

Economia & Conjuntura

Apresentação

A economia brasileira está passando por um momento peculiar, que torna nebuloso o cenário até o final do governo Lula. Se por um lado os indicadores de nível de atividade e investimento apontam para um bom desempenho em 2005 e 2006, por outro a crise política vem se tornando cada vez mais grave e o risco de contaminação da economia não é desprezível. Dentre os bons indicadores de nível de atividade, a produção industrial tem mostrado resultados muito positivos, as vendas do comércio estão mantendo o ritmo de crescimento elevado e a balança comercial continua surpreendendo. Além disso, a deflação observada nos últimos meses deve finalmente permitir o início do processo de redução das taxas de juros, que somado à continuidade do ciclo de expansão do crédito e do crescimento da economia mundial, devem garantir bons resultados até o final do ano e no próximo. Em função de todos estes bons resultados, ajustamos nossas projeções para o PIB, inflação e balança comercial para 2005, como é destacado no *Panorama Geral* e na seção *Inflação*.

Embora o risco político seja a principal ameaça a este cenário benigno, outros fatores também podem vir a comprometer o desempenho da economia neste período. Dada a intensidade da apreciação cambial de meados do ano passado para cá, muitos consideram que a contenção da inflação foi conseguida de forma espúria. Em decorrência, o risco de uma desvalorização cambial mais forte pressionar daqui a algum tempo a inflação e levar o Banco Central a subir novamente a taxa de juros não seria nada desprezível. Até que ponto este risco constitui uma ameaça real? Caso não seja, será que uma desvalorização cambial modesta – e compatível com o controle da inflação em simultâneo à redução gradual da taxa Selic – será suficiente para garantir um saldo comercial elevado e manter a conta corrente em nível sustentável? O *Panorama Geral* e a seção *Setor Externo* trazem alguns elementos que ajudam a refletir sobre essas questões.

Na seção *Coppead*, comenta-se a importância da governança corporativa para fortalecer o mercado de capitais como um meio de captação de recursos para as empresas.

Antonio Luis Licha – Coordenador do Grupo de Conjuntura do IE-UFRJ

Economia & Conjuntura é uma publicação do Instituto de Economia da UFRJ em parceria com o COPPEAD. A análise da conjuntura macroeconômica reflete o trabalho de acompanhamento e discussão no âmbito do Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ, mas eventuais opiniões contidas nos diversos artigos refletem o ponto de vista de seus autores. A seção de economia empresarial fica a cargo de professores e pesquisadores do COPPEAD.



Equipe do Grupo de Conjuntura

Carta de Conjuntura é um informativo mensal produzido pelo Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

Editor Responsável

Antonio Luis Licha – lica@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

Antonio Luis Licha, Caio C. L. P. da Silveira e Francisco Eduardo Pires de Souza

Colaboradores

- Ana Cristina Pereira das Neves – acpneves@yahoo.com.br
- Caio C. L. P. da Silveira - conjuntura@ie.ufrj.br
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho – thadeu@ie.ufrj.br
- Cecília Rutkoski Hoff – cissahoff@ie.ufrj.br
- Margarida Gutierrez – margarida@ie.ufrj.br
- Paulo Gonzaga – conjuntura@ie.ufrj.br
- Rafael Barroso – rbarroso@gmail.com
- Silvio Salles – conjuntura@ie.ufrj.br

Estagiários

- Maria Cecília Araújo
- Rebeca Pio
- Taiana Catharino do Carmo

Contato

- Tel: (21) 3873-5264 / Fax: (21) 2541-8148
- E-mail: conjuntura@ie.ufrj.br
- Web: www.ie.ufrj.br/conjuntura

Índice

	Página
Panorama Macroeconômico	6
Projeções do Grupo de Conjuntura	16
Nível de Atividade Industrial	17
Investimento	22
Inflação	27
Crédito	33
Política Fiscal	37
Setor Externo	42
Seção COPPEAD	46

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

A economia brasileira encontra-se no momento numa situação bastante peculiar. De um lado, tem-se um amplo conjunto de resultados recentes animadores (em relação à atividade econômica, à inflação e às contas externas e fiscais), que apontam para um cenário muito favorável para o restante do ano - por conta disso, o Grupo de Conjuntura elevou a projeção de crescimento do PIB em 2005 para 3,7%, resultado que tem implícito um ritmo de crescimento do PIB na margem (do segundo ao quarto trimestre deste ano) em torno de 5,5%, em termos anualizados. Mas, por outro lado, a crise política vem se tornando cada vez mais grave, e o risco da economia ser contaminada pela crise não é desprezível. Neste caso, os canais mais evidentes de transmissão da crise política para a economia seriam a taxa de câmbio, o risco país e as taxas de juros longas, cuja trajetória tem sido sempre um determinante fundamental da evolução da atividade econômica. De todo modo, como se percebe pelos indicadores da tabela 1, até o momento a economia vem resistindo bem à crise política, e o cenário básico do Grupo de Conjuntura continua sendo de um bom desempenho da economia de agora até o final de 2006. Embora o risco político seja a principal ameaça a este cenário benigno, outros fatores também podem vir a comprometer o desempenho da economia neste período. Entre estes, destaca-se a possibilidade de uma forte desvalorização cambial em 2006, que seria alimentada por uma combinação de queda da taxa de juros e piora acentuada da balança comercial. Neste caso, as pressões inflacionárias provenientes do comportamento da taxa de câmbio levariam o Banco Central a reverter a trajetória de queda da taxa de juros, e o crescimento poderia ser inviabilizado. Mas, conforme se analisa adiante, o risco de que por razões deste tipo (balança comercial e taxa de juros) ocorra uma grande desvalorização cambial até o final do próximo ano parece baixo.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança				Indicadores do Cenário Externo			
	Risco Brasil (a) ⁽¹⁾	Risco dos Emergentes (b) ⁽¹⁾	(a)/(b) (%)	Swap de 1ano PróxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante(3)	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$	
19/abr/05 ⁽²⁾	457	396	15,40	2,58	19,13	12,83	4,21	52,94
17/mai/05 ⁽²⁾	454	397	14,36	2,48	18,84	12,69	4,12	49,34
14/jun/05 ⁽²⁾	417	316	31,96	2,44	18,24	12,49	4,11	53,73
19/7/2005 ⁽²⁾	407	293	38,91	2,34	18,06	11,73	4,18	57,36
16/8/2005 ⁽²⁾	402	287	39,72	2,34	18,00	11,95	4,21	65,41
18/ago/05	408	290	40,69	2,36	18,11	12,06	4,20	62,40

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

Notas: (1) EMBI+ do J.P. Morgan

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Swap de 1 ano próxDI deflacionado pela inflação esperada para os próximos 12 meses

Depois de permanecer virtualmente estagnada entre outubro e abril, a produção industrial (médias móveis trimestrais), que já havia crescido em maio, teve um aumento significativo em junho. Com isto, o crescimento da indústria no segundo trimestre em relação ao trimestre anterior foi, como se percebe na tabela 2, bastante expressivo (2,1%), e deverá resultar num crescimento do PIB nesta mesma comparação superior a 1% (em torno de 5% em termos anualizados). Além disso, como o nível de produção industrial em junho foi bem superior à média do segundo trimestre, o carry-over para o terceiro trimestre é bastante favorável: mesmo que o nível médio de produção industrial no período julho/setembro fique igual ao de junho, a indústria crescerá 1,5% no terceiro trimestre (relativamente ao trimestre anterior). E mantido o nível de produção industrial de junho no restante do ano (crescimento nulo na margem) a indústria fechará o ano de 2005 com uma taxa de crescimento de 4,7%.

Tabela 2: Produção Industrial e Vendas no Comércio Varejista

	Índices Dessazonalizados Base: 4ºtri/04=100			Variação % em Relação a igual Período do Ano Anterior		
	Média Móvel Trimestral		Mensal	abr-jun/05	jan-jun/05	jan-dez/04
	mar/05	jun/05	jun/05			
I) Indústria Geral	100,0	102,1	103,6	6,1	5,0	8,3
Bens de Capital	100,0	102,3	106,8	5,1	3,8	19,7
Bens Intermediários	98,3	100,5	101,4	3,1	2,4	7,4
Bens de Consumo	102,7	104,4	106,1	10,7	8,8	7,3
Bens de Consumo Duráveis	104,5	113,8	121,3	21,0	16,7	21,8
Bens de Consumo Não-Duráveis	103,3	102,4	103,1	7,9	6,7	4,0
II) Volume de Vendas no Comércio Varejista	100,6	102,5	103,7	3,8	4,6	9,2

Fonte: IBGE

Com o aumento da produção industrial no segundo trimestre, sua taxa de crescimento neste trimestre em relação a igual período do ano anterior atingiu 6,1%. Como, entre o segundo trimestre de 2003 (trimestre que precedeu a retomada do crescimento após a recessão que marcou o início do governo Lula) e o segundo trimestre de 2004 a indústria crescera 10%, isto significa que nos oito últimos trimestres a expansão da produção industrial foi de 16,7%. Ou seja, o desempenho ponta a ponta da indústria nos últimos dois anos foi não apenas muito bom, como flagrantemente contraditório com a percepção largamente dominante entre os economistas, de que com as taxas de juros elevadas sistematicamente praticadas no país a economia estaria condenada a um crescimento medíocre. Na verdade, o que a experiência da economia brasileira tem mostrado, de forma recorrente, nos últimos anos é uma extrema sensibilidade da atividade econômica à trajetória da taxa de juros: com juros em alta o crescimento acaba sendo comprometido, mas quando a trajetória de redução da taxa de juros é retomada (em particular, das taxas de juros mais longas), a economia passa a crescer com vigor, não obstante os juros altos.

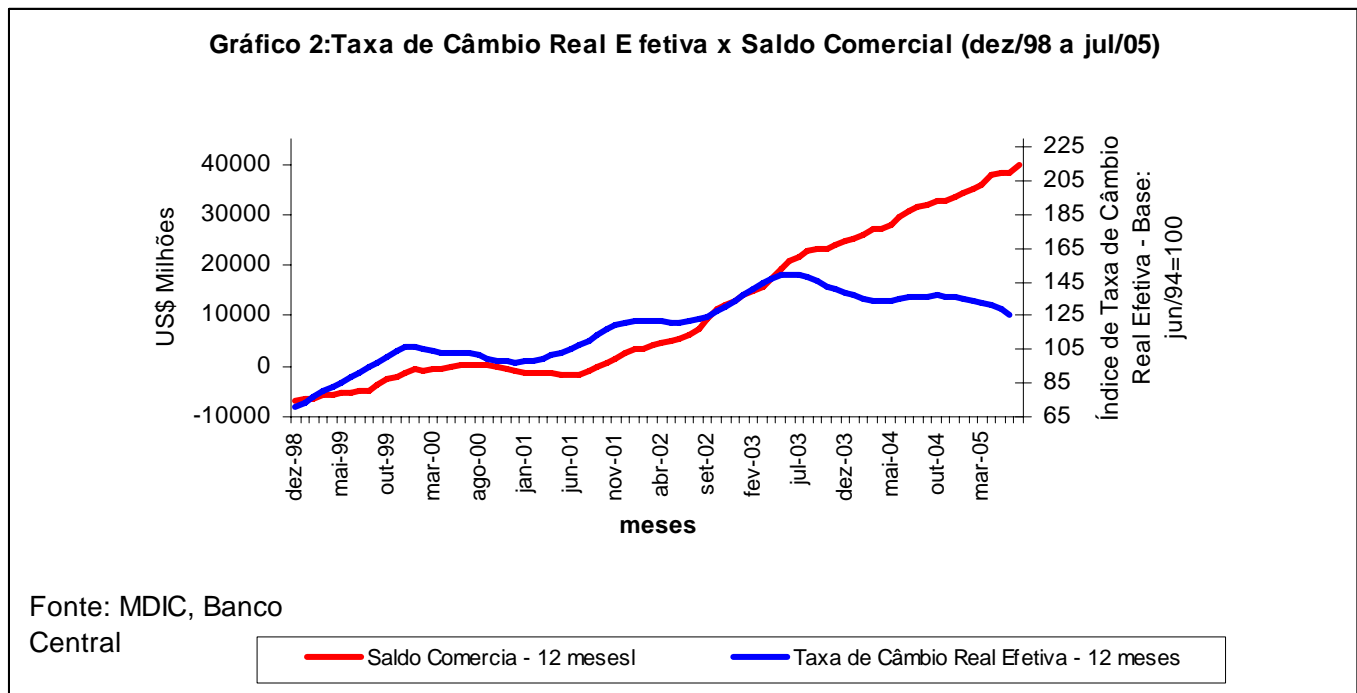
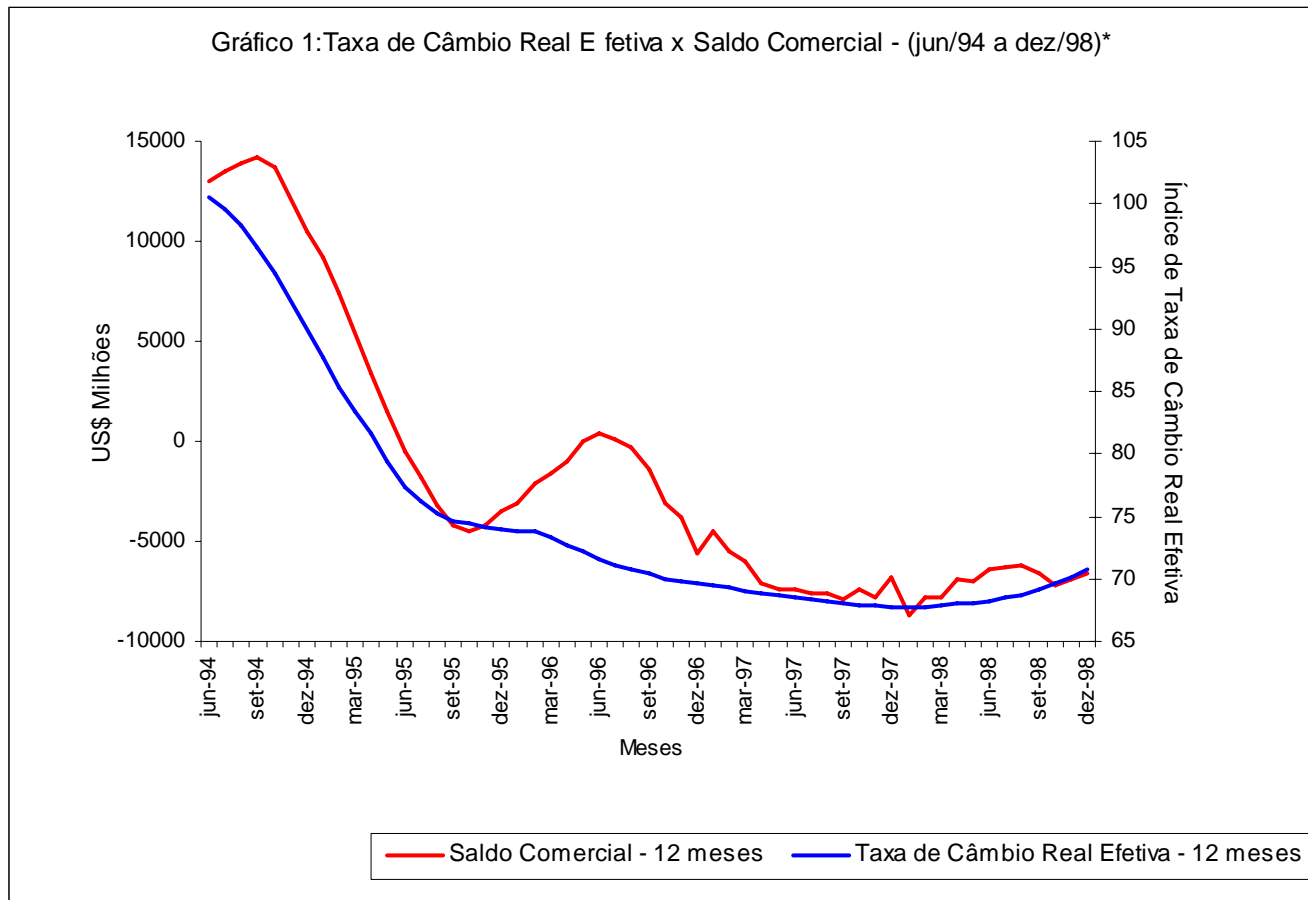
Que desempenho esperar da economia no restante deste ano e em 2006? A atividade econômica poderá crescer a um bom ritmo neste período? Caso seja possível manter a inflação sob controle, convergindo para as metas estabelecidas, as taxas de juros longas e a taxa Selic deverão recuar gradualmente. Neste contexto de juros em queda, a tendência é que - como sempre ocorreu em situações semelhantes nos últimos anos - a economia cresça a uma taxa expressiva, dando prosseguimento à retomada do crescimento iniciada no segundo trimestre, após dois trimestres de virtual estagnação da indústria e do PIB. Mas a questão chave é se, de fato, a inflação vai se comportar de forma adequada, viabilizando a redução gradual da taxa de juros.

O principal fator de risco para a inflação de agora até o final do próximo ano reside no comportamento da taxa de câmbio. A apreciação cambial contribuiu decisivamente para a contenção recente da inflação, e uma desvalorização cambial muito rápida poderia ter um impacto negativo sobre a inflação, interrompendo ou até revertendo a trajetória de queda da taxa de juros. Que fatores poderiam levar a uma desvalorização cambial deste tipo? Em princípio, isto poderia ocorrer pelas seguintes razões: i) contaminação da economia pela crise política, alimentada por temores de uma guinada populista na política econômica neste ou no próximo governo; ii) uma piora significativa da balança comercial a partir do final de 2005, que, combinada com a redução da taxa de juros, levaria a uma reversão brusca da trajetória da taxa de câmbio; iii) uma mudança drástica do cenário externo, com a abundância atual de liquidez dando lugar a um quadro de contração expressiva do financiamento externo para as economias emergentes.

Dos fatores acima, a crise política parece ser a principal ameaça à economia. O risco associado ao cenário externo, no horizonte considerado (até o final de 2006), parece baixo. Resta o risco de uma desvalorização cambial expressiva induzida pela queda da taxa de juros e por uma piora acentuada da balança comercial. Dada a intensidade da apreciação cambial de meados do ano passado para cá, muitos consideram que a contenção da inflação foi conseguida de forma espúria (através de uma apreciação da taxa de câmbio não sustentável). Em decorrência, o risco de uma desvalorização cambial mais forte daqui a algum tempo, que pressione a inflação e leve o Banco Central a subir novamente a taxa de juros, não seria nada desprezível. Até que ponto este risco constitui, de fato, uma ameaça séria à continuidade do crescimento no restante do atual governo? Será que sem uma desvalorização cambial significativa, que eleve a taxa de câmbio real efetiva para níveis próximos aos de meados do ano passado (quando começou a rodada atual de apreciação cambial), o saldo da balança comercial sofrerá uma deterioração acentuada, tornando a economia brasileira novamente vulnerável do ponto de vista das suas contas externas? Ou será que uma desvalorização cambial bem mais modesta do que esta - e mais compatível com o controle da inflação em simultâneo à redução gradual da taxa Selic - será suficiente para garantir um saldo comercial elevado e manter a conta corrente em nível sustentável?

Uma dificuldade óbvia para se considerar espúria a valorização cambial ocorrida do ano passado para cá é que o saldo comercial continuou sendo excepcionalmente elevado e crescente: no acumulado de 12 meses, passou de US\$ 30,8 bilhões em julho de 2004 para US\$ 39,9 bilhões em julho de 2005, e no quadrimestre encerrado agora em julho atingiu, em valores dessazonalizados e anualizados, o recorde de US\$ 47,9 bilhões. Enquanto em outro período em que a apreciação cambial foi utilizada intensamente para conter a inflação - os primeiros anos do governo FHC -, o recuo da taxa de câmbio real efetivo foi logo acompanhado pela deterioração do saldo comercial (gráfico 1), desde meados de 2003 as trajetórias da taxa de câmbio e do saldo comercial passaram a ser claramente opostas (gráfico 2). Evidentemente, as divergências entre estas trajetórias tem limites, e muito provavelmente o saldo comercial (12 meses) já está próximo do seu teto, dado o nível atual da taxa de câmbio real efetiva. Mas é interessante notar que desde o primeiro semestre de 2003, quando houve a primeira rodada de apreciação cambial no atual governo, o comportamento da taxa de câmbio tem levado a erros sistemáticos de previsão sobre os saldos comerciais. Em 2003 e 2004, os saldos já haviam ficado bem acima do esperado, e agora em 2005 o superávit da balança comercial vai ser novamente muito superior ao projetado pela maioria dos analistas no

início do ano, não obstante a apreciação cambial também ter ido muito mais longe do que se previa.



Fonte: MDIC, Banco Central

Em relação a 2005, duas razões frequentemente apresentadas para a continuidade do excelente desempenho da balança comercial, a despeito da forte apreciação cambial têm sido: i) do lado das exportações, o novo aumento dos seus preços em dólar e o crescimento mais uma vez expressivo do comércio internacional em 2005; ii) do lado das importações, o baixo nível da atividade econômica nos últimos meses.

Os preços das exportações vêm tendo, de fato, um comportamento bastante positivo - e até certo ponto surpreendente - neste ano. Como os preços das commodities no mercado internacional haviam tido forte alta em 2004, esperava-se que estes preços não voltassem a subir em 2005. Por este motivo, e dada a influência do comportamento dos preços das commodities sobre os preços das exportações brasileiras (devido à participação elevada das commodities na pauta de exportações do país), projetava-se uma evolução dos preços das nossas exportações em 2005 bem menos favorável do que no ano passado. Porém, como se percebe na tabela 3, não é isto que vem ocorrendo: no acumulado do ano até julho, os preços das exportações subiram 10,4%, taxa bem próxima do seu aumento no ano passado. Mas se os preços das exportações tiveram alta significativa neste ano, os preços das importações também subiram a uma taxa praticamente idêntica no período janeiro/julho, deixando inalterada a relação de troca entre estes conjuntos de preços. Assim, como mostra a tabela 3, a diferença observada até agora, no acumulado do ano, entre as taxas de crescimento das exportações e das importações deve-se não ao efeito-preço, mas ao fato da expansão do quantum exportado continuar sendo superior ao do quantum importado (embora as duas taxas de crescimento em quantum estejam desacelerando neste ano relativamente ao ano passado).

Tabela 3: Taxa de Crescimento das Exportações e Importações

	%	Acumulado(%)	
	2004	Ano (jan-jul)	12 meses(jul)
Exportação Total			
US\$	32,01	23,79	26,24
Preço	10,74	10,36	10,98
Quantum	19,22	12,10	13,88
Exportação de Manufaturados			
US\$	33,53	28,22	31,19
Preço	5,87	10,75	10,37
Quantum	26,09	15,48	18,99
Importação Total			
US\$	30,06	18,42	24,47
Preço	10,14	10,35	11,94
Quantum	18,12	7,28	11,48

Fonte:MDIC, FUNCEX

Parte da desaceleração das exportações em quantum pode ser atribuída ao ritmo um pouco mais lento de crescimento do comércio mundial neste ano. Mas ainda que não se disponha de dados sobre o comércio mundial no período janeiro/julho, tudo indica que a desaceleração das exportações brasileiras (quantum) tem sido maior do que a das exportações mundiais. A quebra da safra de grãos afetando negativamente as exportações de produtos básicos e a apreciação cambial ocorrida de meados de 2004 para cá devem ser as razões disso. No que se refere à taxa de câmbio, a tabela 4 mostra que a taxa real efetiva média no período janeiro/julho foi 14,1% inferior à média de

2004. Muitos argumentam que o aumento dos preços dos bens exportados teria, em boa medida, compensado esta apreciação. Mas os dados apresentados na tabela 4 não corroboram isto: corrigindo-se a taxa de câmbio nominal pelo índice de preço das exportações e pelo IPCA, a apreciação cambial de 2004 é, de fato, inferior à indicada pela taxa de câmbio real efetiva, mas, mesmo assim, bastante significativa.

Tabela 4: Evolução da Taxa de Câmbio Real Efetiva e da Taxa de Câmbio Deflacionada pelo Preço das Exportações

	Base: jun/94=100	
	Taxa de Câmbio Real Efetiva (deflator IPCA)	Taxa de Câmbio Deflacionada pelo Preço das Exportações e pelo IPCA
2003 ^(a)	138,5	115,6
2004	136,2	114,1
2005 jan/jul ^(b)	117,0	101,6
Julho ^(c)	106,7	97,5
b/a (%)	-15,5	-12,1
c/a (%)	-23,0	-15,6

Fonte: Banco Central, Funcex

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

De acordo com a tabela 5, mesmo com a desaceleração das exportações em 2005, a taxa de crescimento neste ano do quantum exportado ainda deverá ser superior à da expansão do comércio mundial em volume - segundo estimativa do grupo de Conjuntura, as exportações em quantum deverão crescer 9,3%, enquanto pelas projeções mais recentes do FMI, o comércio mundial crescerá 7,9%. Mas a diferença entre as taxas de crescimento em quantum das exportações brasileiras e mundiais deverá ficar bem abaixo da do ano passado (quando esta diferença foi de cerca de 80%) e da dos anos anteriores (de 2001 a 2003). De todo modo, é interessante notar na tabela 5, que, de 1999 (ano da mudança do regime cambial) para cá, apenas em 2000 a taxa de crescimento das exportações em quantum foi inferior à do comércio mundial, e este ano foi coincidentemente o de taxa de câmbio real efetiva mais baixa neste período (taxa, aliás, bastante inferior à da média do período janeiro/julho de 2005). Apesar da apreciação cambial significativa ocorrida do ano passado para cá, o exame na tabela 5 da evolução da taxa de câmbio real efetiva mostra que a taxa de câmbio média no período janeiro/julho ficou 17% acima da de julho de 1994 (véspera do Real), nível bem superior às médias anuais de 1999 e 2000 e apenas 3% inferior à de 2001. Somente em relação ao triênio 2002/2004 - por sinal o período de taxas de câmbio reais efetivas mais elevadas desde meados da década de 80 - é que a taxa de câmbio real efetiva média dos primeiros 7 meses de 2005 pode ser considerada bastante apreciada.

Tabela 5: Crescimento das Exportações no Brasil e no Mundo

	Exportações em quantum - var%		Exportações em Valor - var%		Taxa de Câmbio Real Efetiva -
	Mundiais	Brasil	Mundiais	Brasil	Base: jun/94=100
1998	4,9	3,5	-2,4	-3,5	70,7
1999	5,6	7,7	3,6	-6,1	106,0
2000	13,2	11,0	12,8	14,7	97,5
2001	-0,3	9,6	-4,2	5,7	120,9
2002	3,5	8,6	4,5	3,7	133,7
2003	5,3	15,7	16,6	21,1	138,5
2004	10,7	19,2	21,1	32,0	136,2
2005(jan-jul)	-	12,1	-	23,8	117,0
2005*	7,9	9,3	13,8	18,6	-

*Projeção

Fonte: Funcex, MDIC, FMI

O que se pode depreender dos dados da tabela 5 a respeito da taxa de câmbio atual? Que, pelo menos à primeira vista, uma taxa de câmbio real efetiva mais próxima da que foi praticada no período janeiro/julho - que corresponderia hoje a uma taxa de câmbio nominal de R\$ 2,65 por dólar - talvez seja suficiente para manter o crescimento das exportações brasileiras em quantum um pouco acima da taxa de expansão das exportações mundiais. Se um crescimento do quantum exportado desta ordem de grandeza for capaz de garantir um bom desempenho das contas externas - viabilizando, em particular, o equilíbrio da conta corrente nos próximos anos -, então é possível que a taxa de câmbio adequada para deixar a conta corrente em nível sustentável seja bem inferior à taxa de R\$ 3,00 por dólar suposta por muitos analistas. Será que o crescimento das importações em quantum e a evolução dos termos de troca (preços das exportações/preços das importações) permitirão que um crescimento das exportações em quantum próximo (levemente superior) ao do comércio mundial seja suficiente para a geração dos saldos comerciais elevados requeridos para manter a conta corrente em equilíbrio?

Em relação às importações, sua trajetória recente vem sendo surpreendente. Devido à forte apreciação cambial, esperava-se que as importações em quantum fossem crescer bem mais neste ano do que estão crescendo. Mas o crescimento do quantum importado em 2005 tem sido baixo, e sofreu uma desaceleração expressiva do ano passado para cá, recuando de 18,1% em 2004 para 7,3% no acumulado janeiro/julho de 2005 (tabela 3). A razão disso comumente apresentada é que o impacto expansionista da apreciação cambial sobre as importações estaria sendo compensado pelo baixo crescimento da economia. Mas, à luz dos dados da tabela 6, esta explicação não parece suficiente.

Tabela 6: Taxas de Crescimento da Produção Industrial e das Importações - var % 12 meses

	Indústria Geral ^(a)	Importações (em quantum)		b/a	c/a
		Totais ^(b)	Bens Intermediários ^(c)		
jul/04	5,5	13,2	16,4	2,4	3,0
ago/04	6,9	17,4	20,6	2,5	3,0
set/04	7,2	17,3	20,5	2,4	2,8
out/04	7,5	15,3	20,1	2,0	2,7
nov/04	8,0	17,0	21,8	2,1	2,7
dez/04	8,3	18,1	21,0	2,2	2,5
jan/05	8,5	18,0	20,5	2,1	2,4
fev/05	8,6	20,1	21,7	2,3	2,5
mar/05	7,6	16,7	17,0	2,2	2,2
abr/05	7,5	16,0	17,3	2,1	2,3
mai/05	7,2	16,1	18,3	2,2	2,5
jun/05	6,7	13,4	15,0	2,0	2,3

Fonte: IBGE,Funcex

A tabela 6 apresenta taxas de crescimento (12 meses) da produção industrial (tomada como proxy da atividade econômica), das importações totais e das importações de bens intermediários (as mais diretamente influenciadas pelo desempenho da indústria), de meados de 2004 para cá, que corresponde ao período da mais recente rodada de apreciação cambial. Como o recuo da taxa de câmbio atua como fator de expansão das importações, seria de esperar que a desaceleração das importações em quantum fosse mais lenta do que a da produção industrial. Contudo, segundo esta tabela, vem ocorrendo justamente o contrário: a elasticidade do quantum importado (tanto das importações totais quanto da de bens intermediários) vem apresentando uma nítida tendência de queda de meados de 2004 para cá - no caso das importações, sua taxa de crescimento em quantum que era duas vezes e meia superior à da indústria em agosto de 2004 recuou para duas vezes em junho de 2005. E este crescimento moderado do quantum importado, não obstante a apreciação cambial, é um fator que, caso se mantenha, favorecerá a sustentabilidade do saldo comercial, porque diminuirá o crescimento requerido do quantum exportado para a continuidade da obtenção de superávits elevados na balança comercial.

Outros aspectos relevantes para se avaliar a possibilidade da economia brasileira manter, nos próximos anos, megassuperávits comerciais compatíveis com o equilíbrio da conta corrente são: i) a evolução dos preços das exportações e das importações e dos seus termos de troca; ii) as taxas de crescimento em valor das exportações e das importações requeridas para este objetivo. Uma eventual piora dos termos de troca dificultaria, obviamente, o objetivo de se manter saldos comerciais elevados, e tenderia a exigir um desempenho mais favorável das exportações em quantum para a realização deste objetivo. Mas é provável que os preços das exportações continuem tendo uma evolução positiva nos próximos anos, evitando que este cenário de deterioração mais acentuada dos termos de troca ocorra: os preços das exportações brasileiras são muito influenciados pelo comportamento dos preços das commodities no mercado internacional, e o comércio mundial vem passando por mudanças estruturais - associadas, em particular, às taxas elevadas de crescimento da China e da Índia -, que tenderão, ao que tudo indica, a manter os preços das commodities em nível elevado. Se, graças ao bom comportamento dos preços das commodities, os termos de troca para a economia brasileira não se deteriorarem, as variáveis-chave para a evolução da balança

comercial continuarão sendo as taxas de crescimento em quantum das exportações e das importações.

Em relação às taxas de crescimento em valor das exportações e das importações necessárias para que o saldo comercial se mantenha elevado, o aspecto fundamental a ter-se em conta é que, como as exportações encontram-se em nível bastante superior ao das importações, abre-se espaço para que, daqui para frente, as importações possam crescer a taxas bem maiores do que as das exportações sem que isto comprometa gravemente o desempenho da balança comercial. Como as exportações encontram-se atualmente em nível 58% acima do das importações - tomando-se como referência os valores atuais destas duas variáveis (no acumulado de 12 meses) apresentados na tabela 7 -, o recuo do saldo comercial (12 meses) somente começará a ocorrer na medida em que a diferença entre as taxas de crescimento entre as importações e as exportações seja superior a estes 58%. Portanto, para que o saldo comercial recue não basta que as importações cresçam mais do que as exportações - o que, aliás, provavelmente tenderá a ocorrer em breve -, mas será necessário que a diferença entre estas taxas de expansão seja bem elevada.

Tabela 7: Balança Comercial - em US\$ Bilhões

	Últimos 12 meses			Média Móvel de 4 meses Dessazonalizada Anualizada		
	dez/04	jul/05	dez/05*	dez/04	abr/05	jul/05
Exportações	96,5	108,9	114,4	102,5	111,1	118,7
Importações	62,8	69,0	74,4	69,6	67,2	70,8
Saldo	33,7	39,9	40,0	32,9	43,9	47,9

Fonte: MDIC

*Projeção do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Admitindo-se que não haja uma deterioração significativa dos termos de troca nos próximos anos, a diferença entre as taxas de crescimento das exportações e das importações daqui para frente dependerá essencialmente das taxas de expansão de ambas em quantum. Nesta hipótese, se a elasticidade do quantum importado em relação à produção industrial e ao PIB não for muito diferente da atual, é bem possível que um crescimento do quantum exportado entre 8% e 10% nos próximos anos - taxa apenas um pouco acima da esperada para a expansão do comércio mundial - seja suficiente para garantir a manutenção de saldos comerciais elevados e o equilíbrio da conta corrente. Com um crescimento do PIB da ordem de 5% aa e da indústria em torno de 7% aa nos próximos anos - taxas factíveis, mas acima do esperado pela maioria dos analistas - o aumento anual do quantum importado poderia ficar ao redor de 15%. E o impacto disso sobre o saldo comercial tenderia a ser modesto, sendo este mantido em níveis confortavelmente elevados.

Em suma, não havendo, como parece razoável admitir, uma deterioração significativa dos termos de troca, há boas chances do saldo comercial permanecer elevado nos próximos anos, sem que para isto seja necessária uma desvalorização cambial muito grande, que faça a taxa de câmbio real efetiva retornar ao seu nível de 2004 (o que corresponderia hoje a uma taxa de câmbio nominal em torno de R\$ 3,08 por dólar). É possível que uma desvalorização cambial bem mais modesta - que coloque, por exemplo, a taxa de câmbio real efetiva em nível semelhante à média janeiro/julho deste

ano (algo como uma taxa de câmbio em torno de R\$ 2,65 por dólar a valores de hoje) - seja suficiente para garantir um saldo comercial compatível com o equilíbrio da conta corrente nos próximos anos.

Argumenta-se muitas vezes que a apreciação cambial significativa de meados de 2004 para cá foi determinada por capitais externos especulativos atraídos pelo diferencial extraordinariamente elevado entre as taxas de juros doméstica e externa. Em decorrência, com a queda esperada da taxa de juros nos próximos meses, o câmbio tenderia a ser pressionado, inviabilizando a continuidade da queda da taxa de juros (pelos efeitos inflacionários da desvalorização cambial), o que comprometeria o crescimento. O equívoco desta interpretação é que, além do diferencial entre juros domésticos e externos, outro fator decisivo por trás da apreciação cambial tem sido o extraordinário saldo da balança comercial e da conta corrente. E isto não apenas pelo impacto direto do fluxo de divisas daí proveniente sobre a taxa de câmbio, mas porque o desempenho excepcional da balança comercial diminuiu bastante o risco percebido de uma desvalorização cambial significativa à frente para corrigir um eventual desequilíbrio nas cotas externas. Sem os megassuperávits na balança comercial, é bastante improvável que os investidores externos estivessem assumindo um elevado volume de posições compradas em reais (taxas de juros prefixadas longas) e vendidas em dólar no mercado futuro (que é hoje onde se concentram as aplicações especulativas dos investidores externos). O risco de uma desvalorização cambial mais forte adiante, caso a situação das contas externas fosse mais frágil, desestimularia as aplicações em reais, mesmo com as elevadíssimas taxas de juros domésticas. Assim, o desempenho da balança comercial tem contribuído decisivamente para a apreciação cambial, e é improvável que sem uma piora expressiva do seu comportamento, a mera redução gradual da taxa de juros - processo que, aliás, no que se refere às taxas de juros longas, as efetivamente relevantes para a arbitragem entre juros internos e externos, já se iniciou há alguns meses - tenha impacto significativo sobre a taxa de câmbio.

Se a análise acima sobre a taxa de câmbio requerida para a manutenção de saldos comerciais elevados e da conta corrente em posição sustentável estiver correta, o risco de que, por uma piora da balança comercial e redução da taxa de juros, haja uma desvalorização cambial muito grande de agora até o final do próximo ano é baixo. Portanto, o risco do crescimento neste período ser contido por pressões inflacionárias daí provenientes, que forcem o Banco Central a reverter a trajetória da taxa de juros não parece elevado, e, deste ponto de vista, as perspectivas de crescimento da economia no restante deste ano e em 2006 são favoráveis. Resta saber se este cenário benigno não será inviabilizado pela crise política e seus efeitos negativos sobre a taxa de câmbio, o risco país e a taxa de juros.

Projeções do Grupo de Conjuntura

	2005	
	Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	5,34	5,40
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,00	3,70
Saldo Comercial (US\$ bi)	40,00	40,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	11,60	12,30
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	2,50	2,55
Média do Ano	2,48	2,51
Taxa Selic		
Acumulada no ano	19,08	18,90
Final do Ano	18,00	17,75

Fonte: Banco Central do Brasil e Grupo de Conjuntura - IE/UFRJ

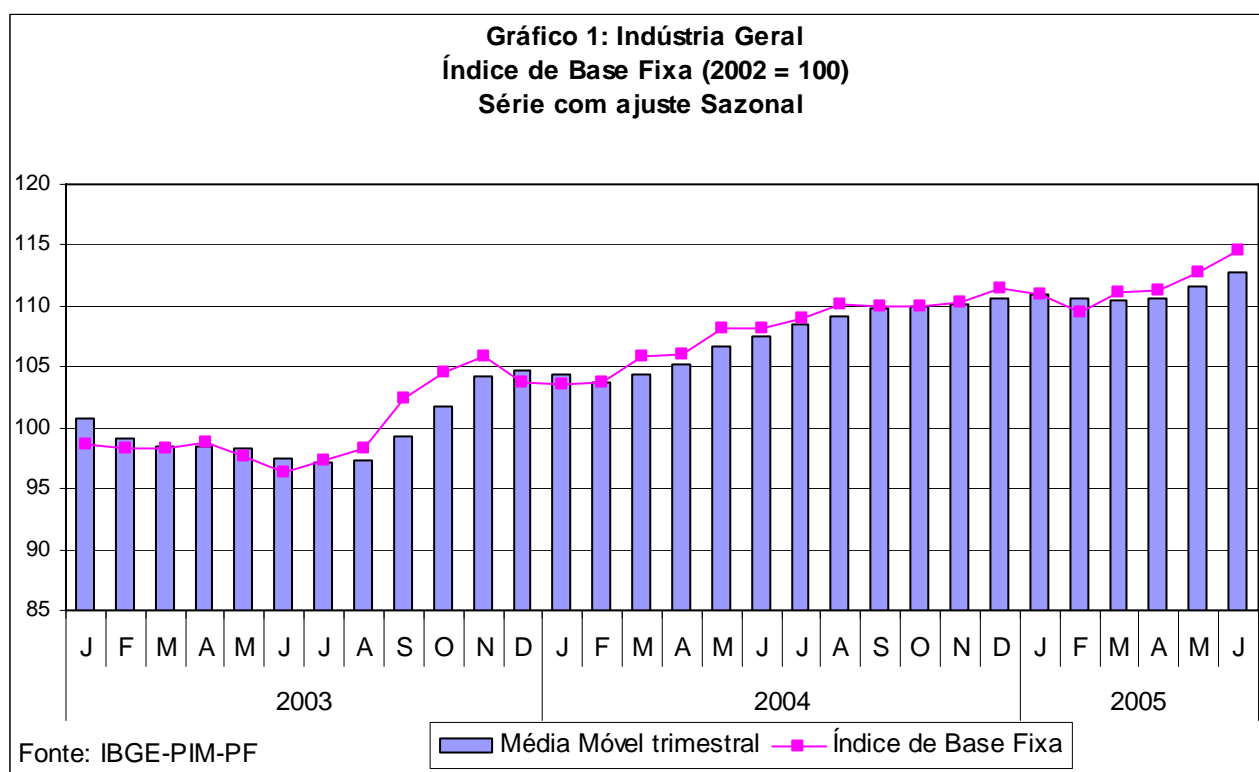
*Segundo levantamento do BC junto ao mercado divulgado em 19/08/2005 (Relatório de Mercado).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

A indústria em junho - o crescimento se firma

As evidências são no sentido de que o pior já passou. O pior nesse caso se refere à longa fase de baixo crescimento (segundo os mais otimistas) ou de virtual estagnação (segundo os pessimistas) nos nove meses de agosto de 2004 a abril de 2005 (gráfico 1). O mês de maio, portanto parece ter sido um ponto de inflexão. O que teria causado essa mudança? Vejamos primeiro alguns resultados que vão nos ajudar a encontrar uma resposta a essa pergunta.



Os índices de junho foram positivos em todas as comparações e em todas as categorias de uso (tabela 1). Na ponta (mês/mês anterior) da série com ajuste sazonal o crescimento mantém o padrão tradicional de momentos de recuperação com destaque para os bens de capital (4,2%) e de bens de consumo durável (8,1%) liderando a expansão e com os segmentos de bens intermediários (0,9%) e bens de consumo não duráveis (0,7%) ficando abaixo da média nacional (1,6%),. Note-se que desde o segundo semestre de 2003, quando a indústria iniciou o atual ciclo de crescimento, apenas em

dois meses (dezembro 2004 e janeiro de 2005), o incremento de produção foi liderado por bens de consumo semiduráveis e não duráveis. Portanto, a chamada “fase 2”, quando é o mercado interno de bens salários que lidera o crescimento, até agora não chegou.

Tabela 1: Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Brasil - junho 2005

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	4,2	8,3	3,8	9,2
Bens Intermediários	0,9	2,9	2,4	5,3
Bens de Consumo Durável	8,1	23,6	16,7	18,4
Bens de Consumo Semidurável e Não Durável	0,7	7,5	6,7	5,8
<i>Indústria Geral</i>	<i>1,6</i>	<i>6,3</i>	<i>5</i>	<i>6,7</i>

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

O ponto de inflexão, no início do segundo trimestre de 2005, fica bem caracterizado nos dados trimestrais (série com ajuste sazonal) apresentados na tabela 2. O crescimento da indústria foi muito baixo (0,7%) no 4º trimestre de 2004 e nulo no 1º trimestre de 2005, refletindo resultados negativos ou nulos em bens de capital e bens intermediários. O pior momento foi o 4º trimestre de 2004, pois nesse período o acréscimo de produção de bens de consumo duráveis foi quase inexistente (0,3%). No 2º trimestre de 2005, excetuando bens de consumo não duráveis (-0,9%), todas as categorias de uso crescem, sendo que bens de consumo duráveis atinge sua maior taxa trimestral (8,9%) no período 2004-2005.

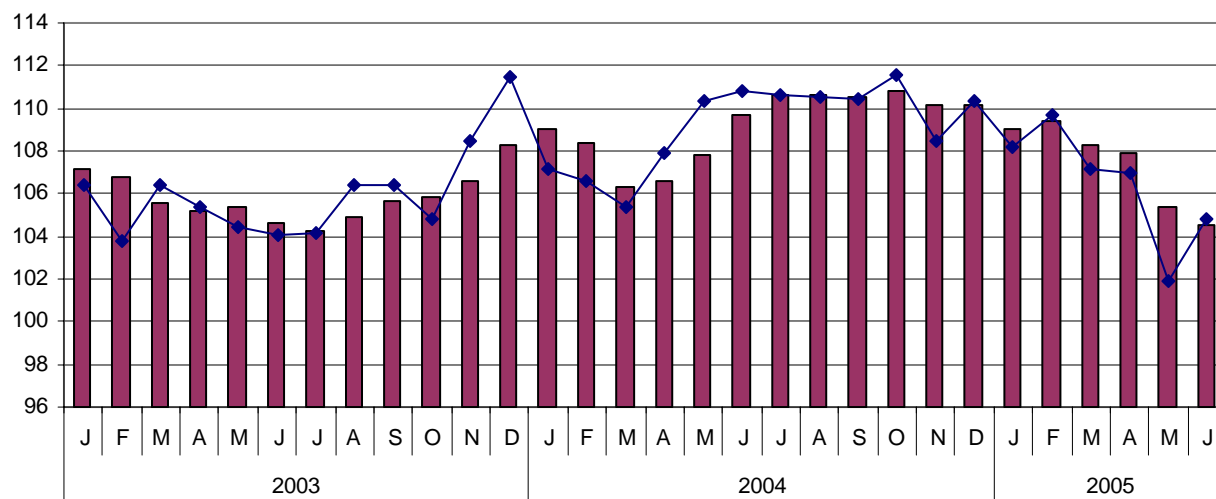
Tabela 2: Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Índice trimestral 2004-2005 - Série com ajuste sazonal
Base: trimestre imediatamente anterior = 100

Categorias de Uso	2004		2005	
	3 Tri	4 Tri	1 Tri	2 Tri
Bens de Capital	1	-0,1	0	2,2
Bens Intermediários	2,7	-0,5	-1,7	2,2
Bens de Consumo Durável	4,6	0,3	4,5	8,9
Bens de Consumo Semidurável e Não Durável	0,9	2,4	3,3	-0,9
<i>Indústria Geral</i>	<i>2,1</i>	<i>0,7</i>	<i>0</i>	<i>2,1</i>

Fonte IBGE-PIM-PF

Ainda na série com ajustamento sazonal, cabe destacar algumas evoluções setoriais nos meses recentes. A metalúrgica básica, onde se situa a siderurgia, vem numa trajetória de queda de produção desde o início do ano (gráfico 2). A explicação parece ser os estoques elevados em 2004, que só agora estariam sendo “digeridos”. No campo positivo um destaque é o setor de material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações (gráfico 3), que “puxado” pela produção de telefones celulares cresceu (31,6%) no acumulado junho 2005/fevereiro 2005.

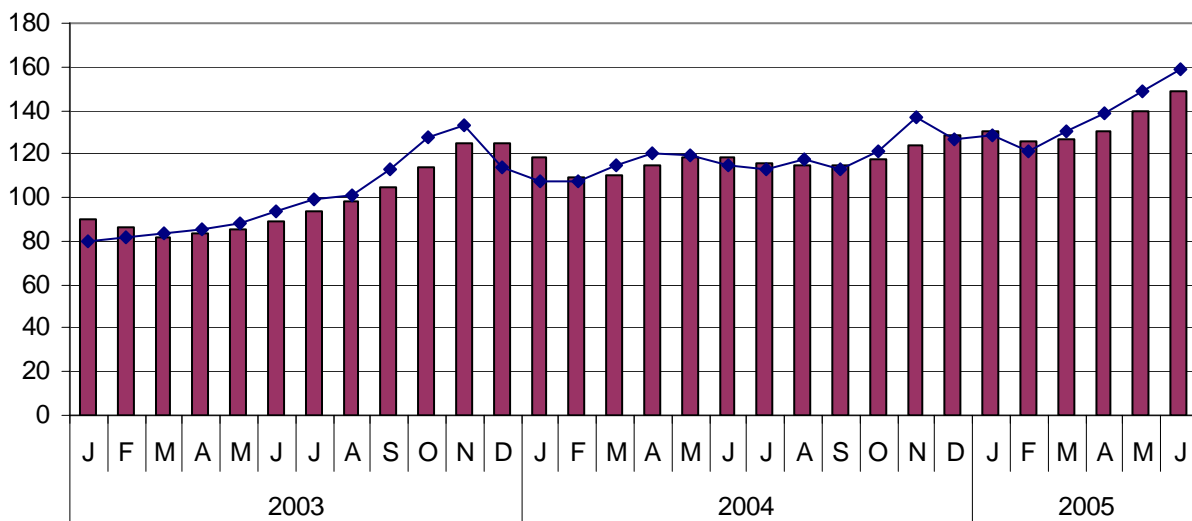
Gráfico 2: Metalúrgica Básica
Índices de Base Fixa (2002 = 100)
Série com Ajuste Sazonal



Fonte: IBGE-PIM-PF

■ Média Móvel Trimestral ◆ Índice de Base Fixa

Gráfico 3: Material Eletrônico, Aparelhos e Equipamentos de Comunicações
Índice de Base fixa (2002 = 100)
série com ajuste sazonal

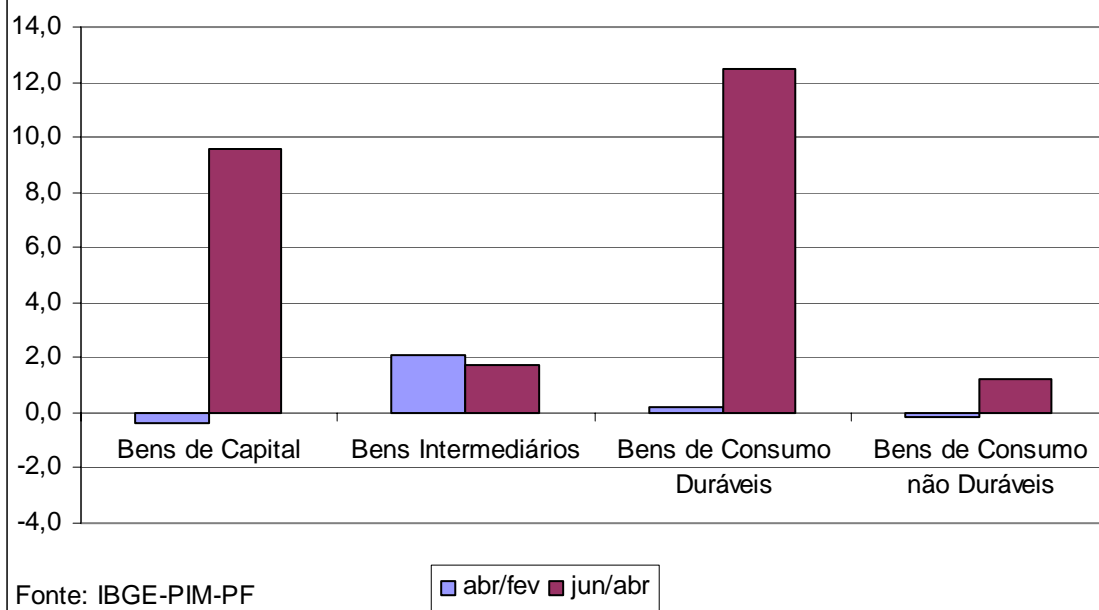


Fonte: IBGE-PIM-PF

■ Média Móvel Trimestral ◆ Índice de Base Fixa

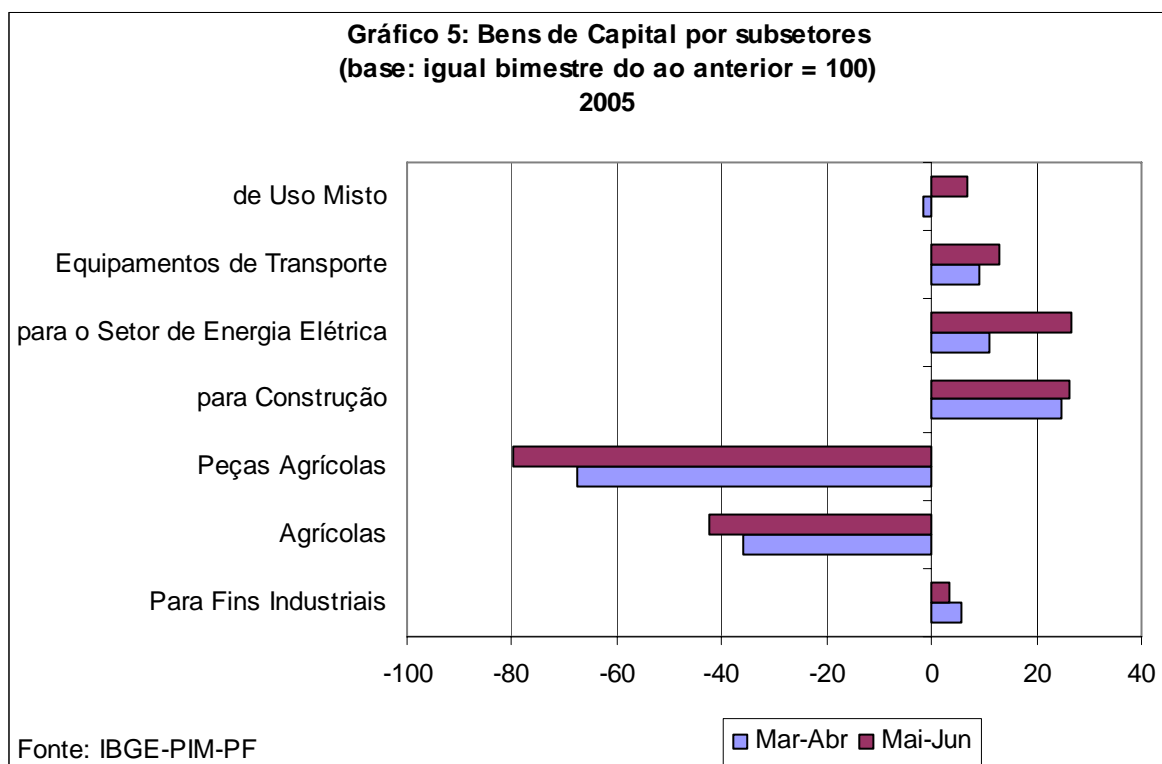
A retomada do crescimento tem que ser creditada ao desempenho de bens de consumo duráveis e bens de capital, que no acumulado dos dois últimos meses (junho em relação a abril série com ajuste sazonal) crescem respectivamente 12,5% e 9,6% contra 0,2% e -0,4%, respectivamente, no período imediatamente anterior (abril frente a fevereiro). Tanto em bens intermediários (principalmente) como em bens de consumo não duráveis e semiduráveis (em menor medida) houve pouca alteração de um período para outro (gráfico 4).

**Gráfico 4: Indústria por categoria de uso
taxa de crescimento em períodos selecionados
serie com ajuste sazonal 2005**



O que levou esses setores a crescer foi uma combinação de fatores. Em primeiro lugar existe a lógica do ciclo econômico, como esses segmentos cresceram muito em 2004, precisavam de um período para repor estoque e “tomar fôlego”. No caso de duráveis possivelmente estão mais intensos agora os efeitos de queda de preços, devido a concorrência e câmbio valorizado, e do ciclo de vida dos produtos, que já estariam com vida útil avançada frente a sua obsolescência natural e a tecnológica. Exemplo disso seria a “febre” por televisores de tela plana, substituindo os “antigos” aparelhos de TV. A lógica de bens complementares também estaria em ação com venda de DVDs puxando as compras de DVDs players e de televisões; e a venda de máquinas fotográficas digitais estimulando as vendas de impressoras e computadores. A produção de TV a cores, por exemplo, cresceu 29,2% nos dois últimos meses (junho/abril série com ajustamento sazonal) contra 12,4% nos dois meses anteriores (abril/fevereiro). Como o rendimento real não mostrou recentemente uma recuperação que justificasse esse aumento da demanda interna por duráveis, é a ampliação do crédito que está na base desse movimento. Vale citar também os resultados obtidos nas vendas externas, tanto no setor automobilístico com no caso de celulares, com fator importante na atual dinâmica de bens de consumo duráveis.

No caso de bens de capital em maio-junho houve melhoras, frente a igual bimestre do ano anterior, na maioria das subcategorias, que mais que compensaram os resultados negativos no segmento agrícola (gráfico 5). Por exemplo: equipamentos de transporte, o subsetor de maior peso, passou de 9,1% (março-abril) para 12,7% (maio-junho). Bens de capital para energia elétrica passa de 11,1% para 26,8%, respectivamente. No segmento de bens de capital para o setor de transporte, o grande destaque é o desempenho da produção de caminhões e ônibus, influenciado principalmente pelos resultados obtidos nas exportações.



O ambiente macroeconômico continua sendo favorável ao crescimento econômico, com destaque para a performance exportadora, para as vendas do comércio varejista (apoiadas na manutenção das condições de crédito), e mais recentemente para a queda dos juros futuros. Entretanto, pesquisas conjunturais de natureza prospectiva (como por exemplo a sondagem industrial da FGV) trouxeram resultados que refletem uma expectativa menos favorável das empresas, frente aos cenários de meses anteriores. Se os indicadores do lado real sinalizam uma trajetória de crescimento até junho, os indicadores de expectativas mostram alguma deterioração. Portanto é de se esperar, salvo algum acidente de percurso, que o nível de atividade nos próximos meses mostre um comportamento ascendente, ainda que discreto.

Investimento

Rafael Barroso

Depois do surpreendente desempenho positivo do ano passado, as perspectivas iniciais para o investimento esse ano, não eram tão brilhantes como a do ano anterior, entretanto, previa-se um crescimento razoável do investimento, ainda mais quando comparado à experiência Pós-Real. Os dois trimestres (4T04 e 1T05) de contração no investimento, junto com a desaceleração do PIB, porém, lançaram um sentimento pessimista sobre a evolução de ambos.

O Boletim de Conjuntura, não obstante, o reconhecimento do ritmo fraco do investimento, vem tentando ressaltar desde maio a distinção entre a situação atual e as vidas anteriormente. Desde junho, vem chamando atenção para a situação de pseudoestagnação vivida pelo investimento, que estaria pronto a crescer novamente, assim que a economia desse os primeiros sinais de reaquecimento. Essa retomada do investimento, como dito em boletins anteriores, claramente não será impulsionada por grandes e ambiciosos projetos, mas sim por pequenos projetos incrementais e de atualização de fábricas e máquinas.

Neste mês foram divulgados os dados da produção industrial de junho, o que nos permite fazer um balanço mais acurado do momento vivido e avaliar a adequação das análises e previsões feitas até aqui. A Tabela 1 e o Gráfico 1¹ trazem um resumo do índice de FBCF e de seus componentes.

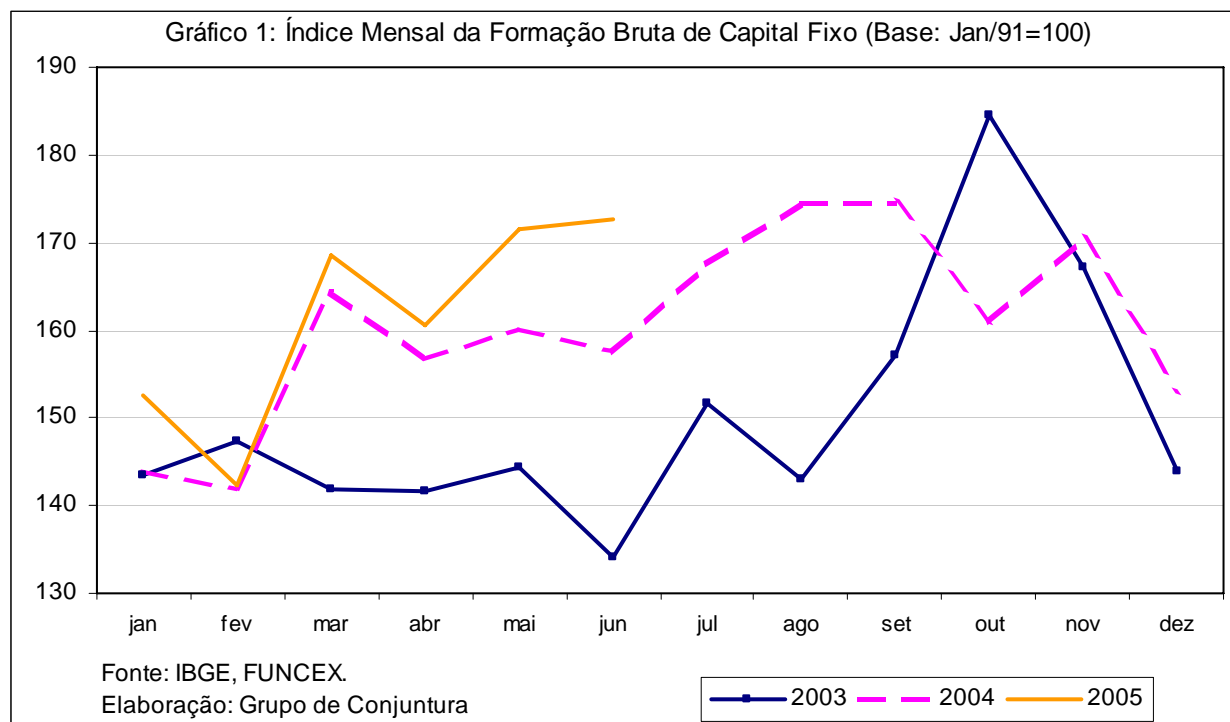
Tabela 1 - Variação dos Indicadores do Investimento (%)

	1S05	1T05	2T05	Jun-05/Jun-04
Índice de FBCF	4,7	3,0	6,4	9,6
Absorção Bens de Capital	8,4	6,3	10,3	17,5
Produção	3,8	2,5	5,1	8,3
Exportação	37,3	41,7	32,9	25,2
Importação	26,3	25,1	27,3	35,6
Construção Civil	2,0	0,6	3,4	3,7

* Taxa de Crescimento (2T05/1T05)-índice de FBCF com ajuste sazonal: 3,5

Fonte: IBGE, FUNCEX. Elaboração: Grupo de Conjuntura

¹ Os leitores que acompanham o Boletim de Conjuntura, certamente irão notar uma diferença entre os gráficos e os números apresentados esse mês com aqueles que foram exibidos até o mês anterior. Essa diferença se deve a uma mudança metodológica feita no cálculo do índice. Até o mês passado, os ponderadores da série eram atualizados trimestralmente a partir da variação das séries da FBCF e do ITCC. A partir desse mês, os ponderadores não são mais atualizados trimestralmente, pelo contrário, eles são anuais e obtidos diretamente das contas nacionais. Essa mudança foi adotada, pois, o índice com os ponderadores anuais se mostrou um melhor predictor da FBCF no período mais recente. De fato, no período mais longo que vai do 1T03 até o 1T05, o método antigo apresentou um menor erro quadrático médio das variações, enquanto que no período mais recente que vai do 1T04 até o 1T05, o erro quadrático médio do segundo método foi menor.



A tabela mostra claramente que a FBCF acelerou-se no segundo trimestre deste ano, além disso esse vigor foi notado em todos os seus componentes e sub-componentes. O índice, que serve como uma *proxy* para os dados em volume da FBCF a serem divulgados pelo IBGE, aponta para um crescimento de 6,4% (2T05/2T04) e de 3,5% na série dessazonalizada fazendo a comparação entre o segundo e o primeiro trimestre de 2005.

A análise da produção industrial desagregada de bens de capital, exposta na Tabela 2, mostra o mesmo vigor referido acima, com exceção dos bens destinados a agricultura. Estes, devido às influências distintas daquelas que operam no resto da economia, vêm apresentando queda desde outubro de 2004.

Outras fontes de dados como a ABIMAQ e o BNDES confirmam esse maior ritmo de vendas e encomendas de bens de capital. De acordo com a primeira, o faturamento das empresas associadas cresceu 29,5% no primeiro semestre do ano em relação à igual período do ano anterior, apesar da valorização da moeda nacional, que diminuiu a receita em reais dos US\$ 4,1 bilhões auferidos com as exportações no primeiro semestre, um aumento de 38,9% em comparação com os primeiros seis meses de 2004.

Os desembolsos do Finame, linha de crédito do BNDES para a aquisição de máquinas e equipamentos, apresentam um comportamento em linha com os números de produção física do IBGE, exibidos na Tabela 2, porém com um crescimento mais pujante ainda. Os desembolsos para o setor agrícola, de transporte e de “BK sem rodas” tiveram variações no primeiro semestre de -39,4%, 57,1% e 91,7% respectivamente, em comparação com o mesmo período de 2004. Outro dado interessante, é que o Modermaq, linha de financiamento de máquinas com taxas de juros fixas, criada esse ano já representa 1/3 dos desembolsos do Finame, o que mostra que no Brasil ainda há bastante espaço para que pequenas inovações financeiras, às vezes até mesmo triviais, produzam efeitos positivos de magnitude relevante. Por último, os desembolsos para o próprio setor de BK como demandante de máquinas cresceram 100,1% neste semestre.

Tabela 2 - Produção Industrial de Bens de Capital

	1S05	1T05	2T05	Jun-05/Jun-04
Industriais Seriadados	4,1	4,5	3,7	0,9
Industriais Não-seriadados	11,3	8,6	14,0	20,0
Agrícolas	-35,4	-28,9	-40,7	-37,6
Construção	28,8	33,2	25,1	27,3
Transporte	11,7	11,9	11,5	16,3
Total*	6,0	4,9	6,9	10,1
Total exclusive agrícolas	8,4	7,1	9,7	12,8

* Índice de BK total calculado a partir dos subíndices divulgados pelo IBGE

Fonte: IBGE

Outro ponto positivo dessa tabela é o crescimento vigoroso dos bens de capital para construção civil, que é coerente com o que vínhamos apontando de que a série de ITCC do IBGE estaria subestimando o crescimento efetivo da construção civil, por motivos de estocagem de derivados de aço.² A Tabela 3, que exhibe outros dados do mercado de construção civil, especificamente do mercado imobiliário³, aponta para um ritmo maior de expansão, ainda que forneçam um resultado apenas parcial do mercado. Outro dado interessante mostrado pela Tabela 3 é que enquanto o volume de financiamento cresceu 40% no primeiro semestre, o número de unidades financiadas caiu 9,5%, o que indica um maior valor unitário das residências financiadas e indica que esse crescimento do crédito imobiliário não contemplou a população de menor renda.

Tabela 3 - Construção Civil (%)

	1S05	1T05	2T05	Jun-05/Jun-04
Insumos Típicos Construção Civil	2,0	0,6	3,4	3,7
Financiamento Imobiliário (R\$)	40,0	47,6	80,1	23,5
Financiamento Imobiliário (Unid)	-9,5	6,6	-20,5	-2,8
Mercado Imob. - SP - Vendas*	9,1	2,1	-	40,1
Mercado Imob. - SP - Lançamento*	23,3	22,5	-	27,4

* Dados até Maio de 2005

Fonte: IBGE, ABECIP, Secovi-SP

O CMN (Conselho Monetário Nacional), tendo isso em vista, aumentou os incentivos para os bancos financiarem moradias de mais baixo valor. Porém, a medida mais relevante do CMN para a construção civil foi a decisão do conselho de aumentar de 45% para 50% no segundo semestre o crescimento mínimo obrigatório do volume de financiamento imobiliário dado pelos bancos privados. Essa medida deve garantir financiamentos no valor de R\$ 2,52 bilhões no segundo semestre, totalizando R\$ 4,5 bilhões no ano de 2005. Para o ano de 2006, o BC já sinalizou, através da imprensa, a sua intenção de sugerir ao CMN, que acabe com essa regra de transição e exija o direcionamento de todos os recursos previstos em lei para o financiamento imobiliário. Tal medida significaria, nesse ano, um fluxo de recursos de R\$ 12 bilhões, o que possivelmente proporcionará um maior crescimento da construção civil no ano que vem, caso seja determinada e os recursos sejam efetivamente aplicados.

² Segundo o Instituto Brasileiro de Siderurgia (IBS), o estoque de aços planos na rede distribuidora é equivalente a 4 meses de vendas, quando o normal seria de 2,5 vezes.

³ De acordo com a Pesquisa Anual da Indústria da Construção (PAIC) do IBGE, o ramo de edificações residenciais e o de prédios comerciais respondem respectivamente por 20,3% e 5,9% de todo o mercado da construção.

Por último, como mostra a Tabela 4, os determinantes do investimento, de acordo com o modelo econométrico desenvolvido no boletim anterior, apresentaram uma evolução positiva nesse período.

Tabela 4 - Determinantes do Investimento

	Junho	Julho	Variação (%)
Risco Brasil	422	407	-3,5
Spread: Swap DI 360d x Selic	-1,36	-1,56	14,7
Utilização da Capacidade c/ aj. saz	84,4	84,5	0,1

Fonte: JP Morgan, Banco Central, FGV

Os dados levantados nesse balanço de meio de ano do investimento configuram uma situação positiva para o mesmo, com uma perspectiva de crescimento continuado no curto e médio prazo. Há, contudo, um elemento de incerteza, também no horizonte de curto e médio prazo, que pode tornar essa análise obsoleta em questão de dias, que é a crise política vivida pelo país.

Há um intenso debate em curso entre economistas, analistas políticos e outros profissionais, tentando entender porque até agora a crise política não afetou a economia como era costume no passado e até quando esse isolamento persistirá. A posição do Grupo de Conjuntura, é que ajudada pela crescente liquidez externa e pelos bons fundamentos (internos e externos), a economia só será afetada, caso uma possibilidade de mudança da política econômica que sinalize um descompromisso com o combate a inflação e o controle da dívida pública seja aventada com alguma probabilidade relevante.

Tal possibilidade é muito mais provável de ocorrer com a ascensão de um candidato populista nas pesquisas de intenção de voto para as próximas eleições presidenciais ou com o impedimento do presidente Lula do que com uma guinada populista do presidente com o intuito de salvar seu mandato.

Os efeitos deletérios de tal crise, persistindo o cenário de blindagem da economia, é menor do que em momentos similares no passado e do que supõem muitos analistas. Grandes investimentos, como duplicação ou construção de novas fábricas, que já não vinham ocorrendo quase, não devem ser afetados em grande parte, pois, tais decisões são tomadas levando em conta horizontes de planejamento de longo prazo, não sendo influenciadas por fatores pontuais.

Já os investimentos de menor porte podem possivelmente ser afetado pela crise política, sendo nesse caso a decisão mais comum o protelamento da decisão de investir. Mesmo nessas situações, uma qualificação tem que ser feita. O cenário presente da economia é de níveis de utilização da capacidade elevados e produção em alta, principalmente de bens de consumo duráveis. Logo, é difícil de se acreditar que uma empresa que verifique um nível de demanda forte e crescente por seu produto, deixe de fazer um investimento incremental para aumentar a sua produção e fique sujeita a perder mercado para os produtos concorrentes por falta de capacidade produtiva. Portanto, em geral, somente as empresas que disponham de alguma capacidade ociosa e/ou uma demanda mais fraca adiariam suas decisões de investimento.

Por último, uma ressalva tem que ser feita. Até agora a característica mais evidente dessa crise é a rapidez com que ela evolui. O efeito na economia mais notado foi um aumento da volatilidade, que se ampliada daqui para frente deixaria os empresários mais temerosos do risco de uma freada brusca do ritmo da economia do que uma falta de produtos para atender a demanda, invertendo o quadro prevalecente até agora.

Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Introdução : Novo Regime de Inflação no Brasil ?

Desde a implementação do regime de metas no Brasil a inflação vem convergindo apesar de toda oscilação de curto prazo. O grande mérito do regime de metas é o ganho de credibilidade refletido na redução da volatilidade da inflação na presença de choques de oferta. O conceito por trás do conservadorismo presente nos últimos anos nas decisões de política monetária é de que uma convergência rápida é menos dolorosa do que uma trajetória gradualista (no conceito volatilidade do PIB).

Uma abordagem superficial no comportamento da inflação brasileira dos últimos anos nos tornaria céticos em relação à consistência de uma redução permanente do nível de preços – dependente demasiadamente da taxa de câmbio e das oscilações das cotações de commodities. É provável que o Banco Central tenha como hipótese básica um novo regime de inflação ao alcançar o nível de equilíbrio de longo prazo. Esse argumento é uma alternativa a fim de tornar válido o forte aperto (além do que é considerado ortodoxo) presenciado ao longo dos últimos anos.

Se a inflação alcançar seu valor de longo prazo, mas ainda exibir as características (relacionadas adiante) de sua série histórica, esse nível provavelmente não se sustentará. O principal argumento nesse caso é a comparação com outros países dos principais indicadores determinantes ou que tem elevada influência sobre a inflação.

Tabela 1- Principais Características da Inflação ao Consumidor – Diversos Países

	Brasil	México	Chile	Eua
Alimentos	22.40	23.20	27.24	15.29
Transporte	21.78	13.72	12.18	17.41
Alimentos + Transporte	44.18	36.92	39.42	32.70
Repasse do Câmbio ao Consumidor	0.81	0.58	0.35	nd
Desvio Padrão - Inflação ao Produtor	1.42	1.12	1.34	0.81
Desvio Padrão - Inflação ao Consumidor	0.60	1.18	0.36	0.25
Desv Padrão Câmbio	4.70	2.97	2.17	1.62

Participação de Alimentos e Transporte nos demais Emergentes: Colombia 43%, Equador 38,7%

Peru 60%, Venezuela 36,2%

Elaboração: IE/UFRJ

A Tabela 1¹ explicita que alimentos e transportes, mais sensíveis a choques de oferta, tem um peso maior no Brasil (44,2% no IPCA) do que nos demais países (com exceção

¹ Gostaria de agradecer a Andres Ortis do banco JP Morgan pela contribuição dos dados.

do Peru com 60%). A evidência empírica em diversos países demonstra que na medida que a economia cresce, cai a participação de alimentos na cesta de bens representativa que é utilizada na ponderação da inflação ao consumidor (México tinha 42% em 1963 contra 23,2% registrado em 2000²). Essa redução em conjunto de outros fatores permite um menor repasse do câmbio para a inflação ao consumidor. Nesse ponto vale mencionar que a inflação brasileira absorve 82% da variação cambial (no longo prazo) contra 58% do México e 35% do Chile³. Esse fato torna o elemento câmbio um fator essencial no controle inflacionário brasileiro.

No geral, a queda do consumo de alimentos costuma ser substituída por um aumento na participação de serviços. Esse setor tem maior rigidez, exibe maior grau de concorrência e apresenta maior dificuldade de mensuração.

De acordo com os fatos apresentados, não é estranho que a inflação ao consumidor brasileira apresente excessiva volatilidade se comparada aos demais países. Entretanto, um fato ainda pouco explorado na literatura econômica é a transmissão da inflação de commodities internacionais (sempre em moeda local) para o atacado. Quais fatores estariam por trás da excessiva volatilidade do índice de preço ao produtor no Brasil (IPA-DI) ?

Encontramos evidências empíricas que a inflação ao produtor no Brasil assimila mais as oscilações dos commodities internacionais do que outros países – desde janeiro de 2004 até o presente (base 100) o repasse da inflação de commodities (em moeda local) para o atacado (IPA-DI) foi de 52%. Este valor é muito elevado se comparado ao México (19%), Estados Unidos (18%) e Chile (42%). Em todo caso, essa evidência impõe uma dificuldade adicional no controle inflacionário na presença de um choque de oferta.

Em 2005, a inflação do primeiro semestre anualizada do IPA-DI se aproxima de 0%, em contra partida de uma variação de 18,2% dos principais commodities internacionais. A valorização de 12% da taxa de câmbio e a política de estabilidade de preços do petróleo estão permitindo uma maior acomodação da inflação no atacado. Um exemplo: enquanto o grupo energia subiu 24% no PPI americano (de janeiro a julho de 2005), no IPA-DI a variações foi de apenas 2,88%⁴ (essa comparação não leva em conta a variação cambial).

² Banco do México - Metodología Para el Cambio de Base del INPC

³ Céspedes & Soto (2005) – Credibility and Inflation Target in na Emerging Market: The Case of Chile

⁴ Segmento Combustíveis e Lubrificantes do IPA-DI

Tabela 2 - Principais Evidências da Inflação Internacional de Commodities

	Brasil	Eua	Chile	Mexico
2004				
Variação de Commodities em Moeda Local	13.7	13.7	16.9	22.4
Variação Cambial	-7.1	-7.1	-4.5	0.0
Inflação ao Produtor	14.7	7.7	7.8	6.5
Inflação ao Consumidor	7.6	2.4	3.1	5.2
2005 (i)				
Variação de Commodities em Moeda Local	18.2	67.6	56.3	42.4
Variação Cambial	-12.1	7.1	-0.3	-5.2
Inflação ao Produtor	0.3	5.2	11.6	2.8
Inflação ao Consumidor	6.3	4.6	1.6	3.6

(i) Até junho - anualizado (% aa)

fonte FMI , Elaboração: IE/UFRJ

Outros fatores que também influenciam na volatilidade da inflação ao produtor no Brasil: o grau de abertura (medido como o total das exportações e importações como proporção do PIB – aumentou consideravelmente desde 2000), a composição da pauta de exportações (muito focada em commodities metálicos) e o baixo nível de competitividade do mercado interno. Portanto, a estabilidade da inflação nos próximos anos não depende apenas da política monetária, mas sim de reformas internas e políticas que visem a redução dessas vulnerabilidades. Apesar de acreditarmos que a taxa de câmbio de equilíbrio (que ajusta o saldo em conta corrente e as necessidades de financiamento externo) seja menor do que em anos anteriores, percebemos que já há um esgotamento desse canal para o controle inflacionário.

De qualquer forma, existem evidências de outros fatores além dos preços de commodities e da apreciação cambial que influenciaram a inflação em 2004, mas que não estão presente no ano corrente:

- (i) Deflação de produtos agrícolas com elevada participação na cesta da inflação – queda das cotações internacionais coincide com uma acomodação do consumo interno (algodão -7,8%, feijão -8,1%, batata -42%, carne bovina -11%, café -31%, farinha -31%, ovos de galinha -31%).
- (ii) Capacidade ociosa resultante do aperto monetário iniciado em 2004. A retomada do crescimento (dentro do ciclo) ocorre sobre essa capacidade. Entretanto como já discutimos em edições anteriores, não encontramos uma relação direta entre os preços e a capacidade instalada. Acreditamos que em 2004 essa relação se confunde com uma aceleração muito expressiva dos principais commodities metálicos. Nesse caso, a economia em crescimento pode ter sancionado aumentos em alguns setores mais estrangulados.

O Gráfico 1 e 2 mostram que apesar dos outros fatores listados previamente, o componente externo (taxa de câmbio + variação de commodities) domina e antecede a trajetória da inflação no Brasil – apresenta elevada influência sobre o IPA que por sua vez domina a trajetória do IPCA

Gráfico 1 – Inflação de Commodities em Moeda Local e o IPA-DI – em 12 meses

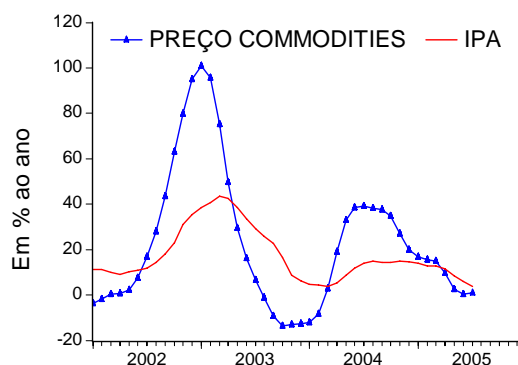
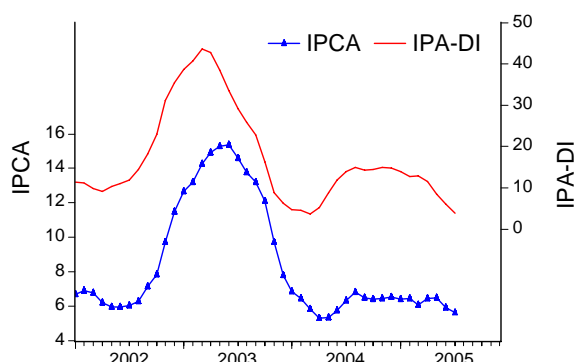


Gráfico 2 – Inflação em 12 meses do IPA-DI e do IPCA



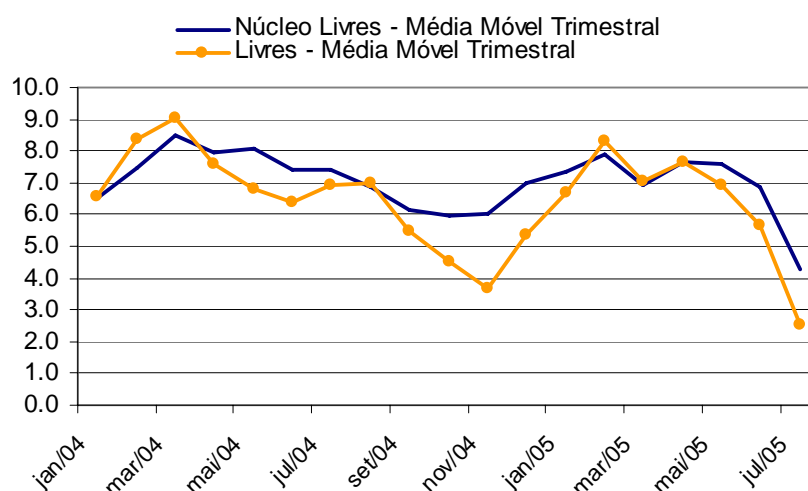
Por fim, as expectativas inflacionárias ainda apresentam um componente elevado de backward looking. Isto é, se comportam com elevado grau de inércia e são muito influenciadas pela variação do dólar e pela dinâmica dos preços administrados. Esse aspecto característico da inflação brasileira tem dado suporte as práticas mais ortodoxas do Banco Central no processo de convergência para as metas. A política monetária, a fim de minimizar essa deficiência, tem tratado os choques de oferta de maneira assimétrica – maior aversão às acelerações do IPA do que às deflações. Essa assimetria tem sido verificada recentemente a partir manutenção da taxa SELIC em um cenário de forte deflação do atacado.

- Inflação Contemporânea, Núcleos e Expectativas

A metodologia de núcleo Desagregado (do IPCA) registrou variação de 0,30% em julho ante 0,37% do mês anterior. O mais importante de agora em diante é monitorar o comportamento dos preços livres – seu núcleo, mensurado pela mesma metodologia, alcançou 0,17% em julho ante 0,26% do mês de junho. Se utilizarmos o conceito de média móvel trimestral como tendência prospectiva dos preços livres (anualizada), verificamos que sua inflação caminha ao ritmo de 4% ao ano. Levando em consideração que o IGP-DI deve terminar o ano com variação de aproximadamente 2% (projetamos 1,85%), a inflação de administrados dificilmente ultrapassará o valor de 3,5%. Este resultado desloca o foco da convergência para a meta em 2006 para os preços livres. Nesse caso, qualquer variação de livres abaixo de 5% já implica na convergência para a meta central de 4,5%.

O Grupo de Conjuntura projeta inflação (IPCA) de 5,4% em 2005 e 4,9% em 2006. A projeção de 2005 já leva em consideração um reajuste de 10% na refinaria com impacto de 5% na bomba (aproximadamente 0,20 pontos no IPCA em 2005). Caso não ocorra nenhum reajuste existe elevada probabilidade do Banco Central entregar o centro da meta ou um valor ligeiramente acima. Na desagregação entre livres e administrados, esperamos variação de 4,8% e 7% respectivamente (para 2005). Do mesmo modo, em 2006 esta desagregação projetada é de 5,5% e 3,5%.

Gráfico 3 – Núcleo Preços Livres – Média Móvel Trimestral Anualizada



Nossa projeção de 4,9% para o IPCA em 2006 ainda está acima da meta central de 4,5% perseguida pelo Banco Central. Esse resultado está sendo influenciado pela variação projetada dos preços livres – maior em 2006 do que em 2005. A estimativa segue as seguintes premissas:

- (i) desvalorização moderada da taxa de câmbio – nossa avaliação é que o nível de preço corrente trabalha com um valor de taxa de câmbio acima do verificado no mercado a vista. Essa teoria está baseada nos argumentos de custo de menu (rigidez em alterar o valor dos preços) e de taxa de câmbio de equilíbrio. Os formadores de preços entendem que o valor atual do câmbio não é o de equilíbrio e, por isso, relutam em remarcar seus preços a partir dos valores contemporâneos. Em todo caso, mesmo levando em consideração essa evidência, a desvalorização projetada do real para o ano que vem já seria capaz de gerar pressões que não estiveram presentes até o momento.
- (ii) Produção Agrícola – Até a metade do mês de agosto a compra de insumos típicos para a safra 2005/2006 estava muito abaixo do esperado (fonte:IEA). Estima-se que as dívidas com a quebra de safra, o aumento do preço de insumos (afetado pela cotação do petróleo), a apreciação cambial e a acomodação do consumo interno sejam os responsáveis pelo desinteresse produtivo. Especula-se que a produção agrícola pode encolher até 20% no ano que vem. Além disso, as cotações internas se encontram nas mínimas e dificilmente permanecerão nesse patamar por muito tempo.
- (iii) (iii) Inflação de commodities internacional – O crescimento ainda robusto da economia chinesa, associado a uma acomodação ainda lenta do consumo americano, não permite que as cotações de commodities tenham quedas permanentes. Intuitivamente já estaríamos sobre um novo nível de equilíbrio.

- Copom e Política Monetária

A manutenção da taxa SELIC em 19,75% em agosto foi decidida em linha com a ata e, ao mesmo tempo, consistente com a linha ortodoxa assumida até o momento. Os economistas que estimavam uma queda da taxa tentaram antecipar um comportamento

mais forward looking (que olha para frente), que de fato não ocorreu. Ao decidir pela manutenção dos juros, o Copom mostra que dá prioridade ao curto prazo, permanecendo com a mesma hipótese subjacente – atingir a meta de 5,1% em 2005. Segundo o arcabouço do Banco Central, esse rigor auxilia o ganho de credibilidade e influencia as expectativas para 2006.

Tabela 3 – Regra de Política Monetária

	mai/05	jun/05	jul/05	ago/05	set/05 (*)
Taxa SELIC	19.75	19.75	19.75	19.75	19.25
(a) - Meta Interpolada	4.90	4.85	4.80	4.75	4.70
(b) - IPCA T+12	5.85	5.11	4.98	4.93	4.85
(b) - (a) Objetivo pm	0.91	0.25	0.17	0.17	0.14
Projeção BC - Referencia	5.5	5.8	5.7	5.3	5.1
Projeção BC - Mercado	6.1	6.3	6.2	5.9	5.4

(*) Estimado

Fonte : Focus - Banco Central

Elaboração: IE/UFRJ

A Tabela 3 mostra uma aproximação da regra de política monetária apresentada nos artigos do Banco Central. A meta interpolada é equivalente ao valor que inflação deve convergir em um ano (uma meta móvel de 12 meses) – no mês de janeiro ela se confunde com a meta do ano calendário (5,1% para 2005). O objetivo de política monetária é a diferença entre as projeções de inflação (do mercado e do Banco Central) para os próximos 12 meses e esse valor. Se avaliarmos pelas projeções do mercado (Focus), as expectativas inflacionárias ainda se encontrariam 0,14% acima da meta para o período (vide Tabela 3). Entretanto, se utilizamos a projeção do Banco Central esse valor já está muito abaixo (vide Relatório de Inflação junho/05).

Em linhas gerais, é provável que a cautela adicional do Banco Central seja uma combinação entre a distância da meta em 2005 e a incerteza em relação ao valor correto da projeção em 2006. Se esses dois fatores forem fundamentais para o Banco Central não dá para esperar uma trajetória rápida na redução dos juros, apesar da inflação corrente estar debelada (projetamos inflação do IPCA em -0,05% em agosto).

Crédito

Ana Cristina Neves

Confirmando as expectativas, o ritmo de crescimento do estoque de crédito da economia brasileira segue acelerado. Em junho ele já era superior a R\$ 525 bilhões, acumulando um crescimento real de 10,16% em doze meses (ver tabela 1). Ainda mantendo a tendência dos últimos meses, o bom desempenho foi puxado pelas operações à pessoa física, com ênfase no crédito pessoal (aumento real de 41,1% em doze meses). No que diz respeito à pessoa jurídica, novamente há que se separar o crédito em dois componentes: um em reais e o outro atrelado a outras moedas (notadamente o dólar). A novidade a esse respeito é que em junho, pela primeira vez desde agosto de 2004, este último componente apresentou, na variação real de 6 meses anualizada, uma taxa não negativa. Porém, uma vez que em igual período de 2004 e 2003 os dados foram semelhantes e tendo em vista que a apreciação cambial perdura, ainda é muito cedo para saber se a tendência de queda das operações denominadas em dólar está de fato se revertendo.

Tabela 1: Taxas de Crescimento Real* (%)

	Total do Crédito	Recursos Livres					Recursos Direcionados	
		Total	Pessoa Jurídica			Pessoa Física		
			Total	R\$	Atrelado a outras moedas	Total		Pessoal
em seis meses** (jun05/dez04)	10,34	20,17	8,51	11,99	0,31	37,43	53,99	-4,01
em 12 meses (jun05/jun04)	10,16	13,65	4,39	18,84	-20,39	27,72	41,14	3,77

*Deflator: IPCA

**taxas anualizadas

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Como mencionado em números anteriores, o forte crescimento do crédito tem sido tratado com ressalvas por alguns analistas, preocupados com a possibilidade de que estejamos vivenciando uma bolha de crédito que em breve deveria estourar, alimentada sobretudo pelas operações de consignação. Efetivamente, dentre as modalidades de crédito a consignação é aquela que tem tido desempenho mais expressivo, com impressionante crescimento de mais de 100% em 12 meses, contribuindo para a elevação de 41,1% no crédito pessoal. Contudo, outros tipos de operação também vêm crescendo consistentemente, como demonstra a tabela 2.

Tabela 2: Crescimento real* em 12 meses

	Total Crédito PF	Cheque especial	Crédito Pessoal	Consignação**	Financ Imobiliário	Aquisição Veículos	Aquisição Outros Bens	Cartão de Crédito	Outros
abr05/ abr04	25,19	2,84	40,44	95,70	-9,05	16,43	30,13	35,52	12,34
mai05/ mai04	26,38	7,79	40,73	103,95	-8,77	16,84	33,58	32,14	17,69
jun05/ jun04	27,72	5,40	41,14	101,44	-8,90	18,78	39,39	33,06	23,25

*Deflator: IPCA

**dados da pesquisa do BCB com treze das maiores instituições que operam com crédito pessoal (responsáveis por quase 80% do total de cred. pessoal).

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Outro ponto fundamental a ser ressaltado diz respeito às taxas de inadimplência. Em junho houve certa preocupação com o aumento de consumidores com dívidas em atraso nos dados de pesquisa da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (tabela 3). Em julho, contudo, a taxa recuou e em agosto já é inferior à de maio, sugerindo que a elevação em junho se deveu basicamente a fatores sazonais (dia das mães em maio e proximidade do pagamento de parte do 13º salário).

Tabela 3: Inadimplência

	Total de endividados	Endividados com contas em atraso	Comprometimento da renda (dos endividados)
mai/05	53%	47%	39%
jun/05	56%	52%	39%
jul/05	57%	49%	37%
ago/05	67%	46%	34%

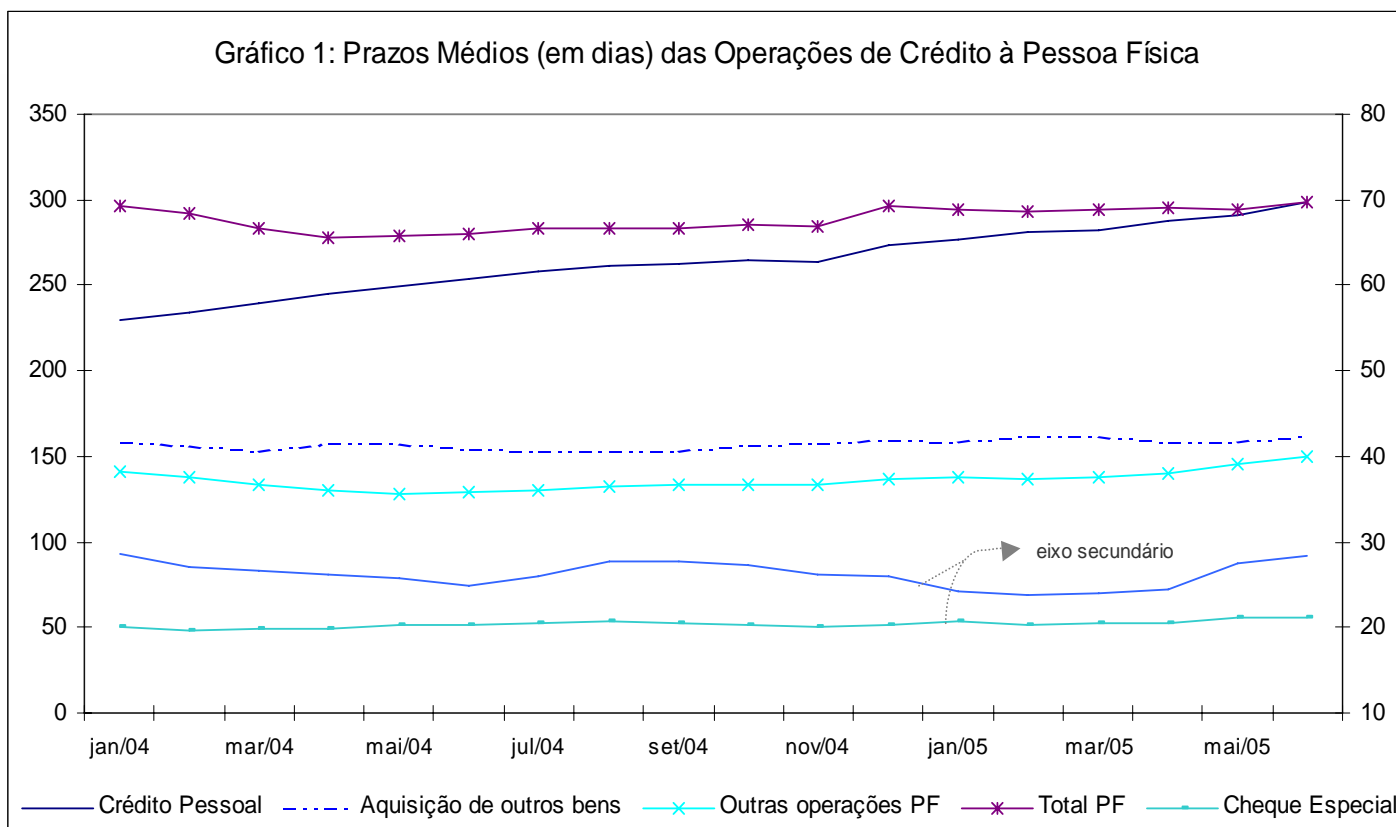
Fonte: PEIC (Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor) da Federação do Comércio do Estado de São Paulo (Fecomercio)

Os dados da Associação Comercial de São Paulo também apontam queda contínua na inadimplência nos últimos três meses (tanto na série original quanto nos dados com ajuste sazonal). A taxa líquida, que subtrai dos novos registros no SPC os registros cancelados e divide o resultado pelo total de consultas, passou de 7,4 em maio para 4,2 em julho.

Os dados de inadimplência do Banco Central corroboram a tendência de queda. A taxa de inadimplência nas operações à pessoa física com atraso superior a 90 dias, que era

de 6,12% em abril, passou para 5,98% em maio e 5,83% em junho (último mês para o qual há dados disponíveis). Em igual período do ano passado ela foi de, respectivamente, 6,63%, 6,59% e 6,54%. A tendência de queda no não pagamento das operações de empréstimo se manifesta em todas as modalidades de crédito à pessoa física, com exceção da rubrica “outras operações”, em que a inadimplência vem se elevando continuamente desde o final de 2003. Em “crédito para aquisição de outros bens” (exclui veículos), embora também tenha caído em junho a taxa vinha aumentando desde janeiro. Entretanto, na série livre de influências sazonais ela está em queda desde março.

Com relação ao prazo médio das operações de crédito à pessoa física, se destaca a trajetória ascendente no crédito pessoal, que já dura mais de dois anos. Já o prazo médio do total das operações à pessoa física tem se mantido estável desde o final de 2004 (gráfico 1), o mesmo ocorrendo com várias modalidades (como aquisição de bens não veículos e cheque especial). Assim, no que se refere ao tempo de pagamento percebe-se que não há pressões adicionais sobre os endividados. Ao contrário, no tipo de operação que mais cresce, o que se observa é uma dilatação contínua de prazos.



Finalmente, no que diz respeito às taxas médias das operações de empréstimo, o que se percebe em quase todas as modalidades é uma elevação moderada ao longo dos últimos meses, mas com uma pequena queda na margem. Entretanto, dado o contexto de aumento contínuo da taxa básica de juros da economia desde setembro de 2004, alguma elevação no custo do crédito já seria esperada. O lado bom é que ela foi apenas moderada e já se observam sinais de reversão da tendência, que deverão se confirmar tão logo os juros básicos entrem em trajetória sustentada de redução.

Concluindo, não parece que, no que tange ao crédito, a economia brasileira esteja passando por um momento de aumento descontrolado que num futuro próximo possa gerar problemas em virtude de elevação generalizada na inadimplência. Ao contrário, a possibilidade de contratação de empréstimos a prazos um pouco mais dilatados e a taxas que provavelmente cairão deverá, cada vez mais, ser um dos fatores centrais para alavancar o consumo e, dessa forma, estimular a atividade econômica.



Política Fiscal

Margarida Gutierrez e Cecília R. Hoff

O superávit primário do setor público consolidado no ano (até junho) totalizou R\$ 59,950 bilhões, o equivalente a 6,43% do PIB, superando em muito a meta fixada para o ano de 4,25% do PIB.

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, encerrados em junho, os resultados também são extraordinários: um superávit primário consolidado de R\$ 94,876 bilhões (5,08% do PIB), sendo R\$ 57,210 bilhões (3,06% do PIB) do governo central, R\$ 21,004 bilhões (1,12% do PIB) dos estados e municípios e R\$ 16,665 bilhões (0,88% do PIB) das empresas estatais federais, estaduais e municipais.

A manutenção de superávits primários robustos, combinada com um ambiente macroeconômico de relativo crescimento (aumentando a arrecadação tributária federal 6,10%, em termos reais, no primeiro semestre deste ano em relação ao primeiro semestre do ano passado) e câmbio apreciado, garantiram que a dívida pública fosse incrementada em apenas R\$ 8,991 bilhões ao longo deste ano.

Tabela 1: Necessidade de Financiamento do Setor Público (Fluxo em 12 meses)

	R\$ (Milhões)			% PIB		
	Jan/Dez04	Jun04/Mai/05	Jul05/Jun05	Jan/Dez04	Jun04/Mai05	Jul05/Jun05
Nominal	47 144	48 038	51 676	2,66	2,6	2,77
Juros Nominais	128 256	141 209	146 555	7,25	7,64	7,85
Primário	-81.112	-93 171	-94 876	-4,58	-5,04	-5,08
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-52 385	-56 504	-57 210	-2,96	-3,06	-3,06
-Emp. Est. Federais	-8 937	-12 333	-13 904	-0,51	-0,67	-0,74
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-17 482	-20 986	-21 004	-0,99	-1,14	-1,12
-Emp. Estat. Regionais	-2 308	-3 348	-2 761	-0,13	-0,18	-0,14

Fonte: Banco Central

É bom lembrar que a variação da dívida pública, em termos absolutos, em um período qualquer, depende do resultado fiscal (gerado a partir do superávit primário e do pagamento de juros sobre a dívida pública) e de um ajuste patrimonial (basicamente, câmbio, privatizações e reconhecimento de esqueletos) que incide sobre o estoque de dívida a cada período. Com exceção do ajuste cambial, os demais ajustes patrimoniais são definitivos, sendo que a incorporação de esqueletos aumenta a dívida e as privatizações, contrariamente, a reduzem. O ajuste cambial, por sua vez, gera efeitos que podem ser compensados no tempo pois uma desvalorização do real frente ao dólar e

a outras moedas, em um período qualquer, que incrementa a dívida pública (revalorando, em reais, a dívida interna indexada ao câmbio e a dívida externa) pode ser compensada por uma apreciação, que reduz o endividamento, em períodos seguintes.

A Tabela 2 mostra os resultados ao longo deste ano. A apreciação cambial e o elevado superávit primário observados no primeiro semestre praticamente teriam compensado a pesada despesa com juros incidente sobre a dívida pública. Se não tivesse havido, em junho, a incorporação de esqueletos no valor de R\$ 6,675 bilhões (relativos a baixa de ativos relativos a Fundos Constitucionais (créditos duvidosos), no valor de R\$ 6,4 bilhões), a dívida pública, em termos absolutos, teria sofrido um aumento de apenas R\$ 2,316 bilhões.

Tabela 2: Fatores condicionantes da Evolução da Dívida Pública
(Fluxos acumulados no ano em R\$ milhões)

	2004	2005(mar)	2005(abr)	2005(mai)	2005(jun)
Juros internos	111.198	34 316	46 693	59 307	73 447
Juros externos	17.058	3 589	4 490	5 588	6 681
Variação cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao câmbio	-3.335	195	-1 664	-3 400	-4 132
Variação cambial sobre o estoque (em reais) da dívida externa líquida	-5.720	-1242	-5 597	-10 365	-13 730
Esqueletos	6.516	-230	-230	- 230	6 675
Privatizações	-753	0	0	0	0
Superávit Primário	-81 112	-27 677	-44 012	-50 326	-59 950
Total	43.851	8952	-320	573	8991

Fonte: Banco Central

Daqui para frente, a continuidade do ajuste fiscal associado a um ritmo de crescimento econômico mesmo que moderado, como por exemplo, de 3% ao ano e a possibilidade de juros reais em queda permitem projetar uma trajetória firme de queda do principal indicador de solvência das contas públicas: a relação Dívida Pública Líquida/PIB. Para um dado esforço fiscal, a tendência de redução da Dívida/PIB será tão mais rápida, quanto maior a queda da taxa de juros, em termos reais, e quanto maior o ritmo de crescimento do PIB.

A trajetória da Dívida Pública/PIB em 2005: novamente em cena a questão estatística

Apesar de todas as condições favoráveis presentes (apreciação cambial, relativo crescimento econômico e extraordinário aumento do superávit primário), a Dívida Pública/PIB tem mostrado uma certa resistência à queda, conforme os dados da Tabela 3. Em janeiro deste ano, representava 51,3% do PIB com queda até abril (50,5%). No entanto, já a partir de maio, o indicador sobe para 50,6% do PIB e em junho atinge 50,9% do PIB. Para esclarecer este aparente paradoxo e evitar interpretações equivocadas acerca dos impactos dos diferentes fatores condicionantes sobre o

comportamento deste indicador tão importante do ponto de vista das expectativas do agentes econômicos, é preciso recorrer à metodologia de seu cálculo, pelo BC.

Tabela 3: Perfil da Dívida Pública

	dez/04	jan/05	fev/05	mar/05	abr/05	mai/05	jun/05
Dívida/PIB	51,6	51,3	51,0	51,1	50,5	50,6	50,9
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	85,5	86,4	87,6	88,6	89,3	89,9	90,6
i) indexada ao câmbio	8,3	6,9	5,3	4,47	4,24	4,00	3,90
ii) não indexada ao câmbio	77,2	79,5	82,3	84,2	85,0	85,9	86,7
b) Externa	14,5	13,6	12,2	11,4	10,67	10,10	9,4
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	22,8	20,5	17,5	15,8	14,9	14,1	13,3

Fonte: Banco Central

A variação da relação Dívida Pública/PIB depende da taxa de juros real que incide sobre o estoque da dívida, da taxa de câmbio real, da taxa de crescimento do PIB (que reduz e denominador e aumenta a arrecadação) e do tamanho do superávit primário em relação ao PIB. Quanto maior a diferença entre os juros reais e o crescimento do PIB, maior o superávit primário requerido como proporção do PIB para estabilizar a Dívida Pública/PIB em um patamar qualquer. Esta condição pressupõe uma taxa de câmbio relativamente estável. Além disso, de todas as variáveis em jogo, a única sobre a qual a política fiscal pode atuar, de fato, é o superávit primário.

Em 2005, de acordo com os dados fiscais disponíveis até junho, verificamos que a dívida pública sofreu um incremento de R\$ 8,991 bilhões, alcançando um valor nominal 0,94% acima do valor do estoque da dívida em dezembro de 2004. O valor do denominador (PIB) no período de janeiro a junho, embora ainda não divulgado pelo IBGE, deve ter experimentado, no mínimo, um crescimento nominal dado pela inflação acumulada no período de 3,16%, se adotarmos o IPCA, de 3,28%, se adotarmos o INPC e de 1,52%, se adotarmos o IGP-DI. O deflator implícito do PIB para o período, o mais relevante índice de preços para este propósito, ainda não foi divulgado. A hipótese de aumento nominal do PIB de janeiro a junho de 2005 em linha com a inflação pressupõe uma taxa de crescimento real do nível de atividade econômica de 0%, o que como todos sabemos, absolutamente, não ocorreu. Ora, se o numerador (dívida pública) cresceu apenas 0,94% e o denominador também cresceu, no mínimo, 3,28%, como pode a relação resultante ter caído apenas 0,7 ponto percentual do PIB?

O aparente paradoxo fica esclarecido pela metodologia utilizada pelo BC para calcular a Dívida Pública/PIB. Trata-se de uma relação que envolve 2 variáveis de natureza distintas: a dívida, que é um estoque, e o PIB, que é um fluxo. Como o PIB que o IBGE divulga é a preços correntes (médios) do período, o BC tem que valorizar um PIB, relativo aos últimos 12 meses, para o mês em que a relação está sendo calculada. Ao utilizar o IGP-DI para esta atualização e não o IPCA ou o Deflator Implícito do PIB (este seria o recomendável, porque reflete com mais precisão a variação de preços dos bens e serviços

que compõem o PIB), podem ocorrer discrepâncias, caso estes índices de preços sejam muito diferentes.

A Tabela 4 ilustra o argumento. Ao valorizar o PIB de dezembro de 2004 pelo IGP-DI, o número encontrado é alto (R\$ 1.851,972 bilhão) e, portanto, a relação Dívida/PIB está subestimada. Em junho deste ano, adotando a mesma metodologia, e utilizando os últimos dados disponibilizados pelo IBGE (PIBs trimestrais até março, anualizados até junho), o valor encontrado é baixo (R\$ 1.897,868 bilhão) em relação ao de dezembro de 2004, o que, contrariamente, superestima a relação. Até o final do ano, este quadro não deverá ser alterado, na medida em que as taxas de inflação medidas pelos IGPs deverão ser menores do que aquelas medidas pelos IPCs. Com isso, a Dívida Pública/PIB não deverá cair do atual patamar de 50,0%.

Em 2003, o mesmo fenômeno ocorreu, conforme chamamos a atenção na edição de fevereiro de 2004.

Assim, podemos concluir que o comportamento da relação Dívida Pública/PIB este ano estará mais associado à metodologia do BC em relação ao cálculo do PIB do que ao esforço fiscal.

Tabela 4: Principais Índices de Preços (%)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005*
IPCA	8,93	5,97	7,67	12,53	9,3	7,6	3,16
INPC	8,43	5,27	9,44	14,74	10,38	6,13	3,28
IGP-DI	19,99	9,8	10,4	26,41	7,66	12,13	1,52

* Acumulado até Junho

Fonte: IBGE, FGV

3 evoluções distintas para a Dívida Pública/PIB até o ano de 2010

Com o objetivo de evidenciar a importância da continuidade do ajuste fiscal na determinação de uma trajetória decrescente da Dívida Pública/PIB, estimamos para os próximos 5 anos, a sua evolução em três situações fiscais distintas: a primeira supõe a manutenção da meta de superávits primários de 4,25% do PIB em cada ano; a segunda admite superávits primários de 4,5% do PIB e na terceira, o esforço fiscal seria maior, com superávits primários de 5,0% do PIB de 2005 até 2010.

Nos três cenários, adotamos as mesmas hipóteses (conservadoras) para as demais variáveis em jogo na determinação da Dívida/PIB, ou seja, para a taxa de juros real, para a taxa de crescimento do PIB e para a taxa de câmbio real. Nas três simulações, a Dívida Pública/PIB experimenta uma tendência firme de queda. No entanto, como era de se esperar, a queda será tão mais rápida quanto maior o esforço fiscal fixado como meta. O quadro abaixo mostra os resultados.

Quadro 1: Três Trajetórias para a Dívida Pública/PIB (%)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Taxa de crescimento real do PIB	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Taxa de Juros Real	12,7	10	9	8	7	6
1. Superávit Primário/PIB	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
NFSP/PIB	2,7	2,8	2,0	1,7	0,8	0,6
Dívida Líquida/PIB	51,6	50,3	48,7	46,9	44,3	41,7
2. Superávit Primário/PIB	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
NFSP/PIB	2,4	2,5	1,7	1,4	0,4	0,2
Dívida Líquida/PIB	51,4	49,8	47,9	45,9	43,0	40,0
3. Superávit Primário/PIB	5	5	5	5	5	5
NFSP/PIB	1,9	2,0	1,1	0,7	-0,3	-0,6
Dívida Líquida/PIB	50,9	48,8	46,3	43,7	40,2	36,7

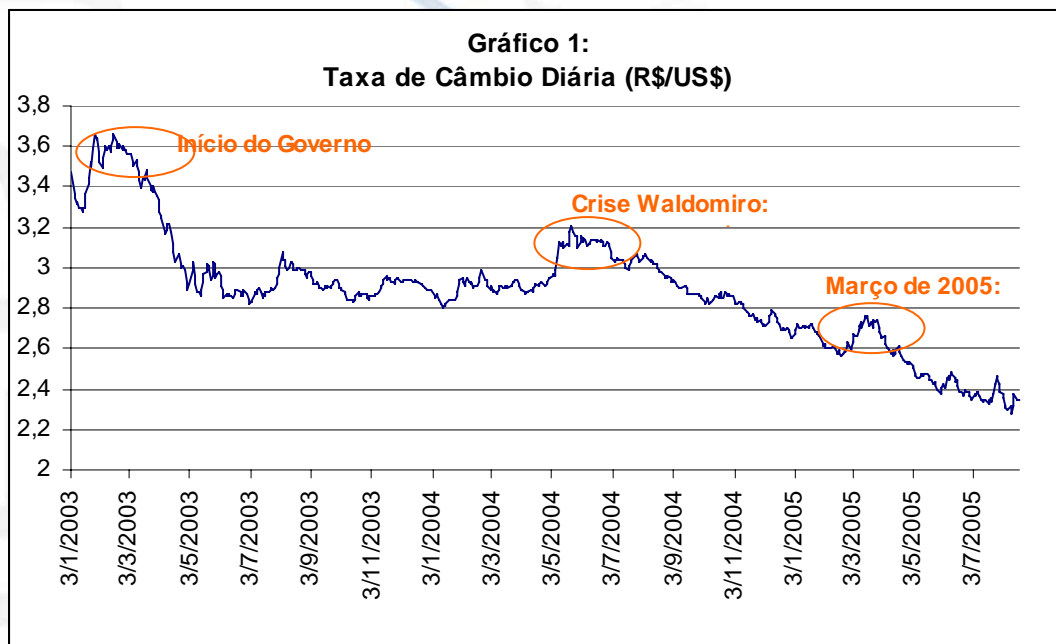
Fonte: Boletim de Conjuntura

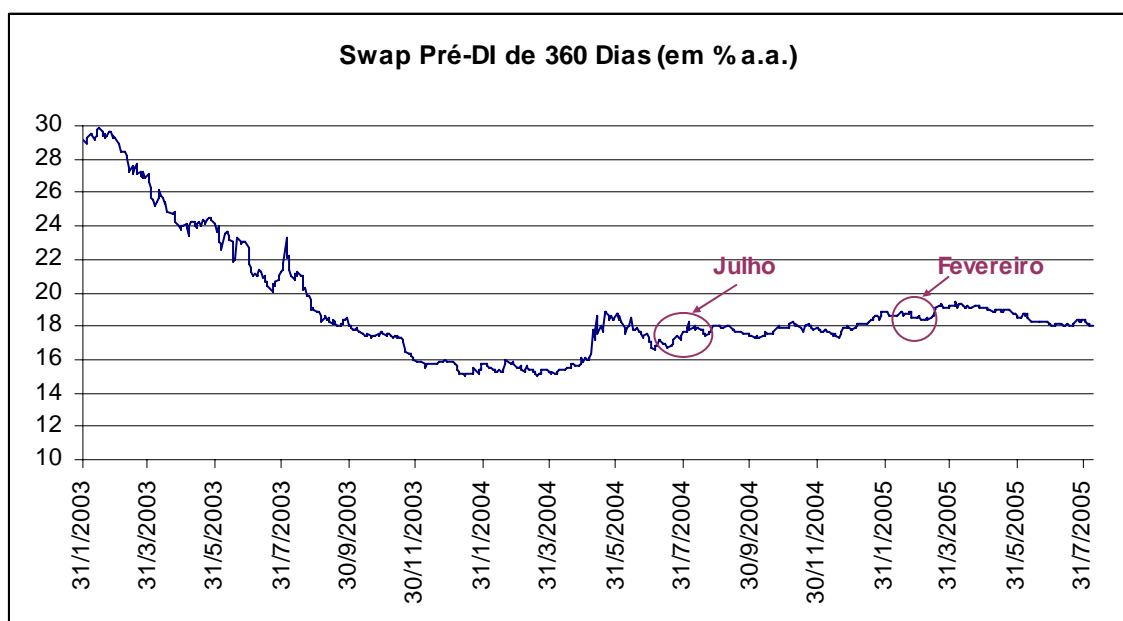
Setor Externo

Cecília Rutkoski Hoff

Algumas considerações sobre o papel das expectativas na apreciação cambial recente

Desde o início do governo Lula a taxa de câmbio do real tem mostrado uma forte tendência de apreciação. Partindo de uma média de R\$3,50/US\$ nos primeiros três meses do novo governo, a taxa de câmbio passou a oscilar em torno de R\$2,90/US\$ nos meses seguintes, mantendo-se neste patamar até o início da crise Waldomiro, quando subiu para uma média de R\$3,10/US\$. Como pode ser observado no gráfico 1, após a crise o dólar começou a se apreciar novamente, atingindo em dezembro de 2004 uma média de R\$2,70/US\$, e, fora um pequeno repique em março de 2005, caiu de forma ainda mais intensa nos meses seguintes, alcançando atualmente um patamar inferior a R\$2,40/US\$. O primeiro movimento de queda refletiu, de modo geral, a redução no risco político associada à manutenção das diretrizes gerais da política econômica, o cenário externo favorável e o saldo comercial robusto, que contribuía para garantir um influxo crescente de moeda estrangeira no mercado de câmbio. A partir do segundo semestre de 2004, o novo ciclo de aumento das taxas de juros (refletido nos juros longos já em julho de 2005, como ilustra o gráfico 2), e a revisão para cima das expectativas de saldo comercial deram um reforço à tendência de apreciação.





Vale notar que o surpreendente desempenho da balança comercial e os juros em alta não afetaram o câmbio de forma independente a partir do segundo semestre de 2004. Indo mais além do aumento “mecânico” da oferta de moeda estrangeira decorrente dos melhores resultados comerciais e dos ganhos de arbitragem proporcionados pelo aumento da taxa de juros em condições de risco-país estável, há que se considerar o efeito combinado destes dois fatores. Isto é, o fato de que os ganhos de arbitragem podem ter sido potencializados pelo desempenho da balança comercial. Na medida em que os resultados comerciais foram sendo percebidos como estruturais – porque obtidos à revelia da forte apreciação cambial ocorrida desde o início de 2003 e em grande medida associados ao aumento das vendas em quantum – foi se tornando baixa a probabilidade de ocorrerem depreciações adicionais significativas. Ou seja, o baixo risco cambial associado a uma mudança na percepção do que seria a taxa de câmbio consistente com saldos comerciais robustos a médio e longo prazo, tornou os juros domésticos ainda mais atraentes do que o seriam se as expectativas em relação à taxa de câmbio futura tivessem ficado constantes.

Em resposta à forte apreciação cambial daí decorrente, em dezembro de 2004 o Banco Central começou a adquirir dólares no mercado à vista, e em fevereiro começou a comprar moeda estrangeira também no mercado futuro, ofertando *swaps reversos* (tabela 1). Ao que tudo indica, foram tentativas não declaradas de evitar a apreciação cambial excessiva, pelo menos enquanto as pressões inflacionárias colocassem a necessidade de taxas de juros elevadas. É difícil, porém, avaliar se estas intervenções foram eficazes, pois não se sabe qual seria o comportamento das instituições financeiras se o Banco Central não tivesse entrado em cena. Isto é, as instituições financeiras poderiam tanto absorver a mesma quantidade de moeda estrangeira comprada pelo Banco Central à taxa vigente (e neste caso as intervenções teriam sido desnecessárias); quanto forçar uma queda ainda mais pronunciada como condição para absorver estes excessos (caso o Banco Central não o tivesse feito). A rigor, o comportamento da taxa de câmbio à vista depende das *expectativas* das instituições financeiras em relação à taxa futura. Se há um excesso de oferta de moeda estrangeira no mercado, mas há uma expectativa de escassez nos meses seguintes, as instituições financeiras aumentam suas posições compradas e absorvem o excesso de moeda estrangeira à taxa vigente. Por

outro lado, se há um excesso de oferta de moeda estrangeira no mercado e uma expectativa de que estes excessos vão continuar pelos meses seguintes, as instituições financeiras não aceitam aumentar suas posições compradas ao preço vigente, e a taxa de câmbio cai. Ou seja, se as intervenções conseguirem influenciar estas expectativas, elas podem resultar eficazes.

Tabela1: Fluxo Cambial e Intervenções do Banco Central (US\$ Milhões)

	Saldo no Mercado Primário	Copras do Banco Central	Swaps Reversos	Taxa de Câmbio Média
dez/04	2303	2647	0	2,72
jan/05	1339	2566	0	2,69
fev/05	3943	3692	5285	2,60
mar/05	3031	3962	3445	2,70
abr/05	531	0	0	2,58
mai/05	-811	0	0	2,45
jun/05	729	0	0	2,41
jul/05	2034	0	0	2,37

Fonte: Banco Central do Brasil

Isso ajuda a explicar a intensificação da apreciação cambial a partir de abril de 2005. Em fevereiro e março, os sinais que orientavam as expectativas cambiais para os meses seguintes estavam difusos. O ambiente internacional estava incerto: o preço do petróleo tipo *brent*, que tinha caído para menos de US\$40 o barril e janeiro, tinha voltado a subir; e as taxas de juros longas norte-americanas (T-Bonds) alcançaram um pico de 4,79% a.a. em março. O Copom indicou na ata mensal de fevereiro que poderia surpreender e iniciar o processo de redução das taxas de juros antes do que era esperado pelo mercado. Esperava-se que as exportações perderiam o dinamismo e que as importações tenderiam a acelerar nos meses seguintes, pois havia uma noção amplamente aceita de que o elevado saldo comercial estaria sendo sustentado somente pelos contratos firmados nos anos anteriores, podendo se reverter rapidamente após o vencimento e a possível não renovação dos mesmos. Os influxos de investimento direto estrangeiro estavam relativamente baixos – tinham acumulado nos doze meses encerrados em fevereiro US\$8,7 bilhões. E por fim, o Banco Central estava atuando agressivamente, tanto no mercado à vista quanto no secundário (e, vale ressaltar, estas últimas tinham se mostrado mais eficazes do que as intervenções no mercado à vista, tema que retomaremos no próximo mês).

A partir de abril, no entanto, o quadro mudou e os sinais orientando as expectativas, que em fevereiro e março colocavam algumas incertezas em relação aos meses seguintes, passaram a apontar em uma só direção: a de que continuaria sobrando moeda estrangeira no mercado de forma persistente nos meses seguintes. O cenário internacional se estabilizou, a piora nos núcleos de inflação levou o Copom a declarar claramente que manteria o aperto monetário pelo tempo que fosse necessário para garantir que a inflação ficasse dentro do limite superior da meta fixada, o Banco Central se absteve de intervir no mercado de câmbio, dando sinais claros que não voltaria, as exportações continuaram a bater recordes sucessivos, ao passo que as importações não demonstraram qualquer sinal de aceleração – à exceção das compras de bens de capital, que seja por seu baixo peso na pauta, seja por serem positivas para o aumento dos investimentos e da produtividade doméstica, não foram motivo de preocupação, os influxos de investimento direto aumentaram de forma razoável. Isso levou a uma forte revisão das expectativas e a uma queda acentuada da taxa de câmbio.

Mas o que esperar para os próximos meses? É certo que alguns dos fatores por trás das expectativas atuais podem mudar. Apesar do início do processo de redução da Selic a partir de setembro já estar precificado na taxa de câmbio atual, se o Banco Central surpreender o mercado e reduzir a taxa de juros de forma mais acentuada podemos ter uma pequena desvalorização. Uma perda clara de dinamismo das exportações, um agravamento da crise política e uma piora no cenário internacional também poderiam levar a um ajuste para cima da taxa de câmbio. Mas parece pouco provável que isso seja suficiente para um *overshooting* cambial: os movimentos de depreciação da taxa de câmbio daí decorrentes seriam mais suaves. E isto porque os fundamentos do balanço de pagamentos, mesmo com uma possível piora nos resultados comerciais ou com uma possível diminuição da liquidez internacional, ainda estariam suficientemente sólidos para ancorar as expectativas. Além disso, a despeito das possíveis reduções que estão por vir, o diferencial de juros ainda é muito favorável ao Brasil. Então está tudo certo com a política cambial? Não necessariamente. Nada garante que a taxa de câmbio resultante deste processo de ajuste “suave” coincida com aquela necessária para manter uma situação de redução progressiva da vulnerabilidade externa da economia brasileira a médio e longo prazo, num ambiente externo menos amigável do que o atual.

Seção Coppead

André Carvalhal*

Governança Corporativa no Brasil

Embora a governança corporativa não seja um tema relativamente novo, somente nos últimos anos vem se transformando em uma preocupação importante em diversos países. Apesar de inúmeras definições, a governança corporativa pode ser descrita como um conjunto de princípios e práticas que procuram minimizar os potenciais conflitos de interesse entre os diferentes agentes da companhia, maximizando o valor da empresa e, conseqüentemente, aumentando o retorno para seus acionistas.

No Brasil, o movimento de governança corporativa ainda é recente, sendo reflexo do desenvolvimento do mercado de capitais e da consolidação econômica dos últimos anos. A abertura da economia, o aumento dos investimentos estrangeiros no país, o processo de privatização de empresas estatais e o crescente número de empresas brasileiras acessando os mercados internacionais têm estimulado e tornado essencial o esforço em busca das boas práticas de governança corporativa.

Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento ao modelo de governança das empresas no país destacam-se: criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, a reformulação da Lei das S.As, o papel mais ativo dos investidores institucionais, a atuação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e as instruções e recomendações da CVM sobre governança corporativa.

A entrada de uma empresa no Novo Mercado ou nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa significa a adesão a um conjunto de regras societárias mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias. A premissa básica é que o valor e a liquidez das ações são positivamente relacionados com o grau de segurança e proteção concedidas aos acionistas minoritários. Este pressuposto se baseia em diversos estudos e avaliações empíricas que demonstram que os investidores estão dispostos a pagar mais pelas ações das empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa.

Atualmente, existem 57 companhias nos segmentos especiais de governança corporativa, representando aproximadamente 17% do total de empresas listadas na Bovespa. Desde sua criação, em junho/2001, até julho/2005, o IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada) teve uma valorização acumulada de 165%, enquanto o Ibovespa subiu 79%.

* Professor Adjunto do Coppead-UFRJ, Pós-Doutor em Finanças pela UCLA

O fortalecimento do mercado de capitais tem relação direta com a retomada do ciclo de crescimento no país, com aumento do investimento e criação de empregos diretos e indiretos. O mercado acionário brasileiro está muito aquém do que poderia representar em termos de financiamento da produção e incentivo a novos investimentos, ficando evidente no baixo investimento de recursos em ativos de renda variável. A governança corporativa é uma peça-chave nesse processo de desenvolvimento do mercado de capitais, podendo contribuir com passos importantes na retomada do crescimento do Brasil.

