recorrentes	435.719	494.647	560.757	632.362	704.116	798.096	896.839	229.565	5,5
Transferências intergovernamentais obrigatórias	83.937	92.780	105.605	133.076	127.684	140.678	172.483	46.099	4,0
Pessoal e encargos sociais	92.231	105.496	116.372	130.829	151.653	166.486	179.276	44.429	-2,3
Subsídios e subvenções	10.351	9.471	9.555	7.366	9.437	8.062	10.517	4.391	61,1
Demais	249.201	286.900	329.225	361.092	415.342	482.869	534.562	134.646	7,7
Superávit primário (acima da linha)	2,5%	2,1%	2,2%	2,4%	1,2%	2,1%	2,3%	3,3%	-
Medidas não recorrentes	0,0%	0,0%	0,1%	-0,2%	0,8%	0,8%	0,2%	0,0%	-
Superávit primário sem medidas não recorrentes	2,4%	2,0%	2,1%	2,6%	0,4%	1,3%	2,1%	3,3%	-

Fontes: CFP/Ipea, com dados do Serviço de Administração Financeira (Siafi) e do BCB.

CARGA TRIBUTÁRIA

O endurecimento recente da política fiscal foi facilitado por forte crescimento da arrecadação tributária. Segundo as estimativas da CFP/Ipea, a carga tributária bruta alcançou novo recorde histórico no final de 2011 de 34,9% do PIB, após serem superados os efeitos da desaceleração econômica com o contágio da crise internacional no Brasil em 2008 e do desmonte do pacote anticíclico de desonerações tributárias. A arrecadação tributária no ano de 2011 foi de R\$ 1.447,3 bilhão, o que representa um crescimento nominal de 14,9% em relação à arrecadação de R\$ 1.259,5 bilhão de 2010. As informações anuais da carga tributária bruta estão apresentadas na tabela 6.2 e as séries mensais nos gráficos 6.2 e 6.3. As séries do governo federal são definitivas e estão atualizadas até o primeiro trimestre de 2012. Já as estimativas dos governos regionais em 2011 são preliminares e calculadas a partir das informações dos relatórios resumidos de execução orçamentária dos 26 estados, Distrito Federal e de aproximadamente 1.200 municípios com informações de boa qualidade disponíveis.

O acréscimo da arrecadação tributária no ano de 2011 foi influenciado por eventos extraordinários como é o caso do Refis da crise (estimado em aproximadamente R\$ 5 bilhões) e dos tributos sobre o lucro pagos por uma grande empresa mineradora decorrente de ação judicial (cerca de R\$ 5,8 bilhões). Ressalte-se, entretanto, que os principais fatores relacionados ao aumento da arrecadação tributária estão vinculados aos tributos que incidem sobre os rendimentos do trabalho. Segundo os números da tabela 6.3, o agregado destes tributos – que inclui o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) sobre os rendimentos do trabalho, Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF), impostos sobre a folha de pagamentos, contribuições ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e ao Sistema S e contribuições previdenciárias – passou de R\$ 421,8 bilhões em 2010 para R\$ 489,2 bilhões em 2011, que corresponde a uma taxa de crescimento nominal de 16%.

Ressalte-se, ainda, que a expansão dos tributos sobre o trabalho está muito mais ligada ao crescimento da sua base tributável – e secundariamente às melhorias no aparelho de arrecadação e fiscalização – do que à criação ou majoração de bases de incidência e/ou alíquotas. Com efeito, o padrão de crescimento econômico do período recente se caracterizou por expansões mais aceleradas da massa salarial e do grau de formalização do mercado de trabalho, o que, por sua vez, implica crescimento mais que proporcional da base passível de tributação.

A notável expansão da arrecadação dos tributos sobre a renda do trabalho também explica o crescente peso do governo federal na carga tributária global, uma vez que a arrecadação de tais tributos é de competência quase exclusiva da União. A carga tributária federal, após a exclusão dos tributos que incidem sobre a renda do trabalho, alcançou um patamar próximo de 13% do PIB no primeiro trimestre de 2012, que é bastante semelhante ao do final de 2002 (gráfico 6.3). Por outro lado, os tributos sobre a renda de trabalho cresceram gradualmente em todo o período, inclusive ao longo do primeiro trimestre de 2012 e, sob a hipótese de manutenção das atuais condições favoráveis do mercado de trabalho, devem continuar impulsionando a trajetória ascendente da carga tributária bruta.

Note-se, por fim, que a arrecadação tributária dos governos estaduais também se mostrou relativamente estabilizada em um patamar próximo a 9% do PIB na maior parte do período analisado, com os principais tributos de competência estadual – principalmente o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) – crescendo a taxas semelhantes ao PIB. Por sua vez, a arrecadação tributária dos municípios apresentou ligeira tendência de expansão ocasionada principalmente pela arrecadação do Imposto sobre Serviços (ISS) – aumentando de 1,7% em 2002 para 2,1% em 2011. No

mesmo período a arrecadação do ISS saiu de 0,6% do PIB para 0,9% do PIB – expansão esta atribuída não somente à ampliação da base tributável, mas também às mudanças na legislação em 2004 que ampliaram suas bases de incidência.³

TABELA 6.2

Arrecadação tributária por esfera de governo

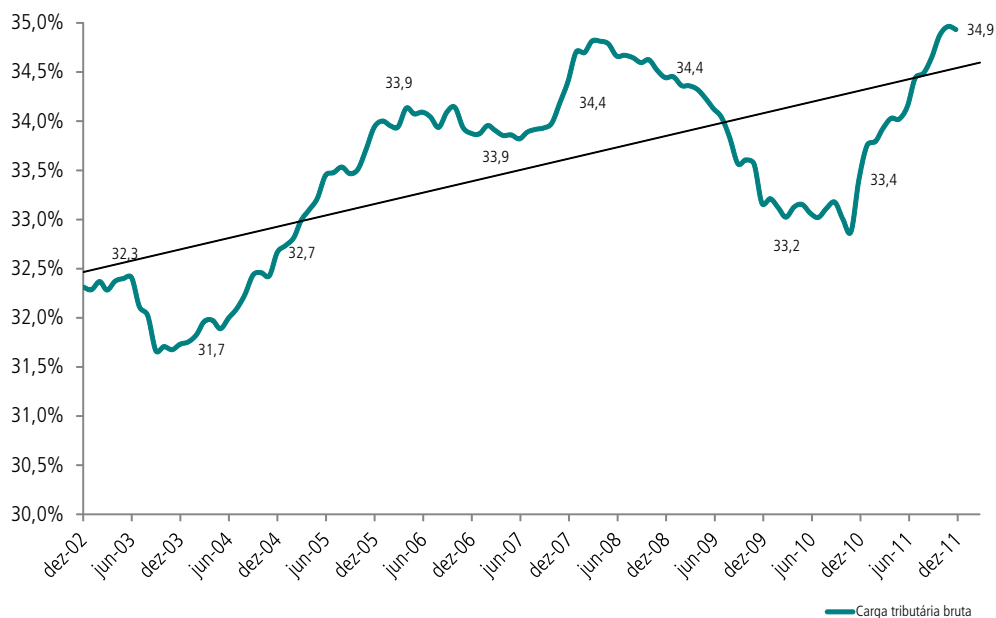
(Valores nominais, em R\$ bilhões)

Esfera de governo/Tributo	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2011T1	2012T1
Governo estadual	129,8	148,6	173,5	194,5	215,9	238,7	278,8	289,0	338,1	373,5	-	-
ICMS	104,2	118,4	138,0	154,1	170,0	186,7	221,2	227,5	268,0	296,6	-	-
IPVA	7,0	7,7	8,8	10,4	12,3	14,6	17,0	20,1	21,4	24,1	-	-
ITCD	0,5	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2	1,5	1,7	2,5	2,8	-	-
IRRF	5,8	6,8	7,4	8,3	9,9	11,3	13,3	12,9	16,5	18,0	-	-
IPTU	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	-	-
ISS	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	-	-
ITBI	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-	-
Taxas e outras contribuições	4,3	5,8	6,5	7,7	8,8	10,0	11,5	13,2	14,6	15,0	-	-
Contribuições previdenciárias – regime próprio	7,5	8,5	11,3	12,3	12,9	13,8	13,0	12,2	13,6	15,4	-	-
Governo municipal	25,1	29,9	34,9	38,6	44,2	51,1	58,5	63,6	75,2	85,5	-	-
IPTU	7,6	8,7	9,8	10,6	11,7	12,7	13,7	15,0	17,3	18,2	-	-
ISS	8,8	10,0	12,3	14,5	17,6	20,5	24,6	27,0	32,4	38,0	-	-
ITBI e contr. melhoria	1,7	1,8	2,0	2,3	2,7	3,5	4,3	4,6	5,9	7,3	-	-
IRRF	1,9	2,3	2,5	2,9	3,4	4,2	5,1	5,0	5,7	7,5	-	-
Taxas e outras contribuições	3,5	4,3	5,1	5,0	5,9	6,9	7,1	7,7	8,8	8,8	-	-
Contribuições previdenciárias – regime próprio	1,7	2,8	3,3	3,2	3,0	3,4	3,7	4,3	5,0	5,7	-	-
Governo central	322,6	361,0	425,8	495,6	542,6	625,8	707,1	721,6	846,3	988,2	240,6	268,8
IPI	18,5	17,9	21,1	24,1	26,9	31,3	36,9	27,7	37,3	41,2	10,2	10,6
II	7,9	8,1	9,1	8,9	9,8	12,2	17,1	15,8	21,0	26,6	5,9	6,9
IOF	4,0	4,4	5,2	6,0	6,7	7,8	20,2	19,2	26,5	31,9	6,6	7,9
Cofins	51,0	57,6	77,4	86,9	89,4	101,1	119,2	115,9	139,0	158,7	38,0	40,2
PIS/PASEP	12,5	16,5	19,3	21,4	23,5	25,9	30,5	30,8	40,1	41,3	10,1	11,0
Cide	7,6	8,4	7,8	7,7	7,8	7,9	5,9	4,9	7,8	9,0	2,1	1,3
Demais impostos sobre os produtos	3,8	4,3	5,2	5,5	5,9	8,0	9,2	10,0	11,6	13,2	3,6	4,0
Impostos sobre a folha de pagamentos	4,2	4,7	5,6	6,6	7,9	8,3	10,1	10,9	12,5	14,8	4,1	4,6
Sistema S	3,3	3,8	4,8	4,5	5,5	6,6	7,8	8,5	9,9	11,7	3,2	3,7
Outros impostos e taxas sobre a produção	1,6	1,8	2,2	3,0	3,2	3,5	4,3	4,3	5,1	5,9	3,4	2,4
IRPF	4,1	4,7	5,8	6,9	7,9	12,7	13,9	13,6	16,3	20,5	2,4	2,7
IRPJ	30,8	31,0	35,2	47,3	52,0	65,7	79,5	78,5	82,6	96,5	28,1	33,5
IRRF – trabalho	16,4	19,6	23,7	28,7	30,0	32,2	41,6	42,5	49,5	58,8	18,5	20,6
IRRF – capital	16,2	18,8	17,2	20,0	21,2	21,4	25,4	23,2	24,9	35,2	6,4	6,8
IRRF– remessa ao exterior	5,3	5,6	5,6	6,2	7,4	7,9	9,9	10,9	11,5	13,9	3,3	3,2
IRRF – demais	2,9	2,8	3,1	3,7	4,0	4,5	5,5	5,6	6,1	6,8	1,7	1,9
CPMF	20,3	23,0	26,4	29,0	31,9	36,3	1,0	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)
CSLL	12,4	15,7	19,3	25,0	26,7	33,3	42,0	43,1	45,4	57,1	15,4	18,5
FGTS	23,8	27,0	29,8	35,1	39,3	43,6	50,5	57,2	64,3	75,0	18,4	21,1
Contribuições previdenciárias – regime geral	69,7	79,3	93,2	106,6	120,9	137,8	158,9	178,7	210,7	243,7	53,1	62,4
Contribuições previdenciárias – regime próprio	5,4	5,5	8,4	12,0	13,8	15,9	18,2	21,0	23,6	25,6	5,9	6,1
Demais	1,0	0,4	0,4	0,6	0,7	1,9	(0,6)	(0,9)	0,7	0,9	0,3	(0,7)
Arrecadação tributária – total	477,5	539,4	634,2	728,7	802,7	915,6	1.044,4	1.074,3	1.259,5	1.447,3	-	-

Fonte: CFP/Ipea.

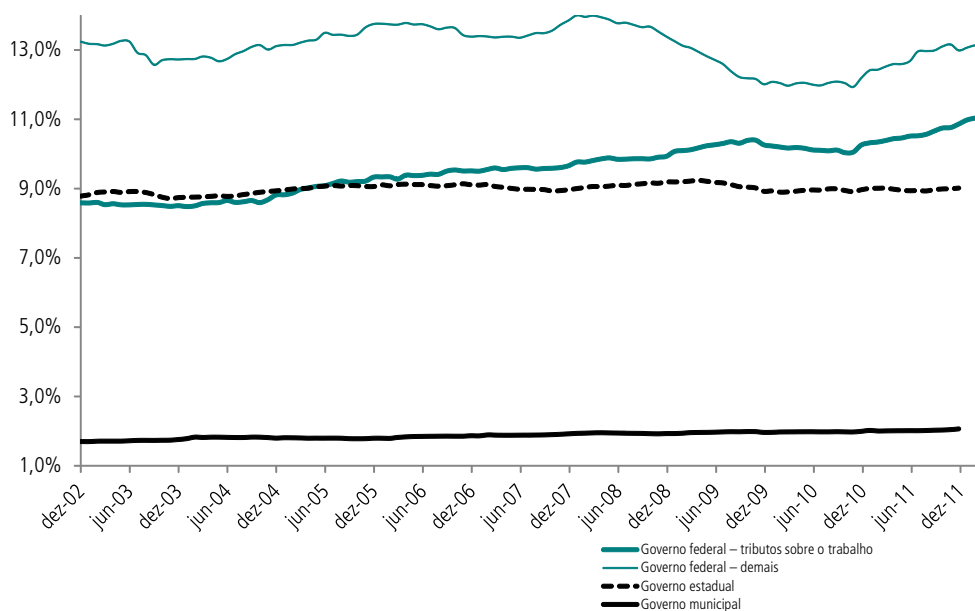
3. Mais detalhes em: Orair, R. *et al.* Uma metodologia de construção de séries de alta frequência das finanças municipais no Brasil com aplicação para o IPTU e o ISS (2004-2010). *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 41, n. 3, Rio de Janeiro, Ipea, 2011.

GRÁFICO 6.2
Carga tributária bruta: valores em participação
 (Em % do PIB)



Fonte: CFP/Ipea.

GRÁFICO 6.3
Carga tributária bruta por esfera de governo: valores em participação
 (Em % do PIB)



Fonte: CFP/Ipea.

TABELA 6.3
Investimento das APUs e entes federados
 (Em R\$ milhões)

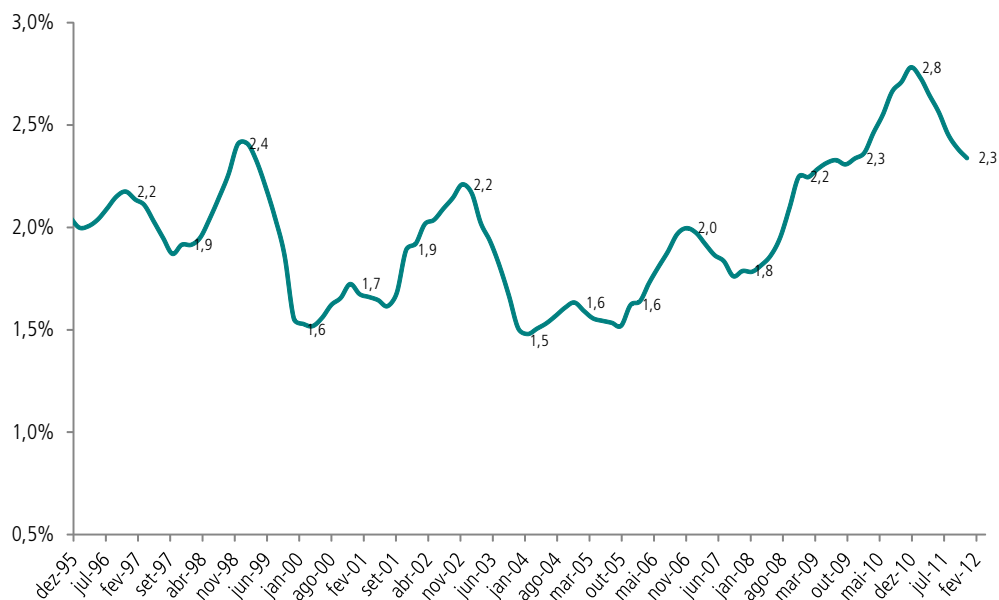
Ano	Governo federal	Governo estadual	Governo municipal	APU
2006	9.216	18.226	19.866	47.308
2007	11.459	14.138	21.974	47.570
2008	13.673	22.386	32.103	68.163
2009	19.873	30.551	25.270	75.694
2010	30.708	40.057	34.121	104.886
2011	26.278	35.071	35.545	96.894

Fonte: CFP do Ipea.

OS INVESTIMENTOS PÚBLICOS

Os dados do gráfico 6.4 evidenciam que a taxa de investimento público vinha apresentando tendência crescente desde 2004, após o ajuste fiscal do primeiro ano do governo Lula, e alcançou o maior patamar do período pós-Real no final ano de 2010.⁴ Estimativas preliminares para 2011, porém, sugerem clara desaceleração dos investimentos. As informações do governo federal no ano de 2011 foram extraídas diretamente do Siafi. No caso dos governos subnacionais, não existem ainda séries consolidadas dos investimentos públicos com informações de 2011 e os valores apresentados nesta seção são projeções preliminares.⁵ As informações consolidadas indicam que a taxa de investimentos públicos saiu de 1,5% do PIB no início de 2004 até atingir o patamar de 2,8% do PIB no final de 2010 e depois cair para 2,3% do PIB no final de 2011. A queda dos investimentos pode ser parcialmente explicada pelo ciclo eleitoral, já que ajustes fiscais são comuns aos primeiros anos após eleições presidenciais e para governador.

GRÁFICO 6.4
Investimento das APUs no Brasil
(Valores acumulados em 12 meses, em % do PIB)



Fonte: CFP/Ipea.

É interessante observar como a queda verificada em 2011 se distribuiu entre os entes federados. Os dados da tabela 6.3 evidenciam a influência do ciclo eleitoral ao mostrar que a maior parte da retração ocorreu nos níveis estadual e federal, com reduções da ordem de R\$ 5 bilhões e R\$ 4,4 bilhões, respectivamente.⁶ Ainda que preliminares e baseadas nas informações de uma amostra de 1.293 municípios, as projeções indicam relativa estabilidade dos investimentos no âmbito dos governos municipais entre os anos de 2010 e 2011.

Devido à melhor qualidade e facilidade de acesso às bases de dados do governo federal, é possível aprofundar ainda mais a análise, verificando o comportamento da execução dos investimentos relacionados ao projeto piloto de investimento (PPI)/PAC⁷ – principalmente, por se tratar do orçamento de investimentos prioritários e passíveis de dedução da meta de primário – e atualizar a análise para o primeiro trimestre de 2012. A tabela 6.4 mostra os valores dos pagamentos relacionados

4. Note-se que o termo “investimento público” é entendido aqui como sinônimo de “formação bruta de capital fixo (FBCF) das administrações públicas”.

5. A estimativa foi realizada por previsão para frente de um modelo de espaço de estados utilizando indicadores calculados das informações dos relatórios resumidos de execução orçamentária (liquidações do exercício) dos governos estaduais e de uma amostra de 1.293 municípios com informações disponíveis.

6. O comportamento dos investimentos nos governos estaduais está fortemente condicionado pelo Estado de São Paulo, cujos investimentos (aplicações diretas) mostraram queda de R\$ 10,3 bilhões em 2010 para R\$ 6,2 bilhões em 2011.

7. As informações até 2009 são do PPI e passam a ser relativas ao PAC desde então, devido à mudança na legislação que passou a considerar as despesas do PAC para fins de dedução na meta de primário.

às despesas da FBCF, das transferências de capital do governo federal que financiam principalmente os investimentos dos governos regionais e das despesas do PPI/PAC.⁸

TABELA 6.4

Indicadores sobre a execução orçamentária dos investimentos federais e do PAC

(Valores nominais em R\$ milhões)

Despesa	2007	2008	2009	2010	2011	2011T1	2012T1
FBCF	11.447	13.760	19.695	29.214	27.719	6.111	4.678
PPI/PAC	3.713	5.444	9.235	13.855	13.144	3.208	1.594
Demais	7.734	8.316	10.460	15.359	14.575	2.903	3.084
Transferências de capital	7.722	12.373	12.457	15.467	14.212	2.112	2.669
PPI/PAC	619	2.089	4.494	5.975	6.021	933	1.301
Demais	7.103	10.284	7.963	9.492	8.191	1.179	1.368
Outras despesas do PPI/PAC	775	337	2.388	2.252	8.856	1.320	5.127
Outras despesas do PPI/PAC – exclusive transferências ao FAR	275	337	1.541	1.447	1.853	320	127

Fonte: CFP/Ipea.

Cabe observar que nem todas as despesas do orçamento público relativas ao PPI/PAC são destinadas à FBCF ou às transferências de capital que financiam a FBCF dos governos regionais. Vê-se nas duas últimas linhas da tabela 6.4 que estas outras despesas estão aumentando seu peso na execução do PAC nos últimos anos – saindo de R\$ 2,3 bilhões em 2010 para R\$ 8,9 bilhões em 2011 e já alcançando R\$ 5,1 bilhões no primeiro trimestre de 2012. Esse aumento deve-se quase em sua totalidade às transferências ao Fundo de Arrendamento Residencial (FAR) que é um fundo gerido pela Caixa Econômica Federal (Caixa) e cujos recursos são destinados a subsidiar a aquisição de imóveis por famílias de baixa renda no âmbito do Programa Minha Casa Minha Vida. As transferências ao FAR totalizaram R\$ 12 bilhões desde 2011 e representam um terço do total de R\$ 36,0 bilhões de despesas do PAC com recursos do orçamento fiscal executadas no período. O peso das transferências ao FAR no primeiro trimestre de 2012 é ainda maior: R\$ 5,0 bilhões ou algo próximo de dois terços do total de R\$ 8,0 bilhões de despesas executadas do PAC. Note-se que embora estes subsídios possam ampliar indiretamente a FBCF das famílias, os mesmos não podem ser tecnicamente classificados como FBCF das APUs.

Considerando-se somente as despesas vinculadas à FBCF das APUs, verifica-se que a redução de ritmo da execução dos investimentos no período recente também incidiu sobre os investimentos do PAC. A contribuição do PPI/PAC para a FBCF do governo federal que vinha em ritmo ascendente desde 2007 sofreu uma pequena retração entre 2010 e 2011, passando de R\$ 13,9 bilhões para R\$ 13,1 bilhões. Analisando-se os dois primeiros trimestres dos anos de 2011 e 2012, a FBCF do governo federal relativa ao PAC caiu de R\$ 3,2 bilhões para R\$ 1,6 bilhão. É importante observar, entretanto, que parte dessa diferença parece estar relacionada com a rolagem de restos a pagar no final de 2010 e seu pagamento em janeiro de 2011. Assim, estima-se que os valores efetivos de execução do PAC no primeiro trimestre de 2011 estejam majorados em aproximadamente R\$ 770 milhões.

A execução das despesas da FBCF do governo federal não vinculadas ao PAC também mostrou desaceleração desde o final de 2010, quando estas caíram de R\$ 15,4 bilhões em 2010 para R\$ 14,6 bilhões em 2011, e os R\$ 3,1 bilhões do primeiro trimestre de 2012 são bastante próximos aos R\$ 2,9 bilhões do ano anterior. Uma análise semelhante pode ser generalizada para as informações das transferências de capital do governo federal que financiam principalmente a FBCF dos governos subnacionais: as informações da tabela 6.4 sugerem relativa estabilidade dos montantes executados do PAC

8. Os dados de investimentos do governo federal da tabela 6.4 foram apurados pelo critério de pagamentos (caixa) – mais apropriado para a análise de impactos orçamentários – que é distinto do critério de liquidações (competência patrimonial) apresentado no gráfico 6.4 e na tabela 6.3 – que é o conceito harmonizado às Contas Nacionais (CN). Em ambos estão incluídas as execuções dos orçamentos de restos a pagar de exercícios anteriores. Normalmente, os montantes apurados pelos dois critérios são semelhantes. Mas apresentaram grandes diferenças nos anos 2010 e 2011. Por exemplo, o total da FBCF do governo federal e das suas transferências de capital para investimentos (ou grupo de despesa 4 no jargão orçamentário) saiu de R\$ 48,3 bilhões em 2010 para R\$ 40,2 bilhões em 2011 pelo critério de liquidações (competência patrimonial) e de R\$ 44,7 bilhões em 2010 para R\$ 41,9 bilhões em 2011, quando aferidos pelo conceito de pagamentos (Caixa). Existem dois prováveis motivos para esta diferença. Primeiramente, a chamada rolagem de restos a pagar para contribuir com a meta de resultado primário em 2010: investimentos executados em 2010 e contabilizados pelo critério de liquidações tiveram seus pagamentos postergados e contabilizados pelo critério de caixa no início de 2011. Além disso, existem evidências de liquidações indevidas por inscrição em restos a pagar processados para 2011, que superestimam os montantes apurados pelo critério de liquidações no ano de 2010, principalmente entre as transferências de capital, parcialmente explicadas pelo temor de que o novo governo não renovaria a validade dos restos a pagar não processados em 2011.

no período 2010-2011 e modesto crescimento no primeiro trimestre de 2012 em relação ao mesmo período do ano anterior; enquanto as demais transferências não vinculadas ao PAC caíram desde 2010.

Em resumo, as informações do governo federal parecem indicar que a desaceleração da execução dos investimentos públicos ocorrida ao longo de 2011 se mantém em 2012 e está incidindo sobre as despesas do PAC. A análise sugere, portanto, que o ajuste fiscal realizado em 2011 e o prometido para 2012 têm afetado a execução dos investimentos públicos – inclusive os investimentos prioritários do PAC que, a princípio, poderiam ser deduzidos da meta de primário –, a despeito da queda esperada para 2011 em função do ciclo eleitoral.

DÍVIDA PÚBLICA

Nos 12 meses entre abril de 2011 e março de 2012, a dívida líquida do setor público (DLSP) passou de 38,88% para 36,62% do PIB – caindo, portanto, 2,26 pontos percentuais (p.p.). Em termos nominais, o crescimento da DLSP foi de R\$ 30,5 bilhões, isto é, a diferença entre os valores de R\$ 1.538,17 bilhões e R\$ 1.507,30 bilhões verificados, respectivamente, no final de março de 2012 e 2011.

A tabela 6.5 traz a decomposição da queda feita pelo BCB e mostra que o crescimento do PIB contribuiu para baixar a DLSP em 3,04 p.p. enquanto o conjunto dos fatores condicionantes da DLSP nominal contribuiu para aumentar a DLSP em 0,78 p.p. – e daí a queda de 2,26 p.p. verificada no indicador. Note-se, ademais, que as contribuições dos fatores condicionantes podem ser desmembradas nos seguintes itens: *i*) contribuição positiva de 2,48 p.p. do PIB do déficit nominal, sendo o superávit primário (contribuição negativa) de 3,33 p.p. mais do que compensado pela apropriação de juros nominais de 5,81 p.p.; *ii*) contribuição negativa de 1,69 p.p. das variações na taxa de câmbio (nos itens “ajuste cambial” e “dívida externa – outros ajustes”); e *iii*) contribuição essencialmente nula (–0,02 p.p. do PIB) de ajustes patrimoniais (esqueletos e privatizações).

TABELA 6.5

Fatores condicionantes da dívida líquida – abril de 2011 a março de 2012

(Em % do PIB)

Fatores	Abr./ 2011	Mai./ 2011	Jun./ 2011	Jul./ 2011	Ago./ 2011	Set./ 2011	Out./ 2011	Nov./ 2011	Dez./ 2011	Jan./ 2012	Fev./ 2012	Mar./ 2012	Total
Fatores condicionantes	0,29	0,33	0,26	0,08	0,10	-1,67	1,31	-0,64	0,00	0,87	0,46	-0,61	0,78
NFSP	0,04	0,37	0,14	0,12	0,42	0,22	0,15	0,25	0,45	-0,15	0,21	0,25	2,48
Primário	-0,46	-0,19	-0,33	-0,34	-0,11	-0,20	-0,34	-0,20	-0,05	-0,63	-0,23	-0,25	-3,33
Juros nominais	0,50	0,56	0,48	0,47	0,53	0,42	0,49	0,45	0,50	0,47	0,44	0,50	5,81
Ajustes patrimoniais	0,01	0,00	-0,03	0,00	-0,02	-0,03	0,02	-0,04	0,04	0,07	0,02	-0,07	-0,02
Reconhecimento de dívidas	0,01	0,00	-0,03	0,00	-0,02	-0,03	0,02	-0,04	0,04	0,07	0,02	-0,07	-0,02
Privatizações	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ajuste cambial ¹	0,38	-0,04	0,14	0,04	-0,22	-1,99	1,23	-0,91	-0,48	1,01	0,22	-0,84	-1,46
Dívida mobiliária interna indexada ao câmbio	0,03	0,00	0,01	0,00	-0,01	-0,11	0,07	-0,05	-0,03	0,06	0,01	-0,05	-0,08
Dívida externa – metodológico	0,35	-0,04	0,13	0,03	-0,21	-1,87	1,16	-0,86	-0,45	0,95	0,21	-0,79	-1,39
Dívida externa – outros ajustes ²	-0,15	-0,01	0,02	-0,08	-0,08	0,12	-0,10	0,06	-0,01	-0,06	0,01	0,05	-0,22
Efeito do crescimento do PIB ³	-0,34	-0,41	-0,40	-0,28	-0,30	-0,21	-0,21	-0,20	-0,19	-0,10	-0,10	-0,31	-3,04
Dívida líquida – variação mensal	-0,05	-0,08	-0,14	-0,20	-0,20	-1,88	1,10	-0,84	-0,19	0,76	0,36	-0,91	-2,26
Dívida líquida total – saldo	38,84	38,76	38,62	38,42	38,22	36,34	37,44	36,60	36,41	37,18	37,53	36,62	-

Fonte: BCB.

Notas: ¹ É a diferença entre a variação do estoque convertido pela taxa de câmbio de final de período e as necessidades de financiamento externas, convertidas pela taxa média de câmbio.

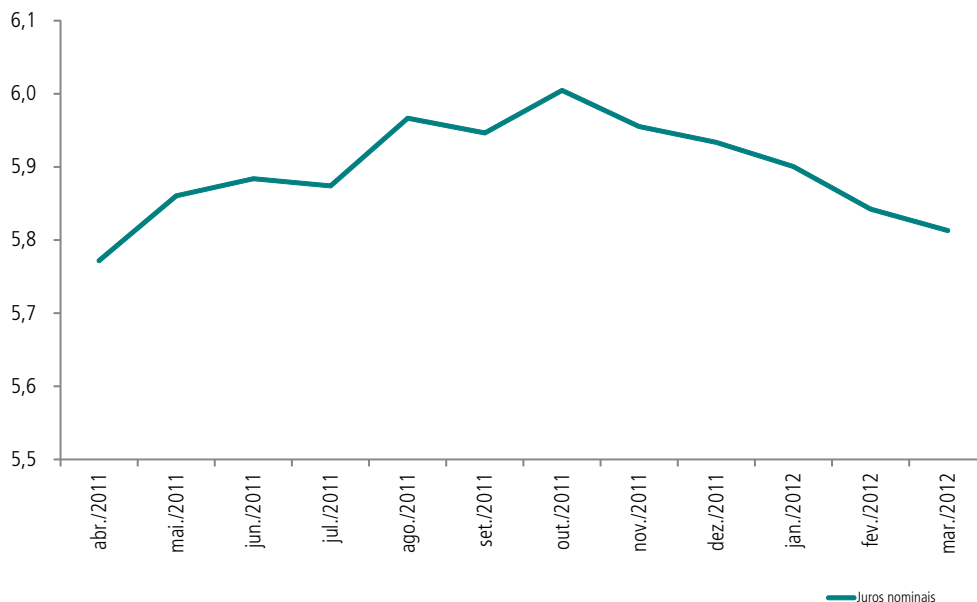
² Inclui ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e a dívida externa, e demais ajustes da área externa.

³ O cálculo se dá pela fórmula: $D_{t-1}/(PIB_t/PIB_{t-1}) - D_{t-1}$.

A despesa de juros do governo brasileiro é certamente elevada. Mostra-se, no gráfico 6.5, que tal despesa tem diminuído com relação ao PIB desde outubro de 2011. O gráfico 6.6, por sua vez, sugere que tal queda tem a ver tanto com os cortes na taxa básica de juros – do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) quanto com a desaceleração da inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).⁹

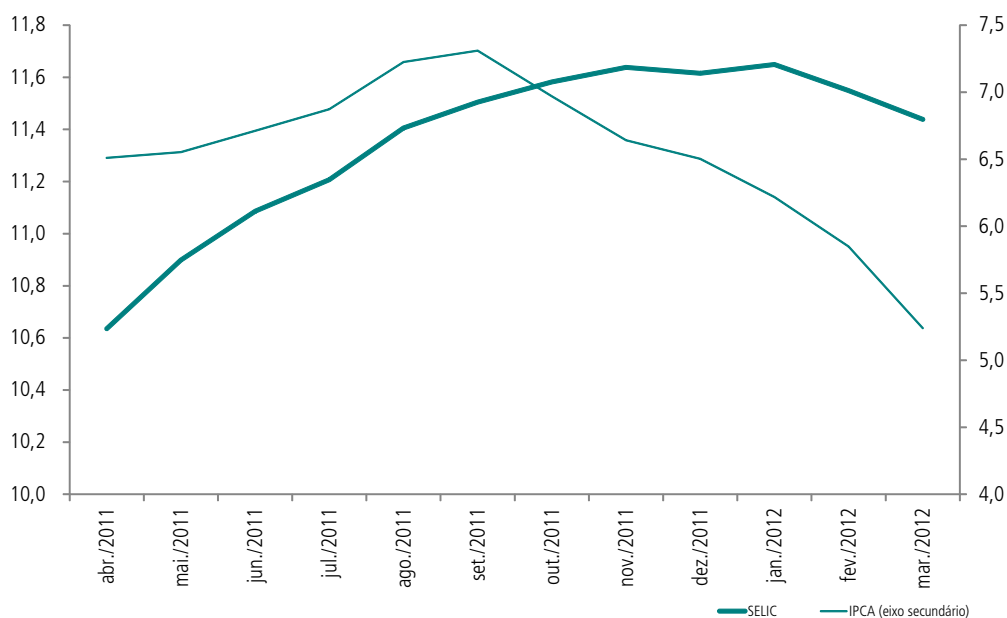
9. Dois dos principais indexadores a regular o serviço da dívida pública mobiliária brasileira.

GRÁFICO 6.5
Juros nominais: acumulados em 12 meses – abril de 2011 a março de 2012
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.

GRÁFICO 6.6
SELIC e IPCA: dados acumulados em 12 meses – abril de 2011 a março de 2012
 (Em % a.a.)



Fontes: BCB e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

A DLSP é dada pela diferença entre as obrigações e ativos financeiros do setor público consolidado (exclusive Petrobras e Eletrobras). Os dados da tabela 6.6 cobrem a evolução dessas variáveis no período em questão – e apontam um crescimento de 1,25 p.p. do PIB no total de passivos/instrumentos de dívida, enquanto o estoque de ativos aumentou em 3,43 p.p. do PIB e a dívida líquida das empresas estatais ficou praticamente parada.

As mudanças mais relevantes nos haveres públicos ficaram novamente concentradas nos empréstimos ao BNDES e no valor em reais das reservas internacionais, que cresceram, respectivamente, 1,19 p.p. e 2,52 p.p. do PIB. O volume em reais dos créditos do Tesouro passou de R\$ 239,73 bilhões para R\$ 314,7 bilhões, enquanto o valor em dólares americanos das reservas internacionais (conceito caixa) aumentou de US\$ 317,15 bilhões para US\$ 365,22 bilhões, e a taxa de câmbio R\$/US\$ mudou de 1,63 para 1,82.

No que se refere ao total de obrigações do governo-geral, a dívida bruta cresceu 1,84 p.p. do PIB, enquanto os passivos do BCB (exclusive operações compromissadas, que entram no cálculo da dívida bruta do governo-geral pela nova metodologia) diminuíram 0,59 p.p. com relação ao tamanho da economia. O próprio crescimento da dívida bruta foi puxado pelas compromissadas, que constituem um passivo do BCB e exibiram crescimento de 1,23 p.p. do PIB.

TABELA 6.6

Dívida pública – março de 2011 a março de 2012

(Em % do PIB)

Discriminação	Mar./ 2011	Abr./ 2011	Mai./ 2011	Jun./ 2011	Jul./ 2011	Ago./ 2011	Set./ 2011	Out./ 2011	Nov./ 2011	Dez./ 2011	Jan./ 2012	Fev./ 2012	Mar./ 2012
DLSP	38,9	38,8	38,8	38,6	38,4	38,2	36,3	37,4	36,6	36,4	37,2	37,5	36,6
Obrigações – Governo Geral e BCB	67,7	67,6	67,4	67,8	68,0	67,9	68,2	68,0	68,0	68,3	68,8	68,6	69,0
DBGG nova metodologia	54,5	54,6	54,3	54,5	54,8	54,7	54,6	54,3	54,5	54,2	55,0	55,8	56,3
Interna	51,9	52,1	51,8	52,2	52,5	52,3	52,0	52,0	52,0	51,5	52,6	53,4	53,8
Dívida mobiliária do Tesouro	41,6	42,3	42,1	43,3	41,3	41,8	42,3	42,3	42,5	43,0	41,5	42,3	42,3
Operações compromissadas	10,2	9,7	9,6	8,8	11,1	10,4	9,5	9,5	9,2	8,3	10,9	11,0	11,4
Demais dívidas	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Externa	2,6	2,5	2,5	2,3	2,3	2,3	2,7	2,3	2,5	2,6	2,4	2,4	2,5
Passivos do BCB (exclusive operações compromissadas)	13,2	13,0	13,0	13,3	13,2	13,2	13,6	13,7	13,5	14,1	13,7	12,8	12,6
Base monetária	4,6	4,4	4,5	4,8	4,5	4,4	4,6	4,6	4,4	5,2	5,1	4,6	4,8
Outros depósitos	8,6	8,6	8,5	8,5	8,7	8,8	9,0	9,1	9,0	9,0	8,6	8,2	7,8
Haveres – Governo Geral e BCB	29,5	29,4	29,2	29,8	30,2	30,3	32,5	31,1	32,0	32,5	32,2	31,6	32,9
Internos	16,3	16,4	16,1	16,8	16,9	16,6	16,8	16,8	16,7	16,7	17,5	17,2	17,3
Recursos do FAT na rede bancária	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Créditos do TN a IF oficiais	6,7	6,6	6,6	7,3	7,2	7,2	7,4	7,3	7,3	7,7	7,9	7,9	7,9
Crédito do BCB a IF	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,8	0,8
Aplic. de fundos e programas fin.	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
Outros créditos	2,5	2,7	2,4	2,6	2,8	2,4	2,3	2,6	2,3	1,93	2,7	2,3	2,4
Externos	13,1	13,0	13,1	12,9	13,2	13,7	15,7	14,4	15,3	15,7	14,7	14,4	15,7
Dívida líquida das Empresas Estatais	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6

Fonte: BCB.

No que se refere aos passivos do BCB (base monetária, outros depósitos no BCB e operações compromissadas) cumpre ressaltar, em primeiro lugar, que a movimentação da Conta Única do Tesouro foi o principal fator a conter o crescimento da base monetária no último ano¹⁰ – enquanto as negociações com títulos federais e as operações com o setor externo, além dos depósitos das instituições financeiras, contribuíram para a expansão da liquidez (tabela 6.7).

TABELA 6.7

Fatores condicionantes da base monetária – abril de 2011 a março de 2012

(Em R\$ mil)

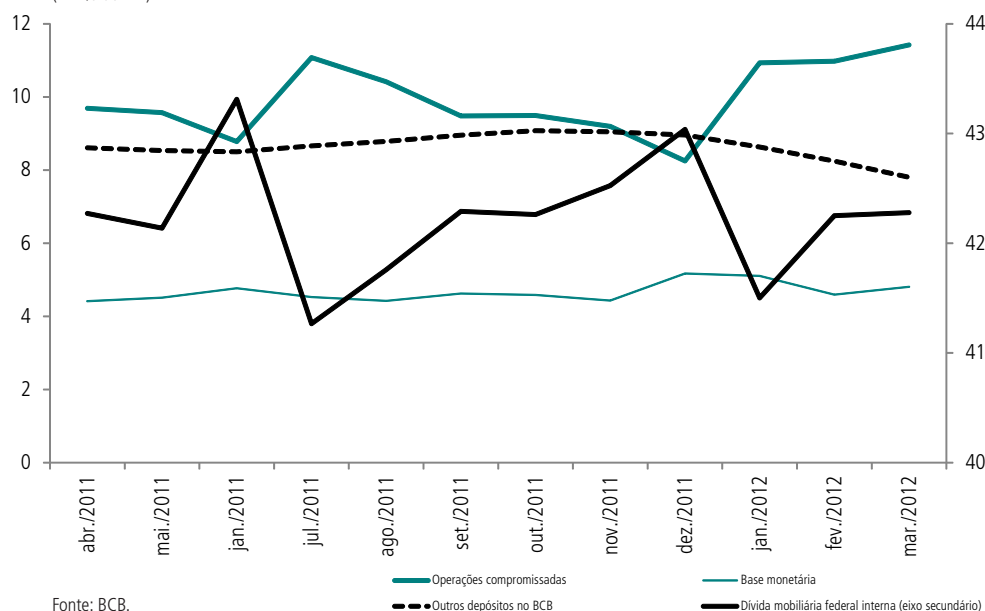
	Operações com títulos públicos federais	Tesouro Nacional – conta única	Operações com o setor externo	Depósitos de instituições financeiras	Redesconto do BCB	Autoridade monetária – outras operações	Operações com derivativos–ajustes	Total
Abr./2011	-6.175.258	-9.855.731	9.770.815	-2.477.448	-18	622.315	921.982	-7.193.343
Mai./ 2011	11.437.753	-15.696.402	7.157.548	2.187.435	-34	742.088	-256.169	5.572.219
Jun./ 2011	12.726.043	-5.682.142	3.911.807	610.981	-1	291.361	355.155	12.213.204
Jul./ 2011	-5.442.107	-7.600.064	10.504.578	-6.194.084	-54	195.460	124.607	-8.411.664
Ago./ 2011	13.887.216	-20.182.966	7.931.907	-4.587.612	-338	141.883	-3.856	-2.813.766
Set./ 2011	25.736.592	-9.100.756	774.738	-6.165.907	-11	187.286	-2.212.625	9.219.317
Out./ 2011	9.936.256	-5.390.435	216.945	-4.518.515	0	-723.886	44.019	-435.616
Nov./ 2011	11.895.092	-19.165.378	1.060.782	1.915.462	-96	-867.644	-236.436	-5.398.218
Dez./ 2011	44.910.037	-17.945.760	303.625	4.361.607	-1	-33.262	-31.850	31.564.396
Jan./ 2012	-22.619.990	6.232.092	193.212	15.224.392	0	-1.313.360	184.584	-2.099.070
Fev./ 2012	-16.424.996	-23.612.664	1.576.123	17.212.825	0	517.346	83.894	-20.647.472
Mar./ 2012	-14.681.172	-9.070.549	17.718.585	18.049.256	0	-1.204.914	-343.849	10.467.357
Total	65.185.466	-137.070.755	61.120.665	35.618.392	-553	-1.445.327	-1.370.544	22.037.344

Fonte: BCB.

10. Ressalte-se que o comportamento mês a mês da base monetária é influenciado por fatores sazonais.

Os outros depósitos no BCB, por outro lado, apresentaram uma queda mais acentuada nos primeiros meses de 2012, ao mesmo tempo em que cresceram as operações compromissadas, tendo a dívida mobiliária interna do Tesouro ficado parada. Mostra-se, no gráfico 6.7, a evolução de itens selecionados do balanço, que retratam a mudança mencionada.

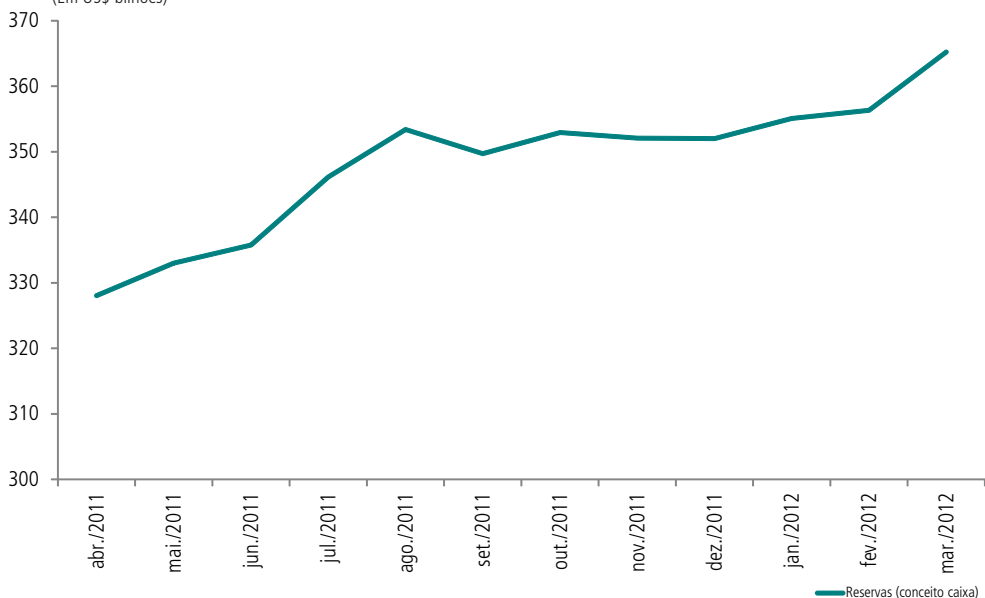
GRÁFICO 6.7
Passivos do BCB e dívida mobiliária federal interna – abril de 2011 a março de 2012
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

Observa-se que, em geral, as operações compromissadas crescem quando a dívida mobiliária interna diminui, o que é necessário para se conter a elevação da liquidez no sistema. Da mesma forma, tais operações tendem a crescer quando o BCB opta por adquirir reservas internacionais. O volume em US\$ das reservas aumentou no início de 2012, o que certamente contribuiu para o crescimento das compromissadas. Os dados mais recentes são apresentados no gráfico 6.8.

GRÁFICO 6.8
Reservas internacionais (conceito Caixa) – abril de 2011 a março de 2012
(Em US\$ bilhões)



Fonte: BCB.

Portanto, o crescimento das compromissadas nos primeiros meses deste ano teve a ver, de um lado, com uma mudança no balanço do BCB, tendo aparentemente ocorrido troca de depósitos remunerados por compromissadas por parte das instituições financeiras e, de outro, com a acumulação de reservas internacionais por parte do BCB.

É importante notar que tais mudanças impactaram a dívida bruta do governo-geral (que inclui as compromissadas, mas não os depósitos das instituições financeiras no BCB), embora não tenha afetado a dívida líquida do setor público.¹¹

11. Note-se que o conceito de setor público inclui o BCB que, entretanto, não é incluído no conceito de governo-geral.

ANEXO A – AVALIAÇÃO DAS PREVISÕES PARA 2011

1. PIB

Segundo dados divulgados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Produto Interno Bruto (PIB) registrou crescimento de 2,7% em 2011, abaixo do limite inferior do intervalo de previsão apresentado pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) – divulgado na *Carta de Conjuntura* em abril de 2011 – de 4,0% a 5,0%. Grande parte desta diferença pode ser explicada por três fatores. O primeiro deles foi o efeito derivado da combinação do aumento da taxa de juros e da adoção das medidas de contenção ao crédito, a partir do final de 2010. Embora acreditássemos, na época, que o nível de atividade econômica fosse desacelerar no decorrer do ano, em virtude, principalmente, do endurecimento da política monetária, subestimamos os efeitos associados às medidas macroprudenciais, as quais, por constituírem um instrumento de política econômica recente, não propiciaram registros suficientemente adequados para a captação de seus efeitos em nossos modelos.

Em segundo lugar, em face da elevação do comprometimento da renda das famílias com serviços de dívidas e, portanto, de seus níveis de inadimplência, alguns bens duráveis sofreram um recuo mais acentuado que o esperado, em média, na sua demanda, gerando um acúmulo indesejado do nível de estoques por parte de seus produtores. Este fator provocou uma piora, não prevista, no desempenho da produção industrial, que já vinha estagnada desde o segundo semestre de 2010.¹

Finalmente, a piora da conjuntura internacional, provocada pelo rebaixamento da avaliação de mercado da dívida pública dos Estados Unidos no início de agosto (seguido por uma longa negociação pela elevação do limite de endividamento do país junto ao Congresso) e pela deterioração da situação fiscal e financeira dos países do bloco europeu, contribuiu para fragilizar ainda mais a confiança empresarial, já em processo de deterioração desde o final de 2010. Assim, a perspectiva de desaceleração da economia brasileira se aprofundou ao longo do segundo semestre de 2011, refletindo-se na trajetória declinante das previsões dos agentes com relação ao crescimento esperado para o PIB anual (gráfico A.1). Nesse sentido, cumpre destacar que, mesmo na ausência da divulgação de atualizações das nossas previsões durante o período, segundo procedimento institucional adotado, já vínhamos apontando a intensificação desse processo nas análises de conjuntura então divulgadas (*Conjuntura em Foco* e *Carta de Conjuntura*).

GRÁFICO A.1
Evolução das previsões para o crescimento do PIB em 2011
(Em %)



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

1. Na verdade, setores industriais importantes foram pressionados a ajustar para baixo seu fluxo de produção, com o intuito de normalizar os níveis de estoques excedentes como no caso, por exemplo, do setor automotivo.

2. INFLAÇÃO

Após encerrar o ano de 2010 com variação de 5,9%, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) registrou alta de 6,5% em 2011, ficando dentro do intervalo da meta de inflação do BCB, porém fora da faixa inicial de previsão do Ipea, de 5,0% a 6,0%. Esta aceleração inesperada do IPCA deveu-se aos efeitos defasados da forte escalada dos preços dos alimentos que ocorreu em 2010 e do aumento generalizado das cotações das outras *commodities* no início de 2011, sobretudo do etanol.

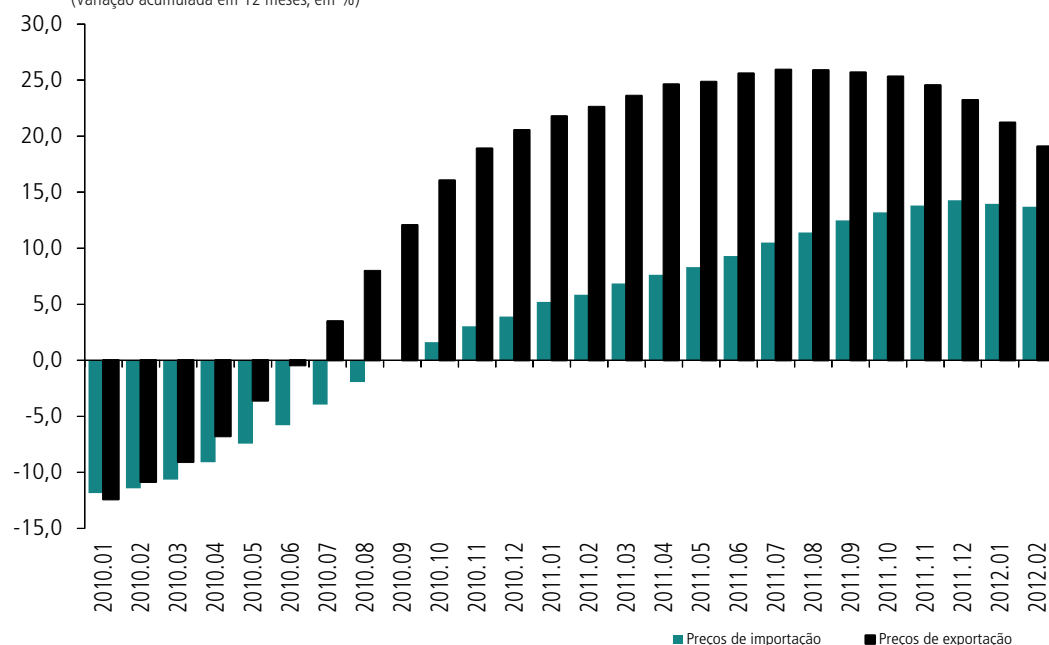
A aceleração dos preços das *commodities* determinou forte aumento nos custos básicos da economia contaminando outros preços, como foi o caso de vestuário, devido ao aumento do custo da confecção, determinado pela alta da cotação do algodão. Além de alguns produtos alimentícios e dos combustíveis, o ano de 2011 foi marcado pelo forte impacto dos preços de serviços, formados livremente no mercado, e de preços monitorados pelo governo. No caso dos preços de serviços, o aumento foi generalizado, acima de 8%, com exceção apenas daqueles ligados à comunicação (como tarifas de telefonia celular e de acesso à internet). No caso dos preços monitorados, além da gasolina, os destaques foram passagens aéreas, ônibus urbano, taxa de água e esgoto e planos de saúde.

Apesar de não incorporar explicitamente uma revisão das previsões, nossas análises sobre inflação indicaram corretamente que o processo inflacionário estava sob o controle da autoridade monetária. A análise temática da *Conjuntura em Foco* de maio (Política Monetária e a Evolução da Inflação no Brasil) sinalizou a queda do núcleo da inflação, como resultado do aumento da taxa básica de juros do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) e das medidas macroprudenciais adotadas no final de 2010. Ao longo do restante do ano, as demais publicações do Grupo de Análise e Previsões (GAP) apontaram para o cumprimento do intervalo da meta de inflação, em dissonância com a opinião média dos analistas de mercado. A reversão do “superchoque” dos preços das *commodities* relevantes para a inflação brasileira foi corretamente datada na seção de Inflação (Desinflação e Inércia) publicada na *Carta de Conjuntura* nº 13, em julho. As análises do GAP foram, portanto, coerentes com o diagnóstico acerca do cenário econômico mundial do BCB, exibindo precisão sobre o *timing* de mudança na direção da política monetária em agosto de 2011.

3. SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES

O déficit em transações correntes encerrou o ano de 2010 totalizando US\$ 52,6 bilhões, ficando abaixo do intervalo previsto pelo Ipea, que era de US\$ 63,0 bilhões a US\$ 73,0 bilhões. As previsões do Ipea para o saldo em transações correntes, divulgadas juntamente com a publicação da *Carta de Conjuntura*, em abril de 2011, incorporavam um cenário de crescimento do déficit da balança de serviços e rendas, lado a lado a uma redução do saldo da balança comercial. Dentre as hipóteses que balizavam este quadro destacavam-se: *i)* uma demanda externa ainda deprimida; *ii)* uma trajetória de crescimento mais suave dos preços das *commodities* no mercado internacional; *iii)* a manutenção de certo dinamismo na absorção interna; e *iv)* a manutenção da taxa de câmbio num nível excessivamente apreciado. Embora nossas expectativas tenham se confirmado com relação ao resultado da balança de serviços e rendas, que acabou refletindo o ritmo de expansão da economia, a redução do saldo da balança comercial não aconteceu. Grande parte da explicação para isto está no comportamento do índice de preços de exportação, cujo desempenho em 2011 não apresentou a desaceleração prevista em nossas hipóteses (gráfico A.2).

GRÁFICO A.2
Evolução dos preços de importação *versus* exportação
(Variação acumulada em 12 meses, em %)



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

ANEXO B – PREVISÕES PARA 2012

1. PIB

De acordo com os dados divulgados pelo IBGE, o PIB registrou crescimento de 0,3% na passagem do terceiro para o quarto trimestre de 2011, na série livre de influências sazonais, acumulando um crescimento de 2,7% no ano. Este resultado foi alcançado através de uma trajetória marcada por um processo de desaceleração ao longo do ano, o que deixa um carregamento estatístico de 0,2% para 2012. Além disso, o comportamento da economia brasileira nos primeiros três meses do ano exibe padrão semelhante àquele observado em 2011, caracterizado pelo fraco desempenho da produção industrial, ao passo que o consumo privado continua apresentando dinamismo. Dentro deste contexto, apesar do fraco desempenho no primeiro trimestre, acreditamos que o nível de atividade econômica irá acelerar no decorrer dos próximos meses, com o PIB atingindo um crescimento médio anual entre 2,8% e 3,8% ao final de 2012. Por trás deste resultado, estamos assumindo, em primeiro lugar, que o cenário externo não apresentará nenhuma ruptura mais grave. Isto é, apesar do baixo crescimento das economias desenvolvidas e da desaceleração dos emergentes, esperamos que a crise fiscal e financeira que assola os países pertencentes ao bloco do euro não se transforme numa crise semelhante àquela ocorrida em 2008, quando houve uma paralisação quase completa dos canais de crédito nos mercados financeiros internacionais. Com isso, os fluxos de comércio continuarão restritos pelo crescimento modesto da demanda mundial, provocando, também, uma trajetória mais suave para o preço das *commodities*. Em relação ao cenário interno, acreditamos que alguns fatores serão determinantes para que o PIB volte a acelerar o seu ritmo de expansão nos próximos trimestres. Dentre eles, destaca-se a mudança de direção da política monetária a partir de agosto do ano passado, quando o BCB deu início a um ciclo de redução da taxa SELIC, juntamente com a reversão parcial de algumas medidas macroprudenciais. Além disso, baseado no quadro de estagnação da produção industrial, e no diagnóstico de que a deterioração da conjuntura internacional poderia contaminar a economia brasileira, foi adotado um conjunto de medidas objetivando estimular o consumo, através de desonerações fiscais, e criar condições para que a indústria recupere competitividade, através do programa Brasil Maior. Grande parte dessas medidas possui mecanismos de transmissão que irão requerer alguns trimestres para exercer a sua influência máxima sobre a atividade econômica. No entanto, a melhora nas expectativas dos agentes econômicos já pode ser notada na recuperação dos indicadores de confiança, que têm registrado crescimento desde o final do ano passado. Além disso, na medida em que o endividamento das famílias se normalizar, reduzindo os níveis de inadimplência, o canal do crédito voltará a estimular a demanda mais fortemente, levando a economia na direção de um ciclo virtuoso.

2. INFLAÇÃO

A previsão do Ipea para a inflação em 2012 é de uma redução da taxa observada em 2011 (6,5%) para um valor situado dentro do intervalo de 4,3% a 5,3%. Dessa forma, espera-se uma convergência do teto da meta de inflação adotada pelo BCB (6,5%) em direção ao centro do intervalo do Regime de Metas de Inflação (4,5%). Essa redução da inflação é fundamentalmente influenciada pelo processo de deflação de *commodities*, cujos efeitos já foram sentidos, nos quatro primeiros meses do ano, com uma redução da inflação para 5,1% no acumulado em 12 meses terminados em abril de 2012.

A construção desse cenário é baseada nos seguintes pontos. Os fatores que pressionam a inflação na direção do limite superior de nosso intervalo de previsão (5,3%) são: *i*) a resistência à queda da inflação de alguns serviços cujos preços não são monitorados pelo governo, como os serviços pessoais, em meio a um cenário ainda aquecido para o mercado de trabalho; *ii*) o contágio aos preços finais advindos do movimento recente de desvalorização cambial; e *iii*) o recente aumento do preço do petróleo no mercado internacional.

Por outro lado, o quadro de desaquecimento da atividade industrial permite que um retorno do crescimento da produção não seja acompanhado de inflação de demanda. Além disso, a redução das cotações do etanol e das *commodities* não energéticas (alimentos, insumos industriais e matérias-primas brutas da agricultura) ainda tem potencial deflacionário para os próximos meses do ano, por seus efeitos secundários, na medida em que atinge os custos de produção na indústria e na agricultura. A incerteza quanto ao poder de recuperação da economia mundial coloca ainda probabilidade positiva para um cenário de novas quedas nos preços das *commodities*. Aliados a este cenário de fraco crescimento interno e externo da atividade econômica, juntam-se, ainda, fatores que não estavam presentes em 2011 para justificar valores próximos do limite inferior do intervalo de previsão da inflação em 2012 (4,3%). Na verdade, duas mudanças estruturais, que não podem ser facilmente estimadas por modelos econométricos baseados em séries históricas. A primeira é a mudança na estrutura de ponderação do IPCA. A segunda consiste no movimento conjunto, sem precedentes, de redução dos custos de oportunidade do uso do capital e de financiamento do capital de giro das empresas. Esse processo permite que nem toda pressão de custo na produção e comercialização de bens e serviços seja inteiramente repassada aos preços finais.

3. SALDO EM TRANSAÇÕES CORRENTES

Quanto ao setor externo da economia, o ano não deve oferecer grandes surpresas, mesmo em face de um cenário internacional de elevada incerteza. As previsões para os resultados deste ano deparam-se com dois fatores condicionantes principais: o comportamento dos preços internacionais das *commodities* e seu impacto sobre as exportações; e o crescimento da absorção doméstica.

Os preços de exportação já estão em declínio há alguns meses, refletindo principalmente a queda das cotações internacionais dos produtos agrícolas a partir de meados de 2011 e a redução dos preços do minério de ferro. Mas a recuperação recente dos preços de alguns bens agrícolas e o aumento do petróleo, que já tem peso significativo nas exportações, devem evitar que os preços comprometam excessivamente o desempenho exportador do ano. O *quantum* exportado deve ter um crescimento baixo mas, ainda assim, significativo. Há, porém, riscos associados a uma possível deterioração do cenário internacional, especialmente com relação a uma desaceleração mais forte da economia chinesa e a um aprofundamento da crise na Europa.

As importações, por sua vez, terão um crescimento bem mais lento em 2012 por conta da desaceleração da atividade produtiva doméstica, visto que a maior parte da pauta importadora na economia brasileira refere-se a bens intermediários utilizados como insumos na indústria. Ainda assim, com uma provável contribuição neutra dos preços, as importações continuarão crescendo acima do ritmo do PIB. Com isso, o saldo da balança comercial terá redução significativa em relação ao resultado observado em 2011.

Considerando ainda a manutenção do crescimento do déficit da balança de serviços e rendas, a previsão é de aumento para o déficit em transações correntes este ano, que ficará entre US\$ 71 bilhões e US\$ 81 bilhões. Apesar das incertezas no cenário internacional, este déficit será financiado por investimentos estrangeiros diretos (IED) e pela captação de empréstimos e financiamentos de médio e longo prazos.

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Cristina Celia Alcantara Possidente

Eliezer Moreira

Elisabete de Carvalho Soares

Lucia Duarte Moreira

Luciana Nogueira Duarte

Miriam Nunes da Fonseca

Editores

Roberto das Chagas Campos

Aeromilson Mesquita

Aline Cristine Torres da Silva Martins

Carlos Henrique Santos Vianna

Maria Hosana Carneiro Cunha

Livraria

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

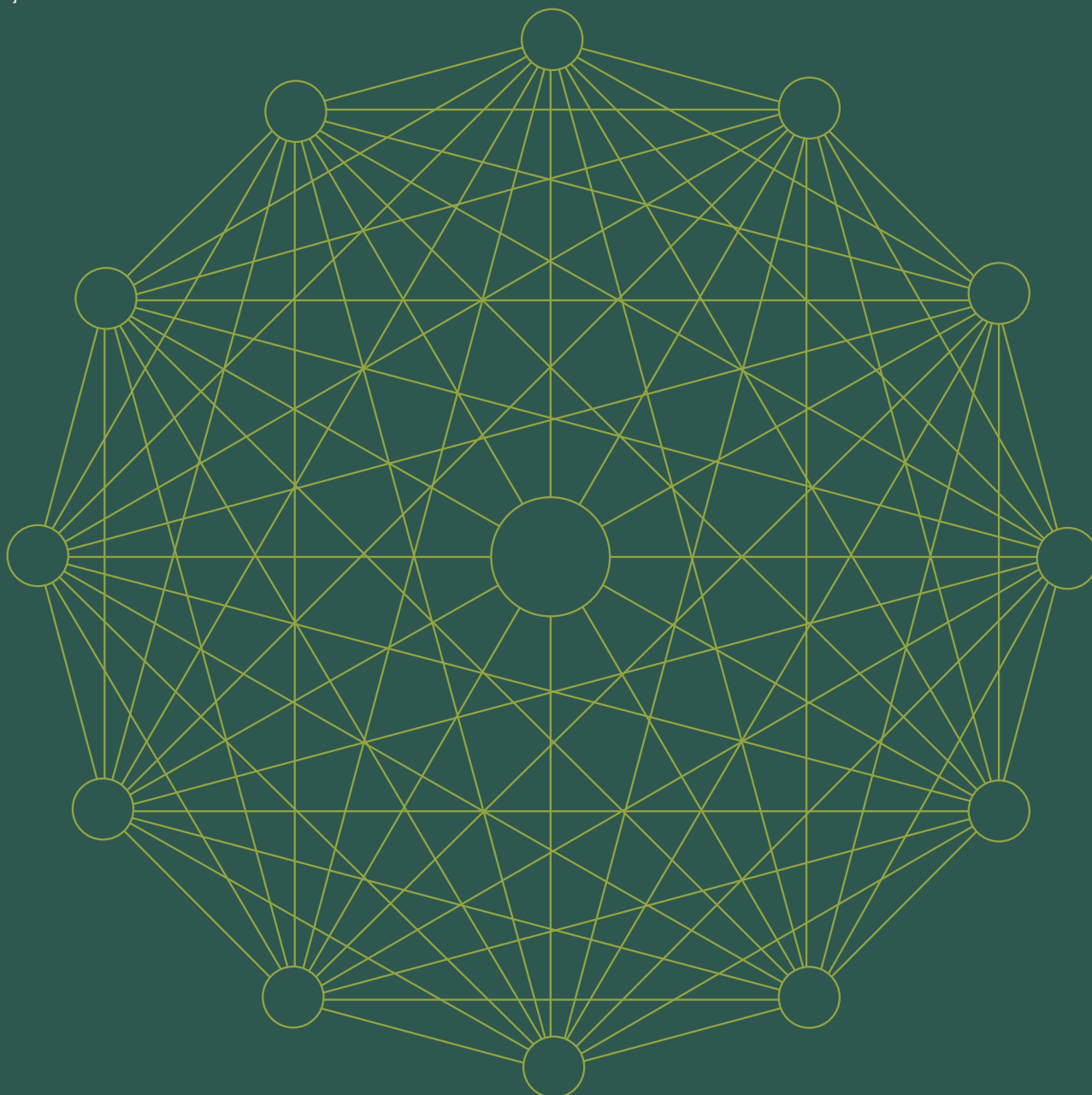
70076-900 - Brasília - DF

Tel.: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Missão do Ipea

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



ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada



GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PAÍS RICO É PAÍS SEM POBREZA