

## **Na Virada do Ano, Economia se Aproxima do Cenário do Banco Central**

As informações analisadas nesse Boletim indicam que os próximos meses serão um período em que a desaceleração da atividade econômica virá acompanhada de redução da inflação acumulada em 12 meses. O cenário do BC, nessas condições, ganha credibilidade e parece justificar a continuidade do processo de redução das taxas SELIC. Nossa avaliação, contudo, é que essa trégua pode ser temporária, com a incerteza retornando no segundo trimestre de 2012. Um agravamento do contexto internacional, se acompanhado de restrição de crédito, pode acelerar a mudança do atual cenário, que no curto prazo se afigura benigno pelo menos no que diz respeito ao IPCA medido em 12 meses.

O mês de setembro assistiu à continuação da desaceleração da atividade econômica iniciada no segundo trimestre. O Indicador de Atividade Econômica (IAE) do IBRE diminuiu 0,4% em setembro em relação a agosto. A taxa de crescimento trimestral (tst, com ajuste sazonal) caiu de 0,5% no trimestre findo em agosto para 0,3% no terminado em setembro, sendo essa a nossa previsão para o crescimento do PIB no terceiro trimestre deste ano. Estimativas preliminares para outubro apontam para uma taxa de crescimento de 0,1% para o trimestre terminado nesse mês. Com os novos resultados, nossa nova previsão para o crescimento do PIB em 2011 é de 3,2%.

A desaceleração vem sendo provocada principalmente pela contração da Formação Bruta de Capital Fixo, como apontado pela queda de 0,9% do Indicador Mensal do Investimento (IMI) do IBRE no terceiro trimestre. Um cenário econômico mundial incerto, tendo como foco as dificuldades na Europa e a ameaça de uma contração na oferta de crédito para os emergentes que daí poderia advir explicam a cautela empresarial em relação aos investimentos fixos. Esse efeito negativo é potencializado pela lentidão na execução dos investimentos públicos neste ano, especialmente federais, conforme enfatizado em edições anteriores deste Boletim.

O modesto crescimento residual do nível de atividade tem sido impulsionado, pelo lado da demanda, pelo consumo das famílias. Pelo lado da oferta, pelo desempenho dos serviços, pois a produção industrial diminuiu no terceiro trimestre, devido ao mau desempenho da indústria de transformação. Para o último trimestre, porém, os indicadores apontam para uma modesta recupe-

ração do nível de atividade do setor.

Do lado do consumidor, o indicador de confiança acusou pequena melhora em outubro, com as expectativas favoráveis em relação às finanças pessoais e às compras de duráveis, movimentos possivelmente influenciados pelo início da queda das taxas de juros. A percepção sobre o mercado de trabalho mantém-se relativamente favorável, mas o consumidor continua preocupado com o cenário econômico e a alta dos preços, visto que a inflação média prevista pela pesquisa do IBRE apresentou o maior aumento em três anos.

Em setembro, esse quadro de desaquecimento chegou ao mercado de trabalho com o leve aumento da taxa de desemprego, que em termos dessazonalizados ficou em 6,1%, contra 5,9% em julho e agosto. Nossa previsão é que a taxa para outubro voltará a subir, também ligeiramente, para 6,2%. Ainda assim, taxas historicamente muito pequenas. Parte do aumento do desemprego de setembro reflete a modesta geração de empregos que vem caracterizando a indústria. Mas agora se observa que a construção civil e o comércio também geraram menos empregos do que vinham fazendo, reflexo das medidas de contenção de crédito, acomodação da demanda por novos imóveis e pressão da inflação. Destaque-se que em setembro a renda real média diminuiu pela primeira vez em muito tempo, parte disso por causa da aceleração da inflação.

Apesar da elevação até então, um ciclo de desaceleração da inflação medida pelo IPCA começou em outubro, como antecipado. É provável que essa desaceleração prossiga pelos próximos meses, pois entre novembro de 2010 e abril de 2011 o IPCA registrou taxa média mensal de quase 0,8% — taxa que não deverá ser superada nos próximos seis meses. A desaceleração na taxa de 12 meses será sustentada, em parte, por aumentos menores de alimentos, que têm forte peso no IPCA. Para os próximos dois meses é provável que esse indicador convirja para o teto da meta de inflação. A chance de cumprir a meta dentro do intervalo cresceu diante do adiamento de reajustes que poderiam influenciar uma elevação ainda maior do IPCA. A impressão que fica é que a inflação está sob controle, o que deve permitir ao BC prosseguir reduzindo a SELIC.

Mas é oportuno ressaltar que a desaceleração dos aumentos de preços nos próximos meses não está totalmente garantida. Entre os riscos destacam-se a própria inflação mais alta de 2011, que tenderá a elevar os reajustes de preços administrados e de serviços controlados, influenciados que são pela inflação passada. Além disso, o reajuste de 14% para o salário mínimo iniciará um novo

ciclo de reajustes nos preços dos serviços livres, o qual manterá a inflação desses itens acima da média.

A inflação crescente, influenciada tanto pela política fiscal expansionista quanto pelos reajustes do salário mínimo, tem permitido crescimento das despesas públicas sem comprometer que a meta de superávit primário de 2011 seja alcançada. Registre-se, porém, que o ajuste fiscal praticado neste ano é de qualidade ruim, pela limitação que impõe à execução dos investimentos públicos. A estratégia até aqui adotada vem sendo orientada para o corte dos investimentos, o que, somado ao bom desempenho da arrecadação federal, tem permitido ao governo central cumprir antecipadamente a meta fiscal.

Na área internacional, as turbulências na União Europeia e as incertezas quanto ao rumo da recuperação da economia dos Estados Unidos continuam sendo temas prioritários. Esse cenário, porém, não tem prejudicado o desempenho do setor externo brasileiro, como se deduz dos resultados do balanço de pagamentos divulgados até o presente. Mas existe a dúvida quanto a se, com a continuação das condições econômicas desfavoráveis, atualmente mais concentradas na Europa, o investimento estrangeiro continuará fluindo para o país, dada a restrição de crédito que poderá ocorrer se a situação se agravar.

A balança comercial continua a apresentar superávits, sendo que até outubro o crescimento das exportações (30%) superou com folga o das importações (25,5%) na comparação com o mês anterior. O crescimento das exportações continua a ser liderado pelos produtos básicos, que responderam por 59% do aumento das exportações nos meses de janeiro a outubro de 2010 e 2011. O principal determinante continuou a ser a alta dos preços das commodities, mas essa tendência arrefeceu em outubro. As exportações de manufaturas também aumentaram substancialmente até outubro, tendo sua participação na pauta chegado a 36%, enquanto a dos básicos atingiu 48%. Em parte isso se deveu à desvalorização cambial observada desde agosto: entre agosto e setembro o índice da taxa de câmbio efetiva real do IBRE desvalorizou 7,6%; em outubro, o aumento foi de 1,6%. Para o final do ano não se esperam mudanças importantes nessa área, restando por saber qual o impacto da desvalorização nominal sobre a balança comercial em um contexto de incerteza quanto ao quadro internacional.

O panorama internacional no último mês mudou substancialmente em relação às expectativas quanto à China. Há quatro semanas temia-se que esse país pudesse se tornar uma fonte adicional

de instabilidade, a partir de políticas domésticas restritivas e um mercado de exportação em desaceleração. Agora é provável que a China ajude a conter o pessimismo e atenuar as projeções sombrias para 2012.

A modesta desaceleração chinesa se deve a dois fatores principais: a perda de dinamismo da indústria, por conta do menor crescimento das exportações para a Europa e para os EUA, e o arrefecimento do setor de construção imobiliária, em função das políticas restritivas adotadas pelo governo para o setor. Outro receio era de que a inflação custasse a ceder, limitando o campo de manobra da política econômica. Os indicadores de outubro suavizaram esses temores.

Nossa seção de política fornece uma breve apreciação das frequentes mudanças dos titulares de ministérios na administração federal. Há, provavelmente, mais de um motivo, mas as práticas de uso indevido de dinheiro público parecem ser uma parte relevante da explicação, considerando que cinco dos ministros substituídos apareceram na mídia envolvidos nesse tipo de suspeita. O artigo fornece uma explicação original para o fenômeno.

A seção Em Foco deste mês, de autoria de Gabriel Leal de Barros, apresenta reflexões sobre um pouco conhecido instrumento de política fiscal: os chamados “Restos a Pagar”. O caráter didático da exposição justifica-se pelo pouco que se sabe de um item que crescentemente concorre com os recursos aprovados na lei orçamentária no que toca à execução financeira da União. As etapas por que passa o processo de efetivação do gasto, suas características e quantificação são objeto do artigo, para que seja possível avaliar em que medida o governo se utiliza desse instrumento para adiar despesas para os próximos exercícios ou como mecanismo para contornar o excesso de *due diligence* e de lentidão burocrática da máquina pública. Isso exige que se avalie a dinâmica dos restos a pagar inscritos em anos anteriores e pagos nos seguintes.

O texto conclui que a utilização dos restos a pagar é uma forma de garantir maior “flexibilidade fiscal”, tendo em vista que eles não aparecem nas estatísticas de resultado primário “acima e abaixo da linha”, permitindo parcialmente a geração de superávits fiscais virtuais. Além de distorcer o indicador de resultado primário como medida de demanda do setor público, o instrumento cria um orçamento paralelo no qual as prioridades definidas na peça orçamentária anual confundem-se com as de orçamentos passados.

## I. Atividade Econômica

A atividade econômica apresentou forte contração em setembro, como testemunhado pelo Indicador de Atividade Econômica (IAE) do IBRE,<sup>1</sup> que recuou 0,4% em relação a agosto. Novas informações implicaram também revisão na taxa de crescimento de agosto. Com os novos resultados, a taxa de crescimento trimestral (tst, com ajuste sazonal) caiu de 0,5% no trimestre findo em agosto para 0,3% no trimestre terminado em setembro. Essa é a nossa previsão para o crescimento do PIB no terceiro trimestre deste ano. Em relação às variações acumuladas em 12 meses, o IAE recuou de 4,2% em agosto para 3,8% em setembro (ver Gráfico 1).

O efeito do carregamento estatístico (*carry over*) para 2011 como um todo diminuiu para 3,1% — isto é, se a economia mantiver no último trimestre do ano o nível de produção estimado para o terceiro, o PIB crescerá apenas 3,1% em 2011 em relação a 2010. A revisão do crescimento no terceiro trimestre implicou nova previsão para o crescimento do PIB em 2011: de 3,6% para 3,2%.

O modesto crescimento do PIB no terceiro trimestre é explicado, em grande medida, pela contração da Formação Bruta do Capital Fixo. O Indicador Mensal do Investimento (IMI) do IBRE<sup>2</sup> aponta para uma queda de 0,9% naquele trimestre, após crescer 1,7% no segundo. Em relação às variações acumuladas em 12 meses, o IMI recuou de 8,9% em agosto para 7,2% em setembro (ver Gráfico 2 e Tabela 1).

Diversos fatores contribuíram para a queda do investimento fixo, mas a crise na Europa tem grande responsabilidade pela influência negativa sobre a confiança dos empresários. Essa

A projeção do IBRE para o crescimento do PIB no terceiro trimestre é de 0,3%

Gráfico 1: Indicador de Atividade Econômica – IAE\*

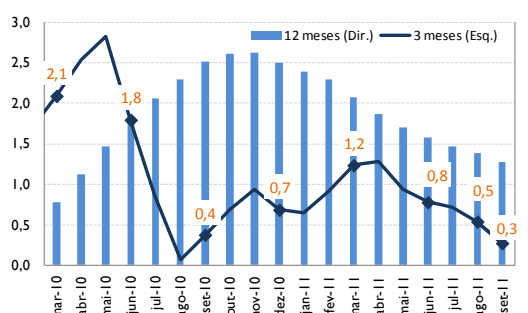
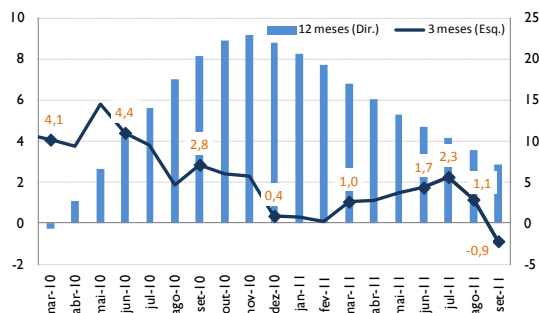


Gráfico 2: Indicador Mensal do Investimento – IMI\*



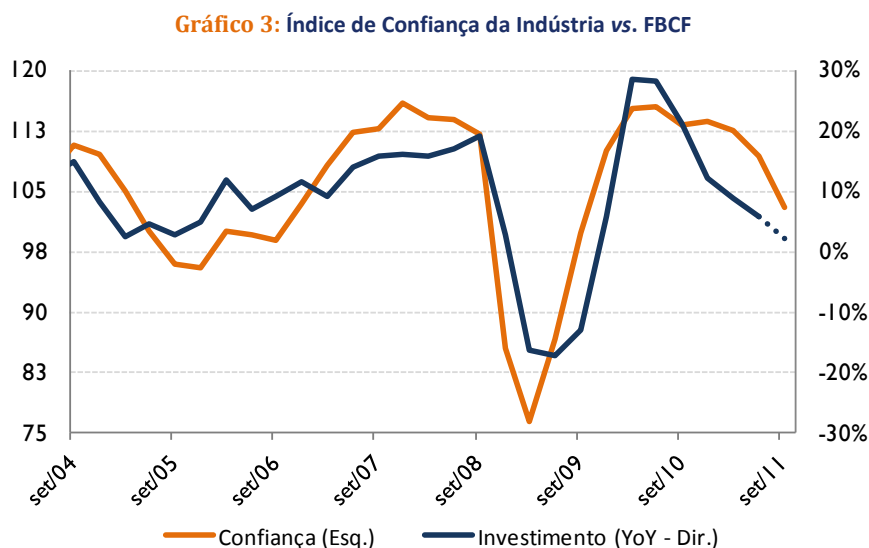
\* Percentuais de crescimento em relação ao trimestre anterior e acumuladas em 12 meses em relação aos 12 meses anteriores, médias móveis com ajuste sazonal.

Fonte: IBGE e IBRE/FGV. 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.

interpretação é visualizada no Gráfico 3, que indica forte correlação entre a Formação Bruta do Capital Fixo e o Índice de Confiança da Indústria (ICI) elaborado pelo IBRE/FGV.



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

Quanto aos demais componentes da demanda final, nossa previsão para o terceiro trimestre é de que o consumo das famílias crescerá 0,6%, sustentando o crescimento do PIB no período. Uma boa notícia é que o consumo do governo desacelerou de 1,2% para 0,4% (tst). Quanto às transações externas, a forte queda do *quantum* importado levou a uma contração de 1,2% nas importações, enquanto as exportações desaceleraram de 2,3% para 0,8% (ver Tabela 1).

Pelo lado da oferta, as projeções do IBRE para o PIB no terceiro trimestre apontam para forte desaceleração da indústria, com previsão de queda de 0,7%, após avançar apenas 0,2% no trimestre anterior. O setor de serviços ainda mantém um crescimento robusto de 0,7%; e a agropecuária permanecerá estável (ver Gráfico 4).

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, a produção diminuiu nos dois seguintes em 0,6% e 0,8% (tst), respectivamente. Esse resultado é devido às quedas da indústria de transformação nesses períodos, de 0,9% e 1,0%, respectivamente (ver Tabela 2).

**Tabela 1: Projeções para o PIB no Terceiro Trimestre de 2011 – Ótica da Demanda\* (%)**

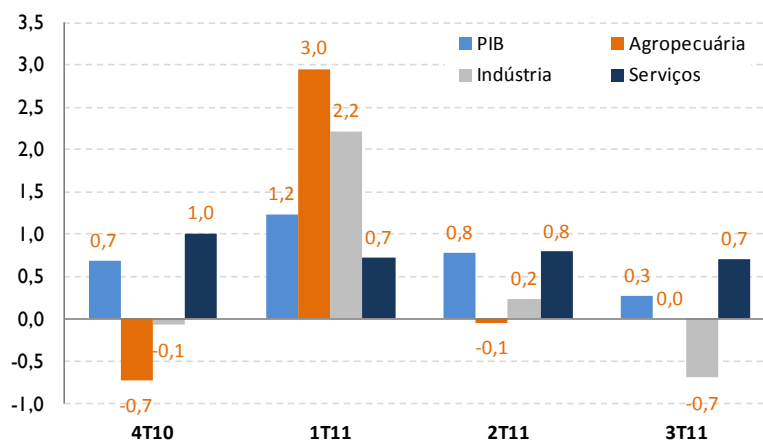
	3T11/3T11	3T11/3T10	Acum. em 4 Trimestres
<b>PIB</b>	<b>0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,8</b>
Consumo das Famílias	0,6	4,5	5,8
Consumo do Governo	0,4	2,4	2,0
FBCF	-0,9	2,2	7,1
Exportações	0,8	3,2	6,6
Importações	-1,2	6,2	14,7

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



Com relação às categorias de uso dos bens produzidos, tanto o segmento de bens intermediários quanto o de bens de consumo apresentaram taxas negativas no trimestre, sendo que no segundo caso isso se deveu aos duráveis. Em termos acumulados em 12 meses até setembro observa-se que os bens de consumo — com crescimento de 0,7%, contra 1,4% dos intermediários e 5,5% dos bens de capital — é que têm contido o crescimento da indústria geral nos modestos 1,6% registrados (ver Tabela 2).

**Gráfico 4: PIB – Oferta** (% crescimento, tst – com ajuste sazonal)



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

Apesar do bom desempenho dos bens de capital nessa métrica, no entanto, é oportuno registrar também que essa categoria registrou resultados muito ruins nos últimos dois trimestres: -1,3% e apenas 0,6% (tst), respectivamente (ver Tabela 2). A forte desaceleração da produção de bens de capital em setembro, aliás, é um dos fatores que explica a desaceleração dos investimentos acima apontada pelo IMI/IBRE.

**Tabela 2: Produção Industrial (%)**

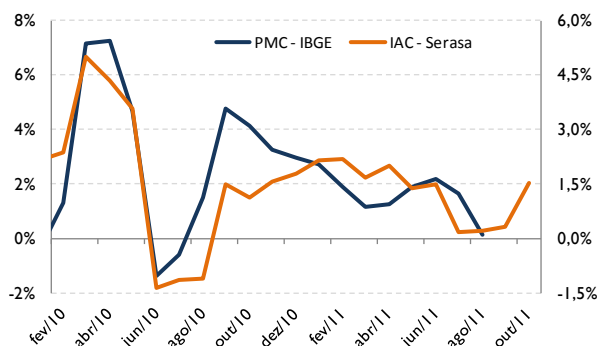
Produção Física na Indústria (por categorias, em %)	Trimestre*			Acumulado**	
	1T11	2T11	3T11	2011	12 meses
<b>Indústria geral</b>	<b>1,3</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>
Indústria extrativa	-1,5	1,2	0,2	2,0	4,0
Indústria de transformação	1,9	-0,9	-1,0	1,0	1,5
Bens de capital	4,5	-1,3	0,6	5,0	5,5
Bens intermediários	0,7	0,2	-1,1	0,6	1,4
Bens de consumo	1,5	-1,8	-0,6	0,3	0,7
Bens de consumo duráveis	4,5	-6,6	-2,2	0,5	0,8
Semiduráveis e não duráveis	1,3	-1,3	0,1	0,3	0,6
Insumos típicos da construção civil	1,1	0,4	0,6	3,8	4,5

\*Dados com ajuste sazonal. \*\*Dados sem ajuste sazonal. Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Para o último trimestre, os indicadores apontam para uma modesta recuperação da indústria de transformação. O Indicador da Produção Prevista elevou-se ligeiramente em outubro em relação a setembro, bem como o Indicador do Nível de Demanda Interna, ambos da Sondagem Industrial do IBRE/FGV.

Nossa previsão para o volume de vendas do comércio, por sua vez, é de que o resultado no último trimestre também será positivo. A taxa de crescimento trimestral do Indicador ajustado do Serasa<sup>3</sup> voltou a crescer em outubro, após registrar estabilidade nos últimos dois meses (ver Gráfico 5).

**Gráfico 5: PMC vs. Serasa (% crescimento, tst – com ajuste sazonal)**



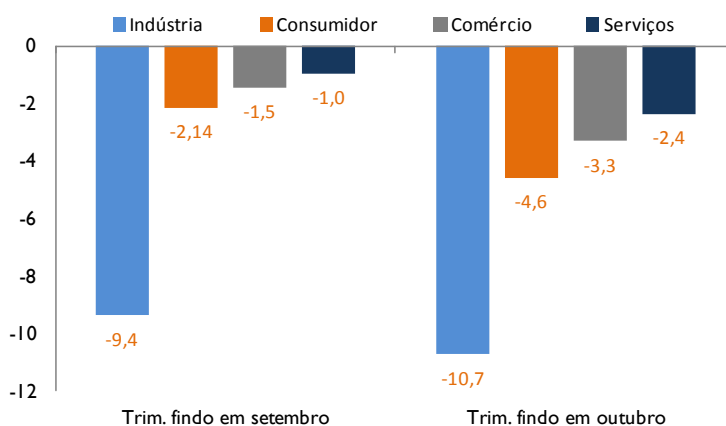
Fontes: IBGE e Serasa. Elaboração: IBRE/FGV.

## 2. Análise das Sondagens IBRE

Os índices de confiança do IBRE/FGV estiveram próximos da estabilidade em outubro relativamente ao mês anterior, considerando-se as séries dessazonalizadas. Os índices do consumidor e de serviços registraram pequenos aumentos, de 0,4% e 0,9%, respectivamente, enquanto o da indústria recuou 0,4%.

Favoráveis na margem, os resultados são ainda insuficientes para se concluir pela inversão da tendência de queda da confiança registrada nos meses anteriores. Os índices continuam em queda quando expressos em médias móveis trimestrais. Esse aspecto é ilustrado no Gráfico 6, que apresenta a evolução da média dos trimestres findos em setembro e outubro de 2011 contra o mesmo período do ano anterior, e inclui o recém-lançado Índice de Confiança do Comércio Ampliado (ICOM Ampliado).

**Gráfico 6: Índices de Confiança (trimestre contra trimestre do ano anterior)**



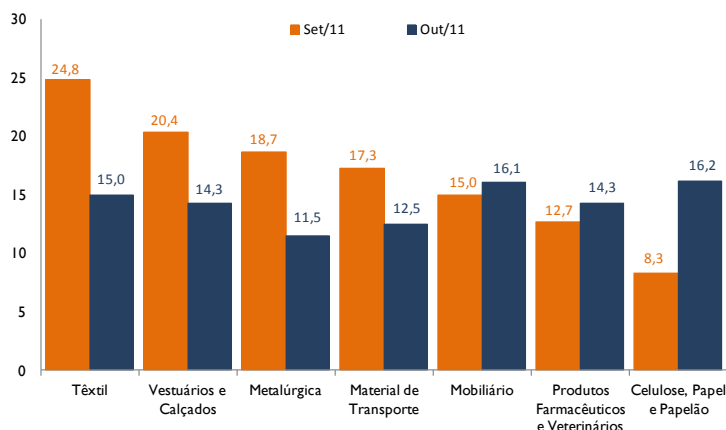
Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

A queda mais acentuada continua sendo a da indústria. Após a décima redução consecutiva, o ICI de outubro (100,7 pontos, com ajuste sazonal) é o menor desde agosto de 2009 e continua apontando para crescimento baixo no horizonte de dois meses. Houve queda de 0,9% do Índice da Situação Atual (ISA) e o Nível de Utilização da Capacidade Instalada (NUCI) diminuiu, mas

<sup>3</sup> O Indicador de Atividade do Comércio da Serasa Experian é medido pelo número de consultas realizadas pelos estabelecimentos comerciais à base de dados da empresa. O Indicador ajustado é obtido pela reponderação dos segmentos comerciais usando os pesos da Pesquisa Mensal de Comércio, do IBGE.



**Gráfico 7: Indicador de Estoques** (segmentos com maior proporção de empresas com estoques excessivos\*)



\*Proporções já líquidas das empresas com estoques insuficientes.

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

pouquíssimo: de 83,6% para 83,5%. A boa notícia foi a alta de 0,2% do Índice de Expectativas, a primeira desde janeiro deste ano.

O setor industrial tem acelerado o ajuste de estoques e continua sem contratar. Em outubro houve avanço significativo de ajuste nos segmentos que estavam superestocados no terceiro trimestre, como vestuário e calçados, têxteis, setor metalúrgico e automobilístico (ver Gráfico 7). Os três primeiros, no entanto, permanecem em ritmo lento e com perspectivas de desmobilização de mão de obra. Nos próximos meses há expectativa de que o efeito das medidas de estímulo a alguns segmentos (no âmbito do Plano Brasil Maior e no aumento do IPI para carros importados, por exemplo), associado ao afrouxamento da política monetária, possam colaborar para a recuperação do nível de atividade do setor.

**Tabela 3: Evolução da Confiança no Setor Serviços**  
(trimestre sobre trimestre do ano anterior)

	Set/11	Out/11
<b>Setor Serviços</b>	<b>-1,0</b>	<b>-2,4</b>
Transporte	-7,6	-8,2
Prestados às Empresas	-3,3	-4,2
Atividades Imobiliárias	-1,9	-3,0
Prestados às Famílias	-1,3	-1,5
Informação	10,6	6,8

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

A confiança do setor de serviços continua diminuindo lentamente. Entre os principais segmentos, os piores resultados são os daqueles mais relacionados ao atendimento das demandas de outros setores. Em serviços de transporte, a confiança média do trimestre agosto-outubro ficou 8,2% inferior à do mesmo período do ano anterior. Nos serviços prestados às empresas a queda foi de 4,2%. Já nos serviços de informação, os números são ainda bastante positivos na comparação com 2010, embora venham sinalizando desaceleração desde agosto (ver Tabela 3).

No comércio, a confiança vem caindo de forma similar à nos serviços. O resultado negativo do trimestre agosto-outubro foi influenciado por veículos, motos e peças (-9,5%), material de construção (-7,6%) e tecidos, vestuário e calçados (-6,7%).

Após dois meses em queda, a confiança do consumidor avançou 0,4% em outubro, com a melhora das expectativas em relação às finanças pessoais e às compras de duráveis, movimentos possivelmente influenciados pelo início da queda das taxas de juros. A percepção sobre o mercado de trabalho mantém-se favorável, mas o consumidor continua preocupado com o cenário econômico e a inflação: entre setembro e outubro, a inflação média prevista pela pesquisa do IBRE passou de 6,9% para 7,5%, a maior desde agosto de 2008. Houve aumento da frequência de citações a números como 7%, 8% e 10% para a inflação prevista dos próximos 12 meses e diminuição da frequência de citações a 5% ou 6%.

### 3. Emprego e Renda

O desaquecimento gradual do mercado de trabalho confirmou-se com o leve aumento da taxa de desemprego dessazonalizada de setembro: 6,1%, contra 5,9% em julho e agosto. Nossa previsão é que a taxa para outubro continuará a aumentar, também ligeiramente, para 6,2% (ver Gráfico 8).

Avaliando o saldo de geração de empregos medido pela média trimestral dessazonalizada (ver Tabela 6) observa-se que a criação de empregos na indústria diminuiu ainda mais em relação ao registrado no mês anterior: apenas 2,6 mil novos empregos foram criados em setembro. Os setores de construção civil e comércio também geraram menos empregos do que até então,

**Tabela 4: Evolução da Confiança no Setor Comércio**  
(trimestre sobre trimestre do ano anterior)

	Set/11	Out/11
<b>Setor Comércio</b>	<b>-1,5</b>	<b>-3,3</b>
Varejo restrito	-2,5	-3,7
Tecidos, vestuário e calçados	-2,5	-6,7
Hiper e supermercados	-2,1	-4,0
Veículos, motos e peças	-7,3	-9,5
Material para Construção	-2,4	-7,6
Varejo Ampliado	-3,2	-5,0
Atacado	1,7	0,7

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 5: Inflação Prevista pelo Consumidor nos Próximos 12 Meses**  
(números mais citados como proporção do total, %)

Números mais citados	Set/11	Out/11
5,0	9	8
6,0	15	13
6,5	5	7
7,0	17	19
8,0	12	13
9,0	4	3
10,0	8	10
<b>Soma</b>	<b>70</b>	<b>72</b>

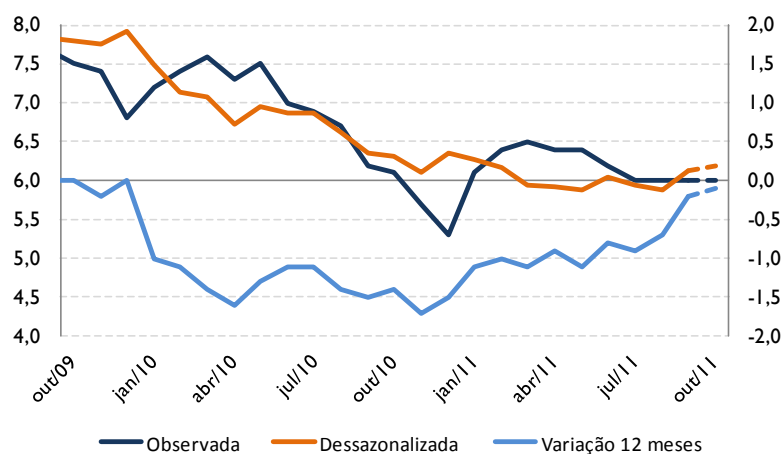
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

*A nossa previsão para a taxa de desemprego dessazonalizada de outubro é 6,2%*

reflexo das medidas de contenção de crédito, acomodação da demanda por novos imóveis e pressão da inflação.

No entanto, o que explica um setor de serviços ainda tão aquecido, com um alto nível de contratações, mesmo com a redução da renda real? A resposta está relacionada à formação de preferências e hábitos de consumo que resultou da elevação contínua da renda real ao longo do tempo. Assim, frente a uma redução da renda real, provavelmente gradual, as famílias ainda tendem a praticar os padrões de gasto anteriores. Algum tempo será então necessário para readequar hábitos de consumo. Nesse meio-tempo o setor de serviços se manterá relativamente aquecido.

**Gráfico 8: Taxas de Desemprego (eixo esquerdo) e Variação 12 Meses (eixo direito) das Regiões Metropolitanas (RJ, SP, BH, RE, SA, POA, em % da PEA), de Out-09 a Out-11**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 6: Saldo Dessazonalizado de Admissões Menos Desligamentos (média móvel três meses), Estoque de Emprego Dessazonalizado e Suas Variações (em %) Segundo Nível de Atividade (em milhares)**

Setores de Atividade	Saldo Dessazonalizado (Média trim.)			Estoque de Emprego Formal			Variações Saldo (%)		Variações Estoque (%)	
	Jul/11	Ago/11	Set/11	Ago/11	Set/11	Out/11	Ago/Jul	Set/Ago	Set/Ago	Out/Set
<b>Total</b>	<b>129,8</b>	<b>119,2</b>	<b>102,8</b>	<b>37.308</b>	<b>37.410</b>	<b>37.523</b>	<b>-8,2</b>	<b>-13,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>
Extrativa Mineral	1,5	1,6	1,6	201	202	203	7,3	-2,1	1,1	0,5
Indústria de Transformação	15,2	9,6	2,6	8.272	8.282	8.289	-36,9	<b>-72,9</b>	0,2	0,1
Serv. Ind. de Utilidade Pública	1,0	0,5	0,8	390	390	391	-52,6	64,4	0,5	0,4
Construção Civil	16,6	17,4	13,5	2.704	2.716	2.732	4,3	<b>-22,2</b>	1,0	0,6
Comércio	32,1	32,3	29,1	8.220	8.247	8.278	0,6	<b>-10,1</b>	0,7	0,4
Serviços	60,3	63,0	65,1	14.963	15.024	15.093	4,4	<b>3,3</b>	0,9	0,5
Administração Pública	0,3	0,2	0,2	923	929	932	-34,6	-0,6	1,0	0,3
Agropecuária	4,5	-2,9	-5,5	1.618	1.611	1.608	-165,7	85,4	-0,6	-0,2

Fonte: CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV. \* Ambas as medidas se referem ao emprego celetista. O estoque de emprego fornecido pelo MTE é do último dia do mês anterior, mas é considerado como do 1º dia do mês subsequente para efeitos de cálculo da taxa de rotatividade. Por exemplo, o período considerado para o estoque de 37,523 milhões é 31 de setembro, mas o MTE considera como de 1º de outubro.

**Tabela 7: Decomposição da Variação da Renda Média Real em Efeito Demanda e Produtividade, Segundo Anos de Estudo e Setores de Atividade**– Comparações Jul./11-Jul./10, Ago./11-Ago./10 e Set./11-Set./10.

	Efeito Demanda (Nível)			Efeito Produtividade (Composição)		
	Jul/11-Jul/10	Ago/11-Ago/10	Set/11-Set/10	Jul/11-Jul/10	Ago/11-Ago/10	Set/11-Set/10
<b>Educação</b>	<b>37,3</b>	<b>22,9</b>	<b>-13,9</b>	<b>25,9</b>	<b>33,2</b>	<b>14,0</b>
0	0,4	-0,2	-0,6	0,2	-0,9	0,2
1-3	1,2	-0,3	1,9	-2,6	-2,7	-3,3
4-7	5,6	7,6	9,3	-2,6	-2,8	-2,8
8-10	1,3	2,2	5,4	-4,2	-7,4	-6,0
11-15	8,7	7,1	3,9	3,3	7,7	14,1
16+	20,0	6,5	-34,0	31,8	39,4	11,8

	Efeito Demanda (Nível)			Efeito Participação dos Setores (Composição)		
	Jul/11-Jul/10	Ago/11-Ago/10	Set/11-Set/10	Jul/11-Jul/10	Ago/11-Ago/10	Set/11-Set/10
<b>Setores</b>	<b>58,6</b>	<b>55,7</b>	<b>-4,5</b>	<b>4,6</b>	<b>0,7</b>	<b>4,8</b>
Indústria	12,2	18,4	7,9	-5,1	-1,9	-1,9
Construção	3,1	4,8	4,0	3,4	4,9	4,9
Comércio	13,9	9,8	2,5	-0,2	3,1	-0,2
Inst. Financ.	1,0	-1,9	-18,4	14,8	8,6	11,9
Adm. Púb.	11,3	11,7	-18,6	-8,0	-8,6	-2,8
Trab. Dom.	2,5	1,3	2,1	-2,7	-1,3	-2,1
Serviços	12,4	11,3	16,3	2,6	-3,3	-3,1
Outras	2,1	0,2	-0,3	-0,1	-0,8	-1,8

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV. Cada número relativo à Educação (1ª coluna) representa os anos de estudo, tal que: 0 = Analfabeto, 1-3 = Ensino Primário Incompleto, 4-7 = Mínimo Ensino Primário Completo, 8-10 = Mínimo Ensino Fundamental Completo, 11-15 = Mínimo Ensino Médio Completo, 16+ = Ensino Superior ou Pós-Graduação Completo. A linha Educação é a soma dos efeitos de cada grupo educacional. Cada número relativo aos setores representa o setor de atividade, tal que: Inst. Financ.= Instituições Financeiras, Adm. Púb.= Administração Pública, Trab. Dom. = Trabalho Doméstico, Outras = Outras Atividades. A linha Setores é a soma dos efeitos de cada setor de atividade.

Em relação ao crescimento da renda, o último Boletim destacou que mudanças na composição da força de trabalho têm contribuído para que a renda média real não caia. A Tabela 7 mostra que, ao manter-se fixa a composição da força de trabalho entre setores, os rendimentos recebidos são diferentes entre os segmentos de atividade. Por exemplo, as empresas do setor público e as instituições financeiras pagaram R\$ 18 a menos em termos reais, na comparação entre setembro deste ano e do ano passado. Mas os trabalhadores no setor de serviços têm experimentado aumentos de renda bem acima dos ganhos dos demais setores. Isso reflete o crescimento dos serviços ao longo do tempo, frente a uma demanda ainda aquecida (como destacado acima). Mas também reflete uma mudança nos quadros de pessoal das empresas com a busca por trabalhadores mais qualificados.

O efeito da participação dos setores (composição) na Tabela 7 mostra que o crescimento relativo do emprego no setor das instituições financeiras – que tem atraído trabalhadores mais escolarizados e qualificados, por ser um setor que paga melhores salários – faz com que a média salarial aumente. No entanto, essa mudança da composição da força de trabalho entre os setores tem tido um impacto pequeno. O aumento da transição de trabalhadores para setores de maior remunera-

ção não ocorrerá no curto prazo, visto que ele exige requalificação profissional e/ou um crescimento da oferta de trabalhadores com formação adequada para o setor com retorno mais alto.

A manutenção da renda real em patamares elevados vai depender da melhora da produtividade – aumento das conclusões no ensino superior/médio – para compensar o arrefecimento da demanda das firmas por trabalhadores. No comparativo do último mês, set/11-set/10, esses dois efeitos (demanda e composição) ficaram equilibrados e tendem a permanecer assim até o fim do ano.

#### 4. Inflação e Política Monetária

Como antecipado neste Boletim, um ciclo de desaceleração da taxa acumulada em 12 meses do IPCA começou em outubro. O IPCA-15 antecipou esta tendência quando a taxa acumulada em 12 meses passou de 7,33% (até setembro) para 7,12%, (até outubro). A tendência foi confirmada com a divulgação do índice para o mês cheio, de 0,43%, trazendo a inflação acumulada no ano de 7,31% em setembro para 6,97% em outubro.

*É oportuno ressaltar que a desaceleração dos aumentos de preços nos próximos meses não está totalmente garantida*

É bastante provável que o período de desaceleração dessa taxa se sustente pelos próximos meses, pois entre novembro de 2010 e abril de 2011 o IPCA registrou taxa média mensal de quase 0,80%, teto que não deverá ser superado nos próximos seis meses. Esse processo de redução da taxa de 12 meses será sustentado, em parte, por aumentos menores de itens alimentícios com forte peso no IPCA.

Isso é o que sugere o índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), que registrou nos 12 meses até outubro de 2011 aumentos de 27,35% para o milho, 23,56% para o leite in natura e 27,91% para a cana-de-açúcar. Esses e outros fortes aumentos registrados nesse período devem diminuir bastante, sustentando o recuo das taxas anualizadas do IPCA para os próximos meses. Como consequência, a inflação acumulada de 6,97% até outubro poderá recuar em torno de 1,5 ponto percentual ao longo de 2012, chegando a 5,60% no fim desse ano.

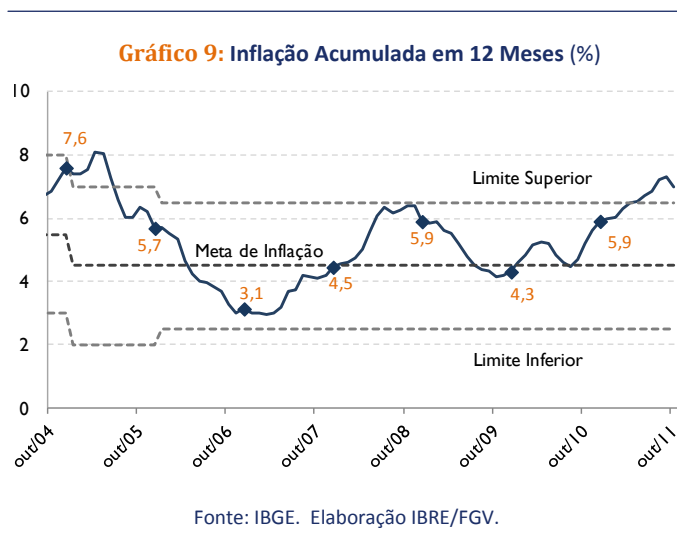
Esta expectativa é exatamente confirmada pela estimativa de inflação para os próximos 12 meses divulgada pelo relatório de mercado Focus do Banco Central, segundo a qual o mercado projeta uma taxa de 5,60% para igual período em 2012. Isso reafirma a magnitude da desaceleração esperada. Ainda assim, acima do centro da meta no fim do ano que vem.

Para os próximos meses até o final do ano é provável que o índice oficial convirja para o teto da meta de 6,50%. A chance de cumprir a meta dentro do intervalo cresceu diante do adiamento de reajustes que poderiam influenciar uma elevação ainda maior do IPCA. O reajuste da telefonia fixa e do cigarro são bons exemplos. Juntos eles comprometem 4% do orçamento familiar, e cada ponto percentual de reajuste em ambos poderia elevar em 0,04 ponto percentual a taxa do IPCA.

A expectativa de um contínuo recuo da inflação no futuro próximo pode fazer crescer a sensação de que ela não é mais um problema. Entretanto, o fôlego para a desaceleração não é eterno e dependerá de expectativas que estão sendo desenhadas ainda no ano em curso.

Assim, esse é um cenário benigno, pois existem riscos no horizonte. Entre eles, a própria inflação mais alta de 2011 tenderá a elevar os reajustes de preços administrados e de serviços controlados, os quais são influenciados pela inflação passada. Além da inércia via indexação, deve-se considerar que o reajuste de 14% para o salário mínimo — que iniciará um novo ciclo de reajustes nos preços dos serviços livres pelo encarecimento da estrutura de custos e aumento da demanda — deverá manter a taxa de inflação desses serviços acima da média.

Conclui-se que pelo menos até abril de 2012 a inflação ao consumidor poderá desacelerar continuamente. Mas a inércia inflacionária, o reajuste proposto para o salário mínimo e os reajustes de preços administrados adiados para 2012 tenderão a desenvolver um ambiente favorável ao reaquecimento da inflação. Sobretudo num contexto de redução da Selic, que tenderá a favorecer não só o investimento — com efeito positivo sobre o mercado de trabalho — mas também o consumo das famílias. Esse cenário de uma inflação mais pressionada é incerto, mas torna-se cada vez mais factível.



Para concluir, registre-se que, apesar de existir a possibilidade de o IPCA encerrar o ano no teto da meta, ainda assim o Brasil terá experimentado em 2011 a maior taxa de inflação desde 2004, quando o indicador fechou o ano com alta de 7,60% (ver Gráfico 9).

## 5. Política Fiscal

As expectativas da atual administração federal foram marcadas, mesmo antes do seu início, por preocupações e ceticismo em relação ao seu estilo de gestão e habilidade política. A visão predominante de um governo de continuidade, marcado nos últimos dois anos por elevados gastos públicos e credibilidade fiscal estremecida em função de manipulações contábeis dos resultados fiscais, sugeriam perspectivas pouco otimistas para o novo governo.

*O governo optou pelo ajuste fiscal factível e de qualidade ruim, ou seja, limitar a execução dos investimentos públicos*

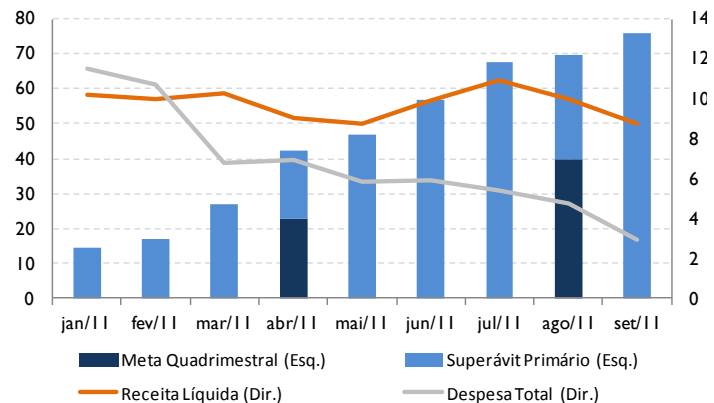


Em paralelo, a expectativa de inflação crescente influenciada tanto pela política fiscal expansionista de 2010 quanto pela herança da política de reajuste do salário mínimo adicionavam ingredientes ainda mais pessimistas para 2011. Não obstante, a mudança no mix de política econômica, com a Fazenda e o Banco Central buscando maior convergência e sinergia em suas ações, surpreendeu o mercado e impôs dúvidas quanto à independência do BC.

Logo no início, a disposição de assumir o desgaste político, fruto de negociações com as centrais sindicais para manutenção do acordo de reajuste do salário mínimo e do contingenciamento de cerca de R\$ 18 bilhões em emendas parlamentares, mudou o tom das negociações entre o governo e sua base aliada.

Mas a mudança de intenções não se mostrou suficiente para reverter a dinâmica de forte crescimento das despesas públicas, de maneira que o ajuste fiscal com corte de despesas mostrou-se cada vez mais longínquo. Diante da necessidade de obter resultados efetivos, o governo optou pelo ajuste fiscal factível e de qualidade ruim, ou seja, limitar a execução dos investimentos públicos. Portanto, a estratégia adotada orientou-se para o corte dos investimentos somado ao bom desempenho da arrecadação federal. Conforme se visualiza no Gráfico 10, essa combinação tem permitido ao governo central cumprir antecipadamente a meta de superávit primário.

**Gráfico 10: Evolução das Receitas, Despesas e Resultado Primário**  
(taxas e valores acumulados no ano)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Elaboração IBRE/FGV.

Como abordado em diferentes edições deste Boletim, é difícil pensar em ajustes fiscais de curto prazo sem que estes afetem o volume de investimentos públicos. É preciso pensar o equilíbrio das contas públicas com visão de médio e longo prazo, na qual ganhos de eficiência, choques de gestão e uma desaceleração no crescimento do gasto corrente (pessoal, previdência, social e custeio) tenham papel mais relevante. A necessidade de expandir a poupança e a capacidade de investimento público como mecanismos para mitigar os gargalos de infraestrutura e alavancar o crescimento econômico passa necessariamente por medidas que busquem desindexar e racionalizar a estrutura de despesa pública.

Algumas medidas nessa direção são a reforma da previdência dos servidores públicos federais, a limitação do crescimento da despesa total e corrente ao crescimento do PIB, a revisão da política de pensões e do seguro-desemprego.

## 6. Setor Externo

As turbulências na União Europeia e as incertezas quanto ao rumo da recuperação da economia dos Estados Unidos continuam como temas prioritários na agenda internacional. Esse cenário, porém, não prejudicou o desempenho do setor externo brasileiro até o momento, como se deduz dos resultados do balanço de pagamentos divulgados até o presente.

Assim, o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos foi de US\$ 35,9 bilhões até setembro, um valor bem próximo ao do mesmo período de 2010 (US\$ 35,3 bilhões). Só que nesse mesmo período em 2010, o saldo da conta capital era de +US\$ 72 bilhões e no ano em curso foi de +US\$ 93 bilhões. Adicione-se o fato de que a melhora da conta capital está associada à entrada dos investimentos diretos — um salto de US\$ 22,5 bilhões para US\$ 50,4 bilhões — e contribui para o quadro de solidez das contas externas pelo aumento das reservas internacionais.

Uma dúvida relevante é se com a continuação das condições econômicas desfavoráveis atualmente mais concentradas na Europa o investimento estrangeiro continuará fluindo para o país, dada a restrição de crédito que pode vir a ocorrer. Mantidas as previsões de crescimento do PIB de 2012 igual ou superior ao do presente ano no Brasil, é possível que se repita o desempenho de 2011: uma entrada de investimento de US\$ 60 bilhões. No entanto, prever investimento direto é sempre uma aposta arriscada em um momento, como o atual, marcado por agudas incertezas.

No que toca à balança comercial, os dados até outubro são de superávit de US\$25,4 bilhões. O crescimento das exportações (30%) superou o das importações (25,5%) na comparação dos dez primeiros meses de 2011 e 2010.

Os resultados mais desagregados relativos às exportações confirmam tendências já observadas. Os produtos básicos lideraram o crescimento e contribuíram com 59% para o aumento de US\$ 49 bilhões das exportações entre os períodos referidos: de US\$ 163 bilhões para US\$ 212 bilhões. Logo, o comportamento dos preços das *commodities* continua a ser o principal determinante para a evolução das exportações. Mas esse movimento parece ter arrefecido no último mês. Na cesta das 23 *commodities* analisadas pela SECEX, apenas 7 registraram aumento de preços entre outubro e setembro, sem ajuste sazonal. O índice IBRE composto da mesma cesta e com ajuste sazonal mostra que os preços ainda aumentam em alguns agregados, mas pouco (ver Tabela 8).

As exportações de manufaturas aumentaram 18% entre 2010 e 2011 (comparação dos acumulados no ano até outubro), tendo sua participação na pauta chegado a 36%, enquanto a dos produtos básicos continuou crescendo e atingiu 48% (jan/out 2011). Vale ressaltar, porém, que a participação do Brasil não se alterou muito nas exportações mundiais de manufaturas. Era de 0,7% em 2000, passou para 0,8% em 2005 e foi de 0,7%, em 2010. Logo, nossa proporção era pequena e assim continuou.

Quanto às importações os destaques são os bens intermediários e matérias-primas, que contribuíram com 43% no aumento de US\$ 148 bilhões para US\$ 186 bilhões das importações acumuladas até outubro de 2010 e 2011, respectivamente. As importações de bens de capital, embora tenham participação superior à dos bens de consumo no total importado, registraram o menor crescimento entre os principais grupos de produtos. Assim a contribuição para o aumento das importações dos bens de capital (15,4%) foi inferior à dos bens de consumo (19%). A redução no nível de atividade, como vimos, vem afetando os planos de investimentos das empresas.

**Gráfico 11: Índice da Taxa de Câmbio Real Efetiva**  
(Janeiro 2010 = 100, deflator IPA)



Fonte: IFS e Banco Central do Brasil. Elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 8: Índices de Preços e Quantum de Commodities**

	Variação (%) out/set-2011, com ajuste sazonal			
	Total	Agrícola	Minerais	Combustíveis
Preços	0,5	-1,5	2,3	1,4
Quantidade	2,2	-0,2	22,3	-6,2

Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

O índice da taxa de câmbio efetiva real do IBRE registra desvalorização desde julho de 2011 (ver Gráfico 11). Entre julho e setembro o índice desvalorizou 10,9%, mas entre setembro e outubro o aumento foi de apenas 1,6%. Não se espera que a taxa nominal volte para valores da ordem de R\$ 1,6 por dólar. O ímpeto da desvalorização nominal vem diminuindo, mas esperam-se taxas no intervalo 1,7-1,8 R\$/US\$ para o próximo ano. Resta saber qual o impacto da desvalorização nominal sobre a balança comercial em um contexto de incerteza quanto ao crédito internacional e ao crescimento no primeiro mundo.

## 7. Panorama Internacional

Que diferença faz um mês em um cenário econômico tão volátil como o atual! Há quatro semanas atrás a China ameaçava tornar-se uma fonte adicional de instabilidade, com vários analistas temendo um pouso forçado da economia, fruto de políticas domésticas restritivas e um mercado de exportação em franca desaceleração. Agora é provável que a China ajude a conter o pessimismo e atenuar as projeções sombrias para 2012. Não será surpresa se ela der um fôlego extra ao recente *rally* nos mercados de risco, em a complicada situação europeia permitindo.

Como observado no último Boletim, a desaceleração chinesa reflete dois fatores principais: a perda de dinamismo da indústria, por conta do menor crescimento das exportações para a Europa e para os EUA, e o arrefecimento do setor de construção imobiliária em função das políticas restritivas adotadas pelo governo para o setor. Essas são as causas principais de por que o crescimento

do PIB chinês deve cair para cerca de 8% anualizados neste e no próximo semestre. Para 2012 o mercado trabalha com uma expansão pouco abaixo de 8,5%, contra 9,0% em 2011 e 10,4% em 2010.

Esse já era, basicamente, o cenário de um mês atrás. O que mudou foi o receio de que esse pouso suave acabasse se transformando em uma desaceleração mais séria do nível de atividade. Dois fatores alimentavam esse receio. Um, de que o governo perdesse o controle do processo de arrefecimento do setor de construção, que responde por uma parcela razoável do PIB chinês. Outro, mais importante, de que a inflação, que no terceiro trimestre deste ano batera em 6,3%, na comparação com um ano antes, custasse a ceder, limitando o campo de manobra da política econômica. Os indicadores de outubro suavizaram esses temores.

Preocupado com que a alta forte no preço dos imóveis levasse a uma bolha, mais o descontentamento dos chineses que tentam adquirir uma moradia, a partir de 2009 o governo chinês adotou várias medidas para desestimular a compra de imóveis, especialmente para fins de investimento — com os depósitos bancários pagando taxas reais de juros negativas, os imóveis são um ativo atraente para as famílias chinesas mais abastadas. Os dados mais recentes mostram que essas políticas começam a dar resultado, prevendo-se, inclusive, uma queda no preço médio dos imóveis em 2012, mas que ao mesmo tempo essa perda de dinamismo está bem concentrada nas cidades onde o mercado imobiliário estava mais aquecido. Nas cidades de “nível 2” e no segmento de habitação popular, a atividade continua apresentando bom desempenho e não há expectativa de que os preços venham a cair.

A melhor notícia veio, porém, na área de preços. As pesquisas de tendência na indústria (PMI) já sinalizavam que a alta no preço dos insumos vinha perdendo fôlego. Esse resultado foi confirmado pelos índices de preços ao consumidor e ao produtor em outubro, que apresentaram altas de 5,5% e 5,0%, respectivamente. Em relação ao IPC, em especial, a queda no preço dos alimentos já sinaliza que há uma boa chance da inflação fechar 2011 próxima à meta do governo, também lá de 4,5%.

Outros indicadores para outubro parecem ratificar o cenário de pouso suave: a produção industrial aumentou 13,4%; as vendas no varejo, 17,6%; e a formação bruta de capital fixo, 24,9%; sempre na comparação com o mesmo mês de 2010. Nos três casos, os indicadores vieram bem em linha com as projeções.

Mais do que pelos valores em si, o relevante nesses números é a margem de manobra que se cria para um relaxamento adicional da política monetária e de crédito. Notícias extraoficiais já dão conta de que os bancos chineses tiveram suas cotas de novos empréstimos relaxadas para o quarto trimestre deste ano, e há a expectativa de que o Banco Central comece a reduzir as alíquotas de depósitos compulsórios no início de 2012. Isso deverá se refletir em uma economia mais aquecida e com inflação comportada no segundo semestre de 2012.

## 8. Observatório Político

### Por que caem os ministros?

Em menos de um ano de mandato, a presidente Dilma já substituiu seis ministros de Estado. O que está por trás de uma rotação tão elevada entre os mais altos cargos da República? Há, provavelmente, mais de um motivo, mas as práticas de uso indevido de dinheiro público parecem ser uma parte relevante da explicação, considerando que cinco dos ministros substituídos apareceram na mídia envolvidos nesse tipo de suspeita. Novas suspeitas voltaram a ocupar o noticiário neste começo de novembro, fruto de auditorias do Tribunal de Contas da União, agora envolvendo denúncias de irregularidades em mais de 500 contratos entre ONGs e o Ministério do Trabalho.

A chave para entender os sucessivos casos de corrupção reside na decisão adotada pelo governo de montar uma base de coalizão desproporcional. Assim como tinha feito o presidente Lula, a atual incumbente também optou por concentrar o poder do seu governo no PT. Isso a fez alocar 46% (17) dos ministérios a membros do PT — apesar de o partido deter menos de 27% (88) das cadeiras na Câmara dos Deputados. Essa decisão gerou uma disparidade positiva de 18,9 em favor do PT.<sup>4</sup>

Esse índice de disparidade se assemelha ao de uma condição de monopólio. O principal parceiro político, o PMDB, com aproximadamente o mesmo peso político do PT na Câmara, 24% (79 cadeiras), possui apenas seis ministérios (ou 16,2% do total), gerando uma taxa negativa de disparidade ministerial de -8,0 pontos.

Além do PMDB, todos os demais membros da coalizão governamental apresentam disparidades negativas — ou seja, receberam menos ministérios do que seus respectivos pesos políticos na Câmara dos Deputados. Na realidade, partidos como PP, PL/PR, PDT, PSB e PCdoB receberam uma percentagem de ministérios que os levou a desproporcionalidades negativas de -9,9, -9,9, -5,9, -5,0 e -1,9, respectivamente.

A consequência direta da estratégia de gerência centralizadora e desequilibrada da coalizão em vigor foi o crescimento da insatisfação por parte dos sub-representados. Os demais partidos da coalizão, que esperavam partilhar dos recursos de poder, fruto da sua condição de aliados, sentiram-se naturalmente excluídos. Cedo ou tarde, um quadro de superdominância como o encontrado neste governo leva a uma falha de mercado político. Nesse caso, comportamentos oportunistas no curto prazo funcionam como o soar de um alarme e simbolizam uma tentativa de reequilíbrio da coalizão.

É nesse contexto que os aliados sub-recompensados, por considerar que seu peso político não foi devidamente reconhecido, buscam formas “heterodoxas” de recompensa. Uma entre elas é a

---

<sup>4</sup> Essa medida é dada pela diferença entre a porcentagem de gabinetes ocupados pelo partido e sua respectiva porcentagem de cadeiras na Câmara. Números positivos indicam que o partido foi sobre-recompensado e números negativos que o partido foi sub-recompensado.

montagem de esquemas de obter recursos no espaço reduzido que lhes coube. Ou seja, fazer dos espaços ocupados nos ministérios oportunidades de ganho e maximização no curto prazo.

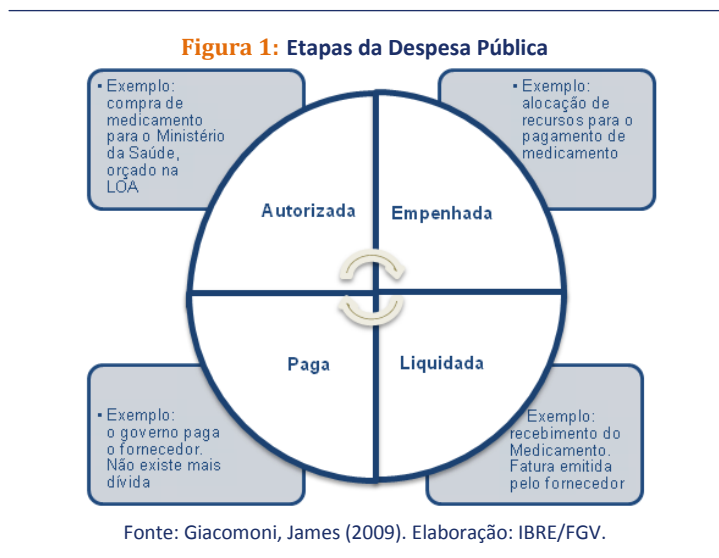
Para o senso comum seria muito arriscado para o governo alocar mais ministérios a partidos que já demonstraram comportamentos oportunistas. Mas sem uma solução definitiva capaz de resolver os problemas advindos de um governo de coalizão monopolista, os casos suspeitos tendem a continuar. No curto prazo a presidente ainda extrai benefícios políticos da “faxina ética”. Entretanto, qual é o limite dessa limpeza?

## 9. Em Foco IBRE – Restos a Pagar: Reflexões sobre um Instrumento Fiscal ainda pouco conhecido<sup>5</sup>

A análise dos restos a pagar é um tema dos mais relevantes das finanças públicas no Brasil porque esse item crescentemente concorre com os recursos aprovados na lei orçamentária anual (LOA) no que tange à execução financeira da União. A despeito da conhecida pressão que exerce do ponto de vista da gestão das contas públicas, sua relação com o resultado primário e a dívida pública merece destaque porque explicita essas relações do ponto de vista fiscal e simplifica a temática para os não especialistas em finanças públicas. O resultado esperado é uma saudável redução da assimetria de informação que permeia esse tema.

Os restos a pagar são obrigações de pagamento de despesas com fornecedores de bens e serviços, as quais são classificadas segundo sua natureza como: despesas com pessoal, investimentos e inversões financeiras, e outras despesas correntes que tenham sido autorizadas, e os recursos devidamente empenhados. Ou seja, são passivos não pagos de exercícios anteriores que tiveram seu pagamento postergado para o exercício seguinte.

Como se visualiza na Figura 1, antes que seja efetivada, a despesa pública passa por uma série de etapas, a saber: despesa autorizada, empenhada, liquidada e paga. Os restos a pagar são etapas intermediárias nessas etapas. Assim, os Restos a Pagar Não Processados (RPNP) referem-se as despesas empenhadas e não liquidadas, ou seja àquelas que tiveram crédito orçamentário alocado para determinado pagamento e cujo processo de verificação do direito de recebimento pelo credor em de-



<sup>5</sup> O autor agradece aos comentários de Mansueto de Almeida. Os erros remanescentes são de responsabilidade do autor.



corrência da execução de uma obra ou serviço, por exemplo, encontra-se em análise. Já os Restos a Pagar Processados (RPP) são despesas empenhadas e liquidadas. Portanto, são as que passaram pelo crivo e aprovação dos órgãos públicos de que o serviço foi executado e o gestor público autorizou o pagamento — ainda que os recursos não tenham sido sacados da conta única do Tesouro Nacional.

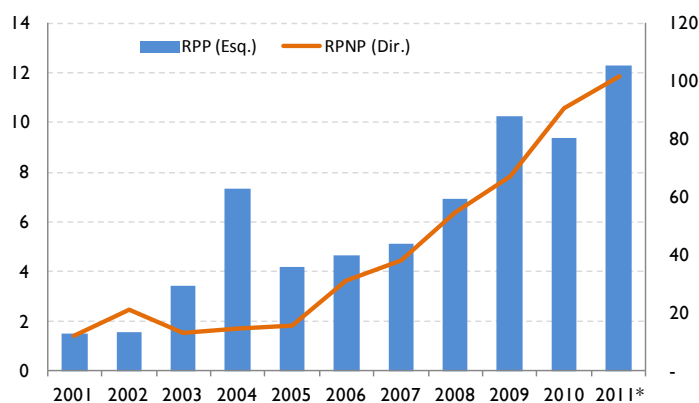
Em termos de apuração do resultado primário, tanto as estatísticas divulgadas pela Secretaria do Tesouro Nacional (“acima da linha”) quanto pelo Banco Central (“abaixo da linha”) apuram o resultado pelo regime de caixa, ou seja, as receitas e despesas são registradas apenas quando há efetivamente entradas e saídas de recursos. Isso implica que as despesas registradas até o estágio de liquidação não compõem as estatísticas de resultado primário pelo simples fato de não significarem desembolso efetivo de recursos do caixa do Tesouro Nacional.

Portanto, o efeito de despesas geradas e não pagas no exercício correspondente além de afetar o resultado primário do exercício em que ocorre o pagamento, gera uma dívida flutuante que não é contabilizada na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Essa prática permite ao governo exibir um esforço fiscal maior ao “empurrar” despesas para os anos seguintes e, assim, pressionar cada vez mais a execução orçamentária e financeira dos exercícios fiscais subsequentes.

E isso foi exatamente o que ocorreu em 2003,<sup>6</sup> no primeiro ano do governo Lula. Conforme ilustrado no Gráfico 12, o governo gerou um superávit contábil através da postergação de despesas liquidadas e não pagas (RPP) de 2003 para 2004 de R\$ 3,9 bilhões. O mesmo ocorreu de 2010<sup>7</sup> para 2011, onde R\$ 2,9 bilhões deveriam ter sido pagos em 2010, mas foram postergados para o ano seguinte.

Nenhum dos dois tipos de restos a pagar impacta a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP). Entretanto, quando os RPNP (assim como os RPP) são pagos eles concorrem com os recursos aprovados na Lei Orçamentária Anual (LOA) na forma como impactam o resultado primário.

**Gráfico 12: Evolução da Composição dos Restos a Pagar**  
(em R\$ Bilhões)



\* Dados extraídos em 31/10/2011.  
Fonte: Senado Federal. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>6</sup> Os restos a pagar são compostos pelas despesas de pessoal e encargos sociais, juros e encargos da dívida, outras despesas correntes, investimentos, inversões financeiras e amortização da dívida. Para esta análise foram desconsideradas apenas as despesas com juros e encargos e amortização da dívida, o que representa menos de 5% do total de restos a pagar.

<sup>7</sup> A partir de 2009, a folha de pagamento do INSS passou a ser incorporada como restos a pagar processados, o que não provocou mudanças no resultado primário. A fim de tornar a base de dados comparável desde a série analisada, foram desconsiderados os gastos com a folha do INSS, concentrados majoritariamente em outras despesas correntes.

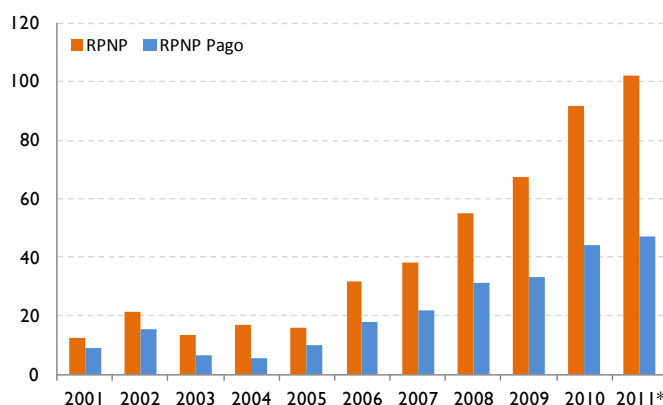
Na visão de alguns especialistas, os RPNP poderiam estar funcionando como uma espécie de *hedge* do Executivo, à medida que ocorrem atrasos (advindos da atuação de órgãos de supervisão e controle, de proteção do meio ambiente, e da própria burocracia característica do setor público) para a execução de projetos. Portanto, sob essa ótica restariam poucas alternativas a não ser empenhar a maior quantidade de recursos factíveis para que no futuro sejam escolhidas aquelas identificadas como prioritárias, as quais passarão pelas demais etapas da despesa pública.

Entretanto, para que seja possível avaliar em que medida o governo se utiliza dos RPNP (além dos RPP) como forma de protelar as despesas para os próximos exercícios ou como mecanismo para contornar o excesso de *due diligence* e de lentidão burocrática da máquina pública, é preciso avaliar a dinâmica dos restos a pagar inscritos em anos anteriores e pagos nos seguintes. Ainda que, naturalmente, parte do montante dos RPNP não tenha como o objetivo permitir maior fôlego fiscal, o Gráfico 13 nos permite afirmar que em certo grau isso de fato ocorre.

De acordo com esse gráfico é possível verificar que o volume de RPNP Pagos cresce a partir de 2006 de forma contínua ao volume de RPNP, o que nos permite inferir que o governo adiou o pagamento de despesas para anos posteriores ao de sua competência. De outra forma, isso quer dizer que mais de R\$ 45 bilhões de despesas que deveriam ter sido pagas em 2010 foram executadas apenas em 2011, o que representa uma execução orçamentária dos RPNP de mais de 45%.

Em resumo, a utilização dos restos a pagar é utilizada pelo governo de maneira a garantir maior “flexibilidade fiscal”, tendo em vista que não aparece nas estatísticas de resultado primário “acima e abaixo da linha”, permitindo parcialmente a geração de superávits fiscais virtuais. Além de distorcer o indicador de resultado primário como medida de demanda do setor público, acaba por criar um orçamento paralelo onde as prioridades definidas na peça orçamentária anual confundem-se com a de orçamentos passados.

**Gráfico 13: Dinâmica dos Restos a Pagar Não Processados**  
(em R\$ Bilhões)



\*Dados extraídos em 31/10/2011.

Fonte: Senado Federal. 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

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

Silvia Matos

## **Boletim Macro IBRE**

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

### Equipe

Aloísio Campelo

André Braz

Armando Castelar Pinheiro

Carlos Pereira

Gabriel Barros

Lia Valls Pereira

Rodrigo Leandro de Moura

Salomão Quadros

Colaborador da Seção Em Foco IBRE: Gabriel Barros

### Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 11 de Novembro de 2011. 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.