

Economia & Conjuntura

Apresentação

Antonio Licha

A economia brasileira apresenta no primeiro semestre de 2006 alguns paradoxos. Em primeiro lugar, parece existir um descompasso entre a oferta agregada e a demanda agregada doméstica. Os determinantes da demanda agregada doméstica têm se mostrado fortemente expansionistas em 2006, destacando-se: 1) redução das taxas de juros reais; 2) aumento da massa salarial real; 3) expansão firme do crédito, em especial para pessoas físicas; 4) política fiscal expansionista. Já a taxa de crescimento do nível de atividade tem se mostrado decepcionante. Notadamente, o desempenho da indústria é bem pior do que o observado em ciclos anteriores de expansão o que tem levado aos analistas a reduzir as projeções de crescimento do PIB. O que explica esse descompasso é o comportamento da demanda agregada externa (exportações líquidas) que deve apresentar uma contribuição negativa para a taxa de crescimento do PIB de 2006.

Outro paradoxo é a existência de saldos comerciais muito elevados em 2006 (projetamos um saldo de US\$ 44,5 bilhões neste ano) *vis-à-vis* um crescimento decepcionante de nossas exportações em quantum. A explicação deste paradoxo é a forte elevação dos preços de nossas exportações que hoje explicam mais de 70% do aumento nas vendas externas.

O Grupo de Conjuntura considera que as explicações mais plausíveis para os dois paradoxos são: 1) a desaceleração das exportações em quantum e o deslocamento da produção doméstica por importações, induzido pela apreciação cambial; 2) desajustes transitórios entre demanda e oferta em alguns segmentos da indústria devido a ajustes de estoques. Desta forma, a apreciação cambial constitui hoje a restrição mais importante para ter um crescimento mais vigoroso, devido principalmente aos efeitos que as exportações e importações em volume têm mostrado sobre o desempenho da indústria.

Esta conclusão é analisada na seção Nível de Atividade Industrial que apresenta um estudo dos impactos das exportações sobre o crescimento industrial. A partir de uma taxonomia que considera a intensidade exportadora, o estudo mostra que foram os setores mais vinculados ao mercado interno (de baixa e média baixa intensidade de exportação) foram os que mais influenciaram o desempenho industrial em 2005 e 2006.

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

- 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
- Eduardo Bastian – eduardobastian@yahoo.com.br
- Frederico Felipe Medeiros – fredfmedeiros@yahoo.com.br
- Margarida Gutierrez – margarida@ie.ufrj.br
- Paulo Gonzaga – conjuntura@ie.ufrj.br
- Rafael Barroso – rcbarroso@gmail.com
- Silvio Salles – conjuntura@ie.ufrj.br

Estagiários

- Érique Fernandes Pereira de Moraes
- Marianna Fernandes de Souza Costa
- Rebeca Pio

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	15
Nível de Atividade Industrial	16
Investimento	22
Inflação	25
Crédito	28
Política Fiscal	32
Setor Externo	39

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

No período recente, vem se tornando ainda mais nítido um forte contraste que, de algum tempo para cá, caracteriza a economia brasileira. De um lado, a existência de um amplo conjunto de indicadores positivos: a melhora de indicadores financeiros de expectativas (como o risco-Brasil e as taxas de juros longas, apresentados na tabela 1); o desempenho excepcional (e acima do esperado) da balança comercial em 2006; indicadores de solvência externa cada vez mais favoráveis; eliminação da dívida líquida cambial (externa e interna) do setor público; projeções de inflação para 2006 sendo revistas sistematicamente para baixo (e já bem inferiores à meta de 4,5% para este ano), etc. De outro, indicações (reforçadas pelos dados mais recentes) de que a economia brasileira continua crescendo muito pouco, e bem abaixo do crescimento médio das demais economias emergentes. O excelente desempenho da balança comercial neste ano, a despeito da forte apreciação cambial ocorrida, o impacto negativo do câmbio sobrevalorizado sobre a atividade econômica e o crescimento decepcionante da economia em 2006 são examinados a seguir.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança					Indicadores do Cenário Externo		
	Risco Brasil (a) ⁽¹⁾	Risco dos Emergentes (b) ⁽¹⁾	(a)/(b) (%)	Taxa de Câmbio Nominal	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\$
07/03/2006 ⁽²⁾	229	197	16,24	2,17	15,10	10,23	4,72	61,17
18/04/2006 ⁽²⁾	231	189	22,22	2,13	14,58	9,99	4,98	72,51
30/05/2006 ⁽²⁾	280	216	29,63	2,32	15,68	11,02	5,08	71,05
18/07/2006 ⁽²⁾	242	210	15,24	2,20	14,55	9,73	5,13	74,36
21/8/2006	217	188	15,43	2,14	14,25	9,35	4,81	73,38

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

O desempenho da balança comercial continua sendo muito favorável, com o saldo comercial tendo atingido em julho (no acumulado de 12 meses) US\$ 45,2 bilhões – resultado superior, inclusive, ao saldo de US\$ 44,7 bilhões obtido em 2005 (tabela 2). Graças a este desempenho surpreendentemente positivo, as projeções para o saldo comercial em 2006 têm sido revistas para cima (o Grupo de Conjuntura projeta agora um saldo de US\$ 44,5 bilhões neste ano). E muitos argumentam que a manutenção de um megassuperávit comercial em 2006, de valor quase igual ao do ano passado, desmentiria a tese de que a taxa de câmbio se encontra excessivamente apreciada.

Tabela 2: Exportação e Importação: Taxas de crescimento e Fluxos Comerciais em US\$ Bilhões

	Exportações			Importações			Fluxos de 12 Meses (US\$ bilhões)		
	US\$ ^(a)	Quantum ^(b)	(b)/(a)	US\$ ^(c)	Quantum ^(d)	(d)/(c)	Exportações	Importações	Saldo
dez/04	32	19,2	0,6	30	18,1	0,6	96,5	62,8	33,7
dez/05	22,6	9,3	0,41	17,2	5,4	0,31	118,3	73,6	44,7
jul/06	17,6	4,7	0,27	20	10	0,5	128,1	82,9	45,2

Fonte: MDIC, Funcex

A sustentação do saldo comercial em nível tão alto tem sido possível porque as exportações ainda vem crescendo a uma taxa elevada (17,6% nos 12 meses encerrados em julho contra os 12 meses anteriores). Contudo, como mostra a tabela 2, a desaceleração do crescimento das exportações em quantum tem sido bastante expressiva, tendo este recuado de 19,2% em dezembro de 2004 para 4,7% em julho de 2006 (medido por variações percentuais em 12 meses). Se a redução do ritmo de crescimento das vendas externas em valor foi bem mais suave do que em volume, é porque os preços das exportações continuaram subindo significativamente neste período. Enquanto em dezembro de 2004 60% do crescimento em valor das exportações (de 32%) veio do aumento do quantum exportado, em julho de 2006 a contribuição do quantum para o aumento de 17,6% das exportações foi de apenas 27% (tabela 2). Ou seja, o crescimento das exportações tem sido cada vez mais dependente dos preços dos nossos bens exportados, e, portanto, muito vulnerável às suas oscilações no mercado internacional.

Como se percebe na tabela 3, a evolução dos preços das exportações tem sido excepcionalmente favorável desde 2003, em nítido contraste com o ocorrido nos anos anteriores. No quadriênio 1999/2002, as exportações foram bastante prejudicadas por uma queda acumulada dos seus preços de 17%. Em contrapartida, favorecidos pelo crescimento extremamente vigoroso da economia mundial de 2003 para cá (o quadriênio de maior crescimento da economia mundial desde o início dos anos 70) e pelo impacto expressivo do crescimento da China sobre os preços internacionais das commodities, os preços das nossas exportações subiram 30% no acumulado 2003/2005. E mesmo que os preços das exportações (que continuaram subindo bastante nos primeiros sete meses de 2006) se estabilizem a partir de agora, o aumento destes preços em 2006 será de 11,1%, o que fará com que a alta acumulada de preços no quadriênio 2003/2006 atinja 44,4%. Portanto, o comportamento dos preços dos bens exportados tem contribuído decisivamente para o vigoroso crescimento das exportações e do saldo comercial nos últimos anos.

Tabela 3: Evolução dos Preços das Exportações e das Importações

	Exportações	Importações
I) Var % em 12 meses		
dez/99	-12,8	0,6
dez/00	3,3	0,2
dez/01	-3,5	-3,2
dez/02	-4,5	-3,3
dez/03	4,6	6,1
dez/04	10,8	10,1
dez/05	12,2	11,2
jul/06	12,4	8,9
dez/06 ⁽¹⁾	11,1	6,2
II) Var % acumulada		
1999/2002	-17,0	-5,7
2003/2005	30,0	30,0
2003/2006 ⁽²⁾	44,4	38,0

Fonte: Funcex

Notas: (1) Variação % em 2006 caso os índices mensais de preços das exportações e das importações fiquem estáveis de julho a dezembro

(2) Considerando-se aumentos de preços das exportações e das importações em 2006 de, respectivamente, 11,1% e 6,2%

Já em volume o desempenho das exportações vem piorando acentuadamente desde 2004. E este comportamento preocupante pode ser atribuído, em boa medida, à apreciação cambial ocorrida desde então. Como evidencia a tabela 4, a taxa de crescimento do quantum exportado recuou para 4,7% em julho de 2006 (variação % em 12 meses), e tudo indica que o crescimento das exportações em volume ficará neste ano, pela primeira vez desde 2000, abaixo do das exportações mundiais (estimado pelo FMI em 8%). Tomando-se como referência a série histórica da taxa de câmbio real efetiva (deflacionada pelo IPCA e por índices de preços ao consumidor dos nossos principais parceiros comerciais), o nível atual da taxa de câmbio ainda poderia ser considerado adequado, a despeito da apreciação ocorrida desde 2004: a taxa de câmbio real efetiva média no período janeiro/julho de 2004 ficou próxima do nível de junho de 1994, que, por sua vez, é semelhante à taxa real efetiva média entre o final dos anos 80 e o final de 2004. Contudo, o crescimento atual bastante insatisfatório das exportações em volume não corrobora isto, e é uma indicação forte de que a taxa de câmbio se encontra excessivamente apreciada.

Tabela 4: Exportações em Quantum do Brasil e do Mundo e Taxa de Câmbio Real Efetiva

	Brasil ^(a)	Mundo ^(b)	(a)/(b)	Taxa de Câmbio Real Efetiva ⁽¹⁾ - Média Móvel de 12 meses jun/94=100
I) Var % em 12 meses				
dez/98	3,5	4,8	0,7	70,7
dez/99	7,7	5,4	1,4	106,0
dez/00	11,0	12,9	0,9	97,5
dez/01	9,6	-0,3	-	120,9
dez/02	8,6	3,7	2,3	133,7
dez/03	15,7	6,0	2,6	138,5
dez/04	19,2	10,7	1,8	136,3
dez/05	9,3	7,2	1,3	111,1
jul/06	4,7	8,0 ⁽²⁾	0,6	100,6
II) Var % acumulada no ano				
Jan-Jul/06	3,2	-	-	99,1 ⁽³⁾

Fonte: Funcex, FMI e Banco Central

Notas: (1) Deflator: IPCA

(2) Projeção do FMI para 2006

(3) Taxa de Câmbio Real Efetiva média no período jan-jul/06

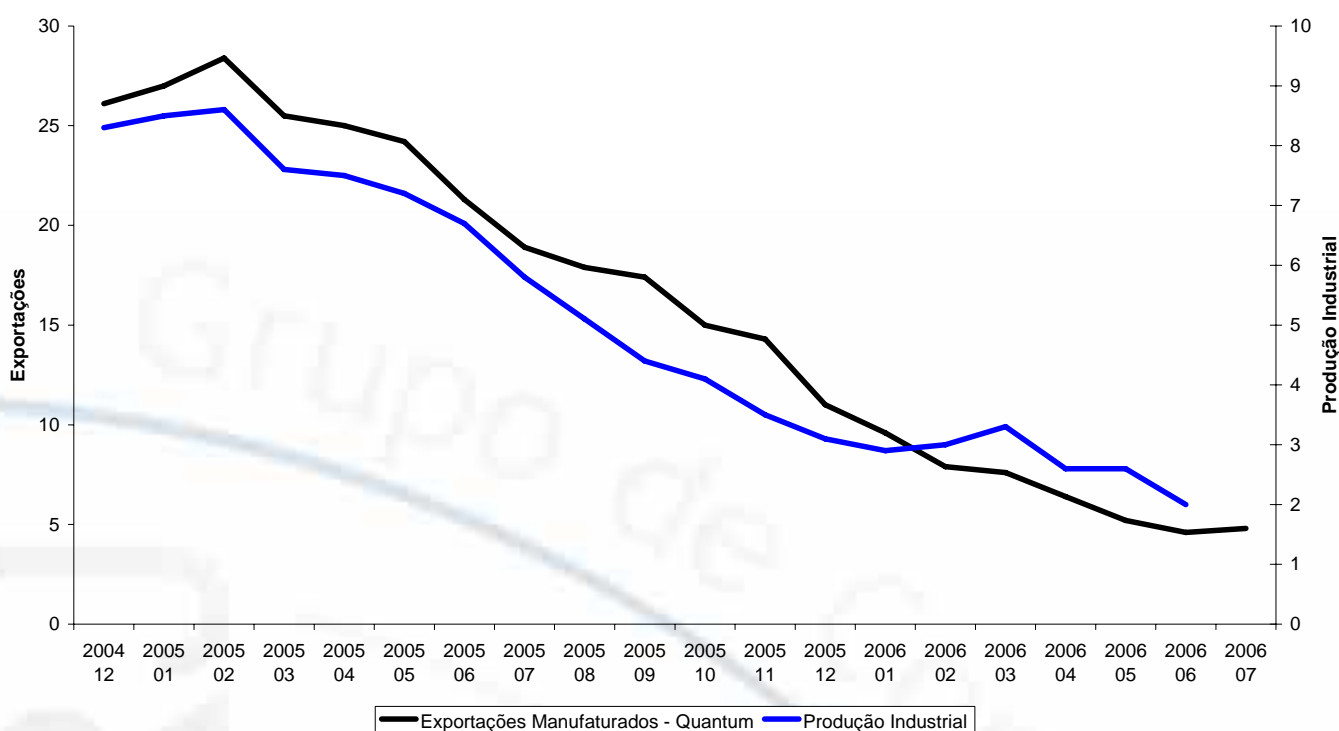
De todo modo, o problema mais imediato proveniente da apreciação cambial não é o da vulnerabilidade externa – que não parece relevante no horizonte visível –, mas o de seu impacto negativo sobre o crescimento. O câmbio sobrevalorizado tem sido o principal fator por trás da grave crise pela qual vem passando a agricultura. E há indicações de que pode estar contribuindo de forma importante para o baixo crescimento da indústria nos últimos meses. Em princípio, a apreciação cambial pode atuar como fator relevante de contenção da atividade econômica de duas formas: i) pelo seu impacto adverso sobre o volume exportado; ii) por induzir à substituição da produção nacional por bens importados. A desaceleração das exportações em quantum vem, inequivocamente, afetando de forma negativa o desempenho da indústria. E, nos últimos meses, começaram a aparecer sinais de que parte do crescimento das importações pode estar ocorrendo em detrimento da produção doméstica.

Segundo a tabela 5, as taxas de crescimento em 12 meses das exportações de manufaturados e de semimanufaturados sofreram forte desaceleração entre dezembro de 2004 e julho de 2006, acompanhando o recuo do crescimento industrial. E, do final do ano passado para cá, a desaceleração do crescimento das exportações de bens industriais foi, inclusive, mais intensa do que a da indústria como um todo, sugerindo que o comportamento da produção industrial para o mercado interno até amenizou um pouco a desaceleração do crescimento da indústria. Este comportamento das exportações e da produção industrial no período recente é indicado, na tabela 5, pela queda das relações entre as taxas de crescimento das exportações de manufaturados e semimanufaturados e da produção industrial. Também pode ser percebido no gráfico 1, que apresenta as trajetórias das taxas de crescimento das exportações de manufaturados e da produção industrial desde dezembro de 2004, e mostra que, do final do ano passado para cá, o recuo das exportações foi mais acentuado do que o da produção industrial.

Tabela 5: Crescimento das Exportações, das Importações e da Produção Industrial

	Exportações (quantum)		Importações (quantum)		Produção Industrial ^(e)	(a)/(e)	(b)/(e)	(c)/(e)	(d)/(e)
	Manufaturados ^(a)	Semi-Manufaturados ^(b)	Total ^(c)	Bens Intermediários ^(d)					
I) Var % em 12 meses									
dez/04	26,1	7,2	18,1	21,0	8,3	3,1	0,9	2,2	2,5
jun/05	21,3	7,5	12,8	14,7	6,7	3,2	1,1	1,9	2,2
dez/05	11,0	6,3	5,4	6,0	3,1	3,5	2,0	1,7	1,9
mar/06	7,6	4,6	6,9	8,4	3,3	2,3	1,4	2,1	2,5
jun/06	4,6	0,4	8,1	8,0	2,0	2,3	0,2	4,1	4,0
jul/06	4,8	1,8	10,0	9,5	-	-	-	-	-
II) Var % acumulada no ano									
jan-jun/06	3,2	-2,1	11,8	12,7	2,6	-	-	-	-
jan-jul/06	3,9	-0,1	13,0	14,1	-	-	-	-	-

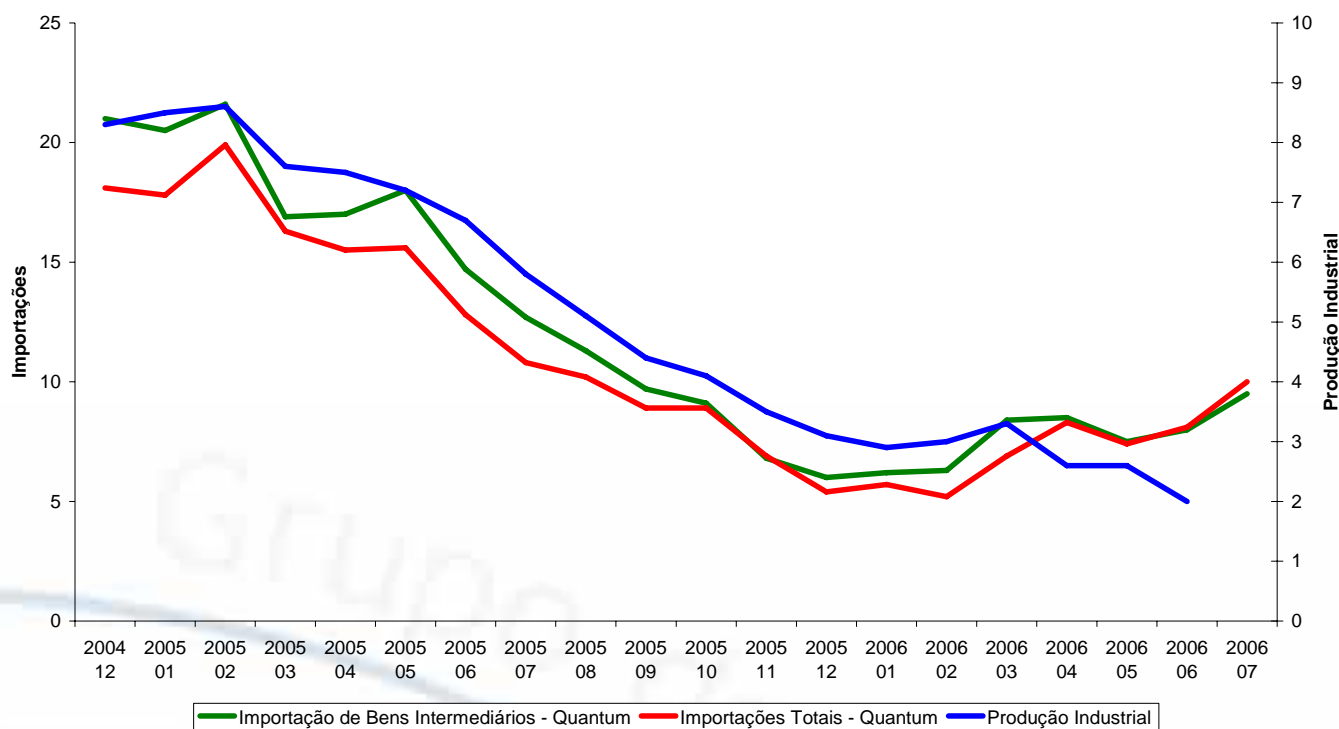
Fonte: Funcex, IBGE

Gráfico 1:
Exportação de manufaturados x Produção Industrial - Var % em 12 Meses

No que se refere às importações em volume, a tabela 5 e o gráfico 2, mostram que, entre dezembro de 2004 e dezembro de 2005, houve um recuo bastante expressivo da sua taxa de crescimento em simultâneo à queda do ritmo de expansão da indústria. Contudo, de dezembro de 2005 para cá, a taxa de crescimento das importações vem subindo com força, enquanto o crescimento industrial (12 meses) continuou recuando. Por conta destas trajetórias divergentes do final do ano passado para cá, a relação entre as taxas de crescimento das importações (totais e de bens intermediários) e da produção industrial – que vinha se mantendo desde meados de 2004 entre 2,5 e 2,0 (ou pouco menos do que isto em alguns meses) – subiu para cerca de 4. E esta relação pode ter subido ainda mais em julho, porque houve neste mês uma nova elevação significativa da taxa de crescimento das importações. O fato de que, como evidencia o gráfico 2, ao longo de 2005 as trajetórias de crescimento das importações e da produção industrial foram semelhantes, sugere que o comportamento das importações vinha sendo determinado basicamente pela evolução da atividade econômica, sendo relativamente pouco influenciado pela apreciação cambial. Mas o gráfico 2 mostra que, nos últimos

meses, as trajetórias das importações e da produção industrial têm sido claramente divergentes. E isto pode ser tomado como indicação de que o comportamento das importações se descolou da atividade econômica e o câmbio apreciado pode estar levando, no período recente, a um aumento de importações em detrimento da produção doméstica.

Gráfico 2:
Importação x Produção Industrial - Var % em 12 meses



A nossa expectativa é que a taxa de crescimento em 12 meses da indústria volte a crescer a partir de agora (subindo de 2% em junho para perto de 4% em dezembro), ao mesmo tempo em que a taxa de crescimento do quantum importado continuaria subindo (atingindo cerca de 15% em dezembro). Desta forma, a relação entre as taxas de crescimento das importações e da produção industrial fecharia o ano levemente abaixo dos 4 observados em junho, mas bem acima dos 2/2,5 que, grosso modo, vinham sendo observados de meados de 2004 até o final de 2005. Se esta aceleração do ritmo de crescimento das importações vis-à-vis o da produção industrial estivesse sendo acompanhado de um crescimento expressivo das exportações, o aumento das importações poderia estar ocorrendo sem perda de participação da produção industrial no atendimento da demanda doméstica. Mas, dado o modesto crescimento em curso das exportações de bens industriais (manufaturados e semimanufaturados), não é este o caso. Na verdade, as indicações são de que tem ocorrido um aumento da relação importações/consumo aparente de bens industriais. E, neste sentido, o crescimento das importações está, em parte, associado ao deslocamento da produção doméstica no atendimento do mercado interno, constituindo-se em fator de restrição ao crescimento.

O desempenho da indústria geral tem sido decepcionante neste ano, e bem pior do que o observado em ciclos anteriores de redução da taxa Selic. Como evidencia a tabela 6, nos dois ciclos longos anteriores (taxa Selic alternando queda e estabilidade por um período

superior a 12 meses) – os iniciados em junho de 2003 e março de 1999 – o crescimento da produção industrial após 9 meses do início da queda da taxa Selic foi muito maior do que no ciclo atual (que começou em setembro de 2005). Enquanto no ciclo atual a indústria cresceu apenas 2,2% em 9 meses (de setembro de 2005 a junho de 2006), no período junho de 2003/ março de 2004 o crescimento industrial foi de 6,8%, e de 5,6% entre março e dezembro de 1999. Além deste crescimento muito modesto de setembro de 2005 para cá (medido pela evolução, em médias móveis trimestrais, dos índices dessazonalizados de produção industrial neste período), a tabela 7 também mostra taxas de crescimento industrial em relação a igual período do ano anterior muito baixas: 2,6% no primeiro semestre de 2006 e apenas 2,0% nos 12 meses encerrados em junho de 2006 (o que significa que, na variação % em 12 meses, o crescimento da indústria, que tinha caído de 8,3% em 2004 para 3,1% em 2005, recuou ainda mais neste primeiro semestre).

Tabela 6: Evolução da indústria geral nos Períodos de Queda da Taxa Selic⁽¹⁾

Períodos de queda da Taxa selic	Produção Industrial no Início da Queda da Taxa Selic	Produção Industrial após 9 meses do Início da Queda da Taxa Selic ^(a)	Pico da Produção Industrial antes do Início da Queda da Taxa Selic	Produção Industrial após 15 meses do Início da Queda da Taxa Selic ^(b)	(b)/(a)
1) Mar/99 a Mar/01 (de 45% para 15,25%)	100 (mar/99)	105,6 (dez/99)	105,8 (jun/00)	108,5 (jun/00)	2,7
2) Jun/03 a Set/04 (de 26,5% para 16%)	100 (jun/03)	106,8 (mar/04)	105,2 (dez/02)	112,8 (set/04)	5,6
3) Set/05 a ... (de 19,75% para ...)	100 (set/05)	102,2 (jun/06)	101,2 (ago/05)	107,3 (dez/06) 106,3 (dez/06)	5,0 ⁽²⁾ 4,0 ⁽³⁾

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura

Notas: (1) série dessazonalizada da produção industrial em médias móveis trimestrais

(2) Nesta hipótese a indústria geral crescerá 4,1% em 2006

(3) Nesta hipótese a indústria geral crescerá 3,7% em 2006

Tabela 7: Produção Industrial e vendas do Comércio Varejista

	Índices Dessazonalizados - Média Móvel		Var % em Relação a igual Período do Ano Anterior	
	Trimestral - Base: 3 ^o tri/05=100			
	mar/06	jun/06	Jan-Jun/06	Jul/05-Jun/06
I) Indústria geral	101,7	102,2	2,6	2,0
Bens Intermediários	101,1	101,9	1,7	0,6
Bens de Capital	102,6	102,3	5,0	4,1
Bens de Consumo	103,1	103,3	3,8	3,7
Bens de Consumo Duráveis	107,9	106,3	7,5	7,2
Bens de Consumo Não-Duráveis	102,6	102,9	2,7	2,8
II) Vendas do Comércio	103,5	103,9	5,7	5,3

Fonte: IBGE

Este mau desempenho da indústria até agora e, em particular, o crescimento bem inferior ao observado em ciclos anteriores de redução da taxa Selic não deixa de ser surpreendente quando se tem em conta que: i) as taxas de juros reais (Selic e swap pré x DI de 1 ano deflacionadas pela inflação esperada para os próximos 12 meses), apesar de ainda muito elevadas, encontram-se em níveis que, nos últimos anos, sempre foram compatíveis com expansão bem mais vigorosa da indústria; ii) o comportamento da massa salarial vem sendo muito mais favorável do que em períodos anteriores de queda da taxa de juros; iii) o crédito, sobretudo para pessoas físicas, continua em firme expansão; iv) pela primeira vez, desde 1997, o superávit primário (em % do PIB) ficará

abaixo do do ano anterior, o que indica uma política fiscal bem mais folgada do que em anos anteriores. A que atribuir, então, o baixo crescimento da indústria até o momento? O que esperar para o restante do ano?

As restrições mais imediatas ao crescimento usualmente apontadas são a taxa de juros ainda muito alta, a carga tributária muito elevada e o câmbio apreciado. E é inegável que estes fatores afetam negativamente o crescimento. Deve-se ter em conta, porém, que a carga tributária era apenas ligeiramente inferior à atual no ciclo jun 03/ set 04 de redução da taxa Selic e isto não impediu um crescimento vigoroso da indústria neste período. Taxas de juros reais semelhantes às atuais ou até mais elevadas (como em 1999/2000) não impediram o crescimento em períodos anteriores, quando a trajetória da taxa Selic era de queda e as expectativas eram de continuidade de sua redução (como agora). Além disso, no caso da taxa de juros, o canal principal através do qual o seu nível ainda muito elevado deveria estar restringindo o crescimento seria pelo seu impacto negativo sobre a demanda doméstica (desestimulando o consumo e o investimento). Ocorre que indicadores diversos sobre o comportamento da demanda, apresentados na tabela 8, não sugerem que esta esteja muito contida.

Tabela 8: Indicadores da Demanda Doméstica

	Varição em relação a igual
	Período do Ano Anterior
	Jan-Jun/06
I) Consumo	
Vendas do Comércio Varejista (volume)	5,7
Massa Salarial Real Habitualmente Recebida	6,3
II) Investimento (FBCF)	6,4*
Construção Civil	4,7*
Consumo Aparente de Bens de capital	9*

Fonte: IBGE

* Estimativa do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

De fato, como se percebe na tabela 8, indicadores relevantes sobre o consumo das famílias, como a evolução do volume de vendas do comércio varejista e da massa salarial real habitualmente recebida nas principais regiões metropolitanas mostram um crescimento no primeiro semestre (relativamente a igual período do ano anterior) bastante significativo de, respectivamente, 5,7% e 6,3%. Por sua vez, estimativas do Grupo de Conjuntura para a expansão do investimento no primeiro semestre (com base em dados já divulgados do IBGE e da Funcex) apontam um crescimento de 6,4%, com um aumento de 9% do consumo aparente de bens de capital e de 4,7% para a construção civil. Este conjunto de dados sobre o comportamento da demanda minimiza, portanto, o efeito negativo da taxa de juros sobre o crescimento pelo canal da demanda. E sugere uma discrepância acentuada entre o comportamento (aparentemente positivo) da demanda e o da oferta (crescimento da indústria geral de apenas 2,6% no primeiro semestre, e expansão do PIB neste período semelhante à da indústria geral, segundo projeta o Grupo de Conjuntura).

Em princípio, uma explicação para o baixo crescimento da produção industrial (e do PIB a ser divulgado no final do mês) no primeiro semestre, a despeito dos sinais de expansão razoavelmente significativa da demanda, poderia ser uma insuficiência de capacidade produtiva, travando a oferta. Mas nada indica que este esteja sendo o caso. Os indicadores divulgados sobre o grau de utilização de capacidade da indústria (FGV e

CNI) e informações diversas sobre a situação de diferentes setores industriais não sugerem, de modo algum, que o baixo crescimento da indústria se deva a restrições de oferta por falta de capacidade produtiva – a não ser em casos muito específicos, como a parada para manutenção de plataformas de petróleo e a interrupção de um alto forno da CSN por um período de alguns meses. Outras explicações mais plausíveis para o crescimento modesto da economia seriam: i) a desaceleração das exportações em volume e o deslocamento da produção doméstica por importações, induzido pela apreciação cambial; ii) desajustes transitórios entre demanda e oferta (em parte, por ajustes de estoques), que deverão resultar em crescimento mais significativo da indústria e do PIB no segundo semestre.

Na interpretação do Grupo de Conjuntura são, sobretudo, estes fatores – o impacto do câmbio apreciado sobre o desempenho das exportações e das importações em volume e desajustes transitórios entre demanda e produção – os principais responsáveis pelo baixo crescimento. No que se refere à indústria, isto significa que o crescimento deverá ser mais vigoroso no segundo semestre, por conta dos fatores de expansão da demanda em curso, tais como: i) impacto defasado da redução da taxa Selic sobre a demanda; ii) efeito positivo sobre a confiança dos consumidores e dos empresários da taxa Selic e dos juros longos em queda e do risco- Brasil em níveis recordes de baixa; iii) continuidade da expansão da massa salarial e do crédito (ainda que, neste caso, de forma mais moderada); iv) efeitos mais nítidos sobre a atividade econômica da política fiscal expansionista que vem sendo praticada. Mas também é verdade que o câmbio sobrevalorizado permanecerá sendo uma restrição importante a um crescimento mais vigoroso, pelos seus efeitos sobre as exportações e as importações em volume. O resultado líquido da ação destes fatores positivos (que favorecem a expansão da demanda) e negativos (sobretudo, a apreciação cambial) deverá ser uma aceleração do crescimento industrial no segundo semestre, mas com uma expansão da indústria do início de queda da taxa Selic em setembro de 2005 até dezembro de 2006 bem mais lenta do que a observada em período equivalente (15 meses) no ciclo anterior de redução da taxa Selic (jun 03/set 04).

Devido, sobretudo, ao desempenho da indústria bem abaixo do esperado no segundo trimestre, o Grupo de Conjuntura reduziu de 4,5% para 4% a sua projeção para o crescimento da indústria geral em 2006. E, em decorrência do menor crescimento esperado para a indústria, o crescimento do PIB em 2006 foi revisto de 4% para 3,6%. De todo modo, são estimativas que ainda pressupõem uma aceleração significativa do crescimento da indústria nos terceiro e quarto trimestres (na comparação tri t/tri t-1), daí resultando uma expansão acumulada nos dois últimos trimestres do ano de quase 5%. Embora muito superior ao crescimento acumulado de 1,5% nos dois primeiros trimestres de 2006, esta taxa de crescimento levemente abaixo de 5% ainda seria inferior aos 5,6% de expansão observado em período equivalente após o início da queda da taxa Selic no ciclo anterior de redução da taxa de juros (como indica a tabela 6). A hipótese básica por trás destas projeções é que a expansão em curso da demanda doméstica acabará se refletindo numa aceleração significativa do crescimento industrial no restante do ano, mas que a apreciação cambial continuará sendo uma restrição ao crescimento suficiente para impedir que a indústria geral cresça com o mesmo vigor observado no período precedente de redução da taxa Selic.

Projeções do Grupo de Conjuntura

	2006		2007	
	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	3,73	3,65	4,50	4,40
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,53	3,60	3,70	4,00
Saldo Comercial (US\$ bi)	41,20	44,50	35,66	36,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	9,00	11,10	4,00	2,10
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)				
Final do Ano	2,20	2,20	2,30	2,35
Média do Ano	2,19	2,19	2,28	2,28
Taxa Selic				
Acumulada no ano	15,28	15,10	13,50	12,83
Final do Ano	14,00	13,75	13,00	12,00

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

*Segundo levantamento do BC junto ao mercado divulgado em 18/08/2006 (Relatório de Mercado).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

A indústria em junho e a importância das exportações

Os resultados da produção industrial em junho e (mês/mês anterior com ajuste sazonal) vieram abaixo do esperado pelos analistas. A mediana das expectativas era de uma queda de 0,5%, mas o indicador apontou uma taxa de -1,7%. Houve queda em todas as categorias de uso (tabela 1), o que não ocorria desde junho do ano passado e a retração na indústria geral foi a maior dos últimos oito meses.

Tabela 1
Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Brasil - junho 2006

Categoria de Uso	Mês/Mês *	Variação (%)		
		Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	-1,0	-2,0	5,0	4,1
Bens Intermediários	-1,9	-0,5	1,7	0,6
Bens de Consumo Duráveis	-1,1	-4,3	7,5	7,2
Bens de Consumo Semiduráveis e Não Duráveis	-1,0	1,6	2,7	2,8
Indústria Geral	-1,7	-0,6	2,6	2,0

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

As expectativas de uma ligeira acomodação em junho, após o crescimento de 1,6% no mês de maio foram, portanto, precipitadas? De forma alguma, a questão é que houve tantos fatores atípicos nesse mês contribuindo para a queda da produção, que não é possível de forma alguma inferir alguma tendência ou ponto de inflexão a partir desse resultado mensal. Esses fatores foram: greve de fiscais da receita federal (afetando as exportações e importações de componentes), paralisações programadas em plataformas de petróleo, greve em algumas montadoras de veículos e copa do mundo (impactando nas horas trabalhadas). A comparação junho 2006 com junho 2005, onde a indústria mostra uma queda de 0,6%, também fica prejudicada pois há diferença no número de dias úteis (21 esse ano contra 22 no ano passado). Além desses vários fatores pontuais, não se pode esquecer a influência negativa da valorização cambial presente há vários meses, levando a uma redução no ritmo do índice de volume das exportações e a uma elevação no ritmo de crescimento das importações.

Mesmo com todos esses impactos negativos sobre o crescimento industrial, a contração em junho conseguiu apenas anular o incremento em maio e estabilizar o índice base fixa média móvel trimestral com ajuste sazonal. Em bens de capital e bens intermediários o decréscimo em junho nem foi suficiente para anular o acréscimo ocorrido em maio.

Os resultados de junho não alteram as perspectivas para o segundo semestre que continuam boas devido ao crescimento do mercado interno, estimulado pelo aumento do rendimento e da queda dos juros, e do mercado externo, com o aumentos do preços internacionais minorando o impacto da valorização cambial. Passou o “efeito copa” mas o “efeito eleições” está para vir, embora os gastos devam ser menores em função da nova legislação eleitoral.

Exportações e crescimento industrial 2004-2006

Muito se tem falado sobre os impactos das exportações sobre o crescimento industrial. Para explorar esse tema foi realizado um exercício em que se passou de 3 para 2 dígitos a tipologia de setores exportadores feita pelo /IBGE, com base nos dados da Pesquisa Industrial Anual de 2004 e da Funcex (IBGE 2006). Essa taxonomia, obtida a partir da relação valor das exportações/ receita líquida de venda de bens e serviços, divide a indústria em quatro categorias quanto à intensidade exportadora: alta, média – alta, média – baixa e baixa ¹. Note-se que classificação é da posição relativa do setor em relação à média da indústria, pois a grande maioria dos segmentos industriais vende principalmente para o mercado interno.

Como se pode verificar (tabela 2), nos três últimos anos, apenas em 2004 os setores mais voltados ao mercado externo (de alta e média alta intensidade de exportação) foram, em conjunto, os que mais contribuíram para o crescimento industrial.

Tabela 2
Desempenho dos Setores Industriais segundo Intensidade de Exportação
Índice e Composição da taxa
Base: Ano Anterior = 100
2004-2006

Setores Quanto a Intensidade de Exportação	2004		2005		2006*	
	Índice	Composição da Taxa	Índice	Composição da Taxa	Índice	Composição da Taxa
Baixa Intensidade	106,17	2,13	104,07	1,43	103,56	1,17
Média-baixa Intensidade	106,78	1,25	103,35	0,61	103,42	0,63
Subtotal		3,38		2,04		1,80
Média-alta Intensidade	111,93	4,22	103,53	1,24	102,42	0,87
Alta Intensidade	105,74	0,67	98,67	-0,15	99,66	-0,04
Subtotal		4,89		1,09		0,83
Indústria Geral	108,27	8,27	103,13	3,13	102,63	2,63

*2006 = janeiro-junho de 2006 / janeiro - junho de 2005

Fonte: IBGE-PIM-PF, Elaboração Boletim de Conjuntura

¹ A relação exportação/receita da indústria geral era 20,4 em 2004 e representa portanto a média da indústria. Os quatro intervalos foram construídos, utilizando o mesmo método do IBGE, pelo critério de distância dos setores em relação à média expressa em unidades de desvio padrão: Alta intensidade exportadora (distância superior a 0,5 desvio), Média-alta intensidade exportadora (distância entre 0,0 e 0,5 desvio-exclusive), Média-baixa (distância entre -0,5 e 0,0 desvio exclusive) Baixa (distância inferior a -0,5 desvio) Os intervalos obtidos por esse critério foram: Alta (33,3 a 51,4), Média-alta (20,7 a 26,8), Média-baixa (de 12 a 16,2) e Baixa intensidade (1 até 10,3). Note-se que o índice de intensidade exportadora não é uma variável contínua, portanto não abarca todos os valores situados entre seus pontos extremos (1 e 51,4).

Em 2005 e, especialmente em 2006, foram os setores mais vinculados ao mercado interno (de baixa e média baixa intensidade de exportação) os mais influenciaram o desempenho industrial. Certamente o câmbio valorizado contribui para essa mudança. Esses resultados refletem o fato do incremento das exportações em valor estar se dando, crescentemente, via preço e não pelo aumento da quantidade exportada. Nesse contexto o acréscimo das exportações pouco afeta a produção industrial.

A queda na taxa de crescimento da indústria entre 2004 (8,3%), 2005 (3,1%) e no primeiro semestre de 2006 (2,6%), deve-se principalmente ao menor incremento da produção dos setores de média - alta intensidade de exportação (tabela 3).

Tabela 3
Desempenho dos setores de média - alta e alta intensidade de exportação
2004-2006

Setores	2004		2005		2006*	
	Composição da Taxa	Índice	Composição da Taxa	Índice	Composição da Taxa	Índice
Média-alta intensidade de exportação						
Fabricação de celulose, papel e produtos de papel	0,33	107,92	0,13	103,11	0,11	102,5
Fabricação de máquinas e equipamentos	0,98	116,12	-0,08	98,72	0,05	100,8
Fabricação e montagem de veículos automotores, reboques e carrocerias	2,16	129,86	0,6	106,84	0,12	101,3
Fabricação de produtos alimentícios	0,53	104,12	0,08	100,65	0,14	101,2
Extrativa Mineral	0,22	104,29	0,51	110,19	0,45	108,4
Total	4,22	111,93	1,24	103,53	0,87	102,4
Alta intensidade de exportação						
Metalurgia básica	0,21	103,35	-0,12	98,04	0,03	100,5
Preparação de couros e fabricação de artefatos de couro, artigos de viagem e calçados	0,04	102,33	-0,05	96,8	-0,06	96,11
Madeira	0,1	107,69	-0,06	95,54	-0,11	91,24
Produtos do Fumo	0,16	118,95	-0,01	99,1	0,05	104,4
Fabricação de outros equipamentos de transporte	0,16	110,31	0,09	105,55	0,05	103,1
Total	0,67	105,74	-0,15	98,67	-0,04	99,66
Indústria Geral	8,27	108,27	3,13	103,13	2,63	102,6

(*) 2006 = janeiro-junho 2006/ janeiro-junho 2005

Fonte dos dados: IBGE-PIM-PF, elaboração Boletim de Conjuntura

Este grupo contribuiu com mais da metade do incremento da produção em 2004 (4,9 pontos percentuais de um total de 8,3) e bem menos nos anos posteriores (ex: 0,9 ponto percentual dos 2,6 em 2006). Este segmento tem tido o maior decréscimo na taxa de crescimento no período recente, passando de 11,9% em 2004, para 3,5% em 2005 e 2,4% em 2006 (acumulado janeiro-junho), tendo sido particularmente pelo movimento desempenho de dois segmentos: fabricação e montagem de veículos automotores, cuja taxa de crescimento passa de 29,9% em 2004 para 6,8% em 2005 e 1,3% em 2006; e de fabricação de máquinas e equipamentos, cujo incremento de 16,1% em 2004 é substituído por uma queda de -1,3% em 2005 e por uma baixa evolução em 0,8% em 2006. Em 2005 e principalmente 2006 o crescimento dessa categoria foi muito influenciado positivamente pela performance da extrativa mineral que melhora seu desempenho frente à marca alcançada em 2004 (4,3%), com 10,2% em 2005 e 8,4% em 2006 (acumulado janeiro-junho)

Os setores de alta intensidade de exportação também tiveram expressiva piora no seu desempenho no período, passando de 5,7% em 2004 para -1,3% em 2005 e -0,3% em 2006 (acumulado janeiro - junho). Como o setor de alta intensidade exportadora é pequeno na indústria (cerca de 11% contra 35% do de média - alta intensidade), essa perda de dinamismo não teve forte impacto sobre a taxa global da indústria. Nesse segmento os destaques, em termos de seu impacto na categoria, foram: a metalúrgica básica, que piora sua performance passando de 3,4% em 2004 para -2,0% em 2005 e 0,5% em 2006 (acumulado janeiro-junho), e Fumo cuja taxa cai de 19,0% em 2004, para -0,9 em 2005 retomando o crescimento (4,4%) em 2005 (tabela 3).

Os setores de baixa intensidade de exportação são os de maior peso relativo na indústria (cerca de 32% contra 22% dos de média baixa intensidade de exportação) e isso contribuiu para que essa categoria tivesse o segundo maior impacto no decréscimo do incremento da produção industrial. No período em análise, seu crescimento passou de 6,2% em 2004 para 4,1% em 2005 e 3,6% em 2006 (acumulado janeiro-junho). Os segmentos que mais contribuíram para esse movimento foram: fabricação de produtos químicos que passa de 7,0% em 2004 para -1,2% em 2005 e -2,7% em 2006 (acumulado janeiro-junho) e fabricação de produtos de metal que também só registra resultado positivo em 2004 (10,0%), apontando estabilidade em 2005 (-0,1%) e decréscimo em 2006 (-3,1%) (acumulado janeiro-junho) (tabela 4).

Tabela 4: Desempenho dos setores de média-baixa e baixa intensidade de exportação
2004-2006

Setores	2004		2005		2006*	
	Composição da Taxa	Índice	Composição da Taxa	Índice	Composição da Taxa	Índice
Baixa intensidade de exportação						
Edição, Impressão e Reprodução de Materiais Gravados	-0,11	97,62	0,47	111,64	0,09	102,04
Bebidas	0,18	105,81	0,19	106,36	0,17	105,61
Artigos do Vestuário e Acessórios	0,03	101,57	-0,07	95,39	-0,11	92,1
Sabões, Detergentes, Produtos de Limpeza e Artigos de Perfumaria	0,2	111,89	0,07	103,73	-0,03	98,48
Produtos Farmacêuticos	0,03	100,93	0,44	114,57	0,21	106,52
Fabricação de produtos de metal - exclusive máquinas e equipamentos	0,34	109,97	-0,01	99,85	-0,11	96,86
Fabricação de equipamentos de instrumentação médico-hospitalares, instrumentos de precisão	0,07	108,3	0,02	102,56	0,07	108,34
Fabricação de artigos de borracha e plástico	0,29	107,79	-0,05	98,8	0,08	102,09
Fabricação de máquinas para escritório e equipamentos de informática	0,29	133,55	0,18	117,32	0,61	158,39
Fabricação de produtos químicos	0,53	106,96	-0,09	98,75	-0,19	97,32
Fabricação de máquinas, aparelhos e materiais elétricos	0,19	107,07	0,21	107,88	0,37	113,79
Fabricação de Produtos Diversos e Reciclagem de Sucatas	0,09	110,79	0,07	108,45	0,01	100,7
Total	2,13	106,17	1,43	104,07	1,17	103,56
Média-baixa intensidade de exportação						
Fabricação de produtos de minerais não-metálicos	0,18	104,85	0,1	102,81	0,05	101,27
Fabricação de produtos têxteis	0,29	110,13	-0,06	97,92	0,06	101,96
Fabricação de coque, refino de petróleo, elaboração de combustíveis nucleares e produção de álcool	0,18	102,32	0,11	101,47	0,37	105,21
Fabricação de material eletrônico e de aparelhos e equipamentos de comunicações	0,52	117,8	0,45	114,22	0,12	103,35
Artigos do Mobiliário	0,08	106,69	0,01	100,54	0,03	102,6
Total	1,25	106,78	0,61	103,35	0,63	103,42
Indústria Geral	8,27	108,27	3,13	103,13	2,63	102,63

*2006 = janeiro-junho 2006/ janeiro-junho 2005

Fonte dos dados: IBGE-PIM-PF, Elaboração Boletim de Conjuntura

A categoria de média - baixa intensidade de exportação também teve uma piora de desempenho de 2004 (6,8%) para 2005 (3,4%), mantendo em 2006 a performance do ano anterior (3,4%) (acumulado janeiro-junho). Em termos de impacto na taxa do setor, os desempenhos mais expressivos foram os de produtos têxteis com 10,1% em 2004, -2,1% em 2005 e 2,0% em 2006 (acumulado janeiro-junho) e produtos minerais não-metálicos com 4,9% em 2004, -2,8% em 2005 e 1,3% em 2006 (acumulado janeiro-junho).

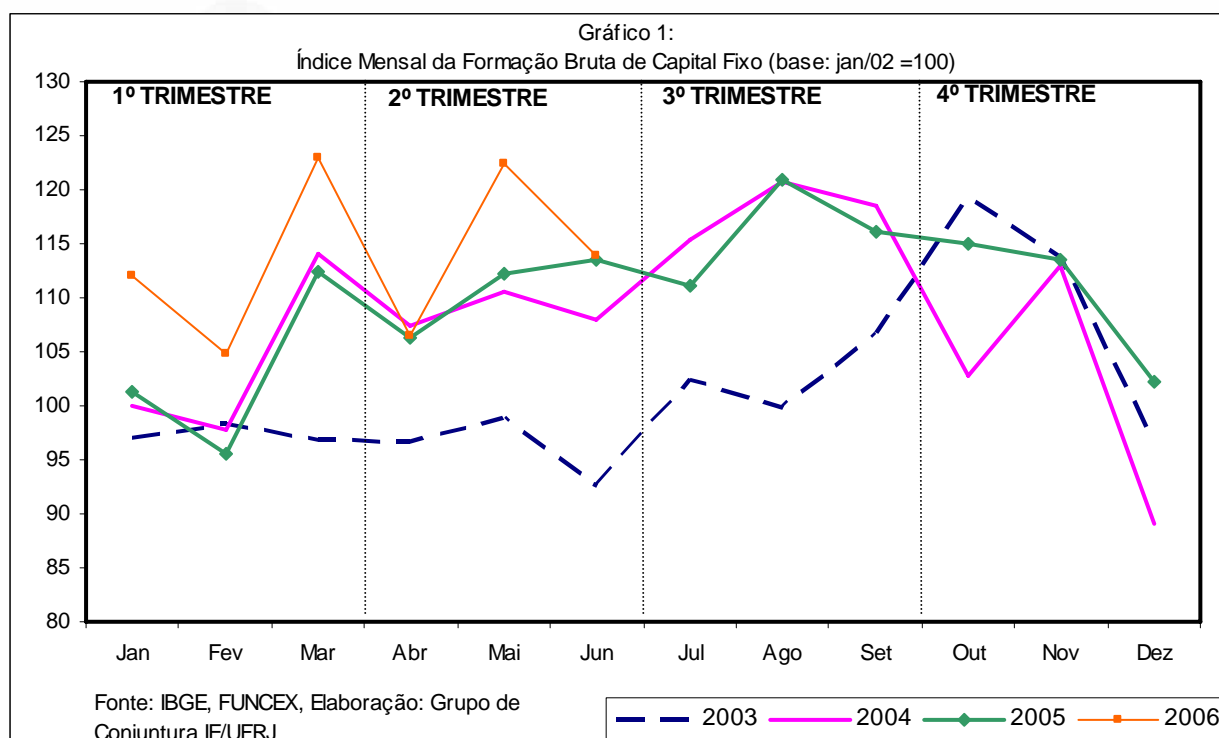


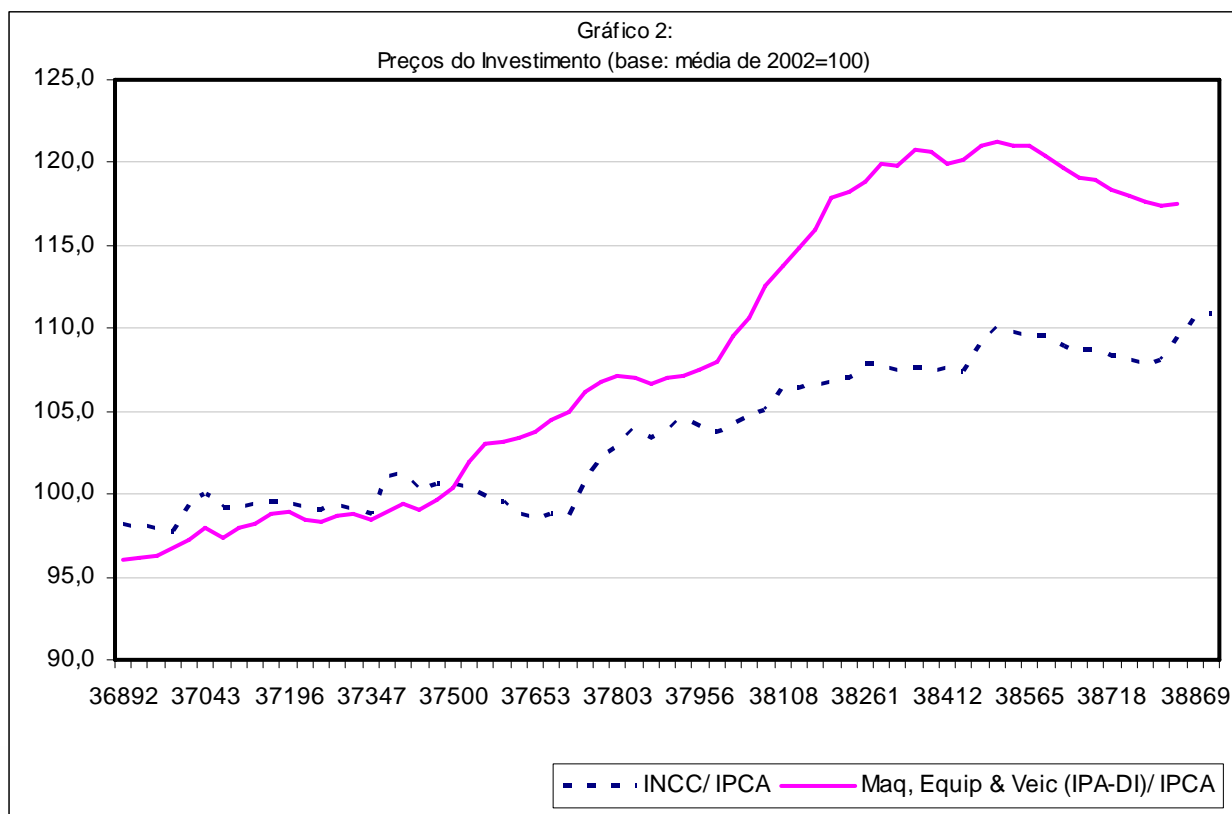
Investimento

Rafael Barroso

O investimento assim como outros itens da demanda devem apresentar um crescimento menor no segundo trimestre de 2006, em comparação com o ritmo de crescimento apresentado no primeiro trimestre desse ano.

O índice de Formação Bruta de Capital Fixo elaborado pelo Grupo de Conjuntura mostra que o investimento deve crescer 3,2% no segundo trimestre em comparação com a taxa de 9% registrada no trimestre anterior. Em termos dessazonalizados, isso significa um crescimento de 2,2%. Esse crescimento, apesar de menor em relação ao trimestre anterior ainda representa um desempenho acima do PIB, o que elevará a taxa de investimento nesse trimestre.





Essa desaceleração, como mostra a Tabela 1, ocorreu tanto em bens de capital como na construção civil, porém, a queda na taxa de crescimento do primeiro foi relativamente maior. Dentro de bens de capital, a principal variação negativa foi da produção nacional de bens de capital que cresceu 9,2% no primeiro trimestre e somente 1,3% no segundo trimestre. A exportação e a importação de bens de capital também apresentaram redução, contudo, de proporções menores. Dessa forma, o consumo interno da produção nacional que no primeiro trimestre tinha crescido 9,7% no primeiro trimestre, agora caiu 1,5%.

Tabela 1
Crescimento do Investimento e dos Seus Componentes

	1T06	2T06	1S06
Bens de Capital	14,3	4,1	9,0
Construção Civil	6,9	2,6	4,7
Investimento - Total	9,9	3,2	6,4

Elaboração: Grupo de Conjuntura. Fonte: Funcex, IBGE

Alguns fatores pontuais como a realização da Copa do Mundo que foram apontados para explicar o mau desempenho da indústria no segundo trimestre e no mês de julho em particular, também se aplicam ao investimento, porém, isso não é suficiente para explicar essa diminuição do ritmo do crescimento.

Pelo lado da oferta, é possível que a turbulência externa vivida nos meses de maio e junho, tenha prorrogado algumas decisões de investimento. Porém, como comentado no

boletim anterior, esse efeito deve ser pequeno uma vez que o choque afetou muito mais às variáveis financeiras do que as variáveis reais, dada a robustez da economia nacional e o curto período de incerteza.

Além disso, nesse período o custo financeiro do investimento diminuiu uma vez que a taxa Selic, Swaps e a TJLP caíram e o volume de captação de crédito pelas empresas nos diversos instrumentos (CRIs, debêntures, ações, etc) foi recorde.

Assim, resta a explicação pelo lado da demanda. O investimento diminuiu o seu ritmo, uma vez que a utilização da capacidade instalada permaneceu praticamente inalterada frente há um ano atrás e, portanto, não houve necessidade por parte das empresas de prosseguir com investimentos mais vultosos para ampliar a capacidade de produção.

Preço do Investimento

O preço do investimento em máquinas e equipamentos continua com uma leve tendência de queda, uma vez que esses são fortemente influenciados pela taxa de câmbio, que se encontra estabilizada, mas com um viés de apreciação. Por outro lado, o preço relativo do investimento na construção civil voltou a se elevar, após um período de queda.



Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Novos Pesos para IPCA e as Implicações na Política Monetária.

Os resultados recentes de inflação parecem demonstrar que a economia está atravessando um quebra estrutural (período de mudança do comportamento temporal). Isto é, há uma mudança comportamental nos preços. No sentido estatístico a dinâmica de preço está mudando de estado.

O que estaria por trás dessa mudança? O mais provável é a percepção como os agentes na economia lidam com os preços. Acredita-se que em um ambiente macroeconômico de estabilidade de preços as firmas encontrem dificuldade em repassar seus preços. Haveria dessa forma, uma redução na capacidade de fixar preço.

No geral a literatura econômica apresenta os seguintes fatores redutores da capacidade de repasse (primeira e segunda ordem):

- (i) Maior competitividade entre as firmas;
- (ii) Maior abertura da economia aumentando (via importações);
- (iii) Economia operando em um ambiente estável de preços;
- (iv) Aumento da produtividade.

A recente apreciação cambial está proporcionando pela primeira vez uma redução na capacidade de repasse de primeira ordem (impacto inicial de um choque sobre os preços). Isso ocorre devido à desaceleração intensa no IGP-M que serve de indexador para os preços administrados.

No passado, em um ambiente de maior vulnerabilidade (conta corrente deficitária e política fiscal desequilibrada) e de inflação moderada / alta, o repasse de primeira ordem era potencializado pelo efeito em espiral do IGP-M sobre os administrados. Havia apenas reduções de repasse de segunda ordem (para os demais preços da economia) que se dava em recessões ou elevações abruptas da taxa SELIC.

Portanto, quando projetamos a inflação para os próximos anos podemos estar utilizando parâmetros superestimados. Esse efeito deve estar presente no coeficiente de inércia, taxa de câmbio e expectativas. Por outro lado, deve estar ocorrendo uma elevação da resposta da oferta agregada sobre os preços. A economia brasileira tende a seguir os padrões internacionais e operar sempre sobre um nível elevado de capacidade instalada. Dessa forma, taxas de crescimento da atividade acima da capacidade tendem a explicar mais a inflação. Este movimento recente explica em parte o movimento espúrio entre capacidade e inflação registrado no passado (períodos de aceleração da inflação estavam associados a choques de oferta que pressionavam a taxa de câmbio).

A projeção do mercado para o IPCA em 2007 está próxima a 4,5%, assumindo as premissas vigentes. Projetamos 3,65% em 2006 e 4,4% em 2007. Entretanto, há um risco dessa projeção estar superestimada posto que foi construída com base nos números do passado e, como dito anteriormente, pode não ser mais informativa sobre o futuro.

Vale destacar que esse novo equilíbrio de preços já começa a ser entendido pelo mercado como permanente. Podemos constatar isso tanto nas expectativas inflacionárias, quanto nos preços dos títulos indexados a inflação. Este último não seria possível em um ambiente instável de preços.

- Mudança de Peso: POF 2003

A recente pesquisa de orçamento familiares que alterou a ponderação do IPCA transferiu mais peso para o setor de serviços. Houve redução de participação de alimentos na cesta do indivíduo representativo.

Esta alteração segue um padrão notado em diversos países que atravessam um período de estabilização de preços e crescimento da atividade. No geral, as evidências mostram que na medida que um país cresce há um aumento no consumo de serviços e redução na participação de alimentos (não-duráveis).

Esse direcionamento para o setor de serviços torna a inflação menos instável porém mais persistente. Essa mudança pode ter o efeito de aumentar as defasagens da política monetária sobre os preços. Os trabalhos aplicados no Brasil mostram uma defasagem que oscila entre 6 a 9 meses enquanto que nos países desenvolvidos esse intervalo chega a 2 anos.

Um outro efeito da maior inserção de serviços sobre os preços pode ser visualizado na trajetória do núcleo da inflação. No Brasil o núcleo por exclusão de administrados e alimentos não serve de parâmetro para política monetária posto que elimina uma quantidade acima de 50% de peso. Essa exclusão demasiada de peso gera um núcleo muito sensível a variações extremas, tornando esse indicador excessivamente volátil.

Um trabalho do FMI (Exchange Pass-Through in Brazil – Agnes Belaisch) estima os coeficientes de repasse a partir da desagregação do IPCA.

O mérito desse trabalho é mostrar o repasse em diferentes horizontes de tempo. Nota-se um elevado coeficiente de repasse do IPCA (6% em 3 meses) no curto prazo derivado quase na totalidade pelo setor de bens comercializáveis.

Por outro lado, os preços não-comercializáveis (aproximadamente o setor de serviços se excluirmos os alimentos in natura) mostram pouca sensibilidade à variação da taxa de câmbio. Portanto, tudo mais constante a alteração do IBGE tornou a inflação menos sensível a choques de oferta no curto-prazo. Nesse caso, é possível demonstrar que incorreremos em uma menor volatilidade da taxa nominal de juros SELIC.

Tabela: VAR Estimates of the Pass-Through (%)

	Preços Gerais	Preços ao produtor	Preços ao consumidor	Preços Livres	Preços Administrados	Preços comercializáveis	Preços não comercializáveis
Tempo							
1M	8	12	2	3	1	5	0
3M	27	34	6	7	3	12	4
12M	53	120	17	15	5	15	12
16M	60	139	20	15	5	15	12
Lprazo	71	165	23	15	5	15	13

fonte: Agnes Belaisch - FMI



Crédito

Eduardo Bastian & Frederico Felipe Medeiros

O volume de operações de crédito do sistema financeiro alcançou em junho o nível de R\$658,9 bilhões. A expansão do crédito em junho, de 17,02% em 12 meses, demonstra que o ciclo de expansão, iniciado em 2003, aparenta ainda ter fôlego. Com uma taxa de expansão próxima a este nível, faltam poucos meses para que a relação Crédito/PIB, que em junho se situava ao redor de 32,4%, chegar a seu máximo histórico – de 37% do PIB - referente ao mês de fevereiro de 1995. Em nossas projeções, o horizonte de tempo que separa a relação atual de Crédito/PIB do seu máximo histórico situa-se próximo de quatorze meses. Desta forma, caso não haja nenhuma grande reversão, é possível que em pouco mais de um ano o máximo histórico seja alcançado, mesmo havendo desaceleração do ciclo de crédito. Dos 17,02% apontados acima, 9,32% foram contribuições das operações de crédito destinadas à Pessoa Jurídica e os 7,70% restantes foram dados pelo crédito à Pessoa Física.

Taxa de Crescimento Real¹ (%)

	Total do Crédito	Recursos Livres			Recursos Direcionados
		Total	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	
em seis meses (jun/06-dez/05) ²	14,30	18,98	18,82	22,39	5,28
em 12 meses (jun/06-jun/05)	17,02	20,66	21,81	25,26	9,99

Nota: (1) IPCA - Deflator (2) Taxas anualizadas

Fonte: Banco Central Elaboração: Grupo de Conjuntura

Inadimplência no Varejo

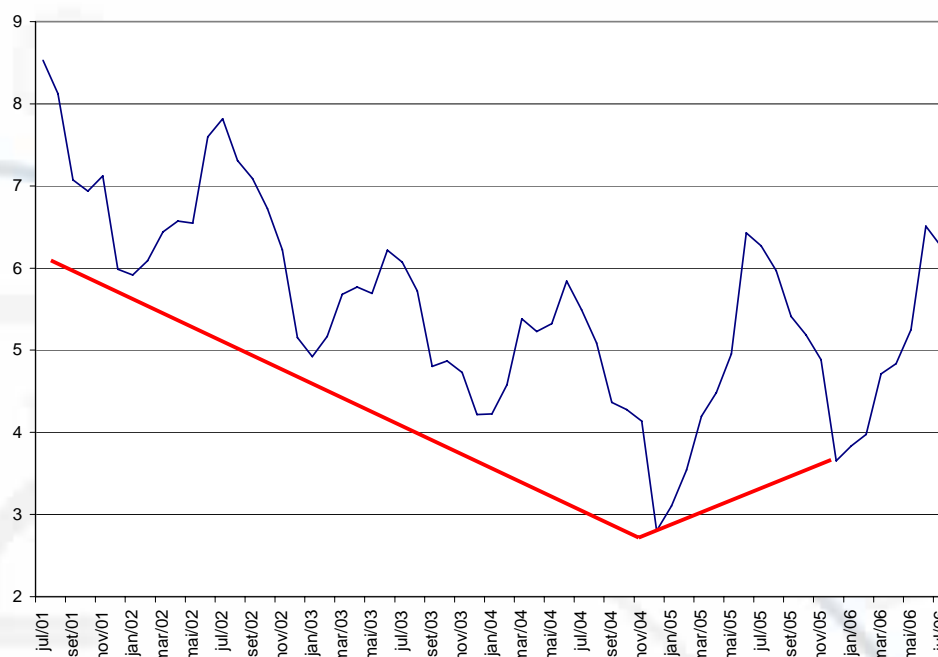
Nas duas edições anteriores, a seção Crédito se dedicou à questão da inadimplência bancária. Neste mês, o tema abordado é a inadimplência no varejo. Com isso, completa-se a avaliação sobre o panorama atual do problema do crédito inadimplente.

O gráfico 1 fornece algumas pistas sobre o comportamento recente da inadimplência no varejo, uma vez que apresenta a evolução do indicador de inadimplência do Sistema Central de Proteção ao Crédito (doravante, SCPC) – em médias móveis semestrais - desde 2001. A partir do gráfico, é possível perceber, à primeira vista, um crescimento considerável nos últimos seis meses, o que poderia indicar um quadro preocupante. No entanto, observando-se a série desde 2001, percebe-se que não há necessariamente motivos para preocupação. De fato, é possível constatar que, em todos os anos, há uma

elevação nos níveis de inadimplência no primeiro semestre, a qual é seguida por queda no segundo semestre. O indicador apresenta, aparentemente, um comportamento cíclico e, desta forma, a trajetória ascendente dos últimos meses não parece sinalizar um quadro adverso. Ademais, os dados da ponta indicam queda, criando a expectativa que, da mesma forma que aconteceu nos anos anteriores, o segundo semestre será marcado por inadimplência cadente.

No entanto, apesar de a série apresentar um comportamento cíclico, ainda assim é possível observar a tendência por detrás do ciclo. A linha vermelha no gráfico 1 mostra a tendência desde 2001. Neste contexto, pode-se observar um viés de queda até o final de 2004 e uma reversão a partir deste ponto. Como o número de observações pós-2004 ainda é muito pequeno, não é possível ainda tirar grandes conclusões. O pico registrado em 2006, por exemplo, não chegou a ultrapassar o de 2005. Não obstante, há que se destacar, de qualquer forma, o fato de a série estar apresentando uma tendência ascendente.

Indicador Inadimplência SCPC - registros líquidos recebidos menos cancelados sobre o total de consultas (t-4) ao sistema SCPC - médias móveis semestrais



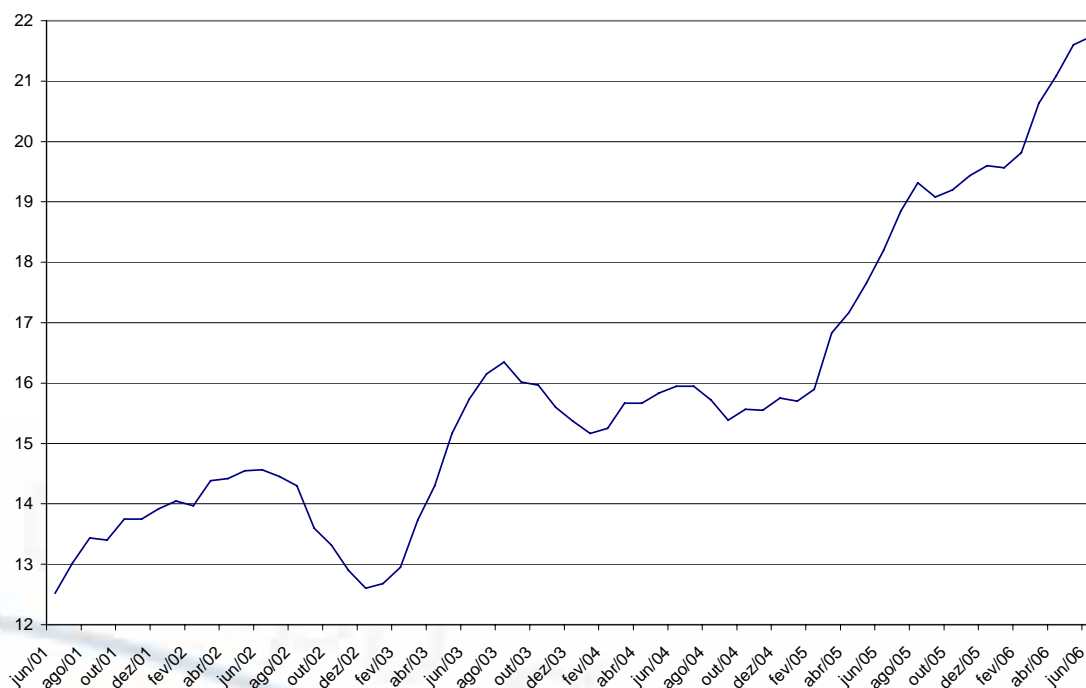
Fonte: IPEA/Associação Comercial de São Paulo
Elaboração própria

Um segundo indicador interessante é a porcentagem de cheques sem fundo registrados em cada mil². O gráfico 2 fornece a evolução desta variável - em médias móveis semestrais - no período iniciado em 2001. Segundo o gráfico, pode-se constatar que, após uma relativa estabilidade em 2004, a porcentagem de cheques sem fundo deu um salto em 2005. Neste contexto, é interessante notar que, assim como ocorreu com o indicador de inadimplência do SCPC, os dados de cheques sem fundo também

² Segunda devolução em cada 1000 cheques compensados.

apresentaram deterioração a partir do início do ano passado. Mais do que isso, o gráfico mostra que a tendência de elevação nos cheques sem fundo é um processo que ainda está em curso.

Cheques sem fundo em mil (%) - médias móveis semestrais



Fonte: IPEA/Serasa
Elaboração Própria

Por fim, dados recentes da Fecomércio de São Paulo também sinalizam um cenário não muito positivo. Embora o número de consumidores com algum tipo de dívida em julho tenha apresentado o menor nível (52%) desde o início do levantamento, em abril de 2004, há outros indicadores que preocupam. Em particular, pode-se mencionar o aumento do comprometimento da renda com dívidas e a redução na intenção de quitá-las. Conforme destaca a instituição, é possível que, nos próximos meses, haja uma nova rodada de elevação na inadimplência.

Em síntese, a análise mostrou um cenário de deterioração do crédito no varejo desde 2005, o qual pode estar associado ao processo de aumento das taxas de juros verificado em boa parte do período. No entanto, é interessante observar que a reversão na trajetória dos juros – iniciada no segundo semestre do ano passado – não se traduziu em uma virada no que concerne à quitação de dívidas. Talvez os aumentos no rendimento real médio habitualmente recebidos tenham sido modestos e, portanto, insuficientes para provocar uma mudança mais significativa no panorama. Com isso, tem-se que a inadimplência no varejo acompanha o processo que se verifica no crédito bancário. Assim, se por um lado o ciclo expansivo do crédito ainda aparenta ter vigor, os dados de inadimplência fazem acender a luz amarela sobre o desempenho futuro. Se não há

elementos ainda para classificar o cenário como muito perigoso, esta foi mais uma evidência de que o momento requer, efetivamente, atenção por parte dos analistas.



Política Fiscal

Margarida Gutierrez

- A política fiscal: o aumento de receitas sustentam o superávit primário

Os fluxos acumulados em 12 meses encerrados em junho mostram um superávit primário consolidado (receitas e despesas sem incluir o pagamento de juros) de R\$ 90,71 bilhões (4,51% do PIB), conforme a Tabela 1. O governo central (Tesouro Nacional, Banco Central e INSS) obteve um superávit primário de R\$ 55,7 bilhões (2,68% do PIB), os estados e municípios obtiveram, conjuntamente, um resultado de R\$ 19,2 bilhões (0,95% do PIB), as empresas estatais federais foram responsáveis pela geração de um excedente de R\$ 14,0 bilhões (0,70% do PIB) e as estatais municipais e estaduais, por R\$ 3,7 bilhões (0,18% do PIB).

Considerando os resultados acumulados no ano (até junho) e as alterações contidas no último Decreto de Reprogramação Financeira de julho 2006 (que reduziu a meta de superávit primário do governo central de 2,50% do PIB para 2,45% do PIB e, como contrapartida, elevou no mesmo percentual a meta para estados e municípios), verificamos que, com exceção das empresas estatais federais, cuja meta para o ano é de 0,85% do PIB, todas as demais esferas de setor público obtiveram resultados primários acima das respectivas metas (Tabela 2).

Os resultados são, portanto, excelentes, sob esse ponto de vista.

Tabela 1
Necessidade Financiamento do Setor Público
Fluxos em 12 meses

	R\$ milhões								% PIB							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 jun	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 jun
Nominal	56.284	39.806	42.789	61.614	79.030	47.144	63.641	67.948	5,78	3,66	3,62	4,61	5,22	2,67	3,29	3,38
Juros nominais	87.372	77.963	86.443	114.004	145.203	128.256	157.145	158.657	8,97	7,18	7,31	8,52	9,59	7,26	8,13	7,9
Primário	-31.087	-38.157	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.709	-3,19	-3,51	-3,69	-3,91	-4,32	-4,59	-4,84	-4,51
1.Governo Central(Gov. Federal, BC e INSS)	-22.672	-20.431	-21.980	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-53.861	-2,33	-1,86	-1,83	-2,37	-2,49	-2,97	-2,88	-2,68
2. Estatais Federais	-6.406	-10.174	-7.571	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-13.983	-0,66	-0,94	-0,95	-0,47	-0,63	-0,51	-0,68	-0,7
3.Governos Regionais	-2.105	-6.026	-10.471	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.176	-0,21	-0,55	-0,89	-0,79	-0,91	-0,99	-1,1	-0,95
4.Estatais Regionais	96	-1.526	-3.634	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-3.689	0,01	-0,14	-0,31	-0,26	-0,26	-0,13	-0,17	-0,18

Fonte: BC

(+) = déficit; (-) = superávit

Tabela 2
Resultado Primário Observado
e Meta para as diferentes esferas de setor público 2006

	Janeiro/Junho		Meta Ano	
	R\$ bilhões	%PIB	R\$ bilhões	%PIB
Resultado Primário Governo Central (fiscal e seguridade)	38,531	3,89	48,334	2,3
Resultado Primário estatais federais	4,619	0,71	17,863	0,85
Resultado Primário União	43,15	4,6	66,197	3,15
Resultado Primário Estados e Municípios (inclui as estatais)	14,004	1,17	19,964	0,95
Resultado Primário Consolidado (não inclui os Investimentos em PPI no valor de R\$ 3,0 bilhões)	57,154	5,77	89,313	4,25

Fonte: Ministério do
Planejamento/BC

No entanto, ao analisar os fatores que estariam contribuindo para o maior superávit primário (resultado primário analisado pelo critério acima da linha), fica evidente que o atual ajuste fiscal é frágil porque continua sendo mantido por uma elevação extraordinária das receitas sem nenhum ajuste pelo lado dos gastos.

Este é o tema que desenvolveremos a seguir.

De acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal (art.9º da Lei Complementar nº 101, de maio de 2000), a cada bimestre realiza-se uma revisão das projeções fiscais de forma a garantir para o ano o cumprimento da meta de resultado primário estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2006. Esta revisão é necessária em função dos resultados fiscais já obtidos ao longo do ano e de eventuais mudanças nos parâmetros utilizados na LDO para as projeções de receitas e despesas primárias (PIB, índices de preços, taxa Selic, taxa de câmbio, massa salarial nominal, preço do petróleo, reajuste do salário mínimo e reajuste dos demais benefícios previdenciários), incorporando dados mais recentes do quadro macroeconômico. A última avaliação é de julho de 2006 e toma como base os resultados obtidos no ano até o mês de junho (inclusive) e uma atualização dos parâmetros, já descritos, para o restante do ano (julho a dezembro). As principais mudanças dos parâmetros foram:

Comparativo das Projeções de Parâmetros		
Parâmetros	Decreto 5.780/maio de 2006	Reprogramação (julho de 2006)
IPCA acumulado (%)	4,5	3,6
IGP-DI acumulado (%)	2,36	3,5
PIB real (%)	4,5	4,5
PIB – R\$ bilhões	2.106,70	2.101,50
Taxa Over-Selic Média	15,48	15,52
Taxa de Câmbio Média	2,16	2,2
Reajuste do Salário Mínimo	16,67	16,67
Reajuste dos Demais Benefícios Previdenciários	5	5

Fonte: Ministério do Planejamento

O limite das despesas discricionárias foi ampliado em R\$ 4,8 bilhões em função das alterações dos parâmetros, acima descritos, e das seguintes reestimativas de receitas e gastos em relação ao Decreto 5.780 de maio de 2006:

- Melhoria do resultado primário dos estados, municípios e respectivas estatais até o mês de maio, o que permitiu a redução da meta do governo central de 2,50% do PIB para 4,50% do PIB, compensada por uma elevação de igual percentual da meta para os governos regionais
- Aumento de R\$ 4,0 bilhões na arrecadação anual das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal, basicamente devido ao aumento de receitas geradas pelo IPI e pelo Imposto de Renda, e de R\$ 554,9 milhões das demais receitas primárias do governo central, exclusive arrecadação do INSS
- Redução do déficit do Regime Geral da Previdência Social em função de um aumento nas receitas estimadas, dada à elevação da massa salarial nominal

O Quadro a seguir sintetiza essas alterações:

Discriminação	Variação em relação ao decreto 5.780/2006-08-21 R\$ milhões
1. Receita Primária Total, exceto Arrecadação Líquida do INSS	4.509,10
2. Transferências a estados e municípios	1.329,10
3. Receita Líquida	3.179,90
4. Despesas Obrigatórias, exceto Benefícios Previdenciários	1.700,70
5. Déficit do RGPS	-2.158,00
6. Leju + MPU	16,8
7. Meta de Resultado primário – Efeito PIB	-1.180,20
8. Ajuste Necessário (- 3 + 4 + 5 + 6 + 7)	-4.800,60

Fonte: Decreto de Reprogramação Financeira/julho de 2006/Ministério do Planejamento

A Tabela 3 mostra a evolução das principais receitas e despesas primárias do governo central no período recente, sendo que a previsão para 2006 já contempla as modificações introduzidas pelo Decreto de Reprogramação Financeira de julho.

As receitas totais acumuladas em 12 meses encerrados em junho deste ano atingiram o nível recorde de 25,6% do PIB. Apesar de um conjunto de medidas de desoneração fiscal, implementadas desde o ano passado e cujo impacto para este ano representa uma perda de arrecadação de R\$ 9,0 bilhões, o aumento das receitas do governo central deve-se não só à elevação das receitas não tributárias (dividendos, concessões, etc), como também a um aumento da arrecadação proveniente de tributos e de contribuições.

Por outro lado, os gastos primários acumulados em 12 meses também atingiram o patamar recorde de 18,58 % do PIB. No grupo das despesas que mais cresceram em proporção do PIB estão as previdenciárias, pessoal e os gastos sociais com transferências (LOAS/RMV, abono salarial e seguro-desemprego), diretamente vinculadas ao salário mínimo, cujo crescimento real este ano deverá ser de aproximadamente 11,0%.

Para 2006, o continuado aumento das receitas garante o cumprimento da meta de superávit primário. No entanto, trata-se de um ajuste fiscal insustentável no tempo já que tem sido acompanhado por uma elevação dos gastos correntes.

A manutenção desta tendência nos próximos anos coloca duas alternativas de política fiscal: ou a carga tributária como percentual do PIB vai continuar subindo para financiar os gastos crescentes (o que parece pouco provável, até porque a sociedade está cada vez mais resistente a transferir parcela crescente de sua renda para o governo) ou o superávit primário/PIB vai cair, comprometendo a trajetória da Dívida Pública/PIB, com implicações negativas sobre as condições macroeconômicas.

Tabela 3
Evolução das Principais Receitas e Despesas Primárias
Governo Central (TN, BC e INSS)
Fluxos em 12 meses (% PIB)

	2001	2002	2003	2004	2005	Jun/06/ Jul/05	2006 (Decreto de julho)
I. Receitas Primárias Brutas	22,56	23,78	22,92	23,75	25,21	25,6	26,14
I.1 Receitas do Tesouro	17,31	18,47	17,67	18,37	19,54	19,83	n.d.
I.1.1 Impostos e Contribuições	15,54	17,02	16,41	17,08	17,97	17,99	n.d.
I.1.2 Demais	2,3	2,09	2,06	2,08	2,29	2,49	n.d.
I.1.3. (-) Restituições/Incentivos Fiscais	0,53	0,65	0,81	0,78	0,72	0,65	n.d.
I.2 Receitas da Previdência Social	5,21	5,28	5,19	5,31	5,6	5,71	5,87
I.3 Receitas do BC	0,03	0,03	0,06	0,07	0,07	0,07	n.d.
II. Transferências a Estados e Municípios	3,84	4,17	3,87	3,82	4,33	4,39	4,57
III. Receita Líquida (I – II)	18,72	19,61	19,05	19,93	20,87	21,21	21,57
IV. Despesas Primárias	16,91	17,25	16,52	17,13	18,16	18,58	19,12
IV.1 Pessoal e Encargos	5,21	5,28	4,87	4,74	4,76	4,84	5,08
IV.2 Pagamentos Previdenciários INSS	6,28	6,54	6,88	7,12	7,54	7,72	7,82
IV.3. LOAS/ RMV	-	-	0,29	0,42	0,48	0,52	0,55
V. Resultado Primário Governo Central (III – IV)	1,81	2,36	2,52	2,79	2,71	2,63	2,36
VI. Ajuste Metodológico	0	0	0	0,12	0,12	0,13	n.d.
VII. Discrepância Estatística	0,02	0,02	-0,04	0,05	0,04	n.d.	n.d.
VIII. Resultado Primário Governo Central	1,83	2,37	2,49	2,97	2,88	2,68	2,45 (exclui os Investimentos de PPI no valor de 0,15% do PIB)

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

- **A zeragem da Dívida Pública Líquida**

Ao longo dos 3 últimos anos, o Tesouro Nacional conseguiu promover mudanças importantes no perfil do endividamento público, aumentando a participação da dívida em títulos pré fixados e vinculados a índices de preços e zerando a dívida corrigida pela taxa de câmbio.

Esta mudança só foi possível dadas as condições macroeconômicas domésticas e internacionais extremamente favoráveis que vigoraram a partir de então: superávits transações correntes, controle da inflação, disciplina fiscal e abundante liquidez internacional. Estas condições foram decisivas na trajetória declinante da taxa de câmbio, cujos impactos sobre a inflação e sobre a queda dos juros permitiram a zeragem da dívida líquida cambial e o aumento da parcela da dívida pré-fixada.

Considerando apenas a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna, o Tesouro Nacional é credor em câmbio em uma proporção correspondente a 1,4% da sua dívida, enquanto que em dezembro de 2002, essa a dívida representava 33,6% (Tabela 5). Se considerarmos a dívida do setor público como um todo (União, estados/municípios e empresas estatais) e descontarmos os respectivos créditos, a dívida cambial foi zerada em junho, tendo o setor público se tornado, em termos líquidos, um credor externo (Tabela 6).

Esta mudança protege os indicadores fiscais (resultado nominal e Dívida/PIB) dos efeitos de uma eventual crise cambial, detonada por um contexto internacional menos favorável.

Mas, a contraface da redução da dívida cambial foi o aumento da parcela da dívida indexada à taxa Selic que representava 41,9% da dívida mobiliária federal interna em dezembro de 2002 e passou para 43,3% em junho de 2006, o que cria 2 tipos de constrangimento de política econômica: um, de natureza fiscal na medida em que vincula diretamente o resultado nominal (medida de déficit público que inclui o pagamento de juros) às decisões de política monetária (quando a taxa Selic sobe, o resultado nominal piora e a Dívida Pública/PIB se eleva; o outro se refere à perda de eficácia da política monetária pois, ao remunerar parcela importante de sua dívida à taxa Selic, o Tesouro Nacional estará gerando um efeito-renda em direção oposta a uma decisão de política monetária.

Os esforços daqui para frente para garantir o perfil ideal de endividamento público deverão se concentrar, portanto, na substituição da dívida corrigida pela Selic em favor dos títulos vinculados a índices de preços e a juros pré-fixados.

Tabela 4 : Indicadores do Perfil da Dívida Pública (%)

Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna				
	Curto Prazo (vencimento menor que um ano)	Correção Cambial	Corrigida pela SELIC	Pré- fixada
dez/02	41,1	33,6	41,9	1,9
dez/03	35,3	20,5	46,5	11,6
dez/04	46,2	9,3	49,5	19
dez/05	41,6	1,1	52,1	27,2
jun/06	41,1	-1,4	43,3	29,4

Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional.

Tabela 5
Composição da Dívida Líquida do Setor Público

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/05	jun/06
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	57,2	51,5	50,3
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	95,3	100,4
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	0,6	0,4
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61	72,9	94,7	100
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	4,7	-0,4
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	45,6	39	27,1	5,3	0

Fonte: Banco Central

Setor Externo

Cecília Hoff

Os dados da balança comercial brasileira de julho e agosto têm mais do que compensado o efeito negativo da greve sobre os resultados de maio e junho. Como pode ser observado na tabela 1, no trimestre encerrado em julho as exportações voltaram a acelerar e o saldo comercial anualizado está novamente num patamar superior a R\$ 45,0 bilhões (para os dados ajustados sazonalmente). A média diária das exportações em agosto também tem se mantido num nível bastante elevado – até a terceira semana a média diária ajustada sazonalmente foi superior a US\$ 550,0 milhões – indicando que, apesar do crescimento consistente das importações, o saldo comercial deve continuar aumentando no próximo mês (gráfico 1). Na margem, o desempenho das exportações tem sido positivo nas três classes de produtos, como mostra o gráfico 2. As vendas de produtos manufaturados continuam crescendo e as exportações de produtos básicos estão, atualmente, recuperando a queda verificada nos primeiros meses do ano.

Tabela 1: Saldo Comercial Anualizado em US\$ bilhões

(médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)

	Exportações	Importações	Saldo
dez/05	124,7	77,5	47,1
jan/06	132,5	82,0	50,5
fev/06	130,1	82,7	47,4
mar/06	133,2	85,1	48,0
abr/06	130,6	85,0	45,6
mai/06	129,0	86,7	42,3
jun/06	127,6	86,6	41,0
jul/06	135,0	88,7	46,3

(1) Dados ajustados sazonalmente.

Fonte: MDIC/Secex.

Gráfico 1:
Exportações e Importações em Médias Diárias - US\$ milhões
 (médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)

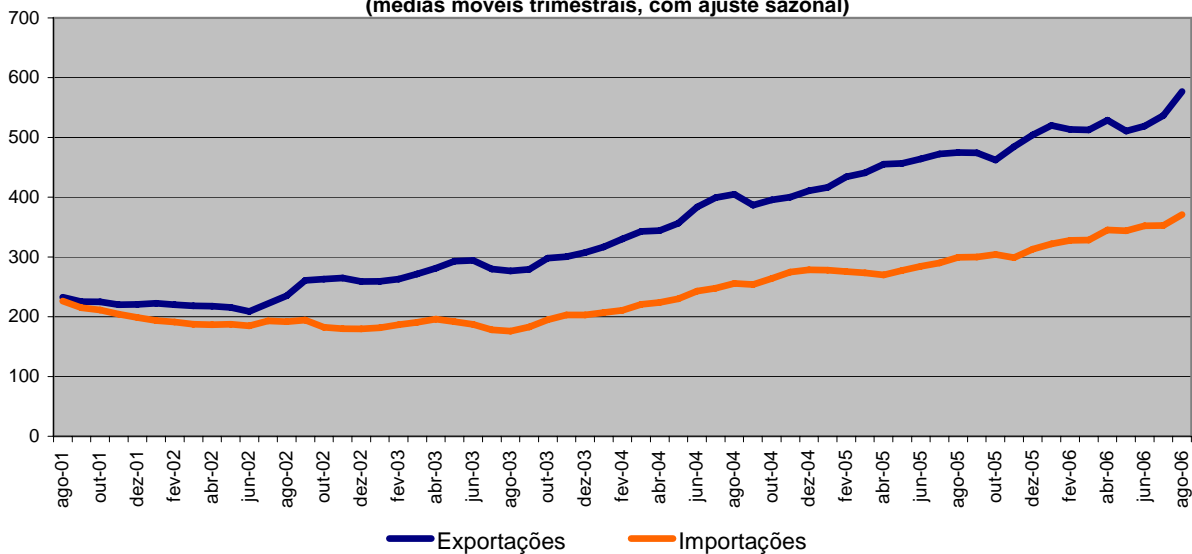
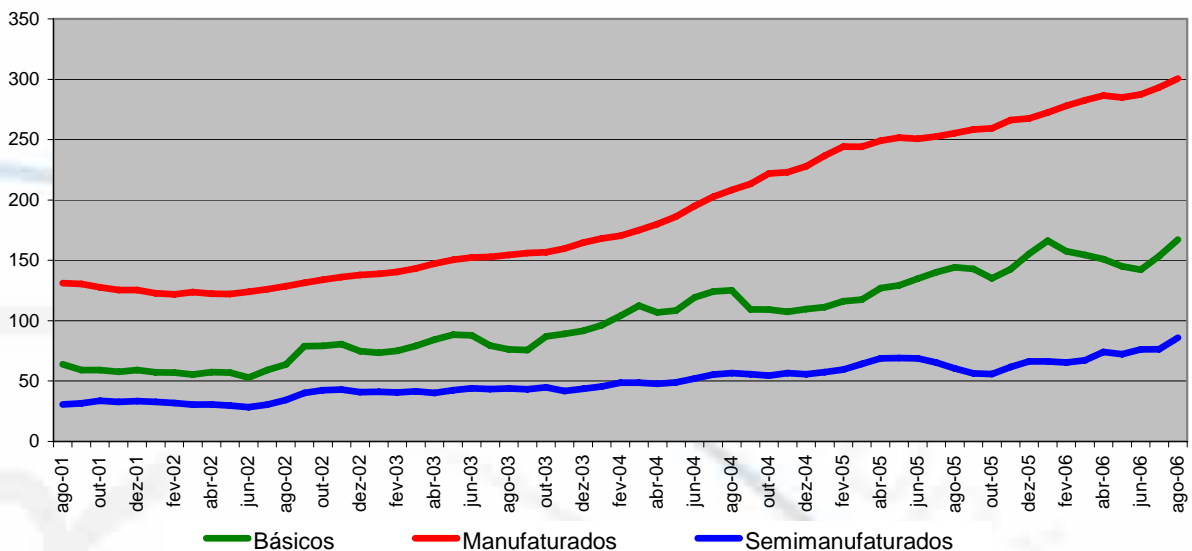


Gráfico 2: Exportações em Médias Diárias por Classe de Produto - US\$ milhões
 (médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)



A tabela 2 abaixo mostra o crescimento das exportações em valor no acumulado de janeiro a julho de 2006 em relação ao mesmo período do ano passado, destacando os produtos que mais contribuíram para o crescimento em cada classe. É notável que no caso dos básicos e semimanufaturados as exportações de poucos produtos tenham contribuído, em pontos percentuais, com mais de 100% do desempenho da classe de produto como um todo. As exportações de soja, minério de ferro e óleos brutos de petróleo, por exemplo, contribuíram com 17,6 pontos percentuais para o crescimento das exportações de básicos (que foi de 16,3% no período). A rigor, o crescimento das vendas destes produtos compensou a queda em outros, como carnes. Por outro lado, as vendas de manufaturados são bastante diversificadas e ainda apresentam um crescimento relativamente homogêneo, embora já se possa perceber um ganho rápido de participação das vendas de gasolina e óleos combustíveis em detrimento de produtos têxteis, calçados e móveis.

Tabela 2: Exportações - Principais Produtos

(var. % acumulada no ano - julho de 2006)

	(a) Jan-Jul 2005 US\$ bilhões	(b) Jan-Jul 2006 US\$ bilhões	(a)/(b) %	Contribuição em p.p para a var. das exportações da classe de produto
Total	64,7	74,5	15,1	-
Básicos	18,7	21,7	16,3	-
Soja	3,1	3,8	23,5	3,9
Minério de Ferro	3,7	4,9	31,1	6,2
Óleos Brutos de Petróleo	2,0	3,4	70,2	7,5
Semimanufaturados	9,2	10,2	10,9	-
Açúcar em bruto	1,3	1,9	48,7	6,9
Alumínio em bruto	0,8	1,2	54,8	4,5
Manufaturados	35,6	40,8	14,6	-
Gasolina e Óleos	1,3	2,2	74,3	2,6

Fonte: MDIC/Secex, Funcex.

O crescimento das exportações de básicos e semimanufaturados tem sido, a rigor, puxado por poucos produtos cujos preços estão em geral tendo um desempenho favorável no mercado internacional (a soja é a exceção). Por outro lado, as exportações de produtos manufaturados que estão crescendo são as que ainda contam com algum poder de mercado para poder repassar aos preços os custos da apreciação cambial. Já para os produtos desta classe que têm seus preços comprimidos pela concorrência externa (como calçados, têxteis e móveis), a apreciação cambial tem sido perversa e já se observa uma queda das vendas em relação ao mesmo período do ano passado.

Ou seja, uma parte razoável do crescimento recente das exportações se deve ao desempenho favorável dos preços. A tabela 3 mostra que a taxa de crescimento das exportações acumulada de janeiro a julho de 2006 reflete quase exclusivamente a variação dos preços no mesmo período. Isto é, descontando-se a elevação dos preços se percebe que o aumento do volume das exportações foi muito baixo. Por classe de produto, as exportações de produtos básicos ainda não recuperaram o nível vigente em dezembro de 2005 (apesar do forte crescimento de julho e agosto em relação a maio e junho), enquanto os preços já superaram o patamar vigente no início do ano. O crescimento das exportações de semimanufaturados ao longo do ano também se torna praticamente nulo se descontadas as variações nos preços, e as receitas com manufaturados, embora ainda estejam sendo beneficiadas por um desempenho positivo em volume, estão cada vez mais dependentes do aumento de preços. Esta elevação dos preços dos manufaturados pode, na verdade, estar sendo imposta ao custo de perdas de competitividade e, se o for, poderá provocar uma queda no volume exportado da classe como um todo a médio prazo.

Tabela 3: Exportações em Valor e Quantum (dez/05=100)

(médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)

	Total		Básicos		Manuf.		Semi.	
	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço
dez/05	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
jan/06	106,3	100,3	111,4	99,7	106,3	100,3	102,5	101,1
fev/06	104,3	100,7	104,7	98,5	106,6	101,3	100,8	103,4
mar/06	106,8	101,2	105,5	97,1	110,3	102,2	106,4	105,6
abr/06	104,8	102,5	97,0	97,1	107,6	103,7	112,1	108,7
mai/06	103,5	103,7	95,2	97,2	106,7	105,0	111,5	112,3
jun/06	102,3	105,4	90,5	99,2	105,7	106,3	114,7	115,9
jul/06	108,3	107,5	99,8	101,2	110,2	108,2	117,9	119,8

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Os sinais de crescimento das importações, por sua vez, estão cada vez mais consistentes. No trimestre encerrado em julho o valor importado voltou a acelerar e, dado que os preços das importações de modo geral estão estáveis, esta aceleração está associada a um aumento no volume importado. Este movimento pode ser observado em quase todas as categorias de uso (as compras de bens de capital são exceção, pois já tiveram uma forte aceleração no primeiro semestre do ano, quando as compras das demais categorias apresentavam um crescimento baixo, e agora mostram uma tendência de acomodação). Ademais, vale destacar a forte expansão das importações de bens de consumo duráveis nos últimos três meses (tabela 4).

Tabela 4: Importações em Valor e Quantum (dez/05=100)

(médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)

	Total		Intermediários		BK		BCND		BCD	
	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço
dez/05	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
jan/06	105,8	99,2	105,4	99,5	105,4	99,2	107,1	99,4	103,1	99,4
fev/06	106,6	98,8	106,0	99,3	105,0	97,4	111,1	99,6	97,6	100,1
mar/06	109,8	99,8	107,2	100,3	111,7	98,4	109,4	105,1	103,5	100,8
abr/06	109,6	101,0	106,1	101,1	111,6	99,9	104,2	106,0	109,5	102,4
mai/06	111,9	102,7	108,5	102,4	117,1	100,5	107,3	108,0	121,4	103,8
jun/06	111,6	103,6	107,6	102,6	115,4	100,1	110,7	107,9	125,1	104,2
jul/06	114,3	104,0	111,6	102,7	115,0	99,2	114,3	108,6	129,5	102,7

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Na tabela 5 tenta-se avaliar, de forma simplificada, quanto do desempenho recente das exportações e importações pode estar associado ao comportamento da taxa de câmbio. A razão entre o crescimento em doze meses do valor exportado pelo Brasil e o crescimento em doze meses da demanda externa tem se mantido estável desde dezembro de 2005, o que indica que a desaceleração em valor das exportações brasileiras ocorreu em linha com a desaceleração da demanda externa. À primeira vista, este resultado parece sugerir que a apreciação cambial ainda não é o principal determinante da desaceleração na taxa de crescimento das exportações. Porém, como estes dados são em valor, não se pode descartar a possibilidade de que o quantum exportado pelo Brasil tenha desacelerado de forma mais acentuada do que o quantum demandado externamente, e que o resultado em valor não tenha sido afetado na mesma proporção porque as exportações brasileiras estão mais concentradas em produtos beneficiados pela alta dos preços internacionais e/ou contam com mais poder de mercado para aumentar preços. Já a relação entre o crescimento do quantum das importações e o crescimento da

demanda doméstica deu um salto a partir de abril, movimento que está claramente associado à apreciação cambial.

Tabela 5: Relações Demanda Externa/Exportações e Demanda Interna/Importações
(variação % em 12 meses)

	Ind. Demanda Externa (a)	Exportações - Valor (b)	(b)/(a)	Indústria Geral PIM-PF (c)	Importações - Quantum (d)	(d)/(c)
dez-04	27,4	32,0	1,2	8,3	18,1	2,2
mar-05	24,8	31,0	1,3	7,6	16,3	2,1
jun-05	22,8	28,1	1,2	6,7	12,8	1,9
set-05	19,8	24,7	1,2	4,4	8,9	2,0
dez-05	16,2	22,6	1,4	3,1	5,4	1,7
mar-06	15,8	21,4	1,4	3,3	6,9	2,1
abr-06	14,8	19,0	1,3	2,6	8,3	3,2
mai-05	14,4	17,3	1,2	2,6	7,4	2,9
jun-06	14,5	17,5	1,2	2,0	8,0	4,1

Fontes: Funcex, IBGE e MIDIC/Secex.

Em suma, os resultados do comércio exterior de julho e agosto sugerem que o saldo, embora mais frágil do que nos anos anteriores (porque mais dependente da evolução dos preços internacionais), deve se sustentar em 2006 num patamar próximo ao do ano passado. Por outro lado, isto implica que o fluxo comercial no mercado de câmbio deve continuar elevado, o que, somado às expectativas de manutenção da liquidez no mercado internacional e à elevada taxa de juros doméstica, deve manter a tendência de apreciação da taxa de câmbio.

Em função disso, o Banco Central acelerou o volume de compras no mercado de câmbio à vista (adquiriu US\$ 4,4 bilhões em julho e mais de US\$ 3,0 bilhões na primeira quinzena de agosto), mas o resultado tem sido apenas o de amortecer a apreciação cambial. O fato das compras terem sido superiores ao fluxo cambial no período (tabela 6) sugere que o Banco Central tem intenção de afetar o nível da taxa de câmbio. A rigor, aquisições no mercado de câmbio superiores ao fluxo implicam que a autoridade monetária está “bancando”, à taxa de câmbio atual, o desejo dos bancos de reverter rapidamente suas posições de câmbio (em maio os bancos estavam comprados em US\$ 7,1 bilhões e calcula-se que atualmente já estejam vendidos). Mas se a taxa de câmbio continua caindo, apesar das compras do Banco Central, é porque a posição vendida desejada pelos bancos é ainda maior. Isto implica que se o Banco Central não estivesse absorvendo mais do que o fluxo cambial, a taxa de câmbio já poderia ter derretido.

Tabela 6: Fluxo Cambial, Posição dos Bancos (em US\$ bilhões) e Taxa de Câmbio Nominal

	Segmento Comercial (a)	Segmento Financeiro (b)	Saldo (a)+(b)	Var. na Posição dos Bancos ⁽¹⁾	Compras do BC	Taxa de Câmbio
jan/06	3,1	-1,2	1,9	-0,6	2,4	2,27
fev/06	4,9	2,8	7,8	4,9	2,4	2,16
mar/06	5,5	2,5	8,0	5,4	3,1	2,15
abr/06	3,3	-2,7	0,6	-1,9	2,2	2,13
mai/06	7,3	0,2	7,5	3,4	4,4	2,18
jun/06	3,6	-6,3	-2,7	-2,8	0,0	2,25
jul/06	4,8	-2,3	2,5	-2,6	4,4	2,19
ago/06 ⁽²⁾	1,6	-1,9	-0,2	-	-	2,18

(1) Variação positiva significa aumento da posição comprada.

(2) Até o dia 15 de agosto.

Fonte: Banco Central do Brasil.

