

## Intensifica-se a Desaceleração da Economia

*A marca do mês de julho foi um novo agravamento do quadro de incertezas em que mergulhou a economia mundial e suas repercussões domésticas, os quais têm reforçado o processo de desaceleração do nível de atividade que já aparecia nos números do segundo trimestre. Mantém-se, no entanto, o contraste de desempenho entre setores mais expostos à concorrência internacional, como a indústria de transformação, e aqueles mais voltados para o mercado interno, como é o caso dos serviços. Com uma ótica mais prospectiva também se visualiza um contraste entre o que vem ocorrendo com o investimento — em baixa — e com o consumo — em alta —, ainda que o aumento na inadimplência e a incerteza em relação ao cenário econômico devam reforçar a seletividade na concessão de novos créditos — algo que acabará por impactar negativamente o consumo a médio prazo.*

A atividade econômica está crescendo em ritmo mais lento no Brasil desde abril deste ano, encerrando uma fase de taxas crescentes que vinha desde agosto do ano passado. A reversão ficou mais nítida em junho. O movimento também é visível nas taxas acumuladas em 12 meses: depois de alcançar 6,2% em março, chegou-se a 4,8% em junho. O PIB terá crescido 0,8% no segundo trimestre, que é nossa previsão para o resultado oficial que será divulgado pelo IBGE em setembro. Com essa taxa, o efeito de carregamento para 2011 é de 3,2% para o crescimento do PIB.

O desempenho estimado para o PIB no segundo trimestre revela duas surpresas quando avaliado pelo lado da demanda, uma favorável, outra preocupante. A primeira é a desaceleração no consumo do governo (0,6% contra 0,8% no trimestre anterior), indicando ajuste no gasto — ver, no entanto, análise das contas públicas mais adiante. A segunda é a queda do investimento, em 0,4%, a primeira desde o primeiro trimestre de 2009, ainda na esteira da eclosão da crise internacional.

A desaceleração do investimento fixo em 12 meses, aliás, é forte e teve início em novembro de 2010, sendo possível lançar dúvidas quanto à sua recuperação sustentada a médio prazo. Mesmo

reconhecendo o caráter extremamente volátil dessa variável, é importante destacar que a queda pode estar indicando o início de uma fase de menor crescimento, alimentada pela incerteza que ronda a economia internacional e doméstica. Nesse caso, ficam comprometidas as perspectivas de crescimento mais acelerado futuramente, que exigiria crescentes taxas de investimento em relação ao PIB.

O mercado de trabalho continua aquecido. Mas, após a queda de 0,8 p.p. na taxa de desemprego de junho de 2011 em relação ao mesmo mês de 2010, existem sinais de mudança: a redução da taxa dessazonalizada é cada vez menor. Nossa previsão é que a taxa de desemprego de julho será igual à de junho, descontado o efeito sazonal.

Do ponto de vista dos setores, destaca-se o fraco desempenho da indústria no segundo trimestre (-0,9%) e no trimestre em curso, em relação ao qual se projeta uma queda adicional de 0,6% da produção física da indústria de transformação. O crescimento em 2011 continuará sendo sustentado pelo setor de serviços. Isso explica a resiliência do mercado de trabalho e, por meio deste, da confiança do consumidor: com expectativas do setor industrial cada vez mais pessimistas, a percepção favorável do consumidor em relação à oferta de empregos na economia vem do maior e menos volátil setor de serviços.

Outra medida que reforça o aquecimento do mercado de trabalho é o aumento do emprego formal, o qual cresceu 0,33% em junho, com ajuste sazonal — apreciáveis 4%, quando anualizados. Registre-se que em meses anteriores o emprego crescera mais de 0,5%. Como esperado, o emprego na indústria é o que tem crescido menos. Um aspecto positivo é que a mudança estrutural que vem ocorrendo no mercado de trabalho durante os últimos anos tem provocado o encolhimento do setor informal da economia.

O comportamento da inflação, por sua vez, causa preocupação, apesar dos recuos consecutivos entre janeiro e junho das taxas mensais de variação do IPCA. Isso porque a taxa em 12 meses avançou persistentemente até julho, movimento que tende a continuar em agosto. Mas destaque-se que o núcleo de inflação não apresentou recuos constantes no primeiro semestre, indicando maior persistência da inflação. Apesar da expectativa de que as taxas de inflação no segundo semestre recuem, especialmente no último trimestre do ano, existem razões para duvidar dos fundamentos dessa previsão.

O IPCA de julho ficou em 0,16%, próximo ao do mês anterior (0,15%). Apesar do resultado semelhante, o núcleo continuou a recuar e passou de 0,54% para 0,41%, indicando que a pressão inflacionária poderia estar ligada a fatores transitórios. Mas a coleta de preços da primeira semana de agosto, que representa 25% da amostra total do IPC/FGV, indica que a variação média do IPCA deste mês ficará igual ou levemente superior à de julho, e a estimativa do núcleo chegará a 0,49%, também prenunciando uma possível aceleração. Conclui-se que o cenário para os próximos meses está indefinido e com chance de repetir aceleração semelhante à do segundo semestre de 2010.

No que toca ao crédito, o registro é o de que, apesar do seu encarecimento (especialmente para consumo), o estoque continua em expansão. Isso em princípio sugeriria que novas medidas de restrição ao consumo poderiam vir a ser adotadas. O agravamento da crise internacional, no entanto, implica que restrições regulatórias adicionais serão evitadas no curto prazo. Além disso, o comprometimento da renda com o pagamento de juros vem contribuindo para o aumento do endividamento das famílias e da inadimplência. A julgar pela recuperação do apetite por crédito, dos custos cada vez maiores para os tomadores e do crescente grau de endividamento das famílias, o risco de calotes tende a aumentar, o que levará as instituições financeiras a serem mais cautelosas quanto às novas concessões.

Na área fiscal o balanço do primeiro semestre destaca o crescimento das receitas do governo, decorrente, em grande medida, do pagamento de tributos relativos ao final de 2010. Esses fatores tiveram forte impacto sobre as receitas com imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido no começo do ano. Além de a receita pública refletir a expansão do nível de atividade econômica, alterações na legislação tributária relativa a impostos como o IPI e o IOF, somados a receitas extraordinárias decorrentes do Refis da Crise, também contribuíram para sustentar o vigoroso resultado das receitas primárias no primeiro semestre.

A combinação de receitas tributárias em elevação e o relativamente baixo crescimento das despesas primárias fornece a base para que o governo central venha alcançando sucessiva e antecipadamente as metas de superávit primário. Têm contribuído para isso, em paralelo, o crescimento da massa salarial, que reduz o déficit do regime geral da previdência social (RGPS), e o maior esforço fiscal dos estados. Dessa forma, o superávit primário do setor público consolidado chegou até junho a mais de 66% da meta definida para o ano. Mas isso não implica que será fácil alcançar a meta “cheia” no ano. Dados preliminares de julho e a necessidade de aumentar os investimentos como forma de atender às demandas por infra-estrutura para os eventos da Copa

do Mundo, das Olimpíadas e para a exploração do pré-sal, sugerem expansão mais acelerada dos gastos no segundo semestre.

O panorama internacional mostra que a economia mundial vai crescer menos do que se esperava no início deste ano. Antes do recente aumento da turbulência, o balanço de pagamentos do Brasil estava em uma situação relativamente confortável, apesar da valorização cambial. Mas uma retração da economia mundial afeta os preços das *commodities* e a renda dos nossos principais compradores de manufaturas, adicionando pessimismo ao cenário. Nossa projeção para o saldo da balança comercial é de US\$ 21-22 bilhões, num cenário de queda da demanda mundial.

Quanto ao saldo em transações correntes, o déficit no primeiro semestre foi de US\$ 25,5 bilhões. Uma recessão mundial poderá elevar as remessas de lucros e dividendos, mas também irá reduzir as despesas com os serviços realizados pelos residentes brasileiros. Nossa projeção é de déficit da ordem de US\$ 58-60 bilhões em 2011. O maior risco que uma recessão mundial severa poderá trazer para as nossas contas externas está associado ao financiamento do déficit em transações correntes. Destaque-se que embora o nível das reservas internacionais brasileiras tenha reduzido o grau de vulnerabilidade externa do país, em comparação com choques externos anteriores, isso não significa que o país está imune ao contágio de uma desaceleração mais súbita.

Este Boletim contém ao final, em sua seção Em Foco, um ensaio do Prof. Paulo Picchetti, do IBRE/SP, apresentando o IGMI-C — Índice Geral do Mercado Imobiliário Comercial, novo produto do IBRE lançado em fevereiro deste ano. A série histórica do índice tem início em 2000 e, seguindo o cronograma de divulgação, já tem resultados até o segundo trimestre de 2011.

## I. Atividade Econômica

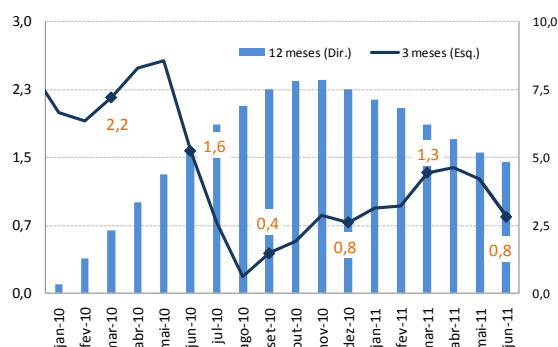
O Indicador de Atividade Econômica (IAE) do IBRE<sup>1</sup> ficou estável em junho em relação a maio, confirmando a desaceleração da atividade econômica que vinha sendo apontada nas edições anteriores deste Boletim. Com esse resultado, a taxa de crescimento trimestral (tst, com ajuste sazonal) caiu de 1,3% no trimestre findo em maio para 0,8% no trimestre terminado em junho. Essa é a previsão do IBRE para o crescimento do PIB no segundo trimestre do ano. Ela equivale a uma taxa anualizada de 3,2%, bem inferior à de 5,3% observada no trimestre anterior. Esse movimento também é visível nas taxas acumuladas em 12 meses: depois de alcançar 6,2% em março, chega-se a 4,8% em junho (ver Gráfico 1).

Quanto aos componentes da demanda final, o principal destaque é a contração de 0,4% da formação bruta de capital fixo no segundo trimestre. Essa queda, prevista pelo Indicador Mensal do Investimento (IMI) do IBRE,<sup>2</sup> contrasta com a expansão de 1,2% observada no primeiro trimestre do ano. Em relação às variações acumuladas em 12 meses, o IMI recuou de 13,2% em maio para 11,2% em junho (ver Gráfico 2 e Tabela 1). A desaceleração das taxas acumuladas em 12 meses é forte e teve início em novembro de 2010. Ela lança dúvidas quanto a uma recuperação sustentada do investimento a médio prazo.

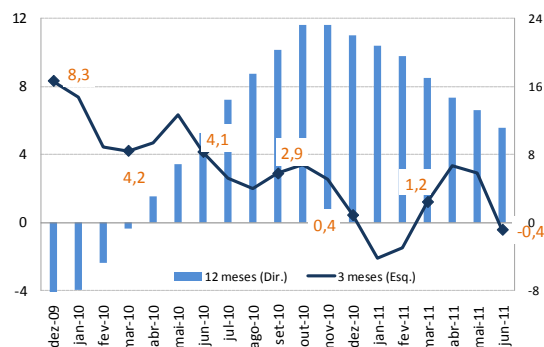
Já o consumo das famílias tem previsão de crescimento de 0,9% no segundo trimestre deste ano — um valor ainda elevado, superior mesmo ao registrado no primeiro trimestre (0,6%). A boa notícia é que o consumo do governo deve ter recuado, embora ligeiramente: de 0,8% para 0,6% (tst). Quanto às transações externas, espera-se

*A projeção do IBRE para o crescimento do PIB no segundo trimestre é de 0,8%*

**Gráfico 1: Indicador de Atividade Econômica – IAE\***



**Gráfico 2: Indicador Mensal do Investimento – IMI\***



\*percentuais de crescimento em relação ao trimestre anterior e acumuladas em 12 meses em relação aos 12 meses anteriores, médias móveis com ajuste sazonal

Fonte: IBGE e IBRE. Elaboração: IBRE/FGV

<sup>1</sup> O IAE é um indicador do nível de atividade da economia brasileira que visa reproduzir o desempenho do PIB em bases mensais. Ele está ancorado no PIB trimestral dessazonalizado do IBGE, no sentido de que em cada trimestre calendário sua variação é idêntica à do índice daquele Instituto.

<sup>2</sup> O IMI utiliza a mesma metodologia do IAE para reproduzir a Formação Bruta de Capital Fixo das Contas Nacionais em bases mensais.

novamente contribuição negativa devido a um aumento das importações bem superior ao das exportações de bens e serviços não fatores (ver Tabela 1).

Pelo lado da oferta, as projeções do IBRE para o PIB no segundo trimestre apontam para forte desaceleração da indústria, com previsão de crescimento nulo após avançar 2,2% no trimestre anterior. O setor de serviços desacelera de forma suave no mesmo período, de 1,1% para 0,9%; e a agropecuária mantém crescimento positivo de 3,4% ante 3,3% (ver Gráfico 3).

Analisando-se o desempenho da indústria (extrativa e de transformação) com base na PIM-PF do IBGE, nota-se que, depois de esboçar uma reação no primeiro trimestre, o setor recuou 0,7% no segundo (tst). Esse resultado é devido ao aumento da produção da extrativa (1,5%) e queda da indústria de transformação (-0,9%) (ver Tabela 2). A desaceleração foi forte e difundida, com queda em 52 de 76 segmentos pesquisados pelo IBGE (68% do total), considerando-se dados sazonalmente ajustados pelo IBRE. Este é o maior percentual de segmentos com crescimento (tst) negativo desde o quarto trimestre de 2008, durante a crise financeira internacional, quando 67 segmentos (88% do total) experimentaram queda na produção.

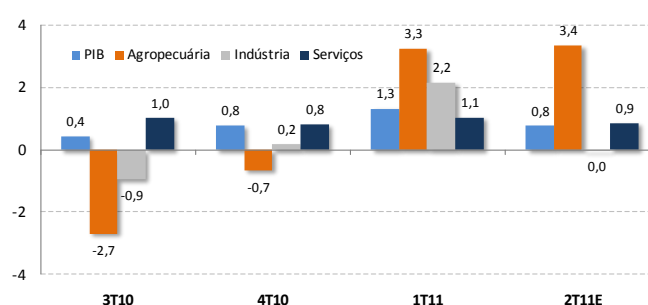
A forte desaceleração da produção de bens de capital e de consumo é o destaque quando se avaliam os resultados por categorias de uso. No primeiro grupo a taxa de crescimento caiu de 4,1% tst no primeiro trimestre para 0,3%, confirmando a desaceleração nos investimentos sinalizada na previsão de FBCF do IBRE.<sup>3</sup>

Nos bens de consumo, o crescimento passou de 0,9% (tst) positivo para -1,7%. O destaque é a queda de 6,2% na produção de duráveis, depois de um salto de 5,3% no primeiro trimestre de 2011. Neste caso, há uma tendência declinante também do *quantum* importado (-5,6%, segundo dados da Funcex), sinalizando a possibilidade de terem ocorrido vendas menos favoráveis que as

**Tabela 1: Projeções para o PIB no Segundo Trimestre de 2011 – Ótica da demanda (%)**

	2T11/1T11	2T11/2T10	Acum. em 4 Trimestres
<b>PIB</b>	<b>0,8</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>
Consumo das Famílias	0,9	5,7	6,3
Consumo do Governo	0,6	1,1	2,1
FBKF	-0,4	4,1	11,4
Exportações	2,0	5,6	8,7
Importações	6,8	13,1	22,8

**Gráfico 3: PIB - Oferta (% crescimento, tst – com ajuste sazonal)**



Fonte: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV

<sup>3</sup> Embora o *quantum* importado de bens de capital tenha crescido em torno de 10% no segundo trimestre, na série com ajuste sazonal do IBRE, o *quantum* exportado cresceu 22%, o que contraiu ainda mais o consumo aparente de máquinas e equipamentos, contribuindo para o fraco resultado da FBCF no trimestre.



inicialmente previstas na virada entre o primeiro e o segundo trimestres, o que implica acúmulo de estoques por parte dos fabricantes nacionais e desaceleração de compras por importadores.

O resultado dos semi e não duráveis industriais também foi ruim no segundo trimestre, com queda de 1,2% tst, a maior queda desde o primeiro trimestre de 2009 (-2,2%). A desaceleração dos semi-duráveis foi forte e ocorreu em diversos segmentos, com destaque para as indústrias de calçados (-2,5%). No caso dos não duráveis nota-se uma tendência mais acentuada de perda de mercado para o produto importado, uma vez que tanto o volume de vendas do comércio quanto o *quantum* importado cresceram no segundo trimestre.

O desempenho da indústria continuará fraco no trimestre em curso: o IBRE projeta uma queda adicional de 0,6% da produção física da indústria de transformação. O Gráfico 4 mostra a relação entre o Indicador de Produção Prevista da

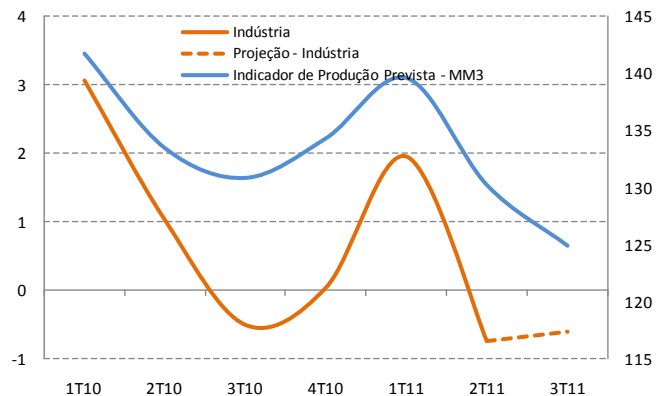
Sondagem Industrial e a Produção Física apurada pela PIM-PF do IBGE. O Indicador do IBRE, que já havia sinalizado a desaceleração observada no segundo trimestre, voltou a cair em julho, estando agora no menor nível desde a crise, entre o final de 2008 e o início de 2009.

O volume de vendas do comércio, por sua vez, continua em ritmo forte. O volume de vendas no conceito restrito cresceu 1,1% tst no segundo trimestre, após ter crescido 2,0% no trimestre anterior. No entanto, no conceito ampliado (que inclui as vendas de “veículos e motos, partes e peças” e de “material de construção”) ocorreu uma aceleração, de 1,1% para 3,1% no mesmo período.

**Tabela 2: Produção Industrial (tst - %)**

Produção Física	1T11	2T11
<b>Indústria Geral</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,7</b>
Indústria Extrativa	-1,4	1,5
Indústria de Transformação	2,2	-0,9
Bens de Capital	4,8	0,3
Bens Intermediários	0,9	0,2
Bens de Consumo	1,5	-1,7
<b>Duráveis</b>	<b>5,3</b>	<b>-6,2</b>
Não Duráveis e Semiduráveis	1,0	-1,2

**Gráfico 4: Produção Física (eixo esquerdo, tst - %) e Indicador da Produção Prevista da Sondagem (eixo direito, média móvel 3 meses)**



Fonte: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV

## 2. Análise das Sondagens IBRE

Os últimos resultados dos índices de confiança do IBRE<sup>4</sup> apontam para o aprofundamento da discrepância de desempenho entre a indústria e o restante da economia. Enquanto a confiança do empresário industrial voltou a enfraquecer em julho, influenciada principalmente pela piora das expectativas em relação aos meses seguintes, no setor de serviços a perda de confiança é ainda discreta e compatível com um cenário de desaceleração lenta do nível de atividade do setor no terceiro trimestre (Gráfico 5).

O Gráfico 5 registra também a evolução do Índice de Confiança do Consumidor, que subiu pela segunda vez consecutiva em julho, revertendo a queda dos meses imediatamente anteriores. Entre os fatores que vêm influenciando a melhora da percepção do consumidor em relação ao ambiente econômico

estão o desempenho ainda favorável do mercado de trabalho e a redução da preocupação com os rumos da inflação. O Gráfico 6 mostra como as expectativas inflacionárias do consumidor cederam quando os índices mensais de preços dos alimentos atingiram taxas mais baixas, ou negativas.

Partindo de uma taxa prevista de 6,2% para os 12 meses seguintes em agosto-setembro passado (média bimensal), as previsões do consumidor passaram a subir em dezembro, alcançando 7,2% em junho, para ceder em julho para 6,9%. Do lado da inflação efetivamente captada, tanto o índice de preços de alimentos — que chegou a uma taxa bimensal anualizada de 25% ao final do

Gráfico 5: Índices de Confiança (mensal e médias móveis trimestrais)

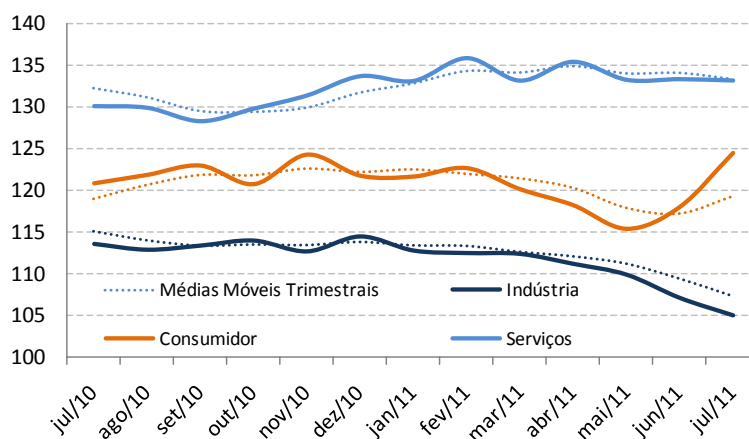
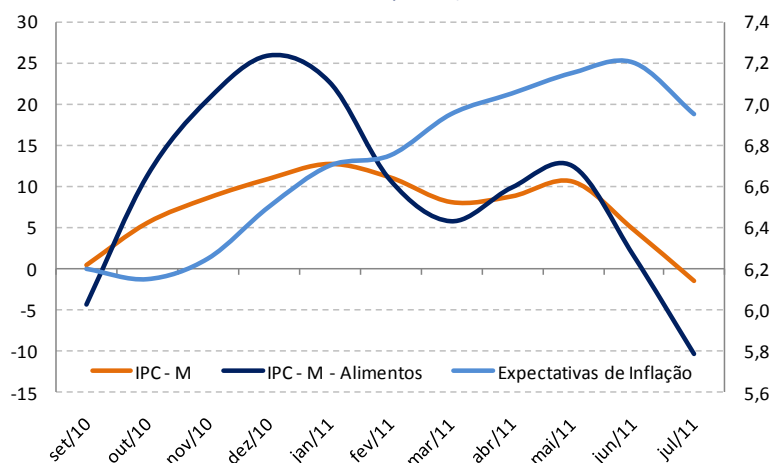


Gráfico 6: Expectativa de Inflação<sup>1</sup> (eixo direito) e IPC-M<sup>2</sup> (Geral e Alimentos – eixo esquerdo)



(1) Inflação projetada pelo consumidor para os 12 meses seguintes - Taxas médias bimestrais (%), (2) IPC-M e IPC-M Alimentos - Taxas médias bimestrais anualizadas (%)

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

<sup>4</sup> O Índice de Confiança tem seis componentes: Nível da Procura Global, Nível dos Estoques, Situação Atual dos Negócios, Produção Prevista, Emprego Previsto e Situação dos Negócios para 6 Meses. Cada componente é medido por pontos (0 a 200) e o resultado é dado pela proporção de respostas favoráveis menos desfavoráveis + 100. Apenas para o item Nível de Estoques o indicador é obtido a partir da diferença entre as respostas “insuficiente” e “excessivo”.

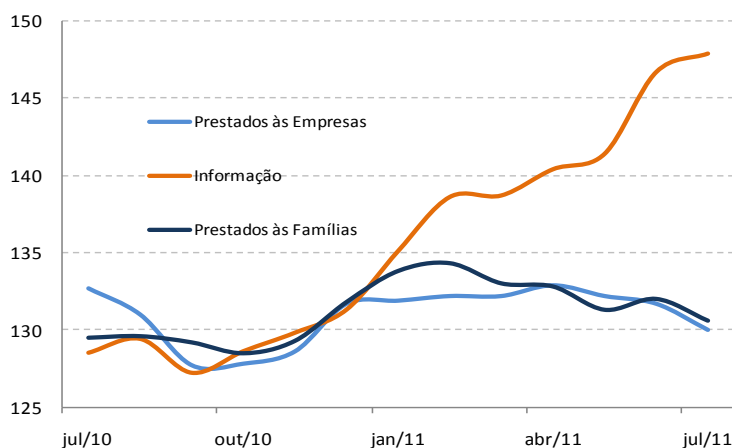


ano passado — quanto o IPC-M estiveram acima da taxa anualizada de 5% desde dezembro do ano passado. Nota-se que a desaceleração do primeiro trimestre não implicou a imediata revisão das expectativas por parte do consumidor, que continuou prevendo taxas maiores a cada mês até o final do primeiro semestre. Somente quando a alta dos preços, tanto de alimentos quanto em termos gerais, cedeu para patamares relativamente baixos é que os consumidores reviram suas previsões.

A resiliência do mercado de trabalho também continua sendo um fator relevante na determinação da confiança do

consumidor. Com expectativas do setor industrial cada vez mais pessimistas, a percepção favorável do consumidor em relação à oferta de empregos na economia vem do maior e menos volátil setor de serviços. O Gráfico 7 mostra que, de fato, os índices de confiança empresarial nos segmentos mais empregadores deste setor, os de serviços prestados às empresas e às famílias, estão em fase de suave desaceleração, enquanto no segmento de serviços de informação (telecomunicações e informática) a confiança sustenta até julho uma tendência de alta. O cenário, portanto, vem se alterando muito lentamente no maior setor da economia.

**Gráfico 7: Índice de Confiança de Segmentos do Setor Serviços**  
(média móvel trimestral)



Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

### 3. Emprego e Renda

**Com a queda da informalidade em todos os setores de atividade, o setor formal tem sustentado um mercado de trabalho ainda aquecido.**

O mercado de trabalho continua aquecido: a PME registra queda de 0,8 p.p. na taxa de desemprego de junho de 2011 em relação ao mesmo mês de 2010, ao passo que a taxa dessazonalizada se manteve estável em relação a maio (Tabela 3). No entanto, como analisado em Boletins anteriores, existem sinais de mudança: a redução da taxa dessazonalizada é cada vez menor (queda de 0,6 p.p. no primeiro semestre do ano passado, ante queda de 0,3 p.p. neste). Nossa previsão é que a taxa de julho será igual à de junho.

*A nossa previsão para a taxa de desemprego dessazonalizada de julho é 6,0%*

Outra medida que reforça esse aspecto é que o estoque de emprego formal (CAGED/MTE) cresceu 0,33% em junho, com ajuste sazonal, enquanto em meses anteriores havia crescido mais de 0,5% (Tabela A.1, Anexo). A indústria é o setor que tem crescido menos: abaixo de 0,3% ao mês desde abril. O crescimento mediano (forte) dos setores de serviços, comércio e construção civil é que tem sustentado o mercado aquecido.

No que toca ao salário de admissão, por outro lado, o setor industrial é o que tem apresentado o maior crescimento real nos últimos meses: mais de 7% no comparativo de 12 meses, atingindo quase R\$ 1.000 em junho (CAGED/MTE). Esse valor é igual ao da construção civil, que cresceu quase 6%. Outra medida que corrobora isso é o nível salarial real (Gráfico 8), que mostra um crescimento de mais de 12% nos últimos dois anos. Assim, dada a escassez de mão de obra qualificada nesses setores, a pressão salarial continuará nos próximos meses.

A mudança estrutural que vem ocorrendo no mercado de trabalho durante os últimos anos tem provocado o encolhimento do setor informal da economia. Diversas políticas públicas fizeram com que as firmas se formalizassem e/ou contratassem mais trabalhadores formais ao mesmo tempo em que a melhora da educação fez com que os trabalhadores buscassem empregos de melhor qualidade e maior *status*, gerando aumento da migração do setor informal para o

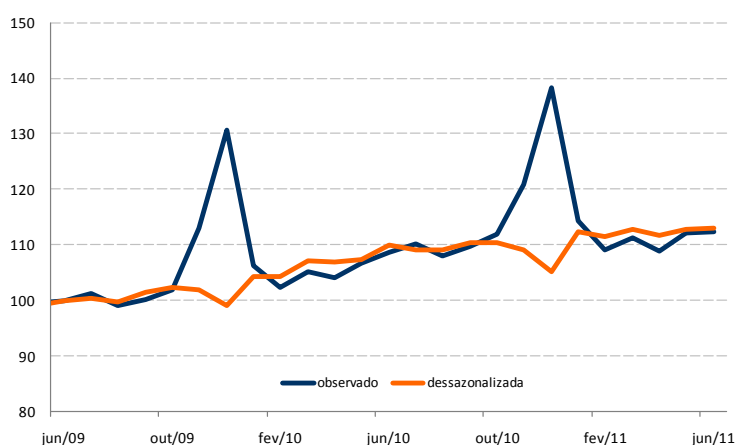
setor formal. Por isso, a taxa de informalidade atingiu o seu menor nível histórico em junho de 2011, quando alcançou 24,4%, com queda de 2 p.p. ante junho de 2010. Pelo Gráfico 9 observamos que o setor da construção civil foi um dos que apresentou a maior redução (queda de

**Tabela 3: Evolução da taxa de desemprego** (regiões metropolitanas, percentual da PEA), **da criação de emprego** (em milhares) e **da taxa de rotatividade** (por 100 trabalhadores)

	Abr.11	Mai.11	Jun.11	Jul.11*
<b>Taxa de Desemprego<sup>1</sup></b>				
Observada	6,4	6,4	6,2	6,1
Dessazonalizada	5,9	5,9	6,0	6,0
<b>Saldo de Admissões menos Desligamentos<sup>2</sup></b>				
Observada	272	252	215	-
Dessazonalizada	161	117	168	-
<b>Taxa de Rotatividade<sup>2</sup></b>				
Observada	4,5	4,9	4,5	-
Dessazonalizada	4,5	4,6	4,5	-

\*Previsão. Fonte: (1) IBGE e (2) CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV

**Gráfico 8: Número Índice da Folha Salarial Real da Indústria de Transformação** (Junho de 2009 = 100; Jun./2009–Jun./2011\*)



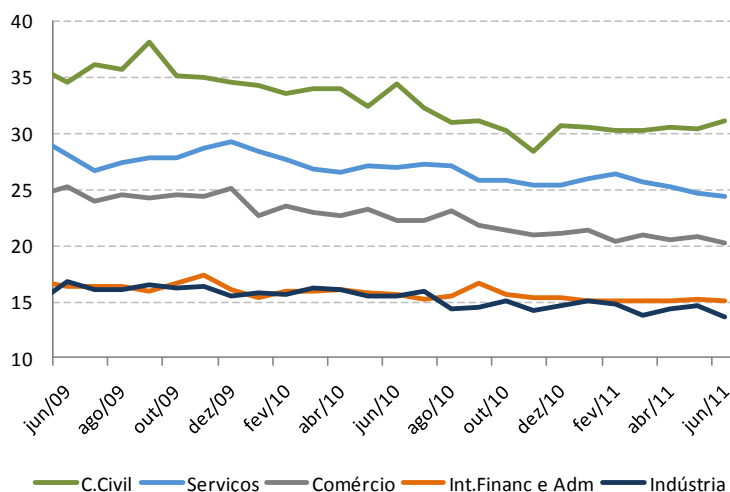
\* Valores deflacionados a preços de Junho de 2011.

Fonte: PIMES/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

0,14 p.p. por mês desde 2009), em virtude da escassez de trabalhadores menos qualificados e do boom imobiliário, o que obriga as empresas a oferecerem vagas de melhor qualidade e, portanto, formais. Os setores de comércio e de serviços também se destacaram,<sup>5</sup> devido ao crescimento do nível de atividade respectivo, o que fez com que se elevasse a quantidade de vínculos formais. Assim, mesmo com a nossa previsão de desaquecimento gradual do mercado de trabalho e de pressão salarial, a informalidade tenderá a continuar em queda.<sup>6</sup>

Portanto, a forte criação de empregos formais (Tabela 3, Saldo) tem sustentado o mercado de trabalho, visto que o total de ocupados informais caiu drasticamente no primeiro semestre do ano: em média 4% por mês no comparativo de 12 meses, enquanto no mesmo período do ano passado caiu apenas 0,1% ao mês.

**Gráfico 9: Taxa de Informalidade Dessazonalizada (em %) - 6 principais Regiões Metropolitanas (Jun./2009 – Jun./2011\*)**



\*Taxa elaborada sem considerar contas próprias, empregadores, trabalhadores domésticos. A penúltima legenda refere-se ao setor de intermediação financeira e atividades imobiliárias, aluguéis e serviços prestados à empresa.

Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

## 4. Inflação e Política Monetária

### Inflação importada: cenário mais favorável

O IPA (Índice de Preço ao Produtor) registrou em julho o terceiro mês consecutivo de taxas negativas. É verdade que o ritmo de queda se reduziu mais uma vez, indicando que até aqui a deflação é passageira. O primeiro movimento de baixa, em maio, que levou o índice de 0,24% para -0,63%, refletiu o ajuste das matérias-primas agropecuárias, após aumento de cerca de 30% nos seis meses anteriores. A resposta positiva da produção física aos preços mais elevados e a perspectiva de encerramento do ciclo de afrouxamento monetário promovido pelo banco central americano no segundo semestre

*A expectativa de um recuo mais forte da inflação no último trimestre de 2011 não é tão factível*

<sup>5</sup> Apresentaram queda de 0,21 e 0,16 p.p./mês, em média, respectivamente, desde jun./2009.

<sup>6</sup> O Plano Brasil Maior divulgado no início deste mês deve contribuir para a queda da informalidade, principalmente nos setores contemplados pela desoneração da folha salarial. Mas por serem setores pequenos na economia (calçados, mobiliário, confecções, software), a magnitude do impacto ainda é incerta.

de 2010 indicavam que não haveria novas escaladas, sendo mais provável um ajuste no sentido descendente. Foi o que se observou nos meses seguintes.

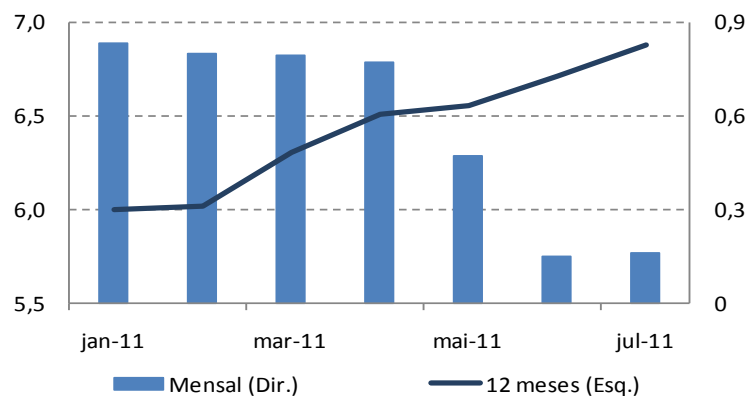
Não deixa de intrigar, porém, a lentidão com que o índice retorna ao terreno positivo. Essa parcimônia se explica, ao menos em parte, por novas quedas de preços de matérias-primas e insumos industriais. No primeiro caso, trigo e milho voltaram a cair em julho, depois de um início de recuperação no mês anterior. Ao mesmo tempo, registraram-se baixas significativas nos preços de produtos químicos e siderúrgicos.

Talvez seja prematuro interpretar o comportamento desses preços como consequência da deterioração do cenário econômico internacional. Se essa for a causa predominante das reduções mencionadas, pode-se conjecturar que o novo ciclo recessivo será providencial para o controle da inflação brasileira, a exemplo do que se passou em 2008. A forma um tanto accidental de se alcançar esse resultado, todavia, não contribui para solidificar a reputação do Banco Central, cuja nova gestão emitiu ao longo do ano sinais ambíguos acerca de seu compromisso anti-inflacionário.

### **Inflação ao consumidor: muda a tendência para os próximos meses?**

No primeiro semestre de 2011 as taxas de variação mensais do IPCA sofreram recuos consecutivos entre janeiro e junho. Apesar desses movimentos, a taxa em 12 meses avançou persistentemente até julho, movimento que tende a continuar em agosto, ilustrando a mudança de patamar da inflação neste ano (ver Gráfico 10).

**Gráfico 10: IPCA- variações mensais e variações acumuladas em 12 meses (%)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

O núcleo de inflação – calculado pela metodologia de médias aparadas com suavização<sup>7</sup> – não apresentou recuos constantes no primeiro semestre de 2011, como apresentado pelo IPCA, indicando maior persistência da inflação no período.

A expectativa dos agentes econômicos para o segundo semestre é de que a taxa de inflação recue de maneira mais consistente, especialmente no último trimestre do ano, de modo a amenizar o ciclo de maior austeridade da política monetária. Mas será que essa expectativa tem fundamento?

A primeira taxa do segundo semestre de 2011, 0,16%, veio próxima da mediana das expectativas do mercado e colada na taxa apurada no mês anterior, que foi de 0,15%. Apesar do resultado

<sup>7</sup> Existem várias metodologias para o cálculo do núcleo de inflação. Este texto utiliza o núcleo estimado por médias aparadas com suavização, pois estudos no âmbito do IBRE/FGV permitem concluir que o viés para essa metodologia é menor.

semelhante, o núcleo continuou a recuar: ele passou de 0,54% para 0,41%, indicando que a pressão inflacionária pode estar ligada a fatores transitórios.

Da coleta de preços da primeira semana de agosto, que representa 25% da amostra total do IPC/FGV, estima-se que a variação média do IPCA deste mês fique igual ou levemente superior à de julho. Mas a estimativa do núcleo calculado para esse período ficou em 0,49%, anunciando uma possível aceleração do indicador em um contexto em que a expectativa é de arrefecimento das pressões inflacionárias.

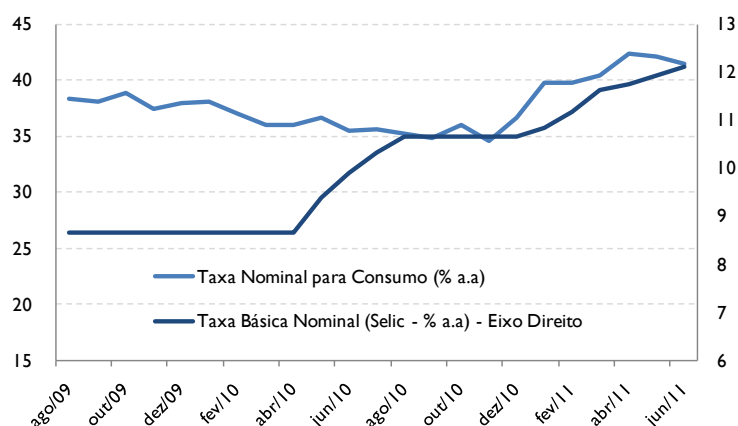
Nesse sentido, parece que o cenário previsto para os próximos meses está indefinido e com chances de repetir aceleração semelhante à do segundo semestre de 2010. Uma pergunta que surge naturalmente é: se o restante de 2011 continuar com taxas em aceleração, que segmentos tenderão a pressionar mais a inflação?

Para responder a essa pergunta deve-se analisar indicadores que permitam identificar os pontos de maior influência no resultado geral do IPCA. Nossa conclusão dessa inspeção revela que os índices de não duráveis e monitorados, grupos que respondem conjuntamente por 58% do IPCA, podem registrar acréscimos nas respectivas taxas acumuladas em 12 meses. Assim, essas taxas poderão passar de 8,73% para 8,99% e de 5,67% para 5,75%, respectivamente, de julho para agosto, revelando permanência da pressão inflacionária.

Para os monitorados, especialmente, cresce a chance de uma aceleração mais forte em agosto, dada a possibilidade de reajuste das tarifas de energia elétrica em São Paulo e da telefonia fixa em todo território nacional. Se esses reajustes ocorrerem, o IPCA poderá acelerar mais que o esperado.

Em contrapartida, neste mês de agosto o setor de serviços registrará desaceleração em sua variação na taxa de 12 meses. Segundo nossa estimativa, a taxa poderá recuar de 8,82%, em julho, para 8,75%, em agosto.

Gráfico 11: Taxa Selic vs. Taxa para Consumo\* (%)



\* A taxa Selic é acumulada no mês e anualizada. A taxa para o consumo é definida como a média das taxas de juros das seguintes modalidades de crédito para pessoa física: crédito pessoal, aquisição de veículos e aquisição de outros bens. As taxas foram ponderadas pelos saldos de cada modalidade em cada instante do tempo.

Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV

Devido a tudo isso, a expectativa de um recuo mais forte da inflação no último trimestre de 2011 não é tão factível, pois poderão ocorrer reajustes em segmentos menos sensíveis a variações da Selic. Isso implicaria a necessidade de se intensificar o uso dos principais instrumentos de política

monetária ou adiar apenas para 2013 a convergência para o centro da meta do IPCA. No entanto, em um cenário de recessão mundial a inflação pode convergir para o centro da meta já em 2012.

Em relação aos dados de crédito, os resultados de junho mostram que o estoque total continua se expandindo (para 47,2% do PIB, ante 46,9% no mês anterior). As novas concessões, em termos reais e ajustadas sazonalmente, superam o patamar do período de anúncio das medidas macroprudenciais em dezembro de 2010. Ainda que a taxa de juros para as modalidades direcionadas para consumo tenha se elevado em 7 p.p. desde nov./10 como reflexo das medidas de restrição ao crédito, a demanda ainda mostra sinais de vitalidade mesmo com a qualidade do crédito se deteriorando, na medida em que modalidades mais caras avançam na composição da carteira. O Gráfico 11 revela a correlação existente entre o custo de crédito para o tomador e a taxa básica de juros.

A despeito do expressivo encarecimento das modalidades de crédito, especialmente as direcionadas para o consumo das famílias, o estoque das operações segue em expansão, sugerindo que novas medidas de restrição ao consumo venham a ser adotadas. Não obstante, o comprometimento da renda com o pagamento de juros tem contribuído significativamente para o crescimento do endividamento das famílias e da inadimplência.

A julgar pela recuperação do apetite por crédito, dos custos cada vez maiores para os tomadores e do crescente grau de endividamento das famílias, é possível que o risco de calote aumente, impondo maior cautela por parte das instituições financeiras quanto às novas concessões.

## 5. Política Fiscal

O balanço das contas públicas do primeiro semestre deste ano revela um vigoroso desempenho das receitas do governo, decorrente, em grande medida, do pagamento da cota única relativa ao resultado das empresas no último trimestre de 2010, além da antecipação do ajuste anual referente ao lucro

*O desempenho favorável das contas públicas no primeiro semestre não significa que se possa considerar que alcançar a meta “cheia” para os próximos meses seja uma tarefa fácil*

obtido no ano passado. Esses fatores tiveram forte impacto sobre as receitas com imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido no período de janeiro a março de 2011. Adicionalmente, o dinamismo do mercado de trabalho, implicando melhoria de emprego e renda, sustentou a expansão no volume de vendas do comércio, com reflexos positivos na arrecadação do PIS e da Cofins. Além de a receita pública refletir a expansão do nível de atividade econômica, alterações na legislação tributária relativa a impostos como o IPI e o IOF, somados a receitas extraordinárias decorrentes do Refis da Crise, também contribuíram para sustentar o vigoroso resultado das receitas primárias até junho.



A arrecadação ampliada das receitas compartilhadas (IPI e IR) contribuiu para a expansão de R\$ 11,5 bilhões das transferências constitucionais, de maneira que a transferência de recursos federais para estados e municípios cresceu 17,3%, ambos os indicadores em termos reais. Nesse sentido, a receita líquida do governo registrou avanço real de mais de R\$ 41 bilhões, taxa 11,8% superior à de igual período do ano passado.

Conforme o exposto na Tabela 4, a combinação de receitas tributárias em elevação e o relativamente baixo crescimento das despesas primárias — em função do reajuste real do salário mínimo próximo de zero, somado à contenção dos investimentos — tem sido a âncora pela qual o

**Tabela 4: Consolidação das Contas Públicas** (deflacionado pelo IPCA de junho de 2011)

R\$ Bilhões - em termos reais	Acumulado 1º Semestre			
	2011	2010	Δ R\$	%
<b>Superávit Primário do Setor Público Consolidado (1+2+3)</b>	<b>78,2</b>	<b>44,9</b>	<b>33,3</b>	<b>74,2</b>
<b>1. Superávit Primário - Governo Central<sup>1</sup></b>	<b>55,4</b>	<b>26,4</b>	<b>29,0</b>	<b>109,6</b>
<b>1.1 Esforço Fiscal Federal (1.1.1 - 1.1.2)</b>	<b>55,5</b>	<b>26,6</b>	<b>29,0</b>	<b>109,0</b>
<b>1.1.1 Receita Líquida</b>	<b>393,5</b>	<b>352,1</b>	<b>41,4</b>	<b>11,8</b>
Receita Total	480,0	425,9	54,1	12,7
Transferência a Governos Regionais	86,5	73,8	12,7	17,3
<b>1.1.2 Despesa Total</b>	<b>337,9</b>	<b>325,5</b>	<b>12,4</b>	<b>3,8</b>
Pessoal e Encargos	87,0	83,4	3,6	4,3
Benefícios Previdenciários	129,6	125,1	4,5	3,6
Outras Despesas Obrigatórias	32,7	30,9	1,9	6,1
Custeio	67,6	64,1	3,5	5,5
Investimento	20,9	22,0	-1,1	-4,9
<b>2. Superávit Primário - Governos Regionais</b>	<b>22,1</b>	<b>17,0</b>	<b>5,1</b>	<b>30,0</b>
<b>3. Superávit Primário - Empresas Estatais</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-53,2</b>

<sup>1</sup>Superávit Primário após Ajuste Metodológico e Discrepância Estatística. Considera Superávit/ Déficit do Banco Central do Brasil  
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, Banco Central do Brasil. Elaboração IBRE/FGV

governo central consegue alcançar sucessiva e antecipadamente as metas de superávit primário definidas na lei orçamentária. Em paralelo, o crescimento da massa salarial, que reflete as contribuições sobre a folha de pagamento, tem contribuído positivamente para reduzir o déficit do regime geral da previdência social (RGPS) assim como o maior esforço fiscal realizado por parte dos estados. Dessa forma, o superávit primário do setor público consolidado atingiu até junho o cumprimento de mais de 66% da meta definida para o ano (R\$ 117,9 bilhões).

Mas o desempenho favorável das contas públicas no primeiro semestre não significa que se possa considerar que alcançar a meta “cheia” para os próximos meses, sem descontar os investimentos do PAC, seja uma tarefa fácil. Com base nos dados preliminares do Senado Federal e analisando-se a sazonalidade da despesa primária é possível identificar que historicamente o mês de julho é o período no qual ocorre o pagamento do adiantamento das gratificações natalinas para os servidores públicos federais. Ademais, diante da necessidade de aumentar os investimentos como

forma de atender às demandas por infraestrutura para os eventos da Copa do Mundo, das Olimpíadas e para a exploração do pré-sal, é provável que se observe uma expansão mais acelerada dos gastos no segundo semestre.

A despeito da melhoria e do retorno ao padrão fiscal verificado no período pré-crise, o equilíbrio das finanças públicas no segundo semestre seguirá dependendo do desempenho da arrecadação federal, variável fundamental para qualquer ajuste fiscal de curto prazo no país. A necessidade de pensar o equilíbrio fiscal de médio e longo prazo permanece sendo a saída para enfrentar o “cobertor curto”.

## 6. Setor Externo

### As Perspectivas para o Balanço de Pagamentos do Brasil e as Medidas de Comércio Exterior do Plano Brasil Maior

**Perspectivas** – Estamos entrando em uma fase de contração global severa, na qual se espera uma recessão mundial prolongada? Ainda é cedo para responder a essa pergunta. No entanto, é claro que a economia mundial vai crescer menos do que se esperava no início deste ano. Além do aprofundamento da crise nos EUA e na Europa, o motor chinês, que foi um dos responsáveis pela saída da crise de 2008, pode não ser tão potente agora: a inflação na China continua subindo, apesar de o governo ter aumentado a taxa de juros cinco vezes desde outubro de 2010; e as perspectivas para a demanda global não são favoráveis. Logo, uma desaceleração chinesa não parece totalmente fora do radar atualmente.

*A agenda da competitividade é uma agenda de reformas de médio prazo, que ainda está por ser iniciada para valer*

Antes do recente aumento da turbulência, o balanço de pagamentos do Brasil estava em uma situação relativamente confortável. Apesar da valorização cambial (6,5% no conceito de taxa efetiva real entre julho de 2010 e 2011; de 55% em relação a janeiro de 1999), os superávits comerciais estavam garantidos pelo aumento do preço das principais *commodities* e pela demanda chinesa (17,4% do total das exportações brasileiras). O índice IBRE de preços das *commodities* com ajuste sazonal (ver Tabela A.2 no Anexo), embora tenha registrado uma queda de 1,2% entre junho e julho, aumentou 35,2% na comparação da média de janeiro-julho entre 2010 e 2011. Quanto às manufaturas (36,4%, do total exportado, no acumulado de janeiro a julho), as perspectivas não vêm sendo boas. O câmbio valorizado e a lenta recuperação dos mercados dos países desenvolvidos colocavam nos mercados sul-americanos a responsabilidade pelo dinamismo desses fluxos. Uma retração da economia mundial afeta os preços das *commodities* e a renda dos nossos principais compradores de manufaturas. Além disso, a eleição presidencial na Argentina poderá acirrar as demandas por proteção dos setores industriais — o alvo é o Brasil.

Nossa projeção para o saldo da balança comercial é de US\$ 21-22 bilhões,<sup>8</sup> em um cenário de queda da demanda mundial. Por um lado, porque não se espera uma turbulência no sistema bancário como a que levou à redução de liquidez nos mercados internacionais em 2008. Por outro, porque a economia brasileira está reduzindo o seu ritmo de crescimento, o que tem impacto nas importações de matérias-primas (quase metade das importações) (ver Gráfico 12).

Quanto ao saldo em transações correntes, o déficit no primeiro semestre foi de US\$ 25,5 bilhões. Uma recessão mundial poderá elevar as remessas de lucros e dividendos, mas também irá reduzir as despesas com os serviços realizados pelos residentes brasileiros. Nossa projeção é de déficit da ordem de US\$ 58-60 bilhões em 2011.

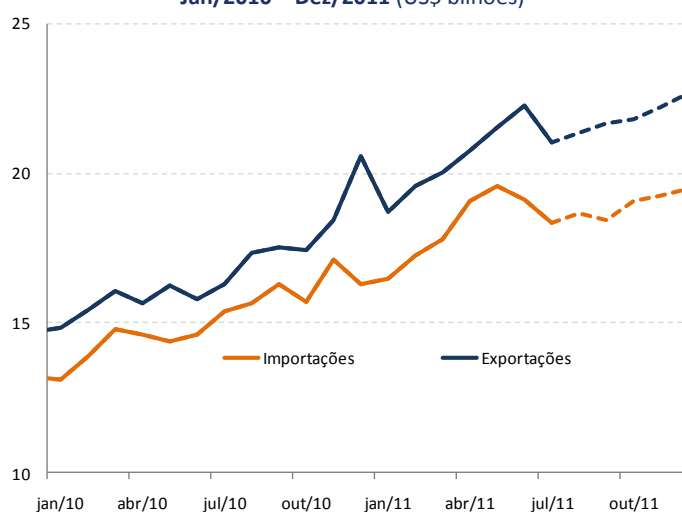
O maior risco que uma recessão mundial severa poderá trazer para as contas externas da economia brasileira está associado ao financiamento do déficit em transações correntes. Em um momento como o atual os investidores tornam-se mais cautelosos e se voltam para aplicações

tradicionais: os títulos do Tesouro americano, em particular, continuam sendo considerados de “menor risco” mesmo com o rebaixamento da S&P. Deve ser lembrado, porém, que, embora o nível das reservas internacionais brasileiras (US\$ 350 bilhões em 8 de agosto) tenha reduzido o grau de vulnerabilidade externa do país em comparação com choques externos anteriores, isso não significa que o país está imune — como mostraram os eventos pós-setembro de 2008.

**As medidas do Plano Brasil Maior** — As perspectivas da balança comercial irão depender dos desdobramentos da atual crise. No entanto, não podemos deixar de comentar as principais medidas de comércio exterior anunciadas pelo governo, que têm por objetivo melhorar a competitividade dos produtos brasileiros. Grande parte dessas medidas ainda precisa ser regulamentada, porém é possível fazer uma avaliação preliminar em relação à sua motivação central: as medidas terão sucesso no sentido de elevar a competitividade dos produtos brasileiros? Uma breve avaliação deve considerar os dois aspectos seguintes.

**Reduzir o custo das exportações/novos fundos de financiamento** — A instituição do Reintegra, que devolve créditos acumulados na cadeia produtiva, é a principal novidade. O anúncio inicial de que poderia haver um reembolso de até 4% do valor exportado das manufaturas já foi modificado. A devolução depende de um percentual de conteúdo nacional incorporado nos produtos, a ser

**Gráfico 12: Exportações e Importações - Valores realizados e projetados: Jan/2010 – Dez/2011 (US\$ bilhões)**



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV

<sup>8</sup> Supõe-se uma queda da ordem de 17 a 18% na comparação do desempenho dos fluxos de comércio entre agosto-dezembro de 2010 e 2011; o saldo acumulado era de US\$ 16,1 bilhões até julho.

definido, e pode variar por setor. Anunciar a medida antes de ter clareza de qual será o seu escopo é uma má prática, pois dá origem ao surgimento de *lobbies* setoriais em busca de maximizar os ganhos com sua adoção. A desoneração da alíquota previdenciária sobre a folha de salários para os setores de confecções, móveis, calçados e *software* é bem vinda pelo que promete em termos de apoio ao nível de emprego, mas não deverá mudar de forma substantiva a inserção dos setores no comércio mundial. A criação de um fundo de financiamento às exportações de natureza privada no Banco de Brasil (PROEX financiamento) para empresas com faturamento de até R\$ 60 milhões pode ajudar as pequenas e médias empresas, mas não irá alavancar grandes volumes de exportações de manufaturados, os quais dependem, fundamentalmente, do comportamento das grandes empresas. Em suma, afóra a promessa de que será dada celeridade aos créditos devidos aos exportadores, as medidas ainda precisam ser definidas ou têm pequeno impacto na balança comercial.

**Defesa comercial/protecionismo** — Aqui se concentram as principais medidas. O aumento do quadro técnico para as investigações de práticas desleais (*dumping* e subsídios), redução nos prazos de investigações e maior controle dos órgãos que monitoram as exigências técnicas e alfandegárias das importações são instrumentos que devem elevar os custos de transação das importações, mas são adequados. No entanto, a não ser que se instituem novamente “práticas burocráticas não transparentes” de retenção das importações, não é possível imaginar que possam afetar significativamente o saldo comercial de manufaturas. Uma medida proposta foi a criação de um mecanismo que permita o aumento do imposto de importação no âmbito do Mercosul. Especula-se que o governo quer permissão para elevar em até 35% as alíquotas de cerca de 100 produtos. Aqui, o risco de um aumento efetivo do protecionismo é claro. E, nesse caso, se caminha na direção contrária à busca de um ambiente favorável de eficiência e inovação.

Em suma, a impressão inicial é que o governo precisava anunciar medidas para apaziguar as demandas por proteção ao mercado interno. Mas pouco foi feito nas áreas de tributação, logística e programas que associassem as medidas de inovação com as de comércio exterior. A agenda da competitividade é uma agenda de reformas de médio prazo, que ainda está por ser iniciada para valer.

## **7. Em Foco IBRE: O IGMI-C como Instrumento de Análise de Estabilidade Macroeconômica e Financeira**

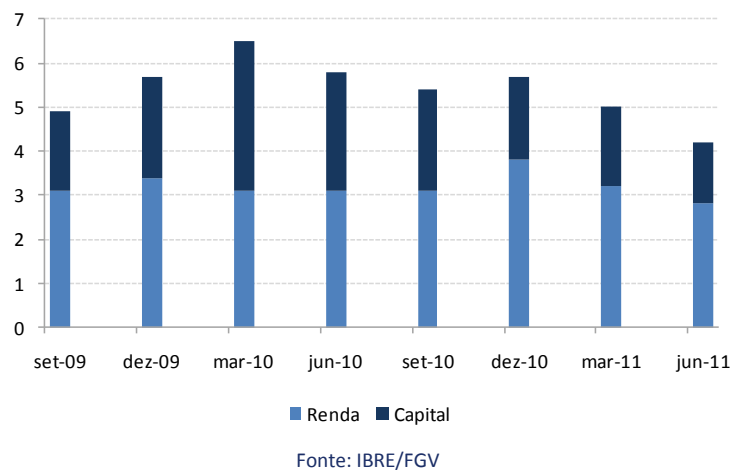
O Índice Geral do Mercado Imobiliário Comercial (IGMI-C) foi lançado em fevereiro de 2011, com uma série histórica iniciando em 2000. Seguindo a proposta de atualização trimestral, já foi calculado e divulgado para o primeiro e segundo trimestres de 2011. Temos então uma série de frequência trimestral da rentabilidade dos imóveis comerciais, calculada pela soma da rentabilidade do capital e da rentabilidade do fluxo de renda, principalmente aluguéis, gerada por esses imóveis.

Uma das utilizações desse indicador é servir de referência para os participantes desse mercado, permitindo de um lado a comparação com a rentabilidade de sua carteira de imóveis com a média do mercado, e do outro a comparação da rentabilidade desse tipo de investimento com a de outros, tais como ativos financeiros.

Outro tipo de uso igualmente importante do indicador é para a análise de conjuntura macroeconômica. Apesar de uma grande variedade de índices de preços no atacado e no varejo, e de índices de rentabilidade de ativos financeiros, o Brasil não contava com um indicador sobre a evolução da valorização de ativos reais, principalmente imóveis. O IGMI-C preenche parte dessa lacuna, devendo ser complementado por um índice dedicado ao mercado de imóveis residenciais, que se encontra em fase de construção (IGMI-R).

A crise recente do mercado imobiliário dos EUA, aliada a uma percepção de grande elevação dos preços dos imóveis nas principais capitais brasileiras, motivou a preocupação com relação à formação de uma “bolha” no mercado de imóveis brasileiro. No caso dos imóveis comerciais, os resultados do IGMI-C efetivamente mostram uma elevação dos preços significativa no passado recente. O retorno acumulado anual do componente capital do índice no quarto trimestre de 2009 foi de 12,9%, e continuou elevado, mas em desaceleração: 10,7% no quarto trimestre de 2010, e 7,7% no último número disponível (segundo trimestre de 2011, ver Gráfico 13).

Gráfico 13: IGMI-C - Taxa de Retorno por Trimestre (%)



Seriam esses números evidências concretas de uma bolha nos preços dos imóveis comerciais? Nos eventos claramente caracterizados por bolhas em outros mercados, outros países, e outros instantes do tempo, a explicação *ex-post* é invariavelmente que os preços subiram rápida e continuamente durante um período, simplesmente em função da crença dos participantes com relação à continuidade dessas elevações, sem contrapartida nos fundamentos concretos. A evidência da bolha é então uma queda igualmente rápida e significativa dos preços após esse período, quando algum fator torna essas crenças insustentáveis.

No caso do mercado imobiliário norte-americano, o fator decisivo foi o nível de inadimplência do segmento de baixa qualidade de hipotecas, num montante que inviabilizou os preços dos derivativos associados a elas, gerando uma espiral deflacionária dos preços dos imóveis dados como garantia. Esse tipo de preocupação não faz sentido no caso do IGMI-C, cuja amostra não conta com nenhum imóvel financiado. Como o objetivo é medir a rentabilidade líquida do setor,

não faz sentido incluir imóveis com qualquer grau de alavancagem, na medida em que isso traria a necessidade de descontar os pagamentos de juros para o cálculo da rentabilidade líquida. No caso dos imóveis residenciais, apesar da falta de informações robustas sobre a evolução dos preços, é importante lembrar que o montante de crédito (a despeito do crescimento dos últimos anos) ainda é relativamente pequeno, e que as regras de concessão são bem mais cuidadosas que as do caso norte-americano anterior à crise. Não existem evidências de um risco de inadimplência generalizada, muito menos que esta se transmita para o resto do setor financeiro na medida em que o mercado de derivativos associados a esses financiamentos é muito pequeno.

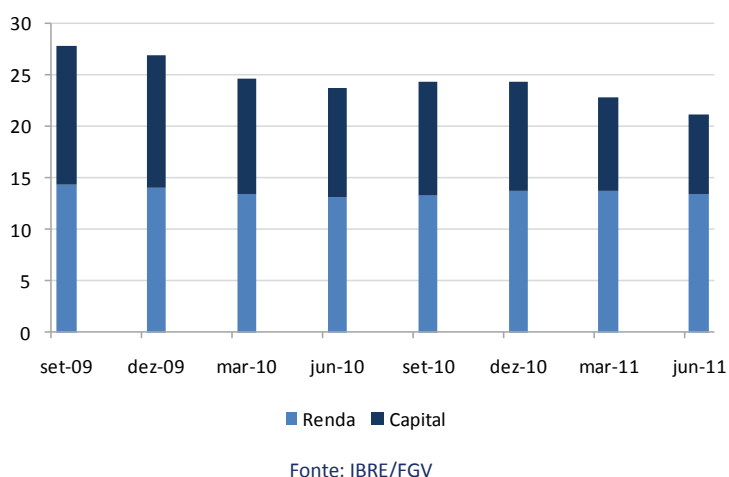
Um segundo argumento por trás da preocupação da bolha é o descolamento do retorno de capital da evolução dos custos de produção. A melhor medida para isso no Brasil é o INCC, que é composto pelos principais insumos e serviços utilizados na construção. Entretanto, esse descolamento não parece suficiente para caracterizar uma bolha, uma vez que as estruturas produtivas do setor de insumos e produtos finais da construção civil são bem distintas, assim como os tempos de produção e ciclos de estoques envolvidos. Adicionalmente, o INCC não inclui o preço dos terrenos, cujo comportamento no contexto de aumento da construção nas grandes capitais parece muito sensível ao fato de a estrutura de transportes ainda não estar bem desenvolvida.

O lado da demanda fornece uma estória por trás da crença de plausibilidade do aumento dos preços. No caso dos imóveis

residenciais, o aumento da renda conjugado à expansão do crédito habitacional parece caminhar no sentido de diminuir o grande déficit habitacional do país. O crescimento do comércio e do setor de serviços em geral amplia a procura por shopping centers e a ocupação de escritórios comerciais. O setor de construção fica adicionalmente pressionado por investimentos em infraestrutura previstos nos programas governamentais e pelos dois grandes eventos desportivos que o país sediará nos próximos anos.

A evolução recente da relação entre o fluxo de receitas líquidas e a valorização do capital tal como medida pelo IGMI-C não constitui motivo de preocupação com relação à ideia de formação de bolha: a taxa anualizada do componente de retorno da renda no segundo semestre de 2011 foi de 13,5%, praticamente igual à média do ano de 2010 (ver Gráfico 14).

Gráfico 14: IGMI-C - Taxa de Retorno - variações anuais (%)





## Anexo

**Tabela A.1: Saldo Dessazonalizado de Admissões Menos Desligamentos (média móvel de 3 meses) e Estoque de Emprego Dessazonalizado, Segundo Nível de Atividade (em milhares)\***

Setores de Atividade	SALDO			ESTOQUE		
	Abr-11	Mai-11	Jun-11	Mai-11	Jun-11	Jul-11
<b>Total</b>	<b>167</b>	<b>140</b>	<b>149</b>	<b>36.826</b>	<b>37.053</b>	<b>37.174</b>
Extrativa Mineral	2	2	1	197	198	199
Indústria de Transformação	28	20	18	8.212	8.236	8.260
Serviços Industriais de Utilidade Pública	1	1	1	386	389	388
Construção Civil	19	17	21	2.650	2.672	2.696
Comércio	37	34	36	8.116	8.154	8.190
Serviços	80	68	67	14.763	14.830	14.898
Administração Pública	1	0	0	903	915	919
Agropecuária	5	8	8	1.610	1.625	1.630

\* Ambas as medidas se referem ao emprego celetista. O estoque de emprego refere-se ao primeiro dia de cada mês.

Fonte: CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV

**Tabela A.2: Índices de Preço e de Quantum de Commodities**

	Geral		Agrícola		Combustíveis		Minerais	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum
jan-10	88,3	95,3	96,5	93,4	103,6	109,6	66,0	91,1
fev-10	89,5	101,1	95,2	97,3	106,9	102,9	70,3	105,5
mar-10	91,5	101,5	96,6	96,2	107,4	120,0	73,0	99,3
abr-10	94,8	95,4	97,1	97,2	107,2	102,1	84,4	92,4
mai-10	98,7	104,3	96,7	102,8	101,5	105,9	98,4	96,6
jun-10	103,4	96,3	103,2	98,2	91,4	98,9	110,3	93,7
jul-10	99,8	92,5	94,7	102,8	89,3	64,8	113,3	88,0
ago-10	101,1	100,0	97,1	104,8	87,5	87,5	116,2	99,2
set-10	103,8	102,8	99,5	107,8	91,5	104,2	118,6	83,5
out-10	106,2	100,4	103,4	104,9	98,1	73,3	116,3	111,7
nov-10	109,6	103,3	108,2	102,3	105,9	95,8	114,9	112,0
dez-10	113,5	107,1	111,9	92,5	109,8	135,1	118,4	126,9
jan-11	118,9	97,1	114,8	95,1	121,7	97,1	124,7	105,8
fev-11	124,1	91,5	119,0	85,2	125,0	106,0	132,3	91,7
mar-11	127,2	99,7	121,8	97,9	130,5	100,1	133,4	104,5
abr-11	133,6	98,8	126,5	95,2	144,2	97,6	139,5	113,1
mai-11	134,0	95,0	124,4	85,0	145,6	100,6	141,7	105,7
jun-11	132,1	99,5	124,2	96,1	143,8	102,2	138,8	108,3
jul-11	130,5	100,2	124,3	91,8	139,1	104,7	136,0	112,0
<b>Taxas de Crescimento</b>								
Jul/Jun-11	-1,2	0,7	0,0	-4,5	-3,3	2,5	-2,0	3,4
Jan-Jul 11/Jan-Jul 10	35,2	-0,7	25,7	-6,0	34,3	0,6	53,7	11,2

Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV

## **Instituto Brasileiro de Economia**

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

### **Pesquisadores**

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

Lia Valls Pereira

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

## **Boletim Macro IBRE**

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Sílvia Matos

### **Equipe**

Aloísio Campelo

André Braz

Gabriel Barros

Lia Valls Pereira

Rodrigo Leandro de Moura

Salomão Quadros

Colaborador da Seção Em Foco IBRE: Paulo Picchetti

### **Advertência**

Este Boletim, com informações atualizadas até 11 de Agosto de 2011, foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.