

# Economia & Conjuntura

# Apresentação

## Antonio Licha

A seção Panorama Macroeconômico mostra que o crescimento do PIB será muito modesto em 2005, resultado do custo elevado da política de estabilização dos preços, que levou a um forte aumento da taxa de juros reais a partir do segundo semestre de 2004. Isto evidencia, mais uma vez, a forte correlação existente entre variação da taxa de juros básica e a taxa de crescimento da economia. Mas, dado que esta relação é simétrica na alta e na baixa dos juros, é de esperar que se o cenário de queda da taxa Selic em 2006 não sofrer alterações (devido a choques de oferta na inflação ou choques nos mercados de ativos devido a problemas políticos) o PIB cresça a um bom ritmo nos próximos trimestres. A partir destas premissas, a seção analisa o comportamento esperado para 2006 pelo Grupo de Conjuntura.

A seção Indústria analisa a expectativa para o último trimestre do ano, ressaltando as indicações do término do ciclo de ajuste de estoque e em alguns resultados positivos já divulgados. Assim, os resultados deste final de ano devem ser mais alentadores. Já a seção Investimento analisa o acontecido no terceiro trimestre de 2005 e o que podemos esperar no quarto. Por outro lado, estuda os condicionantes do desempenho do investimento em 2005 procurando destacar o que solapou as perspectivas do investimento ao longo do ano.

O destaque da seção de Crédito é o crédito à pessoa jurídica que, apesar de ter tido ao longo do ano um desempenho mais modesto do que o crédito à pessoa física, sua performance não deve ser subestimada tanto no comportamento dos recursos livres quanto dos direcionados. Em especial, a seção mostra que as taxas de crescimento registradas foram bastante elevadas se comparadas com o passado recente. A seção Inflação analisa o comportamento esperado para 2006 de dois conjuntos de preços estratégicos para a meta de inflação: preços administrados e de bebidas e alimentos. Posteriormente, destaca as estimações de inflação, medida pelo IPCA, mostrando que a inflação deve convergir para a meta estabelecida, ainda que possa existir um ciclo de aumento dos preços agrícolas.

Na seção Política Fiscal é realizado um balanço de dois temas fundamentais em 2005: o comportamento da estrutura da dívida pública e a qualidade do ajuste fiscal. A seção Setor Externo analisa o comportamento do comércio exterior em 2005 e destaca algumas das principais mudanças no perfil dos resultados.

Na seção COPPEAD, é apresentada uma resenha sobre finanças comportamentais e a teoria das perspectivas de Kahneman e Tversky, ganhadores do Prêmio Nobel de Economia. O trabalho oferece uma idéia do que está por vir: o estudo da psicologia e do comportamento do investidor e os testes empíricos da teoria das perspectivas prometem resultados na explicação de fenômenos não explicados pela teoria moderna de finanças.

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](mailto: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](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho - [thadeu@ie.ufrj.br](mailto:thadeu@ie.ufrj.br)
- Cecília Rutkoski Hoff - [cissahoff@ie.ufrj.br](mailto:cissahoff@ie.ufrj.br)
- Eduardo Bastian - [eduardobastian@yahoo.com.br](mailto:eduardobastian@yahoo.com.br)
- Margarida Gutierrez - [margarida@ie.ufrj.br](mailto:margarida@ie.ufrj.br)
- Paulo Gonzaga - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Rafael Barroso - [rcbarroso@gmail.com](mailto:rcbarroso@gmail.com)
- Silvio Salles - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto: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](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Web: [www.ie.ufrj.br/conjuntura](http://www.ie.ufrj.br/conjuntura)

# Índice

	<b>Página</b>
<b>Panorama Macroeconômico</b>	<b>6</b>
<b>Projeções do Grupo de Conjuntura</b>	<b>15</b>
<b>Nível de Atividade Industrial</b>	<b>16</b>
<b>Investimento</b>	<b>19</b>
<b>Inflação</b>	<b>24</b>
<b>Crédito</b>	<b>31</b>
<b>Política Fiscal</b>	<b>35</b>
<b>Setor Externo</b>	<b>40</b>
<b>Seção COPPEAD</b>	<b>45</b>

# Panorama Macroeconômico

## Caio Prates

O desempenho frustrante do PIB no terceiro trimestre e a queda acentuada da produção industrial em setembro, seguida de sua estabilização em outubro, apontam para um crescimento do PIB em 2005 extremamente modesto (de 2,3% na projeção do Grupo de Conjuntura). O crescimento ficará, portanto, abaixo do que vinha sendo esperado pela maioria dos analistas e pelo Grupo de Conjuntura. E este resultado negativo evidencia o custo elevado da política antiinflacionária praticada desde setembro de 2004, quando teve início o ciclo de alta da taxa Selic. Não obstante este mau desempenho do PIB em 2005, os indicadores financeiros de expectativas, apresentados na Tabela 1, vêm demonstrando um crescente otimismo do mercado em relação à economia brasileira, com destaque para a queda do risco Brasil e das taxas de juros longas – no caso do dólar, sua alta recente deveu-se exclusivamente às pesadas intervenções do Banco Central nos mercados à vista e futuro de câmbio. O risco Brasil tem se situado em dezembro nos seus níveis mais baixos desde que este indicador passou a ser divulgado (1994). E a queda dos juros longos (como o swap pré X DI de um ano) vem se acentuando desde o final de outubro, refletindo a percepção largamente dominante entre os investidores de que a inflação permanecerá sob controle no próximo ano e a taxa Selic terá uma queda razoavelmente expressiva. Dada a sensibilidade sempre demonstrada da atividade econômica à trajetória da taxa de juros, é de se esperar que, com o recuo em curso da taxa Selic e dos juros longos, a economia volte a crescer a partir de agora. Os erros de previsão em 2005, o desempenho do PIB neste ano, e as perspectivas para o próximo ano são examinadas a seguir.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança					Indicadores do Cenário Externo		
	Risco Brasil (a) <sup>(1)</sup>	Risco dos Emergentes (b) <sup>(1)</sup>	(a)/(b) (%)	Taxa de Câmbio Nominal	Sw ap de 1ano PrêxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante <sup>(3)</sup>	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
19/jul/2005 <sup>(2)</sup>	407	293	38,91	2,34	18,06	11,73	4,18	57,36
16/ago/2005 <sup>(2)</sup>	402	287	39,72	2,34	18,00	11,95	4,21	65,41
13/set/2005 <sup>(2)</sup>	391	272	43,75	2,33	17,85	12,48	4,13	61,61
18/out/2005 <sup>(2)</sup>	379	268	41,42	2,24	17,89	12,59	4,47	59,28
22/nov/2005 <sup>(2)</sup>	348	245	42,04	2,25	17,02	11,82	4,43	56,41
13/dez/2005 <sup>(2)</sup>	308	241	27,80	2,26	16,54	11,53	4,52	59,52
15/dez/05	314	245	28,16	2,30	16,44	11,37	4,46	59,85

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Sw ap de 1 ano préxDI deflacionado pela inflação esperada para os próximos 12 meses

Como se percebe na Tabela 2 – que apresenta as projeções do mercado para 2005 feitas no início do ano e as de agora – o comportamento da economia brasileira neste ano foi, de modo geral, bastante diferente do que se previa. Apenas a inflação (IPCA) deverá

encerrar o ano bem próxima da previsão do mercado em janeiro. Mas este “acerto” não passa de coincidência. Na projeção de janeiro, a inflação ficaria em 5,7% em 2005, mas este resultado seria compatível com uma taxa de câmbio média no ano próxima de R\$ 2,90 e uma taxa Selic média de 17,3%. Evidentemente, se o mercado tivesse adotado como referência as taxas de câmbio e Selic efetivamente ocorridas – pouco acima de, respectivamente, R\$ 2,40 e de 19% - sua previsão de inflação teria sido menor. Além disso, ao longo do ano as projeções do mercado para o IPCA oscilaram bastante, tendo subido até meados do ano para perto de 6,5%, recuado nos meses seguintes para muito próximo da meta de 5,1% e voltado agora para o nível do início do ano, indicando que o comportamento da inflação foi seguidamente surpreendendo o mercado em 2005.

Tabela 2: Projeções de Mercado

	07/01/05	09/12/05
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	5,67	5,68
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,60	2,52
Saldo Comercial (US\$ bi)	26,10	43,73
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	3,00	14,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	2,95	2,22
Média do Ano	2,86	2,43
Taxa Selic		
Acumulada no ano	17,31	19,15
Final do Ano	16,00	18,00

Fonte: Banco Central

O fato de que o IPCA deverá encerrar o ano entre 5,7% e 5,8% - acima da meta de 5,1% - mesmo com uma taxa Selic tão elevada, uma taxa de câmbio tão apreciada e uma desaceleração tão forte do crescimento, pode ser focado sob dois ângulos: i) a resistência à queda que a inflação mostrou; ii) o custo elevado da política antiinflacionária.

Embora parte da dificuldade para reduzir a inflação tenha vindo dos preços administrados (cuja alta em 2005 ficou acima das expectativas), a verdade é que a inflação nos preços livres demorou muito a ceder, e só foi recuar de forma apreciável a partir de meados do ano, num contexto de câmbio muito apreciado e juros bastante elevados. No início do ano, muitos analistas argumentaram que se o Banco Central abandonasse a sua obsessão com a meta de 5,1% e perseguisse uma inflação mais próxima de 6%, a taxa de juros poderia cair bem mais e o crescimento do PIB seria maior que os cerca de 3,5% então projetados. Afinal, a inflação vai ficar bem mais perto de 6% do que de 5,1%, mesmo com as taxas de juros e de câmbio nos níveis vigentes, e o crescimento do PIB em torno de 2,5%. Parece claro, portanto, que os críticos do Banco Central subestimaram a dificuldade para reduzir a inflação.

É verdade, porém, que o custo da política antiinflacionária revelou-se muito elevado. É legítimo argumentar que a inflação provavelmente não teria sido muito mais alta, e ainda ficaria confortavelmente abaixo do teto de 7% definido para este ano, com uma taxa de juros um pouco menor, uma taxa de câmbio menos apreciada, e que isto permitiria um melhor desempenho do PIB. Ou seja, que o excesso de conservadorismo do Banco Central acabou produzindo uma combinação de juros e câmbio muito desfavorável ao crescimento, e possivelmente desnecessária para o cumprimento da meta de inflação (entendida como uma inflação abaixo de 7%). Mas certamente a permanência de taxas de juros tão elevadas na economia brasileira vai muito além do conservadorismo do Banco Central. E criar condições para compatibilizar o controle da

inflação com taxas de juros substancialmente mais baixas constitui hoje o principal desafio da política econômica.

A grande surpresa positiva de 2005 foi o saldo da balança comercial ter ficado muito acima do projetado no início do ano, mesmo com a forte apreciação cambial ocorrida desde meados de 2004. Parte deste resultado deveu-se ao aumento (de pouco mais de 10%) dos preços das nossas exportações, quando a expectativa inicial era de estabilidade destes preços. Mesmo com os preços das importações tendo tido uma elevação neste ano próxima à dos preços dos bens exportados – isto é, dos termos de troca terem permanecido estáveis –, como partiu-se de um nível de exportações bem superior ao das importações, aumentos semelhantes dos preços dos bens exportados e importados atuam como fator de expansão do saldo comercial. Mas o aumento do saldo da balança comercial também decorreu, em boa medida, do desempenho das exportações e das importações em quantum. Esperava-se que as importações fossem crescer bem mais do que as exportações em volume, o que acabou não ocorrendo: tal como em 2004, o ano de 2005 deverá se encerrar com o quantum exportado crescendo um pouco mais do que o das importações. Embora a diferença entre as taxas de crescimento das exportações brasileiras e mundiais em quantum deva ter se reduzido substancialmente neste ano (possivelmente já como efeito da apreciação cambial), as nossas exportações ainda vão crescer mais do que as do mundo. Por sua vez, mesmo com a apreciação cambial não chegou a haver um descolamento entre as taxas de crescimento das importações (em quantum) e da produção industrial (tomada como proxy da evolução do nível de atividade). Ou seja, o quantum importado continuou sendo determinado basicamente pelo comportamento do nível de atividade, tendo sido pouco afetado pela apreciação da taxa de câmbio. Assim, o baixo crescimento da economia acabou se refletindo em aumento relativamente moderado do quantum importado.

O principal destaque negativo do ano foi, inegavelmente, o crescimento bastante modesto do PIB. As políticas monetária, fiscal e cambial atuaram como fatores de contenção do crescimento, e a crise política possivelmente também teve um impacto adverso sobre a atividade econômica. Mas, como se argumenta a seguir, destes fatores, o principal responsável pelo baixo crescimento foi o aperto da política monetária – a elevação da taxa Selic desde setembro do ano passado e sua manutenção em nível elevado durante todo o ano.

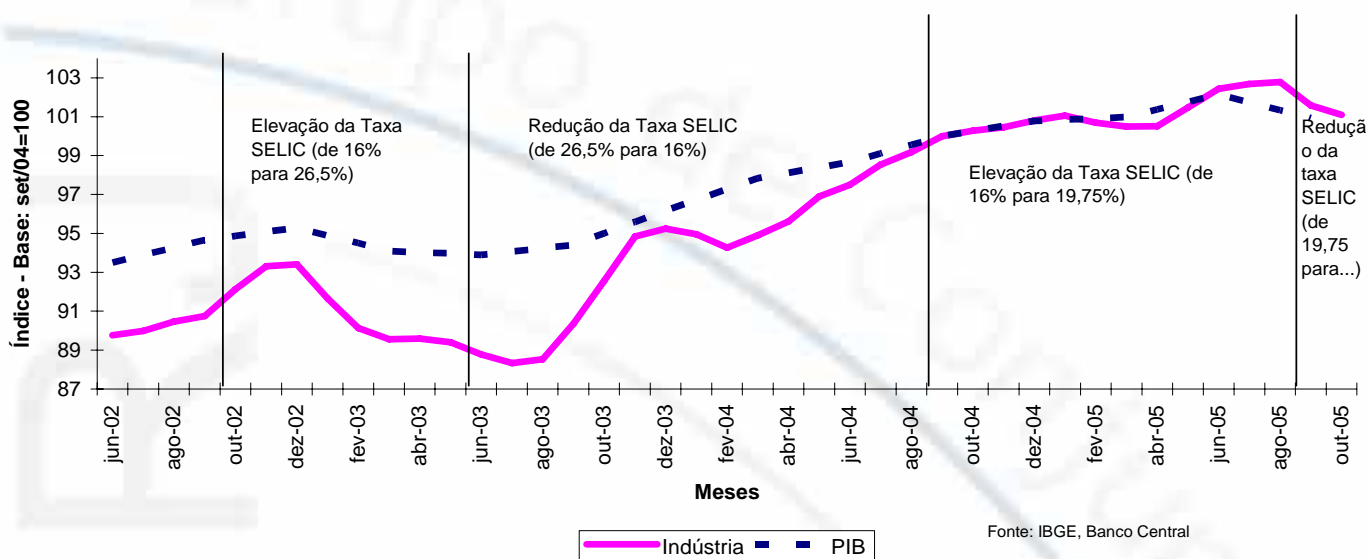
Desde 1994, a evolução da atividade econômica (PIB e indústria geral) tem mostrado uma grande sensibilidade à trajetória da taxa de juros, e desta vez não foi diferente. Períodos de elevação da taxa Selic têm tido sempre um impacto negativo bastante expressivo sobre a atividade econômica: recessão em todos os ciclos anteriores de alta da taxa básica de juros e, no ciclo mais recente (iniciado em setembro de 2004), forte desaceleração do crescimento. Por sua vez, períodos de redução da taxa Selic – ainda que esta nunca tenha deixado de ficar em níveis muito elevados pelos padrões internacionais – foram invariavelmente acompanhados por uma expansão do PIB na margem a um bom ritmo, não inferior a 4% em termos anualizados, em cada período de queda da taxa Selic como um todo.

Além da sensibilidade da atividade econômica à trajetória da taxa Selic, outros dois aspectos importantes da relação entre taxa Selic e nível de atividade podem ser destacados à luz da experiência da economia brasileira nos últimos anos: i) a trajetória da taxa Selic tem sido até mais importante do que o seu nível real como determinante da evolução do nível de atividade; ii) as defasagens entre as reversões na trajetória da taxa

Selic (para cima ou para baixo) e seu impacto (negativo ou positivo) sobre a atividade econômica (PIB e indústria geral) têm sido bem pequenas – muito distantes da defasagem de 6 a 9 meses considerada por alguns analistas. Quanto ao primeiro aspecto, uma possível explicação é que parte importante do efeito da taxa de juros sobre o nível de atividade tem se dado pelo canal das expectativas (pelo seu impacto sobre a confiança dos empresários e dos consumidores sobre as perspectivas da economia), daí a relevância da trajetória da taxa de juros para a evolução da atividade econômica. Quanto à pequena defasagem entre reversões da taxa Selic e o comportamento do nível de atividade, a razão talvez seja o fato destas reversões terem sido, em regra, antecipadas pelas taxas de juros longas. Reversões na taxa Selic acabam potencializando mudanças para melhor ou para pior nas expectativas dos agentes econômicos, mas como estas já vinham sendo sinalizadas pelos juros longos, o efeito do início do processo de alta ou de redução da taxa Selic sobre a atividade econômica tem ocorrido quase imediatamente.

Para uma ilustração do impacto da trajetória da taxa Selic sobre a atividade econômica, o Gráfico 1 mostra como se comportaram o PIB e a indústria geral nos ciclos de elevação e redução da taxa Selic desde meados de 2002. Pelo gráfico, percebe-se claramente os efeitos negativos quase imediatos sobre o nível de atividade da elevação da taxa Selic a partir de outubro de 2002 e de setembro de 2004, e a retomada do crescimento logo após o início da redução da taxa Selic em junho de 2003 (que alimenta expectativas positivas sobre o desempenho da economia a partir de agora).

**Gráfico 1: Evolução do PIB trimestral e da Indústria Geral (médias móveis trimestrais)**  
Séries Dessazonalizadas



No período outubro de 2002/junho de 2003, à semelhança do que ocorreu nos períodos anteriores de elevação da taxa Selic, a economia brasileira passou por uma recessão. Já no período setembro de 2004/setembro de 2005, o aumento da taxa básica foi mais moderado (de 3,75 pontos percentuais) e ocorreu em circunstâncias bem diferentes que o das vezes anteriores. Não se deu em meio a crises de confiança, com disparada do risco-País e fortes pressões no mercado cambial - ao contrário, o risco-País permaneceu em queda e a situação cambial manteve-se bastante confortável, tendo ocorrido, inclusive, uma forte apreciação cambial. E a alta da taxa Selic visou tão somente conter pressões inflacionárias que ameaçavam o cumprimento da meta de inflação. Ainda assim, o impacto negativo do aumento da taxa de juros sobre a atividade econômica foi

bastante significativo. Entre o terceiro trimestre de 2004 e o terceiro trimestre de 2005 – período que coincide, grosso modo, com a elevação da taxa Selic e sua posterior estabilização no patamar mais elevado atingido – o crescimento do PIB não passou de 1%. Ou seja, o desempenho do PIB neste período confirmou, mais uma vez, a extrema sensibilidade do nível de atividade à trajetória da taxa de juros.

É verdade que, além da elevação da taxa Selic, a apreciação cambial e o aumento do superávit primário também atuaram como fatores de contenção do crescimento. Mas o impacto negativo das políticas cambial e fiscal sobre o crescimento foi, ao que tudo indica, bem menos relevante do que o do aperto da política monetária.

O principal canal pelo qual a apreciação cambial poderia ter afetado negativamente a atividade econômica seria por uma redução drástica da contribuição das exportações líquidas de bens e serviços para o crescimento. Todavia, como mostra a Tabela 3, a contribuição das exportações líquidas para a desaceleração do crescimento do PIB de 2004 para cá foi bastante modesta. No acumulado de 4 trimestres (contra os 4 trimestres anteriores), a taxa de crescimento do PIB sofreu uma desaceleração muito forte entre o quarto trimestre de 2004 e o terceiro trimestre de 2005, tendo recuado de 4,9% para 3,1%. Contudo, desta queda de 1,8 pontos percentuais, apenas 0,2% decorreram do comportamento das exportações líquidas. Os 1,6 pontos percentuais restantes vieram da desaceleração acentuada da demanda doméstica, para a qual o aumento da taxa de juros certamente contribuiu bastante.

Tabela 3 : Contribuição para o Crescimento do PIB (acumulado em 4 trimestres)

	3º tri/05	2º tri/05	4º tri/04
PIB	3,1	4,4	4,9
Demanda Doméstica	2,2	3,5	3,8
Demanda Externa	0,9	0,8	1,1

Elaboração do Grupo de Conjuntura

Fonte: IBGE

Tampouco a relação entre aumento do superávit primário e desaceleração do crescimento parece muito significativa. Desde 1999, o superávit primário (em % do PIB) tem subido de forma sistemática, atuando, tomado isoladamente, como fator de contenção do crescimento. Mas o efeito da taxa de juros sobre a atividade econômica tem sido sempre bastante mais relevante do que o do superávit primário. Mesmo com o aumento ano após ano do superávit primário, isto não tem impedido que em períodos de redução da taxa de juros a economia cresça significativamente (como ocorreu em 2004). Além disso, o aumento do superávit primário em 2005 tem se dado basicamente pelo aumento da carga tributária e não por contenção de despesas – pelo menos no âmbito do Governo Central, as despesas não financeiras cresceram, em termos reais, mais de 8% no acumulado do ano até outubro (contra igual período de 2004), a despeito da percepção dominante, inclusive dentro do governo, de que a elevação do superávit primário neste ano estaria apoiada em arrocho dos gastos públicos. E este padrão de ajuste fiscal via aumento da carga tributária maior do que o do gasto público, tende a ter um impacto contracionista sobre a demanda agregada menor do que um ajuste alternativo baseado em corte de gasto público. Num ajuste como o atual, baseado em aumento da carga tributária, seu impacto contracionista sobre a demanda agregada ocorre via corte do gasto privado induzido pela redução da renda disponível do setor privado. Mas, dependendo da propensão a gastar deste setor, o corte do gasto privado pode ou não compensar o impacto expansionista sobre a demanda do aumento do gasto público.

Com a divulgação do PIB do terceiro trimestre, tornou-se evidente a forte desaceleração do crescimento de 2004 para 2005. Como evidencia a Tabela 4, no acumulado do ano até o terceiro trimestre de 2005 (contra o mesmo período de 2004), a taxa de crescimento recuou para apenas 2,6%, e entre o terceiro trimestre de 2004 e o terceiro trimestre de 2005, o crescimento do PIB não passou de 1%. Como fechar o ano com um crescimento de 2,6% - a taxa acumulada até o terceiro trimestre - significa crescer no quarto trimestre à mesma taxa de 2,6% em relação ao quarto trimestre de 2004, e cerca de 2,5% (na série dessazonalizada) em relação ao terceiro trimestre, é bem provável que - a menos de uma revisão dos dados do PIB pelo IBGE - o crescimento do PIB em 2005 fique abaixo disto.

Tabela 4: PIB - Var % em Relação a igual Período do Ano Anterior

	3ºTri/05	Acumulado no Ano (3º Tri/05)	Acumulado em 4 Trimestres (3º Tri/05)	2004
PIB	1,0	2,6	3,1	4,9
Consumo das Famílias	2,8	3,1	3,5	4,1
Consumo do Governo	1,3	1,8	1,6	0,1
Formação Bruta de Capital Fixo	-2,1	1,2	3,2	10,9
Exportação	12,3	12,9	13,7	18,0
Importação (-)	9,4	11,4	11,7	14,3

Fonte: IBGE

Já na série dessazonalizada, o PIB apresentou uma queda de 1,2% no terceiro trimestre em relação ao trimestre anterior - a primeira queda do PIB trimestral desde o início da retomada do crescimento no terceiro trimestre de 2003. A magnitude desta queda surpreendeu, e talvez este dado venha a ser, futuramente, revisto para baixo pelo IBGE. Mas o fato do PIB ter caído no terceiro trimestre é coerente com o dado divulgado anteriormente pelo IBGE para a indústria geral, e parece não haver dúvida que a atividade econômica teve um péssimo desempenho neste trimestre. Isto não significa, porém, que o efeito negativo do ciclo de aperto monetário sobre a atividade econômica esteja se agravando - hipótese que levaria a prognósticos pessimistas sobre o desempenho da economia nos próximos meses. Tanto o PIB quanto a indústria têm apresentado um comportamento muito volátil, de modo que não se deve valorizar excessivamente o resultado de um trimestre. Aliás, analisando-se o comportamento do PIB e da indústria num período um pouco mais longo, por exemplo dois trimestres, percebe-se que o recuo no terceiro trimestre havia sido precedido por uma expansão significativa de ambos no segundo trimestre.

O que o desempenho do PIB e da indústria no terceiro trimestre parece sugerir, sim, é que o seu crescimento no segundo trimestre havia sido um ponto fora da curva. De fato, num contexto de elevação da taxa Selic até maio e sua manutenção no nível então atingido (19,75%) nos meses seguintes, e de uma queda ainda muito incipiente dos juros longos (iniciada em maio), o crescimento no segundo trimestre foi uma anomalia. E a queda do PIB e da indústria no terceiro trimestre pode ter sido, em boa medida, um ajuste de estoques depois de um crescimento que se revelou excessivo no trimestre anterior.

Considerando-se, como parece mais apropriado, o desempenho no segundo e terceiro trimestres em conjunto, tem-se um crescimento do PIB em torno de zero no acumulado destes trimestres, como evidencia a Tabela 5. Por sua vez, o investimento, mesmo tendo sido o componente da demanda com pior desempenho no terceiro trimestre (queda de 0,9% em relação ao segundo trimestre) ainda cresceu 3,7% no acumulado do segundo e terceiro trimestres. E nestes dois trimestres foi o segmento da demanda que mais cresceu, o que certamente minimiza o significado do resultado negativo no terceiro

trimestre. Como, em regra, o componente da demanda mais afetado em períodos de elevação da taxa Selic tem sido o investimento, seu crescimento de 3,7% no segundo e terceiro trimestres, após uma queda de 5,8% ocorrida no acumulado do quarto trimestre de 2004 e primeiro trimestre de 2005, pode ser tomado como uma indicação de que o efeito pior do aumento da taxa de juros sobre a atividade econômica teria ocorrido lá atrás (nos dois trimestres imediatamente posteriores ao início, em setembro de 2004, do ciclo de elevação da taxa Selic).

Tabela 5: Evolução do PIB ao Longo dos Últimos 4 Trimestres (série com ajuste sazonal)

	Var % Tri <sub>t</sub> /Tri <sub>t-2</sub>		Var % Tri <sub>t</sub> /Tri <sub>t-1</sub>
	1º Tri/05	3º Tri/05	3º Tri/05
PIB	1,0	-0,1	-1,2
Consumo das Famílias	0,9	1,7	0,8
Consumo do Governo	0,8	0,5	-0,4
Formação Bruta de Capital Fixo	-5,8	3,7	-0,9
Exportação	7,3	4,4	1,8
Importação (-)	6,2	3,4	1,4

Fonte: IBGE

De qualquer forma, examinando-se, na Tabela 4, a desaceleração do crescimento do PIB de 2004 para cá pela ótica da demanda, fica nítido que a desaceleração mais forte ocorreu no investimento, cuja taxa de crescimento recuou de 10,9% em 2004 para 1,2% no acumulado do ano até o terceiro trimestre de 2005 e para - 2,1% no terceiro trimestre de 2005 (relativamente ao mesmo trimestre de 2004). Como o principal determinante do baixo crescimento do PIB em 2005 foi a elevação da taxa de juros ocorrida desde setembro de 2004, e o investimento tem-se mostrado muito sensível à trajetória da taxa de juros, o mau desempenho do investimento em 2005 não é, em si, nada surpreendente. O problema é que o IBGE não divulga no PIB trimestral o comportamento do item “consumo aparente de máquinas e agrupamentos” dentro do investimento (FBCF). E estimativas sobre a evolução deste item com base nos dados do PIB trimestral para a FBCF e para a construção civil (o outro componente da FBCF) não parecem consistentes com os dados mais recentes da produção, exportação e importação de bens de capital, o que gera dúvidas sobre como o investimento em máquinas e equipamentos está, de fato, se comportando no período recente.

Segundo a Tabela 6, no trimestre julho-setembro (relativamente ao mesmo trimestre de 2004), a FBCF recuou 2,1%, mas a queda da construção civil foi um pouco menor, de 1,9%, o que sugere que o consumo aparente de bens de capital teria caído mais do que 2,1% (em torno de 2,5%, levando-se em conta as participações relativas da construção civil e do consumo aparente de bens de capital no investimento). Ocorre que a produção de bens de capital cresceu neste período 2,5% e as exportações e importações de bens de capital tiveram taxas de crescimento em quantum semelhantes (de cerca de 30%). Para que estes resultados pudessem transformar um aumento de produção doméstica de bens de capital de 2,5% numa queda do consumo aparente de bens de capital de 2,5%, seria necessário que a participação das exportações no consumo aparente de máquinas fosse extraordinariamente elevado e muito superior à das importações. Só que isto não parece razoável, sobretudo quando se tem em conta que no último dado oficial do IBGE sobre estas participações, de 2003, as exportações e importações de bens de capital tinham peso semelhante no consumo aparente de máquinas (em torno de 9%). Assim, a queda de FBCF de 2,1% no terceiro trimestre não parece compatível com os dados sobre produção, exportação e importação de bens de capital.

Tabela 6: Indicadores de Investimento - Var % em Relação ao Ano Anterior

	2004	2005			
		Jan-Set	Jan-Out	Jul-Set	Ago-Out
Formação Bruta de Capital Fixo	10,9	1,2	-	-2,1	-
I) Bens de Capital					
I.1) Produção	19,7	3,4	3,2	2,5	4,2
I.2) Exportação	71,1	34,9	23,7	30,8	9,1
I.3) Importação (-)	10,2	29,6	31,1	30,2	36,6
II) Construção Civil	5,7	0,7	0,4	-1,9	-1,2

Fonte: IBGE, FUNCEX

No que se refere especificamente à produção de bens de capital, a elevação da sua taxa de crescimento para 4,2% no trimestre agosto/outubro (relativamente ao mesmo trimestre de 2004) fez com que este segmento assumisse a liderança neste trimestre do crescimento industrial, superando o crescimento de 3,5% da produção de bens de consumo, como evidencia a Tabela 7. Houve, portanto, neste trimestre mais recente uma inversão do padrão que prevaleceu durante o ano todo, de uma expansão da produção de bens de consumo bem acima da de bens de capital. Esta mudança de padrão deve-se, em parte, a um efeito-base: medida por médias móveis trimestrais, a produção de bens de capital caiu e a de bens de consumo subiu entre setembro e outubro do ano passado. Mas também reflete o melhor desempenho na margem no período recente da produção de bens de capital relativamente à de bens de consumo.

Tabela 7: Produção Industrial - Var % em Relação a igual Período do Ano Anterior

	Jul-Set/05	Ago-Out/05	Jan-Out/05	12 Meses (out/05)	2004
Indústria Geral	1,4	1,3	3,4	4,1	8,3
Bens Intermediários	-0,7	-0,3	1,1	2,2	7,4
Bens de Capital	2,5	4,2	3,2	4,0	19,7
Bens de Consumo	4,6	3,5	6,7	7,0	7,3
Duráveis	8,8	5,4	12,6	13,5	21,8
Não-Duráveis	3,5	3,0	5,1	5,3	4,0
Vendas no Comércio	5,5	5,3	4,8	5,6	9,2

Fonte: IBGE

Como mostra a Tabela 8, a produção industrial (médias móveis trimestrais), que havia atingido seu ponto máximo em agosto, teve duas quedas consecutivas, em setembro e em outubro. Contudo, nestes dois meses o segmento de bens de capital recuou bem menos do que o de bens de consumo. Por sua vez, no acumulado dos dois últimos trimestres (até outubro) fica evidente que, nos últimos meses, o segmento de bens de capital vem tendo um desempenho muito melhor do que o de bens de consumo: a produção de bens de capital subiu 4,9% e a de bens de consumo recuou 0,6%. Houve, portanto, uma nítida inversão do comportamento da indústria por categoria de uso nos dois trimestres mais recentes relativamente aos dois trimestres anteriores, já que nos dois trimestres encerrados em abril de 2005, a produção de bens de capital havia caído 1,4% e a de bens de consumo subido 3,9%.

Tabela 8 : Evolução da Produção Industrial (série com ajuste sazonal)

	Média Móvel Trimestral - Var % em Relação ao Mês Anterior		Mensal - Var % em Relação ao Mês Anterior	Var % - Tri <sub>t</sub> /Tri <sub>t-2</sub>	
	set/05	out/05		abr/05	out/05
I) Indústria Geral	-1,2	-0,5	0,0	0,2	0,6
Bens Intermediários	-0,8	-0,2	0,1	-2,1	1,2
Bens de Capital	-0,7	0,2	-3,9	-1,4	4,9
Bens de Consumo	-1,9	-0,9	1,3	3,9	-0,6
Duráveis	-6,1	-3,1	2,8	6,9	-2,5
Não-Duráveis	-1,1	-0,7	0,5	3,6	-0,7
II) Vendas no Comércio	0,0	-0,2	0,1	2,6	2,9

Fonte: IBGE

Mesmo com a pequena queda da produção de bens de capital em setembro e outubro, seu desempenho nos últimos seis meses foi, portanto, positivo. Como a produção de bens de capital tende a evoluir na mesma direção do investimento em máquinas e equipamentos, este desempenho pode ser interpretado como um indicador de confiança dos empresários na retomada do crescimento nos próximos meses. A questão, assinalada anteriormente, é que os dados do PIB sobre investimento divulgados há algumas semanas não parecem coerentes com os da produção de bens de capital – trazem implícito um comportamento do investimento em máquinas e equipamentos bem pior do que o sugerido pela produção de bens de capital. E este ponto ainda precisa ser mais bem esclarecido para que se tenha uma idéia mais clara de como o investimento está se comportando.

Outro aspecto a considerar no desempenho recente da indústria é a queda expressiva, de 2,8%, da produção de bens de consumo (médias móveis trimestrais) entre agosto e outubro. Como as vendas do comércio varejista permaneceram estáveis neste período, é razoável supor que parte importante desta queda pode estar refletindo um ajuste de estoques. Esta hipótese é reforçada pelo exame na Tabela 8 da evolução ao longo dos últimos 4 trimestres da produção de bens de consumo e das vendas do comércio varejista: no acumulado de dois trimestres consecutivos até abril de 2005, a produção de bens de consumo havia aumentado mais do que as vendas do comércio, e o acúmulo de estoques daí decorrente pode ter sido um fator importante por trás da queda da produção no acumulado dos dois trimestres seguintes (até o trimestre encerrado em outubro).

De todo modo, o crescimento ponta a ponta nos últimos quatro trimestres das vendas do comércio varejista foi superior ao da produção de bens de consumo, e este desequilíbrio pode favorecer a retomada do crescimento da produção de bens de consumo daqui para frente. Por certo, a recuperação deste setor, após a sua queda nos últimos meses, vai depender crucialmente da evolução das vendas do comércio varejista. Mas com a queda da taxa Selic influenciando positivamente a confiança dos consumidores e favorecendo a continuidade da expansão das vendas a crédito, e a recuperação em curso da massa salarial (beneficiada pela queda da inflação), o cenário mais provável para o futuro próximo é o de uma expansão moderada das vendas do comércio. Nesta hipótese, o desempenho da indústria por categoria de uso poderá ter nos próximos meses aquilo que, como se percebe na tabela 8, não ocorreu ao longo dos últimos dois semestres: um crescimento em simultâneo dos setores de bens de consumo, bens de capital e bens intermediários.

Dada a elevada sensibilidade da atividade econômica à trajetória da taxa de juros – demonstrada reiteradamente nos últimos anos e mais uma vez em 2005 -, e confirmando-se o cenário de uma queda relativamente expressiva da taxa Selic em 2006, a expectativa do Grupo de Conjuntura é que o PIB cresça a um bom ritmo nos próximos trimestres. No cenário básico do Grupo de Conjuntura, a inflação sob controle permitirá um recuo da taxa Selic dos 18% atuais para 14,5% em dezembro do próximo ano, e o PIB crescerá em 2006 a uma taxa média por trimestre em torno de 4,5% em termos anualizados. Ainda assim, devido ao desempenho bem pior do que o esperado do PIB em 2005 e o baixo “carry over” para 2006, o crescimento previsto para o próximo ano foi reduzido 4% para 3,8%.

# Projeções do Grupo de Conjuntura

	2005		2006	
	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 %)	5,68	5,74	4,50	4,60
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	2,48	2,30	3,50	3,80
Saldo Comercial (US\$ bi)	44,00	43,50	36,93	38,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	14,50	14,30	7,50	8,40
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)				
Final do Ano	2,25	2,35	2,42	2,63
Média do Ano	2,43	2,46	2,34	2,50
Taxa Selic				
Acumulada no ano	19,15	19,14	15,92	15,56
Final do Ano	18,00	18,00	15,25	14,50

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

\*Segundo levantamento do BC junto ao mercado divulgado em 16/12/2005 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## O desempenho da indústria e do PIB surpreendem

Se 2005 foi um ano de paradoxos - o real valorizado e ao mesmo tempo aumento das exportações; os juros altos e simultaneamente aumento da oferta de crédito ao consumidor - nesses últimos meses parece que voltamos à economia dos “livros-textos”, com os patamares de câmbio e dos juros finalmente afetando o nível de atividade. Mesmo com essa “volta à normalidade”, 2005 é também um ano que surpreende, porém por outros motivos. Esse é o ano em que as previsões sobre o crescimento do PIB e da produção industrial vêm sendo desmentidas pelas estatísticas oficiais. A maioria dos analistas esperava, para o terceiro trimestre e início do quarto, estabilidade do PIB e queda na produção industrial. Aconteceu justamente o contrário, o PIB caiu -1,2% (terceiro trimestre/segundo trimestre na série com ajuste sazonal) e a indústria manteve seu nível de produção (0,1% outubro/setembro também na série com ajuste sazonal). De certa forma, o segundo resultado qualificou o primeiro. O fato de a produção industrial não ter caído reforça a leitura da performance do PIB no terceiro trimestre como um “ponto fora da curva” e não como o início de uma seqüência de taxas negativas. Vejamos os dados, começando pelos do PIB.

No recorte por setor econômico, na série sazonalmente ajustada, o confronto terceiro trimestre/segundo trimestre não apresentou nenhum resultado positivo (Tabela 1). A maior queda foi da agropecuária (-3,4%), seguida pela indústria (-1,2%), com serviços assinalando estabilidade (0,0%). Desses resultados, o mais comentado foi o da agropecuária, não só pela sua magnitude, mas também pelo fato de ser a primeira contração em quatro trimestres. Esses decréscimos são explicados pela menor produção de trigo, café e laranja, produtos cujas safras são importantes, no terceiro trimestre. No caso do trigo, em especial, foi relevante o impacto de problemas climáticos (excesso de chuvas) na região Sul.

Tabela 1  
PIB com ajuste sazonal – trimestre em relação ao trimestre anterior (%)

	2004		2005	
	Out-Dez	Jan-Mar	Abr-Jun	Jul-Set
PIB	0,8	0,2	1,1	-1,2
Por Setor de Atividade				
Agropecuária	0,8	0,4	1,7	-3,4
Indústria	0,9	-0,8	1,4	-1,2
Serviços	0,6	-0,2	1,2	0
Por componentes da Demanda Final				
Consumo Famílias	1,1	-0,2	0,9	0,8
Consumo Governo	0,5	0,3	0,9	-0,4
FBKF	-2,8	-3,1	4,7	-0,9
Exportação	4,4	2,8	2,6	1,8
Importação	3,6	2,5	1,9	1,4

Fonte: IBGE - Contas Nacionais

Na performance por componente da demanda, as marcas positivas foram consumo das famílias (0,8%), exportações (1,8%) e importações (1,4%) e as negativas, consumo do governo (-0,4%) e formação bruta de capital fixo (FBKF) (-0,9%). Esse último setor apontou queda em três dos últimos quatro trimestres. A FBKF se divide em dois segmentos: construção e bens de capital. O primeiro enfrenta problemas com a contenção de gastos públicos, em especial na área de infra-estrutura onde o governo é um importante demandante. Já bens de capital tem sido prejudicado pela elevação do preço do aço, uma de suas principais matérias primas.

O desempenho da indústria (PIM-PF) em outubro (Tabela 2), também na série com ajuste sazonal, só aponta contração em bens de capital (-3,9%). Bens de consumo duráveis assinala crescimento (2,8%) interrompendo uma seqüência de três meses consecutivos de diminuição da produção. Bens de consumo não duráveis e semiduráveis aponta ligeiro aumento (0,5%) após uma preocupante queda de -3,5% em setembro. Bens intermediários mostra estabilidade (0,1%). Esses resultados, conforme já assinalado em nota anterior, refletem a perda de dinamismo das exportações, com intenso crescimento nos últimos meses e agora sentindo o efeito do real valorizado. Mas note-se que apesar da desaceleração da oferta de crédito consignado aos consumidores (que já estão com alto índice de endividamento) e das altas taxas de juros, o setor de bens de consumo duráveis reverteu sua trajetória de queda. Essa demonstração de fôlego foi o resultado mais surpreendente do mês. Para esse desempenho contribuiu a boa performance de eletrodomésticos, cujos produtos são de baixo valor unitário (comparativamente a linha branca, por exemplo, que por sinal não está tendo um bom desempenho esse ano) e, portanto, têm prestações de valor reduzido. O desempenho de bens de consumo não duráveis e semiduráveis foi influenciado positivamente pelo aumento do emprego e do rendimento médio. Cabe assinalar que se o cenário atual fosse interpretado como adverso pelos empresários certamente não haveria incremento do emprego, em especial o com carteira assinada do setor privado, que ao contrário das ocupações informais (empregados sem carteira do setor privado e conta-própria), cresceu, segundo a PME, ao longo de todos os meses do ano, no confronto com igual mês de 2004.

Tabela 2  
Indicadores da Produção Industrial por Categorias de Uso  
Brasil - Outubro 2005

Categorias de Uso	Mês/Mês *	Variação (%)		
		Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	-3,9	2,1	3,2	4,0
Bens Intermediários	0,1	-0,6	1,1	2,2
Bens de Consumo Durável	2,8	2,7	12,6	13,5
Bens de Consumo Semidurável e Não Durável	0,5	1,6	5,1	5,3
Indústria Geral	0,1	0,4	3,4	4,1

\*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

Além dos fatores já assinalados, o acúmulo de estoques deve ter contribuído para a recente perda de dinamismo da indústria. Há evidências nesse sentido: a queda das vendas reais nos últimos meses, segundo a pesquisa da FIESP, e o fato de o pico de produção da indústria em 2005 ter sido, até o momento, em agosto. O nível de produção especialmente elevado no início desse semestre deve ter levado a um acréscimo

indesejado no nível dos estoques, que só agora, com o menor patamar produtivo, estaria se normalizando.

Os resultados da pesquisa mensal de comércio (PMC) do IBGE para outubro reforçam o quadro de estabilidade no nível de atividade. O volume de vendas mostra-se estável (0,1%) na ponta da série com ajuste sazonal, contrastando com as pequenas quedas nos dois meses anteriores: setembro (-0,2%) e agosto (-0,2%). Para isso contribuiu o incremento em super e hipermercados (1,0%), certamente influenciado pelo crescimento da massa de rendimentos.

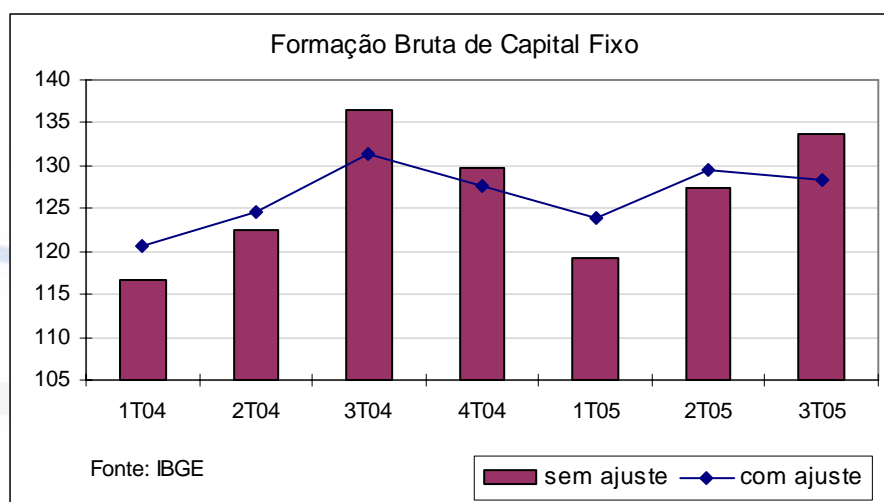
A expectativa é de que o último trimestre do ano, em especial o mês de novembro, seja melhor que o terceiro trimestre, em termos da produção industrial. Essa avaliação positiva se baseia nas indicações do término do ciclo de ajuste de estoque e nos resultados positivos, já divulgados, da performance da indústria automobilística, da produção de papel ondulado, bem como do fluxo de veículos e caminhões nas estradas brasileiras. Além disso, setores do comércio (ex: Federação do Comércio de SP), revendo as projeções iniciais, já não estão pessimistas quanto às vendas de Natal. Os resultados desse final de ano devem ser mais alentadores e as indicações são de que esse quadro deve perdurar até os primeiros meses de 2006.

# Investimento

Rafael Barroso

## O investimento no 3T05 e o que esperar até o final do ano

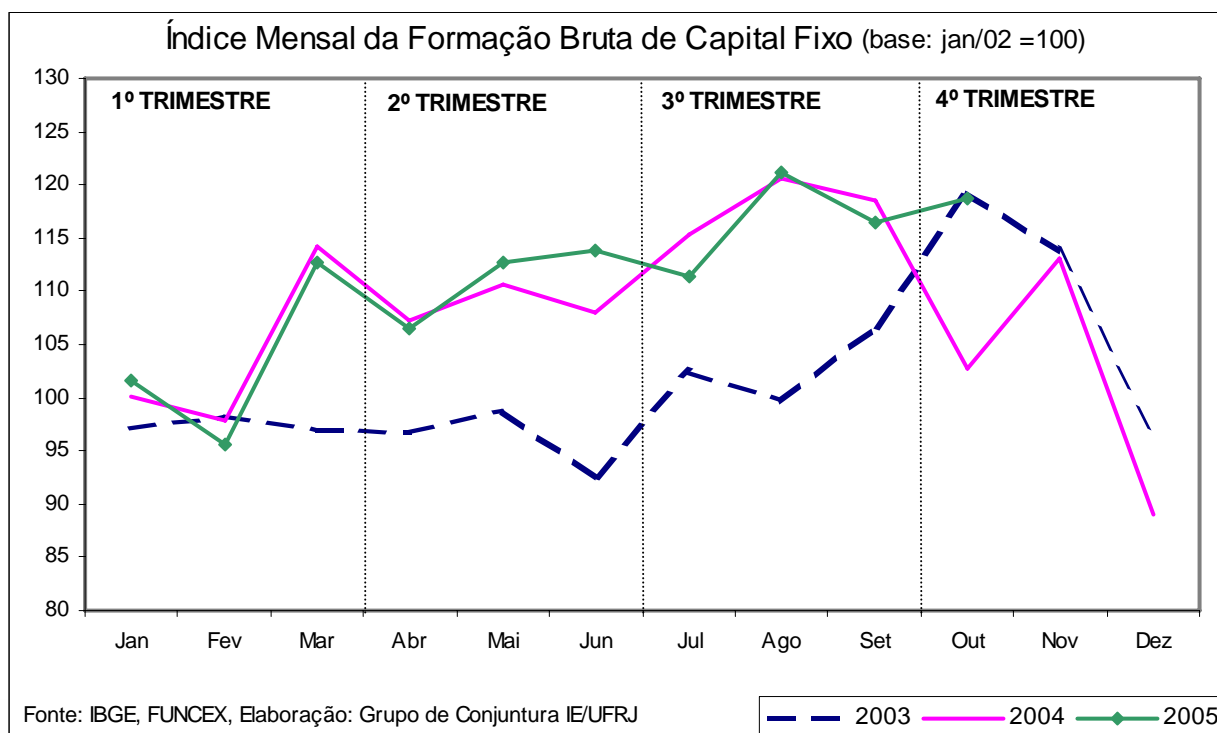
Na semana passada, o IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística) divulgou os resultados, em volume, do PIB (Produto Interno Bruto) no 3T05. Como afirmado na carta do mês passado, esperávamos uma queda de  $-1,6\%$  na comparação contra o período homólogo de 2004. A queda efetiva, porém, foi um pouco maior:  $-2,1\%$ , como anunciado pelo IBGE. Esta diferença, tendo em vista, a volatilidade da série, não é motivo de preocupação para a estimativa.



O maior responsável por essa queda é, sem dúvida, o setor da construção civil, que além de ser o maior componente da FBCF (Formação Bruta de Capital Fixo) (em torno de 60% da mesma), apresentou a maior variação negativa no trimestre ( $-1,9\%$ )<sup>1</sup>, de acordo com a série de ITCC (Insumos Típicos da Construção Civil) calculado pelo IBGE. Outros fatores pontuais como a alta base de comparação do trimestre, reforçaram essa queda, como lembrado na edição de setembro.

Além da perspectiva de retomada do crescimento do PIB no 4T05, outros fatores particulares irão colaborar para um aumento do investimento no próximo trimestre, como a menor base de comparação e a queda do quantum exportado de BK (Bens de Capital), em relação ao quarto trimestre do ano passado, quando duas plataformas da Petrobrás foram computadas nas exportações, inflando o índice de quantum.

<sup>1</sup> De acordo com os cálculos feitos para a construção do índice da FBCF, mostrado no Gráfico 2.



Feitas essas considerações, o que se esperar do investimento neste último trimestre e conseqüentemente no ano de 2005? Como mostra a tabela abaixo, em que pese os argumentos positivos levantados anteriormente, dificilmente o investimento conseguirá recuperar-se neste último trimestre de forma a garantir a manutenção da mesma taxa de investimento a preços constantes verificada no ano passado.

**Tabela 1 - FBCF: Simulação e Requisito do 4T05**

Hipótese	Taxa de Crescimento da FBCF		
	4T05/3T05	4T05/4T04	2005/2004
1	0,0	0,2	1,0
2	1,0	1,2	1,2
3	6,0	6,2	2,5

Elaboração: Grupo de Conjuntura

Como ilustrado na terceira hipótese, pressupondo-se uma taxa de crescimento do PIB de 2,5% em 2005, o que exigiria um crescimento do investimento no mesmo montante para manter a taxa de investimento constante, obtém-se uma taxa de crescimento requerida de 6% no 4T05 em relação ao trimestre anterior. Por outro lado, como exposto na hipótese 2, um crescimento mais em linha com a taxa de crescimento esperada do PIB no último trimestre de 2005, algo em torno de 1%, significaria uma taxa de crescimento da FBCF de 1,2%. Olhando o comportamento da série da FBCF com ajuste desde o 4T99, vemos que até hoje não houve registro de taxas de crescimento sobre o trimestre anterior acima de 6% ou superior, o que torna implausível um cenário como o da hipótese 3. Contudo, taxas acima de 1% são recorrentes, o que conduz a um cenário intermediário entre as hipóteses 2 e 3, como o mais provável.

## As condicionantes do desempenho do investimento em 2005

Dado este cenário, uma outra pergunta se coloca. O que ocorreu ao longo do ano que solapou as perspectivas do investimento, que embora não fossem brilhantes como as de 2004, levaram a maioria dos grupos de pesquisa a projetar no início de 2005 uma elevação, ainda que suave da taxa de investimento?

Pode-se pensar em duas classes de resposta para entender o porque do baixo crescimento do investimento nesse ano. A primeira classe enfatiza elementos relacionados ao lado da oferta. As empresas estariam dispostas a investir na ampliação da capacidade, mas estariam encontrando restrições para financiar tais inversões. A linha de raciocínio oposta postula que as empresas não enfrentam restrições de oferta para novos empreendimentos, ou seja, haveria financiamento disponível para a maioria dos projetos de investimento, mas estes não estariam sendo realizados, pois, as empresas receiam que não haveria mercado para os produtos advindos destas novas unidades fabris. Em resumo, as empresas não estariam investindo, porque não há demanda, no horizonte de planejamento, que não possa ser atendida pela atual capacidade produtiva das fábricas.

Para qual das duas linhas de raciocínio a evidência empírica disponível se inclina preponderantemente? Pelo lado da oferta, os dados quantitativos e qualitativos não configuram um quadro de escassez de financiamento, pelo contrário eles sugerem um ambiente de excesso de liquidez.

Os financiamentos do BNDES, apesar da redução do spread em grande parte das suas linhas de crédito, somaram desembolsos de R\$ 33,7 bilhões para um orçamento anual de R\$ 60 bilhões. Na mesma linha, os juros de mercado de longo prazo (swap DI) e o risco país, dois indicadores que são tradicionalmente vistos como determinantes do investimento, apresentaram comportamento extremamente positivo ao longo do ano, como mostra a tabela abaixo. Esses dois dados mostram, que o custo do financiamento via mercado de recursos livres e mercado externo diminuiu. Em adição a isso, os prazos mais longos no mercado doméstico ganharam mais liquidez e empresas brasileiras captaram em reais no exterior e acessaram o mercado externo pela primeira vez. Por último, o caixa das empresas, uma outra possível fonte de financiamento, tampouco se mostrou uma restrição devido a forte lucratividade das mesmas em 2004 e 2005.

Tabela 2 - FBCF: Indicadores Relacionados

	Juros <sup>1</sup>	Spread <sup>2</sup>	Risco País
1T05	18,60	0,14	422
2T05	18,84	-0,72	423
3T05	18,13	-1,57	394
4T05 <sup>3</sup>	17,48	-1,58	360

1) Swap DI 360 dias - média do período

2) Swap DI - Taxa Selic

3) Dados até novembro

Fonte: BCB

Quando olha-se para o bloco de explicações pelo lado da demanda, os dados disponíveis e adequados são a utilização da capacidade instalada, o nível de estoques e perspectivas sobre a demanda, como mostrado na tabela abaixo. A queda do nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) e o aumento do número de empresas que consideram seus

estoques excessivos sinalizam uma demanda cadente ao longo do ano de 2005. Além disso, o aumento do número de empresas que crêem numa diminuição da demanda futura sinaliza um cenário restritivo para deslanchar novos programas de investimento.

Tabela 3 - FBCF: Outros Indicadores relacionados

	NUCI - FGV <sup>1</sup>	NUCI - CNI <sup>1</sup>	Estoques <sup>3</sup>	Demanda <sup>4</sup>
1T05	84,7	82,5	-5	0
2T05	84,2	82,0	-8	44
3T05	84,6	81,4	-12	31
4T05	84,2	81,1 <sup>2</sup>	-10	15

1) com ajuste sazonal

2) referente ao mês de outubro

3) empresas que consideram o nível de estoques insuficientes menos as que os consideram excessivos

4) empresas que consideram que a demanda aumentará menos as que consideram que ela cairá

Fonte: FGV, CNI

O conjunto de dados das tabelas 2 e 3 inclina-se mais favoravelmente a uma resposta que enfatiza fatores pelo lado da demanda. A pergunta torna-se, então, saber o que travou a demanda neste ano. Os principais candidatos são, indubitavelmente, os juros e o câmbio. O primeiro pelos conhecidos efeitos refreadores sobre o consumo e o segundo pela mudança de preços relativos, que estimula a importação e inibe a exportação.

A análise, porém, não é tão direta assim, pois, em outros momentos a economia brasileira demonstrou insuspeitável vigor a despeito da prática de altas taxas de juros. O exemplo mais recente é do ciclo de retomada atual, que se iniciou no 3T03, quando a taxa Selic média foi de 22,2%.

O deputado e economista Delfim Netto gosta sempre de ressaltar em suas colunas e intervenções, que o desenvolvimento econômico é um estado de espírito<sup>2</sup>. Em conexão com este argumento e de acordo com a hipótese levantada acima, uma visão mais adequada seria enxergar o desenvolvimento como um processo de coordenação de expectativas. A tarefa do governo e do Banco Central seria estabelecer uma convenção do crescimento, impedindo que apertos monetários pontuais afetassem as perspectivas de crescimento de médio e longo prazo.

Tendo como base esse referencial, é válido analisar o que ocorreu com as expectativas dos empresários desde a virada do ano até o presente momento. No final do ano passado, marcado por um ritmo de crescimento econômico perto de 5%, as expectativas dos empresários eram as melhores dos últimos tempos e o aumento da taxa de juros era visto como uma medida pontual e transitória para conter um pequeno soluço inflacionário. Em resumo, havia uma convenção de que o processo de crescimento manteria-se durante o ano de 2005, configurando, portanto, um cenário positivo tanto para o crescimento como para o controle da inflação.

O que ocorreu desde então? O Banco Central, preocupado com as expectativas futuras de inflação, subiu os juros por mais tempo e em maior magnitude do que o previsto e,

<sup>2</sup> Ver por exemplo o jornal Valor Econômico, 13/12/2005 - nº 1406- pág A3.

além disso, disseminou entre o setor produtivo, através das atas do comitê de política monetária, o temor quanto a inflação e a expectativa de que a desaceleração não seria tão branda e suave como antevisto inicialmente, dissolvendo qualquer resquício de convenção de crescimento que pudesse haver.

Em suma, mais do que o aperto monetário propriamente dito, o comportamento do Banco Central e o seu efeito sobre os agentes são fatores-chaves que ajudam a compreender a queda do ritmo do investimento entre 2005 e 2004.



# Inflação

**Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho**

## **Introdução: Uma Decomposição dos Administrados**

A trajetória declinante da inflação está se confirmando em 2005 – a variação esperada, tanto dos preços livres (4,3%), quanto dos administrados (9,3%), deverá ser inferior a do ano passado (6,6% e 10,2% respectivamente).

Um balanço geral do índice IPCA no ano mostra que a pressão maior sobre os preços veio dos administrados. Em janeiro o mercado, segundo o relatório FOCUS, projetava variação de 7% para esse segmento de preços - valor 9,2% pontos abaixo do número que estimamos como mais provável. Em linhas gerais, o aumento da cotação do petróleo no mercado internacional e outros fatores pontuais marcaram a trajetória dos administrados no ano.

O Grupo de Conjuntura elaborou uma decomposição estratégica dos administrados a fim de avaliar o impacto esperado da redução do IGP-M em 2005. Foram estipulados os seguintes subgrupos: residencial (imposto, taxa de água e esgoto); energia (energia elétrica residencial); combustíveis (combustíveis domésticos e de motores); transportes (ônibus, táxi, etc...); serviços (plano de saúde, cartório, correio, etc...) e comunicação (telefone público, residencial e celular).

O IGP-M, principal índice de correção dos administrados, recuou de 12,4% para 1,2% entre 2004 e 2005. Esse resultado foi sentido com maior intensidade nos setores de comunicação e energia (reco de 6,4 e 1,6 pontos percentuais respectivamente, vide Tabela 1).

**Tabela 1 – Decomposição dos Administrados e Projeções 2006**

	<b>PRINCIPAIS RESULTADOS</b>					
	2002	2003	2004 (a)	2005 (b)	(b) - (a)	2006 (e)
Residencial	12.0	18.1	10.1	11.4	1.2	6.8
Energia	19.9	21.4	9.6	7.9	-1.6	6.9
Combustíveis	21.7	7.3	12.9	7.5	-4.8	2.1
Transportes	12.4	18.5	4.9	11.9	6.6	3.5
Serviços	7.6	12.4	9.4	10.6	1.1	5.4
Comunicação	11.3	18.9	14.1	6.7	-6.4	5.7
IGP-M	25.3	8.7	12.4	1.2	-9.9	4.8
<b>Administrados</b>	<b>15.4</b>	<b>13.2</b>	<b>10.2</b>	<b>9.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>4.5</b>

Fonte: IBGE, Elaboração IE/UFRJ

(e) esperado

As tarifas residenciais, de transportes e serviços registraram aumento de inflação na contra mão do recuo do IGP-M. Destacamos os reajustes: de ônibus (intermunicipal, interestadual e urbano 11,6%, 14,8% e 10,5% respectivamente ante 4,9%, 5,1% e 4,7%

no ano passado), de avião (25% contra 6% em 2004) e da taxa de água e esgoto (13,7% ante 10,4%).

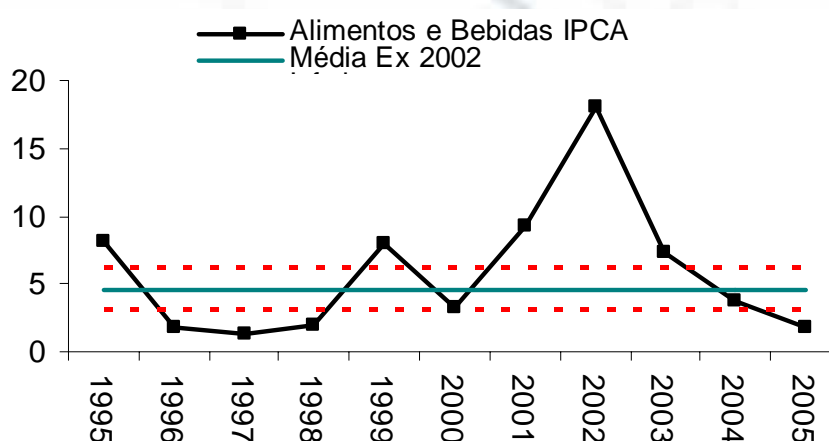
O Grupo de Conjuntura faz a projeção dos administrados da mesma forma que o Banco Central: simulação item a item. Em todo caso, chegamos a uma inflação esperada de 4,5% para 2006. Acreditamos que este valor deve ser entendido como um piso, uma vez que a expectativa dominante é a manutenção da atual cotação do petróleo no mercado internacional. Além disso, o atual ciclo expansivo do preço do açúcar, associado com um período de entressafra (que vai até maio) deve significar pressões adicionais sobre os combustíveis, e isso não estava na conta. Nossa projeção de combustíveis é de 2,1%, derivada de reajustes do álcool e do gás (há uma expectativa de aumentos sucessivos desse item - os custos de extração e importação vêm crescendo para uma demanda ascendente). Estamos assumindo variação nula para o preço da gasolina.

O setor de energia elétrica também deve acrescentar incertezas para os preços administrados em 2006. Nos últimos reajustes tem sido implementado um fator de custo adicional, derivado da apreciação cambial, e isso deve permanecer no ano que vem.

### **Alimentação e Bebidas – Uma Ameaça para 2006?**

O grupo Alimentação e Bebidas do IPCA deverá registrar em 2005 a menor variação desde 1997: 1,7%. Este valor se encontra abaixo da média histórica (4,6%, excluindo 2002 considerado aberrante) e de um desvio padrão (Gráfico 1). Notadamente, as margens dos produtores estão em um nível muito baixo. O múltiplo; preços pagos x recebidos, divulgado pela Conab, está no patamar mais baixo da série. Subentende-se nesse caso, a existência de uma demanda por recomposição de margens. A grande questão para 2006 é saber se um possível crescimento mais expressivo da atividade (no primeiro e segundo trimestres de 2006), focado no setor de bens não-duráveis (setor que ainda não retomou desde o início do ciclo econômico) pode desencadear uma tentativa de restaurar as margens.

**Gráfico 1 – Variação Anual de Alimentos e Bebidas no IPCA**

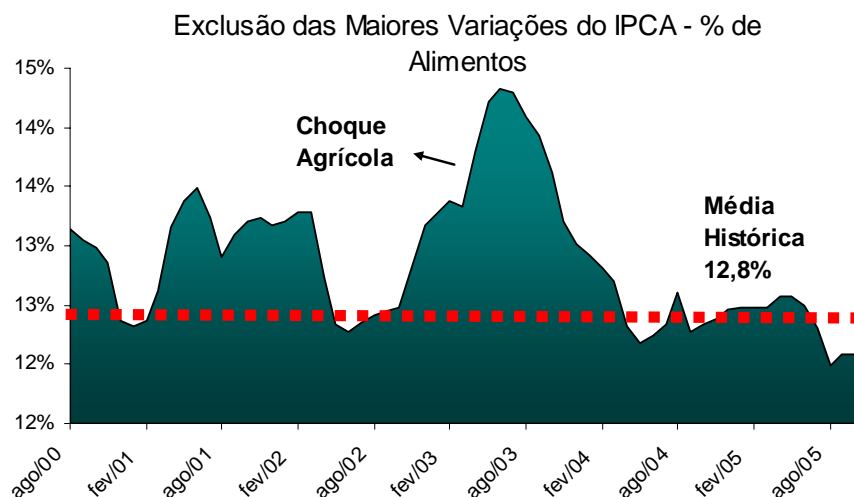


Exemplos não faltam: arroz, laticínios, leite, soja, carne suína etc... Os preços dessas commodities foram prejudicados em função de um excesso de oferta derivado da apreciação cambial (redução da exportação), redução da demanda interna, queda das cotações internacionais e do surgimento de focos de febre aftosa.

O Gráfico 2 apresenta a porcentagem de itens excluídos das maiores e menores variações do IPCA (variações simétrica das caudas da distribuição mensal de preços) e relacionados com o setor de alimentos. De certo modo podemos afirmar que os alimentos ficaram fora das variações extremas da inflação em 2005. Por outro lado, observamos que desde agosto começaram a serem excluídos mais itens relacionados com alimentos. Será essa uma tendência prospectiva para o início de 2006?

### **Gráfico 2 – Exclusão das Maiores Variações do IPCA**

% de Alimentos sobre o Total do Índice (acumulado em 1 ano)

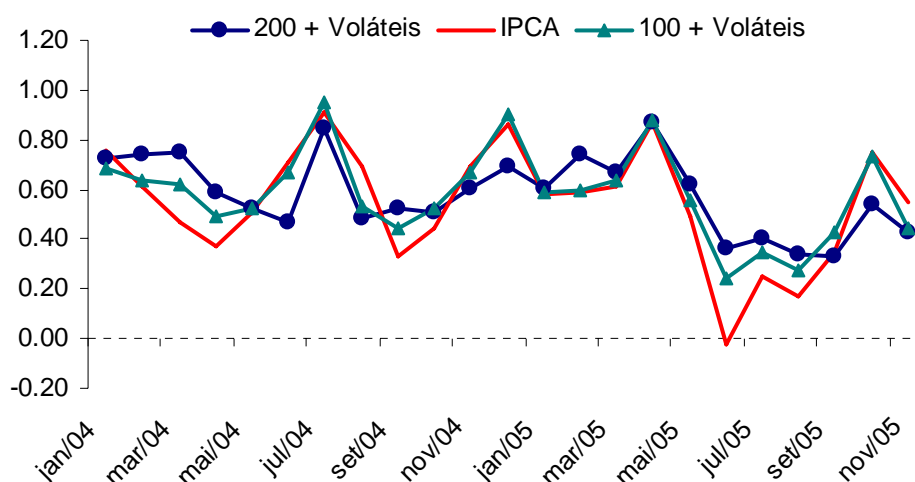


Uma análise retroativa dos preços mais voláteis da inflação desde 1999 mostrou que dos 100 itens mais voláteis (excluídos de núcleo volatilidade), 93 estão relacionados com os alimentos (vide Tabela 2).

Construímos indicadores de núcleo da inflação excluindo os 100 (ex 100) e os 200 (ex 200) subitens mais voláteis. Constatamos que a inflação está de fato em trajetória de queda no curto prazo – estes núcleos recuaram em setembro para 0,45% e 0,43% respectivamente (Gráfico 3). Há deflações expressivas a serem computadas em dezembro advindas de alguns alimentos.

De modo geral, estão recuando os itens de origem animal (bovinos, suínos, leite e laticínios) e acelerando os de origem vegetal (arroz, feijão, batata e tomate). Entretanto, o IPCA tem seu peso mais concentrado no primeiro, de tal sorte que o efeito final deve ser de desaceleração. Uma observação interessante é que os repiques de novembro / dezembro de alimentos de origem vegetal estão entre os 20 mais excluídos do núcleo.

**Gráfico 3 – Núcleo Exclusão Prévia Volatilidade**



**Tabela 2 – Principais subitens excluídos do IPCA**

Principais Subitens Excluído do IPCA 40% mais Voláteis de 1999 até 2005

1 Acerola	55%	26 Chicória	44%	51 Peixe - dourado	41%	76 Nata	37%
2 Beterraba	53%	27 Agasalho feminino	44%	52 Camarão seco	41%	77 Cominho	37%
3 Óleo de soja	52%	28 Arroz	43%	53 Carne de porco	41%	78 Vídeo-cassete	37%
4 Feijão - jalo	51%	29 Feijão - preto	43%	54 Polpa de açaí	41%	79 Feijão - mulatinho	36%
5 Abobrinha	51%	30 Feijão - roxo	43%	55 Alho	41%	80 Milho em espiga	36%
6 Pepino	51%	31 Inhame	43%	56 Rapadura	40%	81 Batata-doce	36%
7 Feijão - carioca	49%	32 Cebola	43%	57 Laranja - lima	40%	82 Brócolis	36%
8 Jiló	49%	33 Melão	43%	58 Peixe - pescadinha	40%	83 Banana - maçã	36%
9 Cenoura	49%	34 Pêssego	43%	59 Peixe - pargo	40%	84 Peixe - sardinha	36%
10 Chuchu	48%	35 Laranja - pera	43%	60 Ovo de galinha	40%	85 Peixe - dourado	36%
11 Vagem	47%	36 Morango	43%	61 Adoçante artificial	39%	86 Peixe - pescada	36%
12 Repolho	47%	37 Peixe - arraia	43%	62 Laranja - seleta	39%	87 Rosca doce	36%
13 Abacaxi	47%	38 Siri	43%	63 Ameixa	39%	88 Papel toalha	36%
14 Manga	47%	39 Peixe - filhote	43%	64 Peixe - anchova	39%	89 Álcool	36%
15 Maracujá	47%	40 Microcomputador	43%	65 Peixe - tainha	39%	90 Açúcar refinado	35%
16 Roupas Feminina	47%	41 Batata-inglesa	41%	66 Peixe - vermelho	39%	91 Beiju	35%
17 Abóbora	45%	42 Mandioca (aipim)	41%	67 Caranguejo	39%	92 Cebolinha	35%
18 Tomate	45%	43 Pimentão	41%	68 Agasalho masculino	39%	93 Banana - d'agua	35%
19 Couve-flor	45%	44 Batata-baroa	41%	69 Farinha de trigo	37%	94 Pera	35%
20 Agrião	45%	45 Coentro	41%	70 Banana - prata	37%	95 Camarão	35%
21 Almeirão	45%	46 Couve	41%	71 Mamão	37%	96 Peixe - serra	35%
22 Limão	45%	47 Cheiro-verde	41%	72 Tangerina	37%	97 Peixe - xerelete	35%
23 Melância	45%	48 Uva	41%	73 Peixe - corvina	37%	98 Feijão - macassar	33%
24 Quiabo	44%	49 Peixe - pampo	41%	74 Peixe - cocoroca	37%	99 Peixe - cavala	33%
25 Alfaca	44%	50 Peixe - acará	41%	75 Frango	37%	100 Queijo parmesão	33%

Fonte: IBGE, Elaboração IE/UFRJ

## Política Monetária

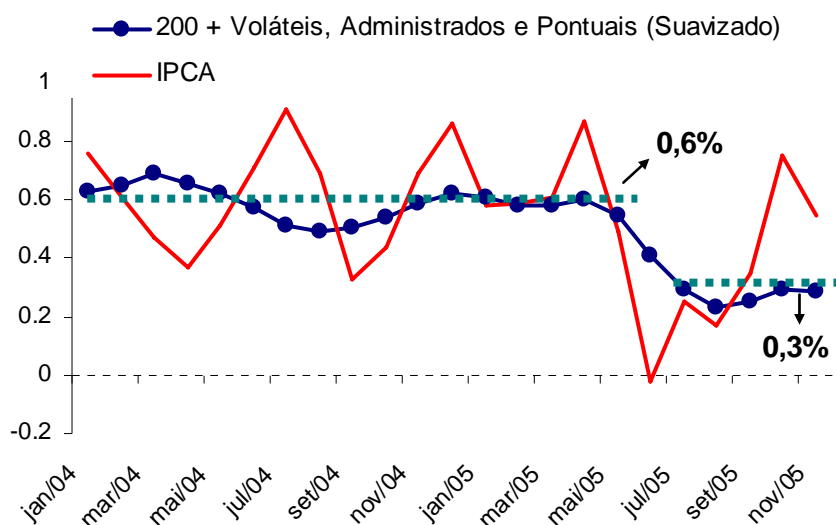
A leitura da inflação de curto-prazo é sempre uma tarefa muito difícil. A elaboração de núcleos é uma tentativa de discriminação entre os componentes permanentes e temporários. Intuitivamente a política monetária deve responder apenas aos choques permanentes. Especificamente, no regime de metas, a autoridade reage quando o componente de permanente se desvia da trajetória pretendida.

Na prática, não há definições concretas de qual é a melhor metodologia de núcleo. Entretanto, uma das principais evidências é que a autoridade monetária deve olhar para um conjunto de núcleos e saber interpretar os sinais de cada metodologia.

O Banco Central segue no processo de desaperto da política monetária no momento que um choque de oferta incide sobre os preços. A inflação acelerou de um nível próximo de 0,3% para valores superiores a 0,70%. No entanto, a autoridade monetária está discriminando corretamente a natureza do choque – advém de alimentos e combustíveis.

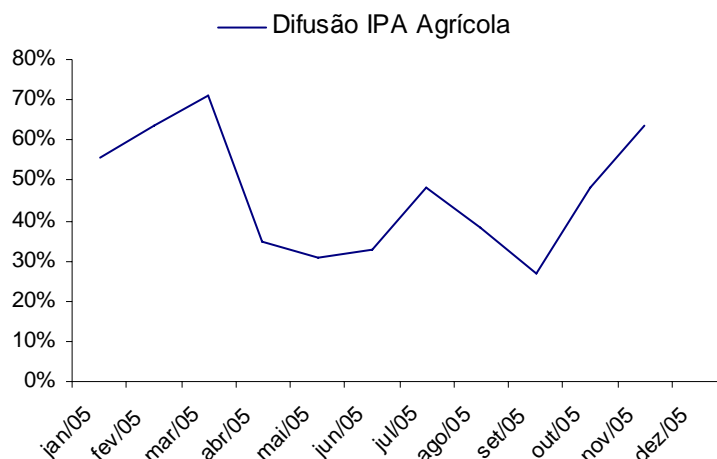
Usualmente mensuramos o componente permanente da inflação com os indicadores de núcleo Desagregado e algumas metodologias de exclusão. O Gráfico 4 abaixo mostra exatamente o desvio da inflação de curto prazo de sua tendência. O Banco Central trouxe eficientemente a inflação subjacente de 0,6% para 0,3% a partir de junho desse ano (vide Gráfico 4). Tudo leva a crer que a inflação retomará este nível médio de 0,3% logo que os choques de curto-prazo se dissipem.

**Gráfico 4 – IPCA e o núcleo Exclusão Volatilidade**



Em todo caso colocamos a seguinte questão: e se estivermos perto de uma pressão de preços agrícolas? Indicadores mais generalizados da inflação no atacado dos preços mostram um movimento ascendente. Portanto, apesar de acreditarmos que a inflação está em uma trajetória sustentada de queda, encontramos evidências de que podem surgir percalços.

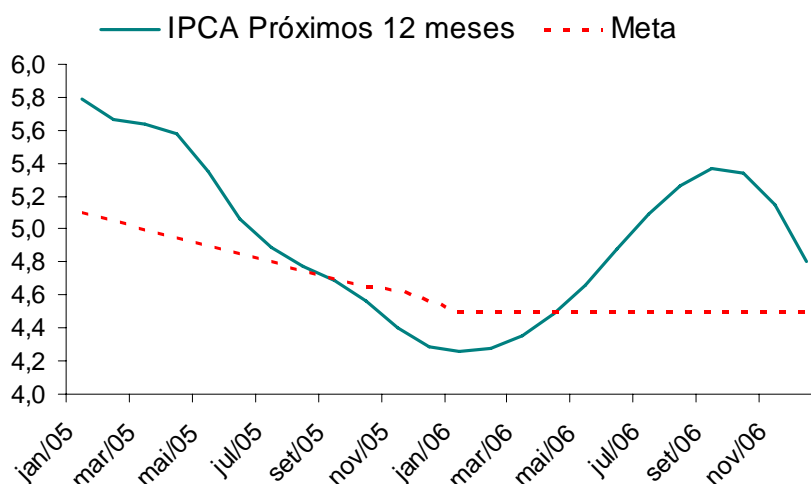
**Gráfico 5 – Porcentagem de itens agrícolas com variação positiva**



O mais provável é que o Banco Central siga reduzindo a taxa de juros a um ritmo comedido. Esta atitude encontra fundamento nos objetivos estipulados de convergência dos preços. Na reunião de janeiro deve ser introduzido um corte maior (0,75%), que na prática significaria um corte médio mensal inferior se fosse mantido reuniões mensais com reduções de 0,5%.

Simulando a trajetória da inflação para 2006 verificamos que a inflação estimada para os próximos 12 meses (mensurada pelo Focus) deve se afastar da meta interpolada (ou de longo prazo) a partir de maio/junho de 2006. Nesse momento a meta de longo prazo se estabiliza em 4,5% enquanto que a inflação projetada pode ultrapassar os 5% em um horizonte de um ano a frente.

**Gráfico 6 – Meta Interpolada ou de Longo Prazo e Inflação para os Próximos 12 meses Suavizada**



É provável que o Banco Central comece a mostrar preocupação com a inflação nesse momento. Por isso estimamos que a taxa de juros caia com intensidade no primeiro semestre e depois permaneça constante em 15,5% até o final do ano.

Em suma, o Grupo de Conjuntura estima inflação medida pelo IPCA em 4,6% dividida entre 4,5% de preços administrados e 4,7 de livres. Acreditamos que há ameaças críveis a trajetória de convergência dos preços que não devem ser descartadas. Podemos estar entrando em um ciclo de aumento dos preços agrícolas (excluindo dezembro que trará deflações pontuais com participação expressiva no peso) justificado por um crescimento intenso da atividade nos próximos trimestres, uma base estatística e margens comprimidas. Estimamos que a taxa de juros caem apenas no primeiro semestre se for mantida a postura de conservadorismo com o centro da meta.



# Crédito

Antonio Luis Licha e Eduardo Bastian

## Recursos Livres

O crédito a recursos livres continua crescendo ao mesmo ritmo nos últimos meses. Conforme vemos na Tabela 1, o estoque desses créditos persiste aumentando a taxas elevadas. Vemos que a taxa de crescimento de Pessoa Física é muito superior à de Pessoa Jurídica, mas, após dois anos de taxas de crescimento muito elevadas, vemos que estas taxas continuam elevadas. Isto fica evidente ao comparar as taxas de crescimento dos seis meses encerrados em outubro de 2005 com as taxas dos últimos doze meses, já que as diferenças são muito pequenas.

Tabela 1: Taxas de Crescimento Real\* (%)

	Recursos Livres			
	Total	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	
			Total	Pessoal
em seis meses** (out05/abr04)	16,68	6,35	30,89	34,28
em 12 meses (out05/out04)	15,56	4,87	31,33	40,64

\*Deflator: IPCA

\*\*taxas anualizadas

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

## Crédito à Pessoa Jurídica

Apesar de o crédito à pessoa jurídica ter tido, ao longo do ano, um desempenho mais modesto do que o crédito à pessoa física, sua performance não deve ser subestimada, uma vez que as taxas de crescimento registradas foram bastante altas se comparadas com o passado recente. Ademais, o comportamento desta variável tem um peso significativo nas decisões de investimento das empresas sendo, portanto, um indicador relevante no que diz respeito ao potencial de crescimento da economia. Por estas razões, o escopo desta seção será avaliar e retirar conclusões sobre o desempenho desta modalidade de crédito no ano de 2005. Em particular, procurar-se-á discutir o papel do BNDES neste processo.

A Tabela 2 fornece um quadro geral sobre o comportamento do crédito à pessoa jurídica até o final do terceiro trimestre deste ano. Pode-se perceber que o principal responsável pela expansão real de 7,1% do crédito à pessoa jurídica entre janeiro e setembro deste

ano foi o crédito com recursos livres, o qual registrou crescimento real de 12,45% para o mesmo período. Neste segmento, o destaque foram as operações denominadas em reais, as quais cresceram 16,26% se comparados os dados de setembro e janeiro de 2005. Os resultados só não foram mais expressivos devido à queda nas operações atreladas a outras moedas, a qual pode ser atribuída, ao menos em parte, à apreciação cambial ocorrida este ano.

Se o crédito com recursos livres teve um desempenho significativo, os dados para recursos direcionados não são tão animadores. Neste caso, a exceção fica por conta do financiamento imobiliário, o qual teve um crescimento real de 7,6% entre janeiro e setembro, ocorrido graças a mudanças na legislação promovidas pelo Banco Central. Para as outras modalidades de crédito direcionado, os resultados apontam, contudo, para a estagnação, a qual se reflete, por consequência, na paralisia nas operações totais de crédito deste segmento. Em especial, chama a atenção o aparentemente fraco desempenho do BNDES. Considerado uma das principais instituições de fomento do país, o banco registrou em 2005 uma queda (em valores reais) das suas operações.

Crédito à Pessoa Jurídica (R\$ milhões) - dados deflacionados

	Total Crédito PJ	Recursos Livres			Recursos Direcionados				
		Total	R\$	Arelados a outras moedas	Total	Habitação	Rural	BNDES	Outros
jan/05	460.988	279.125	231.384	47.741	181.864	24.567	55.663	97.944	3.690
fev/05	464.194	284.903	236.402	48.501	179.291	24.523	55.238	95.904	3.626
mar/05	467.869	289.372	240.205	49.166	178.497	24.534	55.470	94.837	3.656
abr/05	473.437	295.924	246.950	48.974	177.513	24.584	55.994	93.276	3.658
mai/05	472.472	295.887	248.806	47.081	176.585	24.501	55.524	92.914	3.647
jun/05	476.439	298.784	252.226	46.558	177.655	24.697	55.533	93.776	3.650
jul/05	483.077	304.554	257.238	47.317	178.523	24.990	54.628	95.191	3.714
ago/05	489.138	308.829	262.069	46.760	180.309	25.189	54.044	97.354	3.722
set/05	493.939	313.891	269.030	44.860	180.048	25.524	55.037	95.786	3.701

Fonte: Banco Central, IPEADATA

Não obstante, estas observações não são suficientes para afirmar que o BNDES tem perdido eficiência ou, tampouco, que a sua importância para o país tem se tornado menor.

Para tanto, é preciso fazer antes uma análise mais detalhada das estatísticas do banco. Neste contexto, a Tabela 3 fornece dados que permitem tirar conclusões mais precisas sobre o tema. A partir das diferentes etapas envolvidas no processo de concessão de crédito pelo BNDES (consultas, enquadramentos, aprovações e desembolsos), optou-se por apresentar nesta tabela as estatísticas referentes a duas delas, enquadramentos e desembolsos. A primeira consiste nas consultas que são enquadradas como passíveis de financiamento pelo banco. Trata-se, por conseguinte, de uma estatística mais representativa do que o número de consultas. A segunda, por sua vez, mede o montante

de recursos que vem sendo efetivamente despendido pelo banco, sendo, portanto, um indicador da sua eficiência<sup>3</sup>.

Do ponto de vista da análise dos dados, a tabela permite observar que o BNDES não está tendo um desempenho ruim. No segmento enquadramentos, houve um aumento de quase 10% na média mensal de 2004 para 2005. Levando em conta que em 2004 o número de enquadramentos ficou bem acima daquele registrado nos dois anos anteriores, pode-se concluir que o crescimento registrado em 2005 foi, de fato, muito significativo. Olhando os dados de forma desagregada, observa-se que este crescimento foi puxado pela indústria e pelo item outros, o qual incorpora comércio e serviços e infra-estrutura. Estes dois itens mais do que compensaram a queda ocorrida este ano na agropecuária,. Assim, pode-se chegar a uma outra conclusão: houve uma mudança de composição nos enquadramentos, com redução da participação da agropecuária e aumento da importância da indústria. De fato, a média mensal da indústria deu um salto dos 954,5 milhões de 2002 para os três bilhões e setecentos e sessenta e um milhões registrados até outubro do ano atual. Quanto à agropecuária, a queda foi grande, mas não deve ser superestimada, pois os dados para este setor tinham crescido muito em 2003 e 2004. Noutros termos, as médias apresentadas este ano não estão muito distantes dos valores históricos.

Por fim, os dados de desembolsos também corroboram a hipótese de que a atuação do BNDES em 2005 não tem sido negativa. Apesar de os desembolsos apresentarem números mais modestos do que os enquadramentos, eles também não apontam para um quadro desfavorável. Neste tocante, é importante destacar o avanço de 21% nos desembolsos médios mensais para a indústria na comparação 2005 contra 2004. Da mesma forma que nos enquadramentos, os desembolsos para a agropecuária se reduziram, mas vinham de um crescimento robusto na comparação 2004 para 2003.

<b>Estatísticas do BNDES - médias mensais (R\$ milhões)</b>				
Enquadramentos	Agropecuária	Indústria	Outros	Total
2002	365,4	954,5	1660,2	2980,1
2003	500,3	1577,5	1298,3	3376,0
2004	643,4	3536,9	2074,7	6255,0
2005	304,6	3761,5	2806,4	6872,5
Desembolsos	Agropecuária	Indústria	Outros	Total
2002	375,7	1452,3	12901,9	3118,3
2003	382,9	1341,2	1070,5	2794,5
2004	577,5	1315,2	1426,8	3319,5
2005	322,2	1592,6	1464,4	3379,1

Fonte: BNDES

Elaboração: Grupo de Conjuntura

Em síntese, o panorama observado no ano de 2005 foi bastante favorável no que tange ao crédito à pessoa jurídica. Neste processo, o crédito com recursos livres foi o destaque, enquanto o crédito direcionado teve desempenho mais medíocre. No entanto, os dados do BNDES mostram que a instituição está ativa e que – dado o crescimento nos enquadramentos – a demanda por crédito da instituição está em alta, tendo apenas ocorrido uma mudança na sua composição. Com isso, chega-se a um quadro em que o crédito com recursos livres se expande significativamente, ao mesmo tempo em que

<sup>3</sup> Como os dados de 2005 vão somente até outubro, utilizaram-se as médias mensais como uma *proxy* que permitisse comparações com os anos anteriores.

segmentos do crédito direcionado – como o habitacional e o BNDES – também apresentam vigor.



# Política Fiscal

**Margarida Gutierrez**

## **Política Fiscal e Dívida Pública: Um Balanço do Ano**

### **A Evolução da Dívida Pública: Avanços Positivos**

Ao longo de 2005, foi possível consolidar a melhoria de todos os indicadores fiscais e de endividamento público. Por trás desses avanços estão a continuidade de um ambiente macroeconômico favorável, refletido na disciplina fiscal, no controle do processo inflacionário e nos extraordinários saldos da balança comercial garantindo um superávit inédito de transações correntes em torno de U\$ 13,0 bilhões.

Os crescentes superávits primários alcançados associados à valorização cambial permitiram a estabilidade do principal indicador de solvência das contas públicas (a relação Dívida / PIB), apesar das maiores taxas de juros que incidiram sobre a dívida pública este ano em comparação com 2004 (Tabela 1).

Em um contexto de relativa estabilidade cambial, a evolução deste indicador depende do comportamento de três variáveis: da taxa de juros real que a dívida paga a cada período (incluindo os juros pagos pela dívida indexada a índices de preços, a dívida vinculada à taxa Selic, às taxas pré-fixadas, às taxas de juros internacionais e à correção cambial), do crescimento da economia e do superávit primário do setor público. Quanto maior a diferença entre os juros reais e o crescimento da economia, maior o superávit primário requerido como proporção do PIB para estabilizar a Dívida Pública/PIB.

A taxa de juros real e o crescimento da economia são variáveis não diretamente controladas pela política fiscal. Assim, para garantir a sustentabilidade das contas públicas, o resultado primário se constitui na variável chave sobre a qual a política econômica deverá atuar daqui para frente.

A Tabela 1 abaixo relaciona a evolução da Dívida/PIB com a do resultado primário a partir de 1994. Percebe-se que, apesar do crescente ajuste fiscal obtido a partir de 1999, a Dívida Pública como proporção do PIB também sobe até 2003. Este aparente paradoxo se deve ao fato de neste período terem ocorrido 2 fenômenos: desvalorizações cambiais expressivas (em 1999, 2001 e 2002) e o início do processo de reconhecimento, a partir de 1996, de dívidas (esqueletos) contraídas no passado mas até então não contabilizadas, em montantes superiores aos recursos obtidos com o processo de privatizações (que abatem a dívida pública). Estes fenômenos provocaram ajustes, chamados *patrimoniais*, sobre o estoque da dívida que atualmente representam 12,6% do PIB de uma dívida total que é de 51,1% do PIB. No entanto, como o reconhecimento

de esqueletos e as privatizações se esgotam no tempo e como podemos esperar que a consolidação do quadro atual se dará necessariamente com menor volatilidade cambial que no passado, a evolução da Dívida/PIB daqui para frente estará cada vez mais condicionada ao comportamento da taxa de juros, ao crescimento econômico e ao ajuste fiscal.

Tabela 1: Resultados Fiscais e Dívida Pública/PIB

	Resultado Nominal (% PIB)	Superávit Primário (% PIB)	Dívida Líquida/PIB dez
1994	-26,97	5,64	30,01
1995	-7,28	0,26	30,56
1996	-5,87	-0,1	33,28
1997	-6,11	-0,96	34,35
1998	-7,46	0,01	41,71
1999	-5,84	3,23	49,4
2000	-3,61	3,46	49,3
2001	-3,57	3,64	52,63
2002	-4,58	3,91	55,5
2003	-5,08	4,37	57,2
2004	-2,66	4,58	51,7
2005(p)	2,9	4,72	51,6

Fonte: Banco Central

Um segundo aspecto positivo a destacar se refere às condições de rolagem da dívida. Ao longo deste ano, o Banco Central pôde dar continuidade às mudanças no perfil do endividamento, aumentando a participação da dívida em títulos pré fixados e vinculados a índices de preços e reduzindo, de forma impressionante, a participação da dívida corrigida pela taxa de câmbio. Em 2003, o resgate líquido de títulos cambiais (incluindo os swaps cambiais) foi de U\$ 19,09 bilhões, em 2004, foram resgatados U\$ 27,8 bilhões e em 2005, U\$ 14,612 bilhões (incluindo a colocação de swaps cambiais reversos, através dos quais o governo, por assumir uma posição credora em câmbio, cancela dívidas a vencer em câmbio). De acordo com o último Relatório de Mercado do Banco Central, a dívida cambial do Tesouro Nacional é de apenas U\$ 5,289 bilhões, sendo que em swaps cambiais o valor é somente de U\$ 299 milhões.

Dessa forma, a participação da dívida indexada ao câmbio no total da dívida mobiliária federal interna caiu de 33,6% em dezembro de 2002 para 3,6% em outubro deste ano (Tabela 2). Considerando a dívida pública total (interna e externa), essa participação caiu de 51,9% para 10,6% no mesmo período (Tabela 3).

Tabela 2: Indicadores do Perfil da Dívida Pública (%)

Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna				
	Curto Prazo (vencimento menor que um ano)	Correção Câmbial	Corrigida pela SELIC	Pré- fixada
dez/02	41,1	33,6	41,9	1,9
dez/03	35,3	20,8	47,3	11,8
dez/04	46,2	9,3	49,5	19,0
mai/05	43,8	4,5	59,7	23,0
jun/05	45,3	4,0	54,6	22,1
jul/05	44,2	4,0	55,2	21,5
ago/05	42,7	3,4	53,3	22,8
set/05	41,0	3,7	52,0	24,7
out/05	41,7	3,6	52,7	23,2

Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro nacional

Tabela 3: Perfil da Dívida Pública

	dez/02	dez/03	dez/04	jun/05	jul/05	ago/05	set/05	out/05
Dívida/PIB	55,5	57,2	51,7	51,1	51,8	51,8	51,4	51,1
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	74,3	79,4	85,5	90,6	91,2	91,3	92,0	93,1
i) indexada ao câmbio	26,2	17,7	8,3	3,90	3,94	3,94	3,71	3,67
ii) não indexada ao câmbio	48,1	61,7	77,2	86,7	87,2	87,4	88,3	89,4
b) Externa	25,7	20,4	14,5	9,4	8,8	8,7	8,0	6,9
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	51,9	38,1	22,8	13,3	12,8	12,6	11,7	10,6

Fonte: Banco Central

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 52,7% em outubro de 2005 (Tabela 2), o que cria um constrangimento fiscal (quando a taxa de juros básica sobe) na medida em que vincula diretamente o resultado nominal (medida de déficit público que inclui o pagamento de juros) às decisões de política monetária.

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

### **Política Fiscal: Uma agenda complexa para os próximos anos**

Como temos insistido ao longo do ano, por trás dos excelentes resultados fiscais, esconde-se uma situação fiscal delicada e insustentável no tempo, na qual os crescentes superávits primários têm sido garantidos pelo aumento da arrecadação e, portanto, têm sido compatíveis com o aumento dos gastos.

O superávit primário do setor público consolidado nos últimos 12 meses chegou a R\$ 98,195 bilhões (5,13% do PIB), no período encerrado em outubro, enquanto que para o ano a meta fixada continua sendo de R\$ 82,750 bilhões (4,25% do PIB) (Tabela 4). Com exceção das empresas estatais federais cujo resultado primário acumulado em 12 meses situa-se levemente inferior (0,72% do PIB) à meta fixada de 0,77% do PIB, todas as demais esferas de setor público experimentam superávits primários acima das respectivas metas para 2005.

Tabela 4: Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ Milhões			% PIB		
	Jan/Dez03	Jan/Dez04	Nov04/Out05	Jan/Dez03	Jan/Dez04	Nov04/Out05
Nominal	79.032	47 144	57 182	5,22	2,66	2,99
Juros Nominais	145.205	128 256	155 377	9,59	7,25	8,12
Primário	-66.173	-81.112	-98 195	-4,37	-4,58	-5,13
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-38.744	-52 385	-59 153	-2,56	-2,96	-3,09
-Emp. Est. Federais	-9.597	-8 937	-13 772	-0,63	-0,51	-0,72
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-13.821	-17 482	-21 815	-0,91	-0,99	-1,14
-Emp. Estat. Regionais	-4.010	-2 308	-3 455	-0,26	-0,13	0,10

Fonte: Banco Central

O grande desafio que se coloca hoje para a política fiscal está em mudar a natureza do ajuste posto em prática desde 1999.

Considerando apenas os resultados do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central), observamos que os gastos primários (não financeiros) passaram de 16,51% do PIB em 1998 e, muito provavelmente, atingirão 18,72% do PIB este ano (de acordo com a última Reprogramação Financeira do Orçamento de 2005) (Tabela 5).

Tabela 5: Evolução das Principais Receitas e Despesas Primárias  
Governo Central  
% PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005(p)
Receitas Primárias Brutas	20,52	21,60	21,78	22,71	24,52	23,56	24,19	24,91
Receitas Administradas	14,00	14,00	14,63	15,15	16,65	16,03	16,20	16,84
Despesas Primárias	16,51	16,47	17,11	17,77	18,35	17,56	17,82	18,72
Pessoal e Encargos	5,32	5,24	5,36	5,45	5,68	5,16	5,09	4,84
Benefícios Previdenciários	5,66	5,80	6,00	6,28	6,55	7,05	7,18	7,57
Outras Despesas Obrigatórias	1,63	1,64	1,78	1,60	1,97	2,00	1,79	2,49
Despesas Discricionárias	3,9	3,78	3,98	4,43	4,16	3,33	3,82	3,88
*Investimentos	0,91	0,71	0,92	1,22	0,75	0,41	0,62	0,72
*Saúde	1,44	1,61	1,63	1,65	1,65	1,56	1,63	1,89
Resultado Primário	0,86	2,03	1,30	1,34	2,21	2,24	2,81	2,38

Fontes: Ministérios do Planejamento, Orçamento e Gestão e Fazenda

(p) previsão de acordo com a revisão de receitas e despesas de novembro de 2005

Esta regra apenas não se aplica ao ano de 2003, quando o maior superávit primário foi garantido por uma redução expressiva dos gastos não financeiros, em particular, dos gastos com pessoal e com investimentos (estes tendo atingido nesse ano o piso de 0,41% do PIB).

A contínua elevação dos gastos primários tem sido sustentados por aumentos da carga tributária, sob pena de uma trajetória crescente da relação Dívida Pública/PIB. As receitas primárias sobem a cada ano, como proporção do PIB, junto com a arrecadação tributária federal, que deverá atingir este ano o recorde de 16,84% do PIB. De janeiro a outubro deste ano, a arrecadação federal aumentou 5,54% acima da inflação (Tabela 6).

Tabela 6: Arrecadação das Receitas Federais  
Janeiro/Outubro de 2005  
(R\$ milhões a preços de outubro de 2005 – IPCA)

	2004	2005	Taxa Real de Variação %
Imposto sobre Importação	7.289	6.862	-5,85
IPI	18.193	19.249	5,8
Imposto sobre a Renda	81.474	89.591	9,96
*Pessoa Física	5.630	6.352	12,83
*Pessoa Jurídica	31.675	38.173	20,51
*Retido na Fonte (Trabalho, Capital e outros rendimentos)	44.169	45.065	2,03
IOF	4195	4559	8,67
ITR	227	244	7,3
CPMF	20907	21841	4,47
COFINS	63217	65630	3,82
PIS/PASEP	16007	16455	2,8
CSLL	16413	19776	20,49
CIDE	6263	5830	-6,91
Contribuição para o Fundaf	231	230	-0,19
Outras Receitas Administradas	2463	2900	17,73
<b>Total</b>	<b>331406</b>	<b>350258</b>	<b>5,69</b>

Fonte: Receita Federal

Por outro lado, constatamos que a elevação dos gastos do governo central está sendo pressionada pelo aumento das despesas previdenciárias do INSS (RGPS), que representavam 5,66% do PIB em 1998 e devem encerrar o ano em 7,57% do PIB. Como contrapartida, os gastos com investimentos representam uma parcela cada vez menor do PIB. Para este ano, estavam programados Investimentos do governo central de R\$ 14,1 bilhões, mas os gastos efetivamente realizados até outubro totalizavam apenas R\$ 3,5 bilhões, o que representa cerca de 0,2% do PIB. Esse resultado sugere que, muito provavelmente, neste ano, os investimentos alcançarão um piso ainda menor na série histórica desde 1994.

# Setor Externo

**Cecília Rutkoski Hoff**

A continuidade dos bons resultados da balança comercial, apesar da forte apreciação cambial ocorrida em 2005, foi uma das grandes surpresas positivas do ano. Embora as exportações estejam perdendo fôlego na margem – algumas fortemente, como é o caso do setor calçadista – enquanto as importações começam a mostrar sinais de aceleração, no agregado as contas externas apresentam um desempenho favorável e as expectativas continuam otimistas. De fato, os movimentos recentes ainda não foram suficientes para esfriar as expectativas, seja porque a desaceleração das exportações e a aceleração das importações têm ficado aquém do esperado há poucos meses atrás, seja porque parte deste movimento, ou pelo menos a sua direção, poderia ser antecipada mesmo na hipótese de taxa de câmbio estável – afinal, estamos entrando num período de análise no qual a base de comparação para as exportações já é bastante elevada e os preços internacionais médios das *commodities* parecem ter atingido um teto, enquanto, por outro lado, já era esperado um crescimento das importações, dada a expectativa de recuperação do nível de atividade.

Até novembro as exportações acumulam US\$ 107,4 bilhões e as importações US\$ 67,0 bilhões, um saldo de US\$ 40,5 bilhões. Espera-se que nos 12 meses encerrados em dezembro as exportações alcancem US\$ 118,0 bilhões e as importações US\$ 74,5, o que representaria um saldo de US\$ 43,5 bilhões em 2005. Para 2006, esperamos uma redução modesta do saldo – para US\$ 38,0. Na medida em que se assume que as importações devem continuar crescendo em função da recuperação do nível de atividade, podendo apresentar um crescimento de cerca de 19% no ano que vem (chegando a US\$ 89,0 bilhões), a redução no saldo comercial decorreria principalmente de um crescimento mais baixo das exportações, que aumentariam em cerca de 7,0% (US\$ 127,0 bilhões). Isto ocorreria, de um lado, porque as expectativas predominantes são de que os preços das exportações mundiais fiquem estáveis em 2006 (tabela 1), e, de outro, porque o nível de taxa de câmbio atual não parece ser suficiente para garantir, como nos últimos três anos, um crescimento das exportações superior ao crescimento da demanda externa.

## Evolução Recente do Comércio Mundial e Projeções para 2006

(variação %)

	Importações da OECD+China (US\$)	FMI	
		US\$	Volume
2003	17,3	16,3	5,4
2004	20,0	20,9	10,3
Acum.até jun/05	15,4	-	-
Acum.até set/05	13,2	-	-
II trim-05/I trim-05 <sup>(1)</sup>	9,2	-	-
III trim-05/II trim-05 <sup>(1)</sup>	9,1	-	-
2005 <sup>P</sup>	12,0 <sup>(2)</sup>	13,0	7,0
2006 <sup>P</sup>	-	7,9	7,4

(1) Variação anualizada, com ajuste sazonal.

(2) Mantendo-se no último trimestre de 2006 o ritmo de crescimento dos dois primeiros trimestres do ano.

Fontes: OECD e FMI.

A rigor, está ocorrendo uma mudança para pior no perfil dos resultados do setor externo. A Tabela 2 mostra a evolução da taxa de crescimento das exportações em 12 meses, e observa-se que o total das vendas externas vem sofrendo uma lenta e contínua desaceleração desde o final do ano passado. Como o ritmo de variação de preços tem se mantido estável em torno de 11%, esta desaceleração é reflexo de um crescimento mais lento do volume exportado. A rigor, este movimento vai na contramão daquele observado no mundo em 2005 e mostrado na tabela 1 acima, qual seja, uma desaceleração das exportações mundiais refletindo mais uma desaceleração no ritmo de crescimento dos preços do que do volume, e se configura numa primeira evidência de que as exportações já estariam sentindo os efeitos da apreciação cambial. Também deve ser lembrado que os resultados das exportações na margem estão inflados pelo aumento, a partir de julho, da produção de petróleo da Petrobras (Gráfico 1). De fato, este aumento foi o principal motivo dos erros de projeção no segundo semestre de 2005. Não fosse este desempenho, os resultados seriam piores (no semestre encerrado em novembro em relação ao semestre imediatamente anterior as exportações totais cresceram 14,1%, nos dados ajustados sazonalmente. Excluindo-se combustíveis, este crescimento seria de 8,3%).

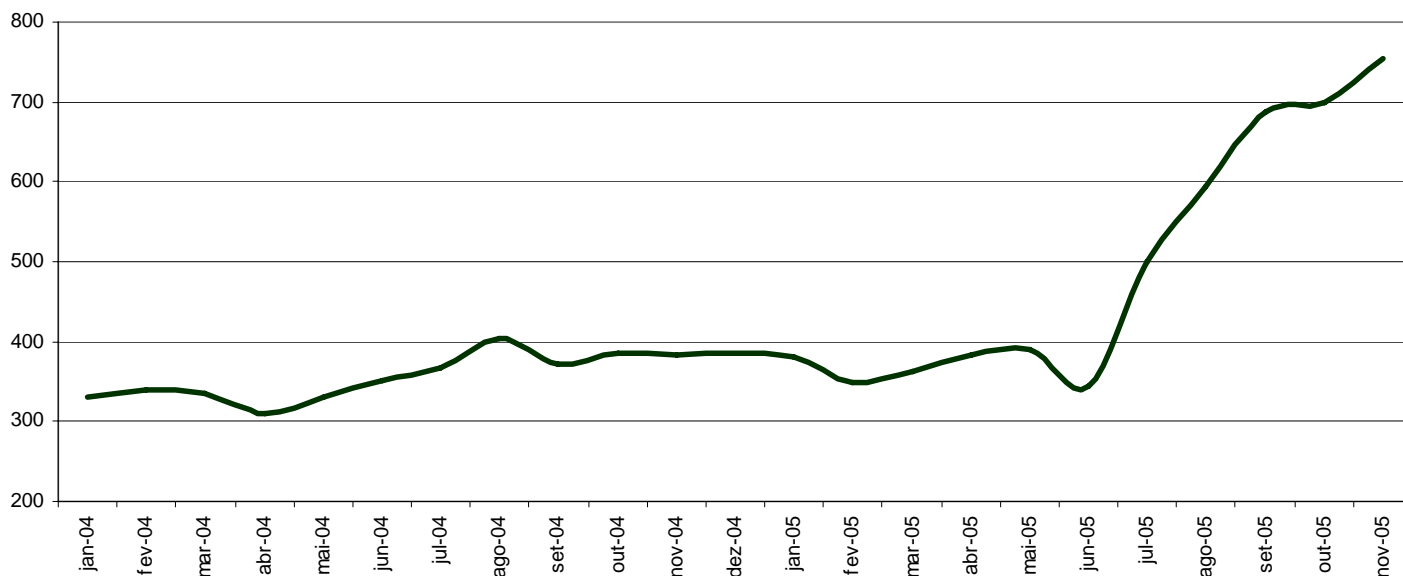
## Exportações por Fator Agregado - Valor e Preços

(var. % em 12 meses)

	Total		Básicos		Manufaturados		Semimanuf	
	Valor	Preços	Valor	Preços	Valor	Preços	Valor	Preços
dez/04	32,0	10,7	34,7	18,3	33,5	5,9	22,7	14,5
mar/05	31,0	11,6	24,4	14,1	36,1	8,5	25,3	18,0
jun/05	28,1	11,1	17,6	9,4	33,3	10,0	28,2	19,0
jul/05	26,2	11,0	16,9	8,7	31,2	10,4	24,9	18,3
ago/05	25,1	10,8	15,6	8,9	30,2	10,3	23,1	17,4
set/05	24,7	10,7	16,2	9,3	29,7	10,3	20,4	15,9
out/05	24,1	10,8	18,6	10,0	26,9	10,3	21,0	14,6
nov/05	24,0	-	20,3	-	26,3	-	18,5	-

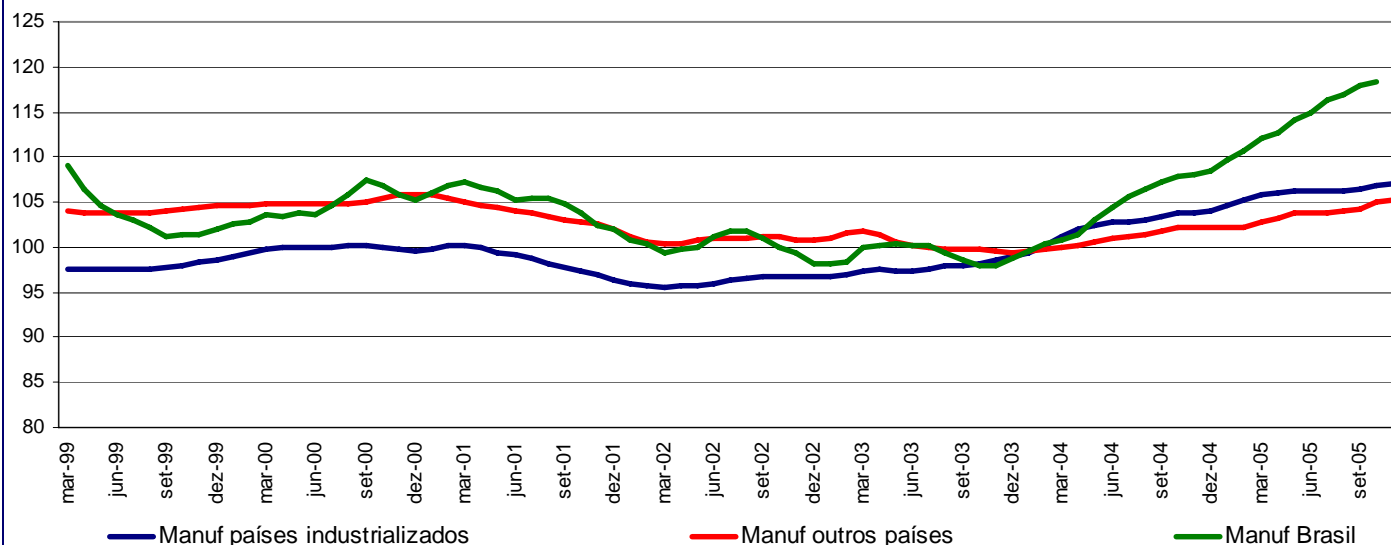
Fontes: MDIC e Funcex.

Exportações de Combustíveis (NCM, Cap.27)  
US\$ milhões, em médias móveis semestrais



Ainda sobre a Tabela 2, é interessante notar a desaceleração em cada classe de produto. As vendas de produtos semimanufaturados têm mantido o ritmo de crescimento, mas como estes produtos pesam cerca de 13% da pauta de exportações, seu desempenho, embora contribua em alguma medida, não é decisivo para definir a dinâmica das vendas externas. As exportações de produtos básicos, por sua vez, tiveram uma desaceleração significativa, em função tanto da diminuição no ritmo de crescimento dos preços quanto do volume, visto que ambos, os preços e o resultado em valor, tiveram uma forte desaceleração. Esse fenômeno está dentro do esperado, dado que uma variação nos preços internacionais dos produtos básicos não possui somente o efeito direto de aumentar ou reduzir o resultado em valor das exportações destes produtos, mas também acaba influenciando as quantidades vendidas. Por fim, no caso dos manufaturados, observa-se uma desaceleração no valor das vendas que, ao contrário dos anteriores, se dá em simultâneo a um aumento dos preços. Revela, portanto, uma forte desaceleração no volume vendido. Esse é um resultado preocupante, pois indica que os reajustes de preços (em geral comandados como forma de compensar o prejuízo proporcionado pela apreciação cambial) estão provocando uma perda de competitividade das exportações brasileiras. O Gráfico 2 confirma esta suspeita. Tomando-se a pauta de importações norte-americanas como *proxy* para as importações mundiais, pode-se perceber que o aumento dos preços das exportações brasileiras tem sido muito superior ao dos seus concorrentes (sejam eles industrializados ou não).

Preços das Importações Americanas de Produtos Manufaturados Provenientes de Países Industrializados e Outros x Preços das Exportações Brasileiras de Manufaturados (Jan/04=100)



A Tabela 3 mostra a variação das importações acumuladas em 12 meses. A forte desaceleração observada, que, dada a magnitude da apreciação cambial, parecia um “mistério”, foi explicada *ex post* pela divulgação dos últimos dados sobre a atividade econômica (que mostraram uma desaceleração mais forte do que a esperada). Na medida que as compras de bens intermediários pesam cerca de 50% da pauta de importações, a forte desaceleração das compras nesta categoria de uso (em volume, dado que os preços ficaram relativamente estáveis) comandaram o desempenho geral. No entanto, confirmando-se as expectativas de retomada a partir do último trimestre deste ano, deve ocorrer uma aceleração das compras de intermediários, e, portanto, das importações como um todo. Destaca-se também a desaceleração das compras de bens de consumo duráveis e uma leve aceleração de bens de consumo não duráveis. Mas vale destacar, no caso deste último, que parte da aceleração mostrada nos dados em valor deve-se aos aumentos de preços destes produtos, o que indica que o volume importado ainda está relativamente contido (pelo menos em relação ao que se esperaria com a taxa de câmbio atual). O destaque maior continua por conta dos bens de capital, refletindo uma aposta dos empresários na retomada, bem como o senso de oportunidade dos mesmos em relação ao nível atual de taxa de câmbio e preços.

Importações por Categoria de Uso - Valor e Preços  
(var. % em 12 meses)

	Total		Intermediários		BK		BCD		BCND	
	US\$	Preços	US\$	Preços	US\$	Preços	US\$	Preços	US\$	Preços
dez/04	30,1	10,1	29,7	9,3	17,2	-2,5	31,9	-3,9	17,7	6,8
mar/05	30,3	11,9	26,7	10,6	22,2	-2,1	29,5	-1,7	20,7	5,7
jun/05	26,9	12,2	25,1	10,0	23,5	-0,7	23,1	0,2	23,5	7,9
jul/05	24,5	11,9	23,4	9,5	24,0	0,2	20,1	-0,1	21,7	7,6
ago/05	23,9	11,7	21,8	9,0	24,0	0,3	19,7	-0,2	22,5	8,6
set/05	22,5	11,6	18,8	8,2	25,5	2,0	21,0	0,1	22,5	8,7
out/05	21,5	10,7	17,0	7,4	29,0	0,8	24,3	0,8	25,1	9,1
nov/05	18,9	-	14,2	-	27,9	-	23,9	-	23,9	-

Fontes: MDIC e Funcex.

Por fim, feitas as considerações acima, deve ser lembrado que os resultados do setor externo ainda são inegavelmente positivos. O desempenho das exportações este ano afastou a possibilidade de uma queda súbita das vendas externas, e, portanto, o risco de uma forte depreciação cambial como consequência de uma crise de confiança nos fundamentos externos. A desaceleração lenta das exportações indica que o saldo comercial deverá cair, mas dentro do esperado, o que ainda mantém fundamentos sólidos o suficiente para ancorar as expectativas e a taxa de câmbio. Isso, somado a um comportamento mais do que conservador do Banco Central – que mostra uma resistência injustificada em reduzir a taxa de juros mais rapidamente – tem atraído o investidor estrangeiro para contratos de juros futuros em reais, aumentando, desta forma, a oferta de dólares no mercado futuro e se configurando num elemento de pressão para a queda no mercado à vista. Estima-se que entre outubro e novembro o Banco Central tenha absorvido cerca de US\$ 8,0 bilhões no mercado à vista, que não foram suficientes para evitar uma queda da taxa de câmbio. Entendendo que a causa da pressão era o aumento da demanda por juros em reais no mercado futuro, o Banco Central voltou a ofertar os *swaps reversos*. Não se sabe, porém, se esta estratégia será suficiente para reverter de forma persistente o nível e a trajetória do câmbio. Aparentemente, o caminho para reverter a apreciação cambial atual e seus efeitos perversos para as exportações, de forma concreta e sem incorrer em custos fiscais exagerados – antes que seja tarde – parece ser um só: intensificar a velocidade da queda da taxa de juros.

# Seção COPPEAD

Cláudio H. S. Barbedo<sup>1</sup>, Eduardo Camilo da Silva<sup>1</sup>, Eduardo F. L. de Melo<sup>4</sup>,  
Guarino Gentil Jr.<sup>5</sup>

## FINANÇAS COMPORTAMENTAIS E A TEORIA DAS PERSPECTIVAS DE KAHNEMAN E TVERSKY

Os modelos de tomada de decisão sob incerteza assumem que as pessoas tomam decisões escolhendo a opção que maximize a **utilidade** esperada. A maioria desses modelos assume que essa utilidade é tanto maior quanto maior for a riqueza gerada pela decisão tomada, ou seja, se mapearmos a Utilidade em função da riqueza gerada ( $U(w)$ , onde  $w$  é a riqueza – *wealth* – e  $U(w)$  é a utilidade obtida), teremos uma função estritamente crescente.

A segunda premissa é de que os investidores são avessos ao risco (*risk-averse*). A aversão ao risco implica em que a utilidade marginal seja decrescente, ou seja, unidades adicionais de riqueza geram menos utilidade adicional conforme a riqueza vai aumentando.

De fato, toda a teoria moderna de finanças e economia foi construída com base nestas duas premissas.

Kahneman e Tversky (1979) conduziram experimentos que levaram à conclusão de que, em determinadas situações, as pessoas são “amantes do risco” (*risk-seekers* ou *risk-lovers*). A teoria derivada a partir desses experimentos é conhecida por teoria das perspectivas ou teoria dos prospectos (*Prospect Theory*) e possui as seguintes premissas:

- a) As pessoas tomam decisões baseadas nas **variações** da riqueza em vez da riqueza total;
- b) As pessoas classificam as variações da riqueza em **ganhos** e **perdas** e comportam-se como avessos ao risco se tiverem que decidir entre alternativas de ganhos (preferem um pequeno ganho certo do que se arriscar por um ganho maior) e atuam como amantes do risco se tiverem que decidir entre alternativas de perdas (preferem se arriscar a uma perda maior, com uma probabilidade de não perder nada, do que aceitar uma pequena perda com certeza). A esta característica chamamos **aversão à perda**;

<sup>4</sup> Doutorando em Administração (Finanças), Instituto COPPEAD de Administração / UFRJ.

<sup>5</sup> Mestrando em Administração (Finanças), Instituto COPPEAD de Administração / UFRJ.

c) As pessoas podem, subjetivamente, distorcer probabilidades dando peso desproporcional às pequenas probabilidades.

Estas conclusões entram em conflito com a teoria da utilidade esperada e lançam dúvidas sobre a validade dos modelos econômicos e financeiros fundamentais. Apesar disso, ou talvez por causa disso, a teoria das perspectivas vem ganhando muitos adeptos. Cada vez mais acadêmicos a vêm utilizando para explicar fenômenos no mercado de capitais que não podem ser explicados pela teoria moderna de finanças (*Modern Finance Theory*). A teoria das perspectivas ocupa um papel central na área chamada “finanças comportamentais” (*behavioral finance*), que, por sua vez, vem atraindo muita atenção tanto do mercado quanto da academia (a edição de novembro/dezembro de 1999 do *Financial Analysts Journal* foi inteiramente devotada às finanças comportamentais).

Os estudos relacionados às finanças comportamentais foram considerados como uma importante ferramenta conceitual em decorrência das sucessivas crises financeiras que não conseguiram ser explicadas pelo atual modelo clássico de finanças. Através das teorias comportamentais é possível contestar a idéia de que os investidores do mercado financeiro atuam sempre com racionalidade.

Para ilustrar o poder explanatório da teoria das perspectivas, vamos descrever dois exemplos onde a teoria moderna de finanças não conseguiu explicar o comportamento do mercado, mas a teoria das perspectivas o pôde fazê-lo.

No primeiro exemplo, Ding, Charoenwong e Seetoh (2004) explicam como analistas e investidores reagem a eventos positivos e negativos. Os autores estudam os erros de previsão dos analistas durante períodos nos quais empresas apresentam lucros negativos e lucros positivos. O trabalho sugere que o sentimento do investidor influencia a escala de erro da previsão do analista. A partir de dados empíricos de 2.084 empresas listadas na NYSE (*New York Stock Exchange*) e na AMEX (*American Stock Exchange*) de 1987 a 2000 e de previsões de analistas financeiros, os autores verificam que em momentos de alta do mercado ou no caso de empresas com lucro positivo, há uma tendência para um erro muito pequeno de previsão por parte dos analistas. Entretanto, esta relativa competência dos analistas em momentos de alta não é verificada em momentos de baixa do mercado ou em momentos de lucros negativos para as empresas. Neste segundo caso, verifica-se um índice de erros acentuadamente grande de maneira sistemática e crescente à medida que o resultado da empresa vai se tornando pior.

Ding, Charoenwong e Seetoh sugerem que como os investidores costumam avaliar o investimento no mercado financeiro como perda ou ganho e, dado a crescente aversão à perda verificada pela teoria das perspectivas, analistas evitariam fazer previsões pessimistas em momentos de baixa. Isto demonstra que o comportamento racional de previsão dos analistas pode estar sendo influenciado pelo sentimento dos investidores do mercado.

Outro ponto importante no trabalho foi a verificação da reação dos investidores a anúncios de lucros de empresas diferente do que foi previsto pelos analistas. É documentado na literatura financeira que investidores não reagem a lucros positivos ou

negativos iguais ao que foram previstos, mas somente aos diferentes.<sup>6</sup> O que se procurou responder é se as reações positivas são iguais às reações negativas. Constatase que a reação a perdas maiores que as previstas pelos analistas implicam em uma queda quase que instantânea do preço do ativo, porém, a partir desta reação inicial, os investidores se mantêm relutantes para se desfazer do ativo. No caso de ganhos maiores que o previsto, a valorização do ativo se mantém crescente durante períodos de tempo maiores. Isto indica que investidores são avessos ao risco em ganhos, mas amantes do risco em caso de perda, ou seja, os investidores preferem não realizar suas perdas, na esperança que o preço da ação se recupere. Este comportamento do investidor ocorre ainda que havendo o risco de perdas maiores nos preços das ações referentes a ajustes decorrentes dos lucros negativos.

Essa diferença de comportamento nos ganhos e nas perdas não pode ser explicada pela teoria da utilidade esperada, que assume que a decisão dos investidores baseia-se na riqueza final, mas é totalmente consistente com a teoria das perspectivas, na qual o comportamento dos investidores com relação ao risco depende da percepção da variação da riqueza como ganho ou como perda.

Um segundo exemplo interessante é o diagnóstico da **aversão míope a perdas**. Ao avaliar a performance do mercado de ações americano desde 1926, observa-se um retorno real médio anual bastante elevado. Se este resultado for comparado com o retorno real obtido com um título livre de risco como as *T-bills* americanas, constata-se um prêmio de risco muito elevado que dificilmente pode ser explicado apenas pela teoria da maximização da utilidade esperada.<sup>7</sup>

De acordo com a teoria da maximização da utilidade esperada, um prêmio de risco tão elevado atrairia investidores com horizonte longo de planejamento, fazendo com que os preços desses ativos se elevassem, reduzindo o prêmio pelo risco até um patamar mais baixo. Investidores que procuram retornos elevados no longo prazo incluem em seus portfólios ativos com mais risco, pois esperam que os retornos baixos que esses ativos eventualmente apresentam sejam superados por retornos bem maiores em um período adiante. Dessa forma, quanto maior o horizonte de planejamento de um investidor, maior será a participação de ativos de risco em sua carteira.

Todavia, tal desempenho do mercado acionário americano é mais bem compreendido através da teoria das perspectivas. Como vimos, esta teoria afirma que os indivíduos são mais sensíveis a reduções no seu nível de bem-estar do que a elevações. Assim, quanto menos freqüentemente os investidores avaliam sua performance, mais eles estarão dispostos a tomar risco, pois eles constatarão muito menos perdas. Dessa forma, quanto maior o tempo que o investidor pretende manter um ativo em seu portfólio, mais atrativo um ativo de risco será desde que seus investimentos não sejam avaliados freqüentemente. Esses dois fatores combinados, aversão a perdas e período de avaliação curto, são denominados como aversão míope a perdas por Benartzi e Thaler (1995).

As aplicações desta teoria podem ser verificadas na prática. Os fundos de pensão americanos apresentam, em média, 60% do seu portfólio destinados a ações e 40%

<sup>6</sup> Isto também sugere uma outra aplicação de Tversky e Kahneman (1979), no qual os autores afirmam que perdas e ganhos estão referenciados a um estado neutro.

<sup>7</sup> O retorno real no mercado de ações nesse período foi algo em torno de 7% ao ano, enquanto que as treasury bills emitidas pelo governo norte-americano proporcionaram retornos inferiores a 1% (BENARTZI E THALER, 1995).

destinados a títulos livres de risco. Dado que esses fundos de pensão têm um horizonte de planejamento teoricamente infinito, a participação das ações nessas carteiras deveria ser bem maior. Todavia, os gestores desses fundos sofrem de aversão míope a perdas provocada por conflitos de agência. Apesar do fundo ter um horizonte muito longo ou até mesmo infinito, os gestores não esperam permanecer nesse emprego para sempre. Esses gestores freqüentemente devem apresentar relatórios de performance, o que causa um conflito de interesses entre os gestores do fundo e os seus acionistas. Assim, apesar do fundo teoricamente ter que apresentar uma grande parcela de seus recursos aplicados em ações, os seus gestores não se expõem tanto ao risco por avaliarem muito freqüentemente suas performances.

O mesmo ocorre com os fundos de algumas universidades e fundações. Essas fundações também deveriam tratar os recursos oriundos de seus fundos como uma perpetuidade e, dessa forma, deveriam apresentar grande parcela de seus recursos aplicada no mercado acionário. Todavia, além dos conflitos de agência já apresentados no caso de fundos de pensão, as universidades e fundações apresentam regras de gastos que também provocam aversão míope a perdas. Essas regras especificam uma restrição orçamentária que determina que só pode ser gasto um percentual do valor obtido por uma medial móvel de alguns anos do valor desse fundo. Como essa média móvel costuma ter uma janela de no máximo 5 anos, uma queda abrupta ou um período um pouco mais longo de baixa no mercado acionário causam um efeito acentuado nos gastos. Assim, essas instituições abrem mão de receber um prêmio de risco elevado em troca de manter um orçamento operacional estável.

Constatações como as descritas nos exemplos anteriores mostram o poder das finanças comportamentais e nos dão uma idéia do que está por vir. O estudo da psicologia e do comportamento do investidor e os testes empíricos da teoria das perspectivas prometem resultados na explicação de fenômenos não explicados pela teoria moderna de finanças tais como o efeito calendário e a reflexividade de George Soros, além de muitos outros estudos em andamento. Mais detalhes podem ser encontrados em [www.behaviouralfinance.net](http://www.behaviouralfinance.net).

#### Bibliografia

- BENARTZI, Shlomo; THALER, Richard H. Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, No. 1, fev 1995, 73-92.

- Ding, D.; Charoenwong, C; e Seetoh, R. (2004). "Prospect theory, Analyst forecast and stock returns". *Journal of Multinacional Financial Management*. Pg 425-442.

- Tversky, A., Kahneman, D., (1979). Prospect theory: an analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47, p. 263-292.