

# Economia & Conjuntura

# Apresentação

## Antonio Licha

A economia brasileira apresentou em 2006 um conjunto amplo de resultados positivos, como um baixa taxa de inflação, saldo elevado na balança comercial, melhora na estrutura da dívida pública e expansão forte da massa salarial real, das vendas do comércio varejista e do crédito. O aspecto negativo foi o crescimento frustrante do PIB e, especialmente, da indústria de transformação.

O baixo crescimento da produção foi acompanhado de um aumento significativo da demanda doméstica, impulsionada pela redução da taxa de juros nominal. O que explica o descompasso entre PIB e demanda doméstica é a contribuição negativa das exportações líquidas (que deve ser de -1,2% em 2006 frente a uma contribuição de 0,8% em 2005). Este impacto contracionista é explicado principalmente por uma taxa de câmbio apreciada que afetou negativamente a competitividade da economia brasileira, substituindo produção doméstica por bens importados e reduzindo as exportações em volume. Assim, o baixo crescimento do PIB parece estar muito mais relacionado à apreciação cambial do que a uma taxa de juros real ainda elevada ou a uma restrição imposta pelo produto potencial (demanda não atendida pela capacidade produtiva instalada).

Em 2007 a restrição mais forte ao crescimento deve continuar sendo a apreciação cambial, não existindo ainda restrições pelo lado da oferta. Este ponto é analisado em detalhe no Panorama Macroeconômico. No cenário básico do Grupo de Conjuntura, a economia deve crescer no próximo ano de forma semelhante à taxa observada entre o 4º trimestre de 2005 e o 4º trimestre de 2006. A manutenção do ritmo de crescimento do nível de atividade leva a que projetemos para 2007 uma taxa de crescimento do PIB de 3,8%.

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)
- Frederico Felipe Medeiros – [fredfmedeiros@yahoo.com.br](mailto:fredfmedeiros@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)
- Silvio Salles – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)

## **Estagiários**

- Érique Fernandes Pereira de Morais
- 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>16</b>
<b>Nível de Atividade Industrial</b>	<b>17</b>
<b>Inflação</b>	<b>22</b>
<b>Crédito</b>	<b>26</b>
<b>Política Fiscal</b>	<b>31</b>
<b>Setor Externo</b>	<b>38</b>

# Panorama Macroeconômico

## Caio Prates

O crescimento frustrante do PIB acabou sendo um dos aspectos mais marcantes do desempenho macroeconômico em 2006. Mas, neste ano, a economia brasileira também apresentou um amplo conjunto de resultados positivos, como o comportamento da inflação e das contas externas, a eliminação da dívida líquida cambial (externa e interna) do setor público e a firme expansão da massa salarial e das vendas do comércio varejista. Além disso, como mostra a tabela 1, os indicadores financeiros de expectativas evoluíram muito favoravelmente, com o risco Brasil e as taxas de juros longas (como o Swap pré x DI de um ano nominal e real) tendo chegado aos seus menores níveis históricos.

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	Swap de 1ano PréxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante <sup>(3)</sup>	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
17/jan/2006 <sup>(2)</sup>	294	237	57	2,29	15,94	10,84	4,33	64,90
07/mar/2006 <sup>(2)</sup>	229	197	32	2,17	15,10	10,23	4,72	61,17
18/abr/2006 <sup>(2)</sup>	231	189	42	2,13	14,58	9,99	4,98	72,51
30/5/2006 <sup>(2)</sup>	280	216	64	2,32	15,68	11,02	5,08	71,05
18/7/2006 <sup>(2)</sup>	242	210	32	2,20	14,55	9,73	5,13	74,36
29/8/2006 <sup>(2)</sup>	226	195	31	2,14	14,19	9,26	4,78	69,86
17/10/2006 <sup>(2)</sup>	213	187	26	2,14	13,29	8,88	4,77	60,94
28/11/2006 <sup>(2)</sup>	227	201	26	2,19	12,90	8,38	4,50	61,21
18/12/2006	203	178	25	2,15	12,43	7,97	4,58	62,13

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

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

Examinando-se, na tabela 2, as projeções do mercado feitas no início do ano e as mais recentes, percebe-se que: i) a inflação (IPCA) ficou bem abaixo do que se previa; ii) o saldo da balança comercial surpreendeu positivamente, a despeito da taxa de câmbio ter ficado bem mais apreciada do que o esperado (erro de previsão, neste caso, inteiramente explicado pelo surpreendente comportamento dos preços das exportações, já que estas em volume tiveram um mau desempenho); iii) a taxa Selic recuou bem mais que o previsto, mas isto decorreu basicamente do comportamento positivo da inflação (a taxa Selic real projetada em janeiro era menor do que a de fato acabou ocorrendo).

Tabela 2: Projeções do Mercado

	2006		2007
	6/jan	15/dez	15/dez
IPCA (%)	4,50	3,11	4,06
PIB (% de Crescimento)	3,50	2,76	3,50
Balança Comercial (US\$ Bilhões)	37,00	45,00	38,00
Conta Corrente (US\$ Bilhões)	8,00	12,96	6,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)			
Fim do Ano	2,40	2,15	2,25
Média do ano	2,35	2,17	2,20
Taxa Selic			
Fim do Ano	15,00	13,25	12,00
Média do ano	15,94	15,09	12,31

Fonte: Banco Central

O grande destaque negativo do ano foi o comportamento do PIB. Como em períodos anteriores de redução da taxa Selic pós-Real o PIB sempre teve um bom desempenho, esperava-se que o mesmo fosse ocorrer no ciclo atual de queda da taxa de juros básica, iniciado em setembro de 2005. Além disso, a atividade econômica foi favorecida neste ano por fatores como a flexibilização da política fiscal (primeira redução do superávit primário desde 1997) e o aumento significativo da massa salarial e do crédito. Esta combinação de fatores deveria, em princípio, ter levado a um desempenho positivo do PIB. No entanto, seu crescimento em 2006 foi bastante modesto – de 2,8%, segundo as projeções mais recentes do mercado e do Grupo de Conjuntura. A que atribuir este mau desempenho? Restrição de oferta por conta do baixo crescimento do produto potencial? Rigidez excessiva da política macroeconômica (em particular, da política monetária)? Que desempenho esperar para o PIB no próximo ano?

Para o exame destas questões, é importante ter-se em conta três aspectos do comportamento do PIB em 2006: i) o crescimento da demanda doméstica foi bem superior ao do PIB; ii) houve um aumento significativo do investimento; iii) a expansão do PIB ponta a ponta (4º tri 06/4º tri 05) não deverá ser tão baixa quanto a indicada pelo critério convencional (ano contra ano).

Como se percebe na tabela 3, enquanto o PIB cresceu apenas 2,5% no acumulado do ano até o 3º trimestre, a taxa de crescimento da demanda doméstica (consumo mais investimento) neste período foi de 3,9%. A estimativa do Grupo de Conjuntura é que o ano de 2006 se encerrará com taxas anuais do crescimento do PIB e da demanda doméstica de, respectivamente, 2,8% e 4,2%. Assim, a demanda vem crescendo a uma taxa razoavelmente elevada, e bem superior a do ano passado (quando cresceu 2,5%). Como o principal efeito negativo esperado da taxa de juros alta sobre a atividade econômica reside na contenção da demanda doméstica, o crescimento desta em 2006 sugere que a responsabilidade da taxa de juros (ainda elevada) no baixo crescimento do PIB neste ano não foi tão grande.

Tabela 3: Taxas de Crescimento da Demanda Doméstica e do PIB

I) Últimos 4 trimestres/4 trimestres imediatamente anteriores	Consumo		FBCF	Demanda Doméstica (Consumo+ FBCF)	PIB
	Famílias	Governo			
1999 IV	-0,4	2,4	-7,2	-1,2	0,8
2000 IV	3,8	1,3	4,5	3,5	4,4
2001 IV	0,5	0,9	1,0	0,7	1,3
2002 IV	-0,4	1,3	-4,2	-0,8	1,9
2003 IV	-1,5	1,3	-5,1	-1,6	0,5
2004 IV	4,1	0,1	10,9	4,5	4,9
2005 IV	3,1	1,6	1,6	2,5	2,3
2006 III	3,6	1,6	5,2	3,5	2,3
II) Acumulado no Ano					
2006 III	3,7	1,9	6,0	3,9	2,5
2006 IV <sup>1</sup>	4,3	2,0	6,2	4,2	2,8

Fonte: IBGE

<sup>1</sup> estimativa do Grupo de Conjuntura

O crescimento da demanda doméstica maior do que o do PIB tem necessariamente, como contrapartida, a redução (em % do PIB) dos estoques na economia e/ou das exportações líquidas de bens e serviços (através de um crescimento do volume das importações superior ao das exportações). Até o segundo trimestre, tanto os estoques quanto as exportações líquidas vinham contribuindo negativamente para o crescimento do PIB acumulado no ano. Contudo, como mostra a tabela 4, no acumulado no ano até o 3º trimestre, a contribuição da variação de estoques deixou de ser negativa, enquanto as exportações líquidas “roubaram” 1,1 ponto percentual do crescimento no período. Para o ano como um todo, o GC projeta uma contribuição para o crescimento do PIB de -1,2 ponto percentual das exportações líquidas, de zero para a variação de estoques, e de 4 pontos percentuais para a demanda doméstica, daí resultando o crescimento previsto do PIB de 2,8%. Assim, o crescimento do PIB em 2006 será apenas ligeiramente maior do que o de 2005 (2,8% contra 2,3%). Contudo, estes resultados semelhantes – que poderiam sugerir uma baixa resposta da atividade econômica à flexibilização da política econômica – encobrem diferenças significativas na composição do crescimento. Na verdade, houve, de 2005 para 2006, um aumento significativo da demanda doméstica (impulsionado em boa medida pela redução da taxa de juros). Por sua vez, a contribuição das exportações líquidas para o crescimento teve uma redução acentuada, passando de 0,8 ponto percentual em 2005 para estimados -1,2 ponto percentual em 2006 – ou seja, um impacto contracionista sobre o PIB de 2 pontos percentuais entre 2005 e 2006.

Tabela 4: PIB - Contribuição ao Crescimento

I) Últimos 4 trimestres/4 trimestres imediatamente anteriores	Demanda Doméstica <sup>(a)</sup>	Varição de Estoques <sup>(b)</sup>	Exportações Líquidas <sup>(c)</sup>	PIB (a+b+c)
1999 IV	-1,2	-0,2	2,2	0,8
2000 IV	3,5	1,2	-0,3	4,4
2001 IV	0,7	-0,5	1,1	1,3
2002 IV	-0,8	0,0	2,7	1,9
2003 IV	-1,6	0,4	1,7	0,5
2004 IV	4,3	-0,5	1,1	4,9
2005 IV	2,3	-0,9	0,8	2,3
2006 III	3,4	-0,4	-0,7	2,3
II) Acumulado no ano				
2006 III	3,6	0,1	-1,1	2,5
2006IV <sup>1</sup>	4,0	0,0	-1,2	2,8

Fonte: IBGE

<sup>1</sup>estimativa do Grupo de Conjuntura

A que se deve a redução tão acentuada da contribuição das exportações líquidas para o crescimento entre 2005 e 2006? Como as exportações brasileiras não foram afetadas negativamente por nenhuma desaceleração brusca das exportações mundiais em volume (ao contrário, as exportações mundiais em 2006 devem ter crescido a uma taxa, em volume, levemente superior a de 2005), a queda das exportações líquidas pode ter ocorrido por uma de duas razões: i) restrição de oferta que teria impedido o PIB de acompanhar a expansão da demanda doméstica; ii) impacto negativo da apreciação cambial sobre a competitividade da economia.

Na primeira alternativa, o modesto crescimento do PIB em 2006 decorreria essencialmente da insuficiência de capacidade produtiva. Haveria, portanto, um “trade off” entre demanda doméstica e exportações líquidas. A redução das exportações líquidas seria tão somente uma decorrência da expansão da demanda doméstica num contexto de restrição de oferta imposta pelo produto potencial, e não a causa do baixo crescimento do PIB.

Na segunda alternativa, que parece muito mais adequada para explicar o desempenho do PIB em 2006, o principal determinante da contribuição negativa das exportações líquidas para o PIB neste ano (e seu baixo crescimento) teria sido a apreciação cambial. O câmbio apreciado teria afetado negativamente a competitividade da economia, levando ao deslocamento da produção doméstica por bens importados (efeito potencializado pela elevada carga tributária) e prejudicando o desempenho das exportações em volume, com impacto negativo sobre as exportações líquidas e o crescimento do PIB. Elevar o crescimento do produto potencial constitui, certamente, um requisito indispensável para que a economia possa crescer a taxas mais elevadas (por exemplo, de 5% aa) de forma sustentada nos próximos anos. Mas não parece correto atribuir o baixo crescimento (e a redução das exportações líquidas) em 2006 a uma restrição imposta pelo produto potencial. O nível atual de utilização da capacidade instalada ainda mostra uma certa folga. E as sondagens realizadas ao longo do ano junto a indústria não sugeriram, de modo algum, que a falta de capacidade produtiva tenha sido uma restrição relevante ao crescimento neste ano.

O descompasso entre demanda e oferta e a redução das exportações líquidas (com crescimento, em volume, das importações bem superior ao das exportações), evidenciado pelos dados das Contas Nacionais Trimestrais, tem sido confirmado pelo comportamento de diferentes indicadores do nível de atividade apresentados na tabela 5. Note-se, nesta tabela, que os indicadores de consumo – vendas do comércio e massa salarial – vem crescendo em 2006 a taxas (12 meses) expressivas e bem mais elevadas do que as da produção industrial e do PIB. Por sua vez, a tabela 5 mostra uma aceleração significativa das taxas de crescimento (12 meses) das importações em quantum ao longo do ano em simultâneo à desaceleração das exportações. No caso do quantum importado, seu crescimento tem resultado em elevação significativa da relação importação/demanda doméstica em diversos setores industriais. Isto em si não teria maior gravidade se a indústria estivesse crescendo a um bom ritmo. Mas este fato se torna preocupante no contexto atual de baixo crescimento da produção industrial, sugerindo um deslocamento da produção doméstica por bens importados. Quanto ao comportamento do quantum exportado, chama a atenção, na tabela 5, a forte desaceleração das exportações de manufaturados desde o final de 2004, que certamente contribuiu de forma relevante para a desaceleração do crescimento da produção industrial no período.

Tabela 5: Indicadores de Nível de Atividade - Variação % em 12 Meses

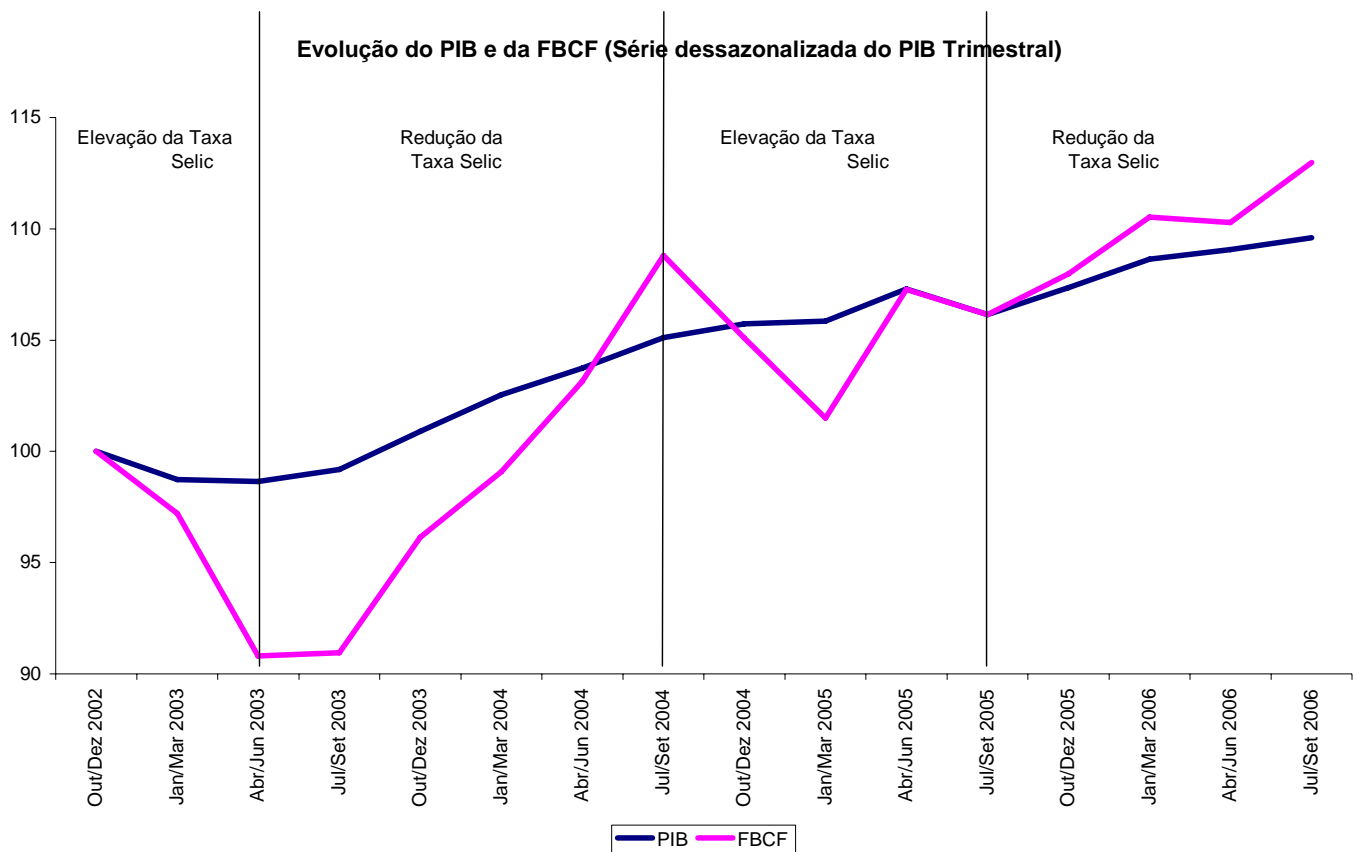
	dez/04	dez/05	jun/06	set/06	out/06	nov/06
I) PIB	4,9	2,3	1,7	2,3	-	
II) Indústria Geral (a)	8,3	3,1	2,0	2,3	2,74	
III) Vendas do Comércio Varejista	9,3	4,8	5,3	5,5	-	
IV) Massa Salarial	2,4	5,0	5,7	6,0	6,4	
V) Exportações (quantum)						
*Totais	19,2	9,3	4,7	4,1	5,3	4,0
*Manufaturados (b)	26,1	11,0	4,6	3,1	4,4	3,1
VI) Importações (quantum)						
*Totais (c)	18,1	5,4	8,1	11,2	14,4	16,5
*Bens Intermediários (d)	21,0	6,0	8,0	11,4	14,1	15,3
(b)/(a)	3,1	3,5	2,3	1,3	1,9	
(c)/(a)	2,2	1,7	4,1	4,8	5,3	
(d)/(a)	2,5	1,9	4,0	4,9	5,1	

Fonte: IBGE e FUNCEX

Em suma, o descompasso entre demanda doméstica e oferta (e a redução das exportações líquidas de bens e serviços como forma de suprir a demanda excedente) tem sido uma característica marcante do desempenho do PIB em 2006. O fato do PIB ter crescido pouco, não acompanhando o aumento da demanda, parece muito mais relacionado à apreciação cambial do que à taxa de juros ainda elevada (que, bem ou mal, foi compatível com um crescimento bem razoável da demanda) ou ao baixo crescimento do produto potencial.

Outro aspecto marcante no desempenho do PIB em 2006, foi o comportamento do investimento. Apesar das restrições usualmente apontadas para o aumento do investimento – juros altos, carga tributária muito elevada, baixo investimento público em infra-estrutura e marco regulatório pouco atrativo para o investimento privado no setor -, a FBCF cresceu 6% no acumulado do ano até o 3º trimestre (contra 2,5% de expansão do PIB). E o GC estima para o ano de 2006 uma taxa de crescimento do investimento de 6,2%, com destaque para um aumento previsto de 8% para a absorção doméstica de máquinas e equipamentos.

A FBCF tem sido, em regra, bastante sensível à trajetória da taxa de juros – crescimento significativo (e superior ao do PIB) em períodos de queda da taxa Selic, e o inverso ocorrendo em períodos de elevação da taxa de juros básica. Como evidencia o gráfico 1, que mostra a evolução do PIB trimestral e da FBCF durante o governo Lula, este padrão de comportamento vem sendo rigorosamente mantido nos últimos anos. E, no período atual de redução da taxa Selic, mais uma vez o crescimento do investimento tem sido expressivo e maior do que o do PIB. Além da queda da taxa de juros, outro fator de estímulo ao investimento em 2006 foi a redução dos preços dos bens de capital proveniente da apreciação cambial. Sob este aspecto (e também obviamente na redução da inflação) o câmbio apreciado tem sido benéfico para a economia. Além de aumentar a capacidade de produção da economia, a importação de máquinas e equipamentos pode estar contribuindo também para o aumento da produtividade da indústria, na medida em que os bens de capital importados incorporem tecnologias mais modernas. A questão é saber em que medida este ganho de produtividade será capaz de amenizar o impacto negativo do câmbio apreciado sobre a produção de bens comercializáveis, que vem se tornando cada vez mais evidente em diversos setores.



Com o aumento em curso do investimento diminui o risco de um estreitamento do hiato do produto em 2007 que gere pressões inflacionárias, inviabilize a continuidade da redução da taxa Selic, e afete negativamente o crescimento do PIB no próximo ano. É verdade, porém, que o nível atual (trimestre agosto/outubro) de utilização da capacidade instalada da indústria, embora razoavelmente distante do pico para este trimestre atingido em 2004 (tabela 6), é elevado pelos padrões históricos – do início

dos anos 90 para cá só é inferior, no trimestre agosto/outubro, ao observado em 2004. Assim, o risco de que, na hipótese de um crescimento vigoroso, em 2007 o hiato do produto se reduza excessivamente não pode ser descartado. Mas i) não há razão convincente para que se tome o pico de 2004 como teto para o nível de utilização da capacidade (a interpretação da elevação da inflação em 2004 como decorrência de que a oferta teria esbarrado no teto dado pelo produto potencial é bastante discutível), e ii) o mais provável é que o aumento do investimento e o crescimento moderado do PIB na margem mantenham o hiato do produto em nível confortável para o controle da inflação.

Tabela 6: Produção Industrial e Nível de Utilização da Capacidade Instalada

	Produção Industrial Var % em relação ao mesmo trimestre do ano anterior	NUCI (CNI) Nível Médio no Trimestre
Tri ago-out/04	7,8	84,2
Tri ago-out/05	1,3	81,9
Tri ago-out/06	3,2	82,6

Fonte: IBGE, CNI

Finalmente, o terceiro aspecto importante a ter-se em conta no comportamento do PIB em 2006 refere-se ao seu crescimento ponta a ponta (4º tri 06/ 4º tri 05) neste ano. Nos 2º e 3º trimestres deste ano, o crescimento do PIB (relativamente ao trimestre imediatamente anterior) foi bastante modesto. Mas no 4º trimestre seu crescimento deverá ser mais elevado. Com isto, o crescimento do PIB ponta a ponta não deverá ser tão baixo quanto o sugerido pela taxa anual. Esta taxa de expansão na margem – e não a taxa anual em 2006 – é que deve ser tomada como referência, quando se examinam as perspectivas de crescimento da economia em 2007.

Os requisitos de crescimento na margem implícitos nas projeções atuais de crescimento do PIB em 2006 e 2007 são apresentados na tabela 7, que mostra diferentes simulações para o crescimento do PIB neste período. Para 2006, esta tabela parte das taxas de crescimento no ano consideradas hoje mais prováveis – entre 2,7% e 2,9% – e mostra o crescimento requerido no 4º trimestre (relativamente ao trimestre anterior e ao mesmo trimestre do ano anterior) para que estas taxas sejam atingidas. Para 2007, consideram-se três hipóteses de crescimento ponta a ponta e as taxas anuais de crescimento do PIB daí resultantes, caso o PIB tenha crescido em 2006 2,7%, 2,8% ou 2,9%.

Tabela 7: Crescimento do PIB em 2006 e 2007

Crescimento em 2006			Crescimento em 2007			
Anual <sup>(a)</sup>	Crescimento Requerido no 4º trimestre para (a)		Anual <sup>(1)</sup>	Anual <sup>(2)</sup>	Anual <sup>(3)</sup>	Crescimento Médio tri/tri imediatamente anterior (em % ao ano)
	em relação ao 3º tri/06	em relação ao 4º tri/05				
2,7	1,0-1,3	3,0-3,3	3,1-3,3	3,4-3,6	3,7-3,9	3,0-3,3
2,8	1,4-1,7	3,4-3,7	3,3-3,5	3,6-3,8	3,9-4,1	3,4-3,7
2,9	1,8-2,0	3,8-4,1	3,6-3,8	3,9-4,1	4,2-4,4	3,8-4,1

Fonte: IBGE

(1) Supondo-se crescimento do PIB em 2006 de 2,7%

(2) Supondo-se crescimento do PIB em 2006 de 2,8%

(3) Supondo-se crescimento do PIB em 2006 de 2,9%

Os pontos mais relevantes a destacar na tabela 7 são: i) se o crescimento do PIB em 2006 for de 2,8%, como projeta atualmente o mercado e o Grupo de Conjuntura, o ano de 2006 se encerrará com uma expansão ponta a ponta no intervalo 3,4%-3,7% (com taxas neste intervalo, o crescimento anual do PIB em 2006 ficará entre 2,75% e 2,84%) – desempenho insatisfatório mas claramente melhor do que o sugerido pelos 2,8% da taxa anual, e bem acima do ponta a ponta em 2005 (1,4%); ii) partindo-se de um crescimento do PIB de 2,8% em 2006, a projeção do mercado para 2007, embora aponte para uma taxa anual superior a de 2006 (3,5%), supõe implicitamente uma desaceleração do crescimento do PIB na margem, com o crescimento ponta a ponta em 2007 ficando abaixo de 3,4% (entre 3,1% e 3,2%); iii) caso se confirme o crescimento do PIB de 2,8% em 2006, a taxa anual de 3,8% prevista pelo GC para 2007 representará tão somente a manutenção de um crescimento ponta a ponta no próximo ano semelhante ao deste ano (3,8% tem como requisito uma expansão ponta a ponta em 2007 entre 3,6% e 3,7%); iv) o “carry over” de 2006 deverá fazer com que as taxas de crescimento do PIB ponta a ponta e anual fiquem próximas em 2007, diferentemente de 2006 (neste ano, o baixo “carry over” de 2005 afetou negativamente a taxa anual, tornando-a inferior ao crescimento ponta a ponta).

Que desempenho deve se esperar do PIB em 2007? Seu ritmo de crescimento na margem será menor do que o de 2006 (como está implícito na taxa anual de 3,5% prevista pelo mercado para o próximo ano)? Ou o crescimento na margem observado em 2006 será mantido ou mesmo acelerado?

O cenário básico do GC para 2007 é – conforme mencionado acima – de uma expansão do PIB entre o 4º trimestre de 2006 e o 4º trimestre de 2007 semelhante a observada entre o 4º trimestre de 2005 e o 4º trimestre de 2006, daí resultando uma taxa de crescimento no ano de 3,8%. As principais premissas deste cenário de crescimento do PIB são as seguintes: i) cenário externo ainda favorável, com desaquecimento suave da economia mundial, preços das exportações brasileiras relativamente estáveis daqui para frente (mas com aumento de cerca de 4% em 2007 por conta do “carry over” de 2006) e liquidez abundante para as economias emergentes; ii) taxa de câmbio estável, em decorrência do cenário externo benigno, do risco Brasil muito baixo, da manutenção de um saldo na balança comercial muito elevado em 2007 (embora menor do que o de 2006, recuando de US\$ 45 bilhões para US\$ 37 bilhões), do saldo novamente positivo na conta corrente (US\$ 7,2 bilhões), e de um ingresso significativo de investimentos estrangeiros no país (investimento direto e em carteira) – nestas condições, mesmo com uma queda esperada substancial da taxa Selic real em 2007, a abundância de dólares (inclusive pelo fato de que a taxa de juros real continuará muito elevada pelos padrões internacionais) garantirá a estabilidade do câmbio; iii) hiato do produto indicando uma certa folga da capacidade produtiva na economia, por conta do aumento do investimento em curso e do crescimento relativamente moderado do PIB em 2007 (3,8%) – crescimento mais uma vez bem inferior ao da demanda doméstica (consumo mais investimento), estimado pelo GC em cerca de 5%, sendo a demanda excedente atendida novamente pela redução das exportações líquidas de bens e serviços; iv) inflação (IPCA) de novo abaixo do centro da meta, comportamento positivo favorecido pela estabilidade da taxa de câmbio e pelo hiato do produto em nível compatível com o controle da inflação; v) continuidade da redução da taxa Selic (para 11,25% em dezembro de 2007) viabilizada pelo bom comportamento da inflação.

Nestas condições, o GC projeta um crescimento ponta a ponta do PIB em 2007 (4º tri 07/4º tri 06) igual ou ligeiramente superior ao de 2006 (entre 3,6% e 4,0%). Contribuiriam para isto: i) uma taxa Selic real substancialmente mais baixa do que a deste ano (7,9% contra 11,6% em 2006); ii) o impacto positivo sobre a confiança dos agentes econômicos (estimulando, em particular, o investimento) da previsibilidade cada vez maior da economia, com a continuidade da inflação baixa, taxa de câmbio estável e taxa Selic em declínio gradual; iii) uma possível elevação de estoques, num contexto de juros bem mais baixos e expectativas de expansão da demanda, contribuindo positivamente para o crescimento do PIB; iv) continuidade da expansão da massa salarial e do crédito.

A restrição mais forte ao crescimento em 2007 deve continuar sendo a apreciação cambial e a contribuição negativa das exportações líquidas para o crescimento do PIB daí decorrentes. Dado o nível atual de utilização da capacidade instalada da indústria (inferior ao de 2004), o aumento do investimento em curso, e a perspectiva de um crescimento em 2007 não muito elevado, não é de se esperar que o crescimento do PIB seja contido por restrição de oferta.

Finalmente, um aspecto importante a ter-se em conta em 2007 é o impacto da provável flexibilização da política fiscal sobre a taxa de juros. Ao que parece, o pacote do governo para acelerar o crescimento envolverá uma redução do superávit primário para 3,75% do PIB, devido ao aumento dos investimentos públicos a serem incluídos no PPI (que podem ser descontados do gasto público para efeito de cumprimento da meta de superávit primário de 4,25%). Medidas, como se espera neste pacote, de desoneração seletiva de tributos (para impulsionar o crescimento em alguns setores) e de aumento do investimento público em infra-estrutura são obviamente importantes para acelerar o crescimento. Contudo, acompanhadas por uma redução do superávit primário, seu efeito expansionista sobre a atividade econômica poderá ser amortecido por um impacto negativo sobre a taxa de juros.

A elevada relação dívida líquida do setor público/PIB constitui uma das principais anomalias da economia brasileira quando comparada com as principais economias emergentes, e é em parte responsável pelo “prêmio de risco” implícito na taxa de juros básica ainda muito alta praticada no país. Portanto, sinalizar, via redução do superávit primário, uma queda mais lenta da relação dívida pública/PIB certamente não favorece a queda da taxa de juros. Além disso, seja qual for o limite ao crescimento imposto atualmente pelo produto potencial – para o GC este ainda é desconhecido, e não de 3,0% -3,5% como muitos economistas consideram – este limite não é provavelmente muito elevado. Assim, quanto mais expansionista for a política fiscal, menor será o espaço para a redução da taxa de juros. O “mix” de política econômica mais adequado para estimular o crescimento seria outro: a manutenção de uma política fiscal apertada (com melhora da qualidade do ajuste fiscal) contribuindo para que se tenha uma taxa de juros substancialmente mais baixa e, como decorrência disso, uma taxa de câmbio um pouco mais desvalorizada. Uma flexibilização prematura da política fiscal aponta em outra direção, a de uma redução mais lenta da taxa Selic e de um câmbio mais apreciado.

De todo modo, o pacote a ser anunciado também envolverá medidas de contenção do gasto corrente do governo, cujo crescimento a taxas sistematicamente muito elevadas desde 1995 tem sido um fator decisivo de piora da qualidade do ajuste fiscal (por

forçar o aumento da carga tributária e a contenção do investimento público). E o mais provável é que a flexibilização cautelosa da política fiscal – que deve dar o tom das medidas fiscais do pacote – não chegue a afetar tão negativamente a taxa de juros (taxa Selic e taxas longas) a ponto de inviabilizar o cenário de crescimento do PIB previsto pelo Grupo de Conjuntura.



# Projeções do Grupo de Conjuntura

	Projeções			
	2006		2007	
	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	3,11	3,10	4,06	4,05
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	2,76	2,80	3,50	3,80
Saldo Comercial (US\$ bi)	45,00	45,10	38,00	37,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	12,96	14,50	6,00	7,20
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)				
Final do Ano	2,15	2,15	2,25	2,25
Média do Ano	2,17	2,17	2,20	2,21
Taxa Selic				
Acumulada no ano	15,09	15,09	12,31	12,20
Final do Ano	13,25	13,25	12,00	11,25

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

\*Segundo levantamento do BC junto ao mercado realizado em 15/12/2006 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

**Paulo Gonzaga & Silvio Salles**

Depois do resultado negativo em setembro (-1,1%), a indústria volta a crescer em outubro (0,8%) na comparação frente ao mês anterior, na série com ajustamento sazonal, e alcança seu melhor resultado dos últimos quatro meses. Parte desse crescimento deve-se a ausência em outubro de vários fatores atípicos que acabaram por caracterizar o desempenho de setembro como um “ponto fora da curva”, o principal a greve na indústria automobilística.

Brasil - outubro 2006

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

\*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

O destaque esse mês foi o setor de bens de consumo duráveis (3,2%) com sua segunda melhor marca do ano. Os demais resultados não são muito alentadores. Bens de consumo semiduráveis e não duráveis aponta crescimento de 0,4% pelo segundo mês consecutivo, mas com desempenho abaixo da média da indústria. Bens intermediários apresentou pelo segundo mês evolução negativa (-0,2%), embora seu decréscimo tenha sido menor que no mês anterior (-2,1%). Mais preocupante é a situação de bens de capital que recua 1,6%, sua pior marca em sete meses, e acumula perda de 2,7% nos dois últimos meses.

Mas por que a indústria não reage e passa a crescer a taxas mais expressivas? Enquanto o volume de vendas no comércio varejista cresceu 5,9% no acumulado até outubro, frente a igual período do ano anterior, a indústria só cresceu 2,9% e é pouco provável que esse resultado melhore muito até dezembro. É sabido que: reformas estruturais precisam ser feitas (ex: tributária); as exportações estão sendo prejudicadas pelo câmbio desfavorável; as taxas de juros reais ainda estão elevadas; as famílias já estão muito endividadas; e que o efeito Copa do Mundo passou, deixando estoques elevados no setor eletroeletrônico que está demitindo por conta expectativas muito otimistas em 2006. Esperava-se que fatores negativos fossem em parte compensados pelo aumento real do salário mínimo, programas sociais (ex: bolsa família), inflação baixa e reajustes salariais favoráveis de categorias importantes de trabalhadores (ex: bancários), maior oferta de crédito para consumo, itens que têm impacto positivo sobre o desempenho da indústria, mas isso até aqui não aconteceu.

A resposta para o pouco dinamismo da indústria passa pelo impacto do incremento das importações e por uma análise do comportamento de subsetores das categorias de uso da indústria. Como se pode verificar na tabela abaixo, os subsetores de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, que no acumulado do ano registram pior desempenho, variando de estabilidade (têxtil 0,3%) à contração (couros e peles -4,3% e vestuário -5,3%), são exatamente os mais afetados pela penetração das importações. Cabe destacar, no entanto, que nos três subsetores mencionados o resultado da ponta da série (indicador mensal de outubro) registra um desempenho melhor que o acumulado do ano, o que sugere a possibilidade de um quadro melhor nos próximos meses.

Bens de Consumo Semiduráveis e Não	Acumulado Jan-Ago	Mensal		Acumulado Jan-Out
		Set	Out	
Bebidas	8,0	5,8	8,0	7,8
Refino de petróleo e produção de álcool	7,3	6,8	-3,3	6,0
Fumo	7,5	-4,3	3,6	5,9
Farmacêutica	5,7	2,7	5,0	5,3
Demais Atividades*	2,6	7,3	11,0	3,9
Edição e impressão	1,5	4,8	13,0	3,0
<b>Total</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>5,4</b>	<b>2,9</b>
Sabões, detergentes e artigos de perfumaria	-0,5	8,3	14,1	1,7
Alimentos	1,3	-1,4	3,8	1,3
Têxtil	0,8	-5,2	1,7	0,3
Couros e calçados	-4,9	-3,4	-1,3	-4,3
Vestuário	-6,3	-6,2	2,5	-5,3

Fonte: IBGE – PIM-PF

Nos subsetores de bens intermediários, categoria de uso que responde por cerca de 55% da produção industrial total, no acumulado do ano, a associação entre o desempenho negativo ou estabilidade da produção com o aumento das importações é evidente em autopeças (veículos automotores -1,0%), mas não tão nítido em refino de petróleo e produção de álcool (-0,1%), outros produtos químicos (-2,1%) e produtos de metal (-6,8%).

Bens Intermediários por Atividade	Acumulado Jan-Ago	Mensal		Acumulado Jan-Out
		Set	Out	
Indústrias Extrativas	7,8	4,9	4,8	7,2
Alimentos	3,7	8,0	1,6	4,0
Demais Atividades	3,2	2,6	3,5	3,1
Metalurgia básica	2,4	4,9	6,3	3,0
Têxtil	2,8	1,9	4,0	2,8
Celulose e papel	3,0	2,8	0,8	2,7
Minerais não metálicos	2,2	3,0	6,0	2,6
Borracha e plástico	2,3	1,3	4,5	2,5
<b>Total</b>	<b>2,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
Refino de petróleo e produção de álcool	1,6	-5,1	-8,2	-0,1
Veículos automotores	-0,7	-5,3	0,4	-1,0
Outros produtos químicos	-2,1	-3,8	0,0	-2,1
Produtos de metal	-7,0	-9,4	-2,5	-6,8

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Indústria

Esses resultados são aparentemente paradoxais, pois cresce muito a produção das indústrias extrativas (7,2%) e, no entanto cai a de refino de petróleo. Aumenta a produção da metalúrgica básica (3,0%), porém diminui a de produtos de metal. Note que têxtil, como bem intermediário, tem evolução positiva (2,8%) embora tenha decréscimo de produção como bem de consumo. É importante destacar que no caso de refino de petróleo, os resultados mais recentes (indicador mensal de setembro e outubro) mostram contrações bem superiores que no acumulado no ano, o que é preocupante. A evolução positiva da produção interna de petróleo e da sua exportação, comparada ao desempenho (modesto) do setor de derivados de petróleo, sugere os efeitos de uma estratégia do setor de priorizar a importação destes últimos produtos.

Em bens de capital, o efeito predominante do aumento das importações parece ser positivo, pois os subsetores que sustentam o crescimento dessa categoria são forte importadores de insumos – máquinas para escritório e equipamentos de informática 50,6% e máquinas, aparelhos e materiais elétricos 29,4%. Mas há subsetores que sentem o impacto negativo das importações, como é o caso de material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações (-15,1%).

<b>Bens de Capital por Atividade</b>	<b>Acumulado Jan-Ago</b>	<b>Mensal Set</b>	<b>Mensal Out</b>	<b>Acumulado Jan-Out</b>
Máquinas para escritório e equipamentos de informática	50,5	49,5	52,3	50,6
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	33,9	10,3	19,5	29,4
Demais Atividades	11,5	19,3	19,7	13,2
<b>Total</b>	<b>5,7</b>	<b>0,3</b>	<b>9,3</b>	<b>5,5</b>
Máquinas e equipamentos	-1,9	-6,8	3,3	-1,9
Outros equipamentos de transporte	-1,1	-14,9	-12,2	-3,7
Veículos automotores	-4,2	-8,8	0,5	-4,2
Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações	-18,6	-8,9	6,7	-15,1

Fonte: IBGE – PIM-PF

Também em bens de consumo duráveis, o efeito predominante do aumento das importações parece ser positivo, pois os subsetores que crescem acima da média dessa categoria (outros equipamentos de transporte 13,0% e veículos automotores 7,7%) são grandes importadores de insumos.

Bens de Consumo Duráveis por Atividade	Acumulado	Mensal		Acumulado
	Jan-Ago	Set	Out	Jan-Out
Outros equipamentos de transporte	12,0	12,6	20,6	13,0
Veículos automotores	8,1	-1,4	13,6	7,7
<b>Total</b>	<b>6,4</b>	<b>5,4</b>	<b>12,0</b>	<b>6,9</b>
Máquinas e Equipamentos Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações	2,3	23,1	18,4	6,0
Mobiliário	-1,6	22,7	28,3	3,8
Demais Atividades	2,6	-24,5	-9,5	-2,1

Fonte: IBGE – PIM-PF

Portanto, as importações têm impactos positivos e negativos sobre a indústria. Os dados sugerem que o dinamismo das importações, nesse momento, traz impactos importantes para sustentar o baixo crescimento da indústria, e esse incremento é baixo, em boa medida, também devido ao aumento das importações, o que não deixa de ser paradoxal. As exportações estão com pouca influência no desempenho global da indústria, seus resultados vêm crescentemente sendo influenciados de forma predominante pela evolução dos preços e não do volume exportado. No acumulado do ano até outubro os setores de alta intensidade exportadora cresceram 3,3%, resultado não muito distante dos 2,6% alcançados pelos segmentos de baixa intensidade exportadora.

O PIB cresceu pouco no último trimestre em relação ao anterior, na série com ajuste sazonal (0,5%). Os destaques do terceiro trimestre foram a formação bruta de capital fixo (2,5%) e a agropecuária (1,0%), o primeiro com a melhor marca dos últimos quatro trimestres e o segundo, paradoxalmente, com o pior resultado nesse mesmo período. Vale ressaltar que a indústria e o consumo das famílias, que são setores de peso, tiveram desempenho igual ou muito próximo do PIB.

Setor de Atividade	2005		2006	
	Out-Dez	Jan-Mar	Abr-Jun	Jul-Set
PIB	1,2	1,2	0,4	0,5
Por Setor de Atividade				
Agropecuária	2,4	2,3	1,6	1,1
Indústria	1,3	1,2	0,0	0,6
Serviços	0,7	0,6	0,6	0,4
Por componentes da Demanda Final				
Consumo Famílias	1,4	0,5	1,0	0,5
Consumo Governo	0,1	1,2	0,6	0,1
FBKF	1,7	2,3	-0,2	2,5
Exportação	0,6	3,5	-5,1	8,6
Importação	0,6	10,9	-0,1	8,5

Fonte: IBGE – PIB trimestral

Para os próximos meses as perspectivas são boas, pois aparentemente a indústria já fez seu ajuste de estoques e como estão chegando encomendas de última hora do comércio a tendência é de maior aquecimento da produção industrial. Há que levar em conta que novembro vai registrar uma queda no número de dias trabalhados devido ao feriado do Dia da Consciência Negra que esse ano foi vigorou em vários estados (ex: RJ e SP).



# Inflação

**Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho**

## **Introdução: Um Balanço Geral da Inflação em 2006**

A inflação medida pelo IPCA deve fechar 2006 com crescimento de 3,10% (0,42% esperado para dezembro). Esse número marca uma trajetória de desinflação iniciada em 2003.

Desagregando o IPCA em bens e serviços (incluindo os administrados) é possível entender melhor a dinâmica recente de desinflação. A inflação de bens teve seu máximo de 24,1% em maio de 2003 (12 meses) e a de serviços 13,6% em junho do mesmo ano. Desde então, ambos entraram em uma trajetória de queda. Apenas em 2004 a inflação de bens acelerou (de 2,7% para 6,4%) resultando no aperto da política monetária. Nesse período serviços ficaram relativamente estáveis.

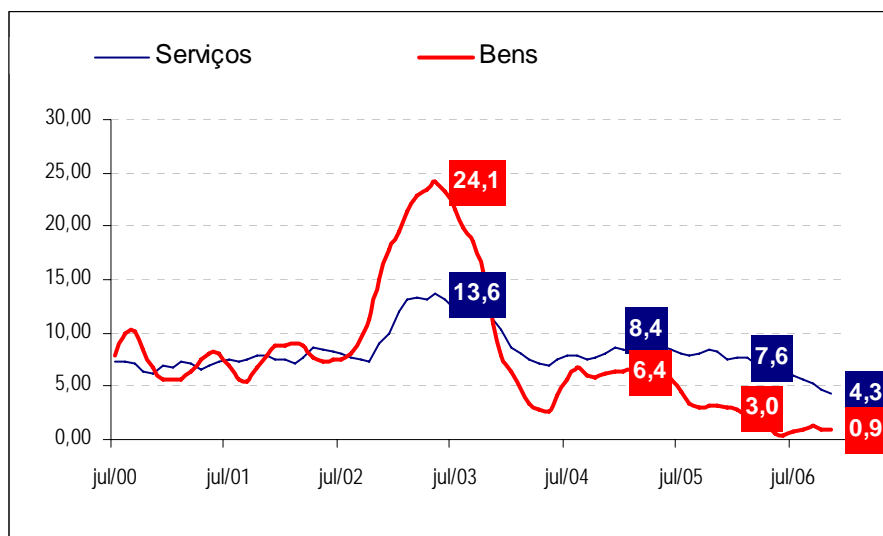
A inflação 3,1% estimada para 2006 deve ser composta de 0,6% para bens e 5% de serviços (58,5% do índice). Esse número mostra um importante processo de desinflação no setor de serviços. Acredita-se que a estabilidade da inflação, o crescimento moderado da atividade sejam os principais fatores que explicam este processo de queda.

Por outro lado, a inflação de bens sofreu a influência importante da apreciação cambial. Esta ocorreu em duas etapas: (i) efeito primário da apreciação: o impacto sobre a inflação dos bens comercializáveis; (ii) efeito secundário: a queda dos preços devido a um excesso de oferta advindo do excedente não exportado.

O atual nível da inflação de bens (em 12 meses) deve marcar o ponto de mínimo de sua curva. Os preços agrícolas e dos bens duráveis já mostram recuperação e devem voltar uma trajetória de equilíbrio em 2007.

## Gráfico 1 – Inflação de Bens x Serviços

Acumulado em 12 meses



A Tabela 1 a seguir mostra a projeção detalhada para o IPCA em 2007. Há uma recuperação dos setores de duráveis e não-duráveis.

Em suma, há espaço para os preços livres recuperarem e isso é o que basicamente explica 1 ponto percentual de diferença entre o IPCA em 2006 e 2007.

Tabela 1 – Principais Resultados do IPCA

	Pesos	nov/06	dez/06	2005	2006	2007
IPCA		0,31	0,41	5,69	3,07	4,04
Administrados	31,2	0,00	0,70	9,00	4,24	4,60
Livres	70,4	0,46	0,35	4,20	2,71	3,70
Duráveis	10,41	-0,22	-0,25	3,05	-1,94	2,47
Serviços	22,3	0,19	0,24	6,79	5,58	5,60
Não-Duráveis	25,8	1,00	0,65	3,09	1,70	2,70
Semi-duráveis	10,2	0,46	0,50	7,09	4,33	4,00

Fonte: IBGE

Elaboração: IE/UFRJ

### **Cenários e Política Monetária**

O Grupo de Conjuntura projeta que a inflação medida pelo IPCA acumule 4,05% em 2007. Desagregando pelo critério de formação de preço – livres e administrados – temos 3,7% e 4,6% respectivamente.

A fim de mensurar a trajetória da taxa SELIC no ano que vem foi utilizada a regra de Taylor em dois cenários distintos. No cenário A, a inflação permanece com folga sobre a meta de inflação. Logo, o BC tem espaço para seguir o corte de juros até 11% em 2007, alcançando 9,25% em 2009 (supondo que não há alteração da meta). Alternativamente, em um cenário de inflação próxima da meta a política monetária não tem como ousar e seguir reduzindo a SELIC.

Tabela 2 – Cenários para SELIC Assumindo Regra

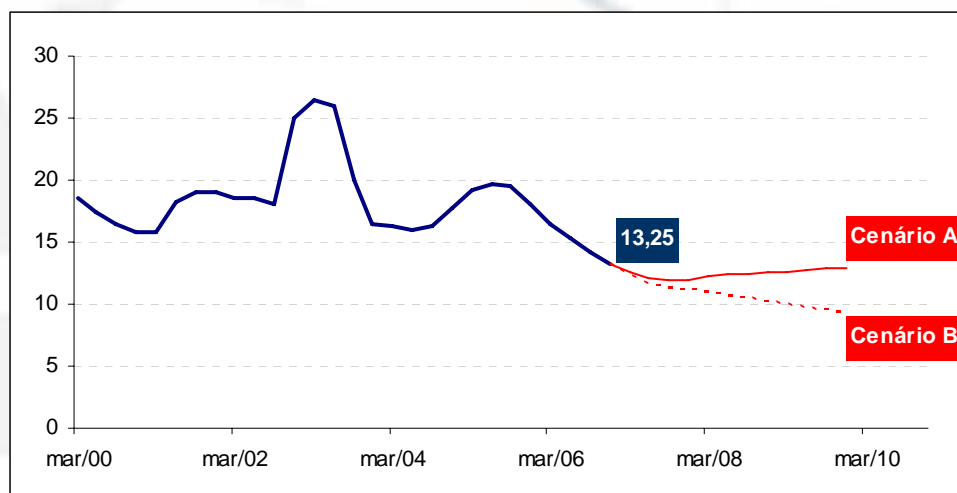
	IPCA			SELIC		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
CENÁRIO A	4,00	3,78	3,68	11,00	10,25	9,25
CENÁRIO B	4,31	4,41	4,52	12,00	12,00	12,00

Elaboração: IE/UFRJ

Obs: Hipótese de crescimento entre 3,5% e 4% não-inflacionário

O Grupo de Conjuntura trabalha com o primeiro cenário, mas assume que o Banco Central segue com um grau de conservadorismo acima do projetado pela regra. Portanto, em nosso cenário central a SELIC recua até o patamar de 11,25% ao longo do ano que vem.

Gráfico 2 – Regras x Projeção SELIC



O modelo estimado pelo Banco Central que assume as principais variáveis exógenas fixas vem mostrando um aumento da inflação esperada para 2007 (vide Tabela 3).

Estimamos um padrão de inflação muito semelhante ao verificado nos últimos anos – segundo trimestre mais fraco e o segundo semestre maior do que o primeiro.

		IE/UFRJ		Banco Central		
		No Trimestre (%)	Acum. em 12 meses (%)	Relatório mar/06	Relatório junho/06	Relatório set/06
2006	4o Tri	1,1	3,07	3,70	3,80	3,40
2007	1o Tri	1,2	2,88	3,20	3,40	3,00
	2o Tri	0,8	3,60	3,40	3,90	3,80
	3o Tri	1,0	4,12	3,60	4,20	4,20
	4o Tri	1,0	4,05	3,90	4,20	4,30

fonte : Banco Central



# Crédito

## Frederico Felipe Medeiros

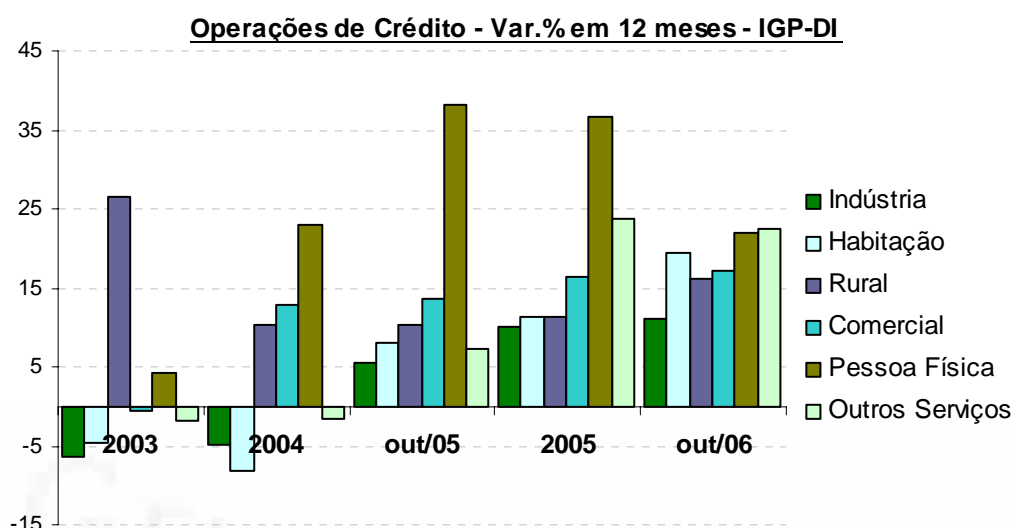
O ano de 2006 foi marcado pela continuidade da trajetória ascendente do volume de crédito contratado na economia brasileira, apesar de que em magnitude a taxa de expansão ser mais suave do que a de 2005. A atual fase – ascendente – do ciclo, como apontado em artigos anteriores, teve início no segundo trimestre de 2003, quando os efeitos negativos provenientes do ataque especulativo contra a moeda nacional – a crise pré-eleitoral de 2002 – começaram a dar sinais de enfraquecimento e transitoriedade. O compromisso com o regime de metas, com o câmbio flutuante e com a austeridade fiscal, fez com que as expectativas de mercado convergissem para o cenário onde a estabilidade macroeconômica fosse o resultado mais esperado. A melhoria da “precificação” do Brasil via EMBI+ ou outros ratings, dando o aval do mercado financeiro ao novo governo, e a convergência dos cenários para a economia, forçaram os gestores do sistema financeiro a saírem de suas cômodas posições carregadas em títulos públicos com deslocamento de parte de seus recursos para operações de crédito. Este aumento da participação do crédito no ativo dos bancos refletiu-se na elevação da rentabilidade dos mesmos, como pôde ser visto nos sucessivos lucros recordes divulgados em seus balanços trimestrais, reforçado pelo fato de que no início do ciclo expansivo a canalização de recursos para Crédito à Pessoa Física foi o principal instrumento de realocação de portfólio – modalidade caracterizada por elevadas taxas de juros.

Os dados de outubro revelam que o crédito total do Sistema Financeiro se expandiu 17,1% em termos reais<sup>1</sup> nos últimos 12 meses, contra 20,2% em todo ano de 2005. O crédito deve fechar o ano com crescimento por volta dos 18%. Dos 17,1%, somente o crédito à Pessoa Física contribuiu com 6,9%, restando 10,2% para as outras modalidades de crédito. O destaque foi para o setor habitacional que vem apresentando expansão expressiva das contratações de crédito, reflexo principalmente de mudanças normativas que dizem respeito à garantia dos contratos: patrimônio de afetação, alienação fiduciária, etc. Por ordem de importância na composição dos 17,1%, acumulados em 12 meses, temos: 6,9% de Pessoa Física, já citado, 2,6% de crédito destinado à Indústria, 3,5% para outros serviços, 1,9% para o Comércio, 1,7% para o setor Rural, 0,9% para Habitação e -0,4% para o setor Público.

As elevadas taxas de expansão do crédito em relação ao crescimento modesto do PIB em 2006 vêm continuamente elevando a relação Crédito/PIB que esperamos que ultrapasse seu máximo histórico no segundo semestre de 2007. Atualmente a relação situa-se em 33,1%, devendo fechar o ano ao redor de 33,5%. Apesar do papel central do crédito ao consumo no processo de elevação da relação Crédito/PIB, é importante destacar que em

<sup>1</sup> Todos os dados foram deflacionados pelo IGP-DI, salvo menção em contrário.

2006 o crédito se expandiu para outras modalidades de crédito, diminuindo a dispersão das taxas de crescimento e assegurando uma gradual canalização de recursos para as atividades produtivas, como pode ser visto abaixo. No gráfico fica clara a expansão vigorosa das operações de crédito habitacional que saíram de patamares negativos em 2003 para os atuais 19% de expansão em 12 meses. Esta modalidade deve continuar

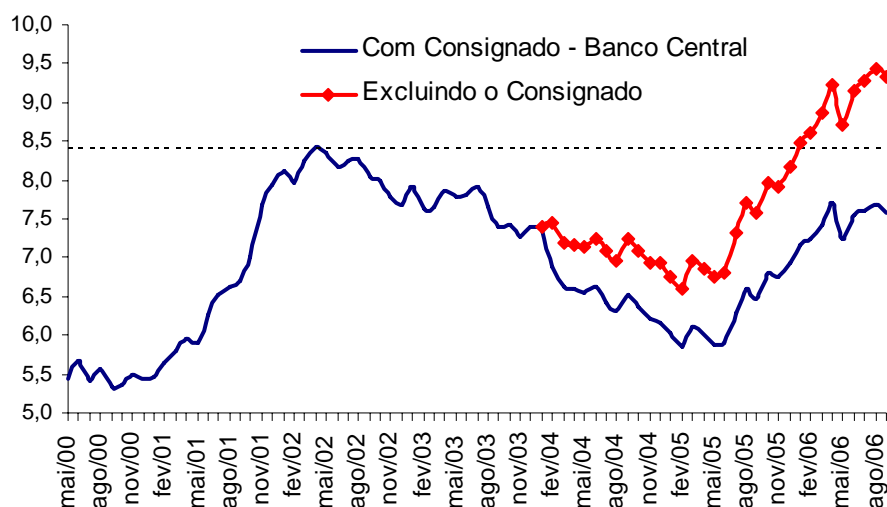


sendo destaque em 2007.

Como assinalado, o crédito à Pessoa Física continua sendo a modalidade de crédito com maior taxa de expansão real, 21,9% - out/06 contra out/05 -, porém deve fechar 2006 bem abaixo da taxa de crescimento de 36,7% registrada em 2005, pelo fato da base de comparação para este ano ser mais elevada do que a de 2005. Apesar da taxa de crescimento ser menor a mesma ainda permanece num patamar bastante elevado, basta notar-se que a taxa de expansão do endividamento das famílias foi bem maior do que a taxa de crescimento da massa real de rendimentos das mesmas - que foi de 8,4% na mesma base de comparação. Era de se esperar que essa discrepância naturalmente conduziria a um processo de elevação das taxas de inadimplência bancária neste segmento de crédito - puxando a inadimplência total -, o que de fato ocorreu em 2006.

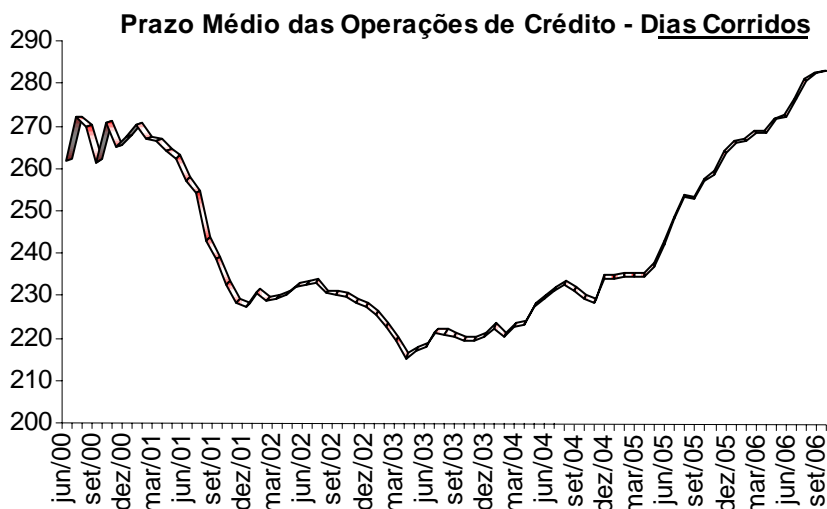
Conforme a carta de abril, o cenário para 2006 para a inadimplência de PF com recursos livres não era favorável. Para efeito de comparação reproduziu-se o gráfico abaixo da inadimplência de Pessoa Física ajustada - excluindo-se o crédito consignado - confirmando nosso cenário de deterioração da carteira de crédito de Pessoa Física. Exclui-se o crédito consignado por este não ter sido uma modalidade de crédito muito difundida antes de sua regulamentação no segundo semestre de 2003, e que com sua exclusão podemos fazer uma comparação de mais longo prazo. Como podemos ver a inadimplência da carteira de crédito é a maior dos últimos anos, o que não pode ser visto na série original do Banco Central - na verdade é um pouco equivocada a realização de comparações sem ajuste da série original. Como sabemos que o crédito consignado tem inadimplência bem próxima de zero, é mais provável que o quadro de inadimplência à Pessoa Física excluído consignado esteja acima dos atuais 7,6% registrados pelo Banco Central e bem acima de seu máximo histórico - o mais provável é que esteja mais próxima dos 9%, como revela o gráfico.

### Inadimplência de Pessoa Física - acima de 90 dias

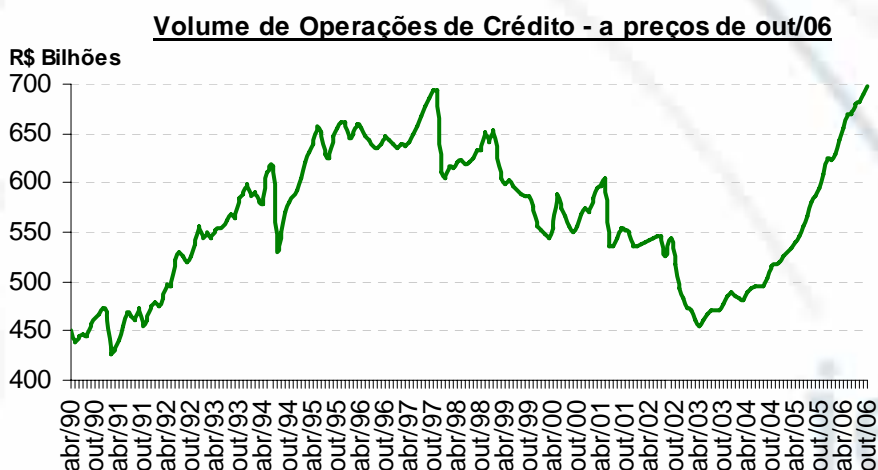


Apesar da deterioração dos indicadores de inadimplência, espera-se que em 2007 o cenário seja mais positivo devido ao maior crescimento econômico, à continuidade do processo de aumento da formalização no mercado de trabalho, à elevação da massa de rendimentos reais, à postura mais seletiva por parte das instituições financeiras e, quem sabe, devido ao cadastro positivo, se este efetivamente sair do discurso e virar um fato. Com relação à inadimplência de Pessoa Jurídica, o quadro de deterioração é bem mais suave, e reflete a incorporação de empréstimos a micro e pequenas empresas nas carteiras de ativos dos Bancos. Porém o nível de inadimplência de Pessoa Jurídica está em um patamar bastante seguro e que não traz grandes preocupações – atuais 2,70%, inadimplência acima de 90 dias.

Outro elemento importante para o processo de expansão das operações de crédito em 2006 foi a distensão dos prazos de financiamento. O aumento dos prazos de financiamento possibilitou aos devedores, principalmente Pessoa Física, a diluição do custo do crédito em parcelas mais longas e menos onerosas a seus orçamentos. O prazo médio do total das operações de crédito - Recursos livres – elevou-se em 10,20% nos últimos 12 meses, sendo que PF aumentou em 12,69% e PJ em 5,10%. Como citado acima, outro fator que tende a reforçar este processo de expansão dos prazos de financiamento é o crédito habitacional, pois foi um segmento que sofreu importantes mudanças normativas com a elaboração do “Pacote da Habitação” e por medidas anteriores, sendo que os efeitos do pacote devem se fazer mais presentes em 2007, embora o crédito habitacional já ter se expandido consideravelmente este ano, 19% em 12 meses - dados de out/06.



Portanto, o ano de 2006 foi marcado pela continuidade do processo de expansão das operações de crédito na economia. O volume de crédito da economia encontra-se no seu maior nível desde o início da década de 90 – vide gráfico abaixo –, o que tem se refletido no desempenho de setores com forte relação com o crédito, como setores de bens duráveis. O volume de crédito que inicialmente se concentrou no segmento de Pessoa Física se expandiu para outras modalidades de crédito, tal movimento tende a persistir com o maior crescimento econômico de 2007 e com a maior seletividade pelo lado da oferta de crédito. O crédito ao setor habitacional que cresceu expressivamente deve persistir com o amadurecimento das medidas no âmbito da construção civil. O crescimento da inadimplência, que tem sido o principal indicador negativo do processo de expansão, deve diminuir, apesar de que o nível de inadimplência não deve retroceder para patamares semelhantes a meados de 2005, a própria busca pela rentabilidade por parte dos bancos deve manter a inadimplência em níveis elevados, ao menos no segmento de Pessoa Física. Para 2007 esperamos a continuidade do processo de crescimento do crédito - crescimento de 17% - com ênfase maior no crédito à Pessoa Jurídica e que o crescimento do volume de crédito faça com que a relação Crédito/PIB



ultrapasse seu máximo histórico com facilidade no último trimestre do ano.



# Política Fiscal

**Margarida Gutierrez**

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

O tema relativo ao ajuste fiscal tem cada vez mais ganhado espaço nas discussões sobre os rumos da economia brasileira. De um lado, destacamos avanços inegáveis em relação à evolução dos indicadores de endividamento: a Dívida Pública/PIB desde 2004 tem experimentado uma gradual queda e o perfil de endividamento melhorou substancialmente sendo hoje o setor público, em termos líquidos, credor em câmbio e tendo a dívida pré-fixada uma participação cada vez maior na dívida mobiliária do governo federal. 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 superávits inéditos de transações correntes.

No entanto, no que se refere ao ajuste fiscal implementado desde 1999, a discussão é muito mais complexa e o consenso não existe quando se avaliam que medidas deveriam ser tomadas para mudar o quadro atual. De um lado, o aumento da carga tributária tem garantido com folga a obtenção de superávits primários crescentes, a despeito do crescimento continuado das despesas primárias correntes (excluem gastos com juros, amortizações de dívida e investimentos). De outro lado, os investimentos públicos encontram-se em patamares muito baixos e a carga tributária tem registrado níveis recordes, ambos se constituindo em freio ao alargamento do PIB potencial e às decisões de novos investimentos privados. O grande desafio é como manter os superávits primários necessários para garantir a queda do principal indicador de solvência das contas públicas (Dívida Pública/PIB) e, ao mesmo tempo, reduzir a carga tributária (para desonerar investimentos privados e as exportações) e aumentar os investimentos públicos enquanto as despesas primárias correntes não param de crescer. A equação não fecha e as soluções apresentadas são discutidas mais adiante.

- A Evolução da Dívida Pública: Avanços Positivos

Ao longo de 2006, foi possível consolidar a melhoria dos indicadores de endividamento público.

Os crescentes superávits primários alcançados mensalmente associados à valorização cambial permitiram a ligeira queda do principal indicador de solvência das contas públicas (a relação Dívida / PIB).

Em um contexto de relativa estabilidade cambial, a evolução da dívida pública como proporção do PIB 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, à taxa Selic, às taxas pré-fixadas, às taxas de juros internacionais e à correção cambial), do crescimento real da economia e do superávit primário do setor público.

Pela condição de solvência da dívida pública<sup>2</sup>, sabemos que 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 em um dado patamar.

A taxa de juros real depende da condução da política monetária e da inflação e o crescimento da economia depende de uma série de fatores. Portanto, ambas 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 fiscal pode atuar.

A seguir, apresentamos um quadro com diferentes possibilidades de taxas de juros reais e de crescimento do PIB e os superávits primários como proporção do PIB requeridos para estabilizar a Dívida Pública/PIB no atual patamar de 50%.

#### Quadro 1

Superávits Primários como proporção do PIB requeridos para estabilizar a Dívida Pública/PIB no patamar de 50% para diferentes combinações de taxas de juros reais e crescimento do PIB

PIB real (%)	Taxas de Juros Reais (%)			
	12	10	8	6
3	4,5	3,5	2,5	1,5
4	4	3	2	1
5	3,5	2,5	1,5	0,5

Considerando as atuais expectativas inflacionárias para 2006 e 2007 (de 3,11% e de 4,09%, respectivamente, para o IPCA de acordo com a pesquisa Focus do BC de 11/12/06), podemos esperar, no mínimo, a continuidade da queda gradual da taxa Selic, o que, por sua vez, condicionará também para baixo todas as demais taxas de juros que incidem sobre a parcela da dívida pública não indexada à Selic. Se o crescimento da economia para os próximos anos se mantiver acima dos 3% ao ano, a simples queda da taxa de juros já seria compatível com a redução do superávit primário para estabilizar a dívida Pública/PIB no patamar de 50%.

No entanto, comparando o Brasil com um conjunto de países emergentes, percebemos que esse indicador no nosso caso ainda se encontra em nível elevado, além de um perfil de endividamento ruim (37% da dívida é de curto prazo e 40% é dívida indexada à Selic). Portanto, seria recomendável aproveitar o bom ambiente macroeconômico internacional (de farta liquidez e de forte crescimento) e doméstico para manter a atual meta de superávit primário de 4,25% do PIB e garantir, assim, uma redução mais forte da Dívida Pública/PIB.

<sup>2</sup> Da decomposição da dívida em seus fatores e utilizando alguns poucos mecanismos algébricos, chegamos à seguinte expressão:  $\Delta (Dívida / PIB)_{t; t-1} = Dívida/PIB_{t-1} ( taxa de juros real_{t;t-1} - taxa de crescimento do PIB_{t;t-1} ) - Superávit Primário/PIB_{t;t-1}$ . Para estabilizar a Dívida/PIB, a  $\Delta (Dívida/PIB) = 0$ , chegamos à condição acima mostrada

Tabela 1  
Dívida Pública Bruta/PIB  
Países selecionados  
2005

China	17,9
Índia	79,5
Indonésia	50
Tailândia	27,9
Argentina	73,5
Brasil	74,9
Chile	25,1
Colômbia	55,3
México	22
Peru	38,4
Turquia	55,8
Rússia	67

Fonte: Bancos Centrais dos diversos países

A Tabela 2 abaixo relaciona a evolução da Dívida/PIB com a do resultado primário a partir de 1995. 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 11,2% do PIB de uma dívida total que é de 49,5% 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, conforme mostrado acima, ao comportamento da taxa de juros, ao crescimento econômico e ao ajuste fiscal.

Tabela 2  
Indicadores do Desempenho Fiscal  
Brasil

	Resultado Nominal (%PIB)	Superávit Primário (%PIB)	Dívida Líquida/PIB dez
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	3,89	55,5
2003	-5,08	4,25	57,2
2004	-2,67	4,59	51,7
2005	-3,28	4,83	51,6

Fonte: BC

Um segundo aspecto positivo a destacar se refere às condições de rolagem da dívida. Ao longo deste ano, o TN e o Banco Central puderam dar continuidade às mudanças no perfil do endividamento, aumentando a participação da dívida em títulos pré fixados e vinculados a índices de preços e tornando o setor público liquidamente credor em câmbio.

A participação da dívida indexada ao câmbio no total da dívida mobiliária federal interna caiu de 33,6% em dezembro de 2002 para -1,1% em outubro deste ano (tabela 3). Considerando a dívida líquida pública total (interna e externa), essa participação caiu de 51,9% para -5,1% no mesmo período (Tabela 4).

A contraface da redução da dívida cambial foi o aumento da parcela da dívida indexada à taxa Selic que ainda representa 40,6% da dívida mobiliária federal (Tabela 3), 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.

Tabela 3: Indicadores do Perfil da Dívida Pública (%)  
Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

	Curto Prazo (vencimento menor que um ano)	Correção Cambial	Corrigida pela SELIC	Pré- fixada
dez/02	41,1	33,6	41,9	1,9
dez/03	35,3	20,5	46,5	11,6
dez/04	46,2	9,3	49,5	19
dez/05	41,6	1,1	52,1	27,2
out/06	37,8	-1,1	40,6	30,4

Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional.

Tabela 4 Composição da Dívida Líquida do Setor Público

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/05	out/06
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	57,2	51,5	49,5
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	95,3	104,8
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	0,6	-0,3
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61	72,9	94,7	105,1
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	4,7	-4,8
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	45,6	39	27,1	5,3	-5,1

Fonte: Banco Central

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

Os resultados fiscais consolidados de janeiro a outubro sugerem que a meta de superávit primário de 4,25% do PIB será mais uma vez alcançada com folga este ano.

O superávit primário do setor público consolidado nos últimos 12 meses chegou a R\$ 89,4 bilhões (4,34% do PIB), no período encerrado em outubro (Tabela 5).

Com exceção das empresas estatais federais, cujo resultado primário acumulado em 12 meses situa-se inferior à meta fixada de 0,81% do PIB, todas as demais esferas de setor público experimentaram superávits primários acima das respectivas metas para 2006.

Tabela 5  
Necessidade de Financiamento do Setor Público  
Fluxo em 12 meses

	R\$ milhões								% PIB							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 set	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 out
Nominal	56.284	39.806	42.789	61.614	79.030	47.144	63.641	69.124	5,78	3,66	3,62	4,61	5,22	2,67	3,29	3,35
Juros nominais	87.372	77.963	86.443	114.004	145.203	128.256	157.145	158.566	8,97	7,18	7,31	8,52	9,59	7,26	8,13	7,69
Primário	-31.087	-38.157	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-89.442	-3,19	-3,51	-3,69	-3,91	-4,32	-4,59	-4,84	-4,34
1. Governo Central	-22.672	-20.431	-21.980	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-53.146	-2,33	-1,86	-1,83	-2,37	-2,49	-2,97	-2,88	-2,58
2. Estatais Federais	-6.406	-10.174	-7.571	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-10.956	-0,66	-0,94	-0,95	-0,47	-0,63	-0,51	-0,68	-0,53
3. Governos Regionais	-2.105	-6.026	-10.471	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.723	-0,21	-0,55	-0,89	-0,79	-0,91	-0,99	-1,1	-0,96
4. Estatais Regionais	96	-1.526	-3.634	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-5.616	0,01	-0,14	-0,31	-0,26	-0,26	-0,13	-0,17	-0,27

Fonte: BC

Mas, como temos insistido ao longo do ano, por trás dos excelentes resultados fiscais, esconde-se uma situação 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 correntes, em particular, daqueles vinculados ao salário mínimo (previdência, LOAS/RMV e pessoal).

A percepção da insustentabilidade desse quadro tem motivado um intenso debate entre analistas, governo e a sociedade de uma forma geral.

A discussão gira em torno da constatação de que é preciso reduzir a carga tributária para estimular os investimentos privados e, ao mesmo tempo, é preciso abrir espaço no orçamento para aumentos dos investimentos públicos, que geram fortes externalidades positivas para os investimentos privados e são indutores do crescimento econômico. Mas, por outro lado, é preciso manter superávits primários relativamente elevados para garantir a continuidade da queda da Dívida Pública/PIB.

No debate, podemos distinguir 2 grandes eixos.

De um lado, há os que defendem que para que os investimentos públicos aumentem é preciso impor limites ao crescimento dos gastos correntes como proporção do PIB (algo em torno de 0,1 p.p. do PIB a cada ano), tal como tinha sido proposto no Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentária de 2007, regra esta que depois foi eliminada. Esta proposta se apóia nas evidências da Tabela 6 que sintetiza o crescimento das principais despesas primárias do governo central ao longo dos últimos anos. Nessa proposta, são sugeridas as seguintes principais mudanças:

- Retomada da agenda de reformas previdenciárias, com a desvinculação dos benefícios previdenciários do salário mínimo e a introdução da idade mínima no RGPS (INSS) para requerer a aposentadoria;

- Uma política salarial para os funcionalismo público de mera recomposição com base na inflação;
- Correção do salário mínimo por algum indexador como a variação do IPCA, já que 30% da folha de benefícios previdenciários é vinculada a esse preço;
- Substituição da atual regra (Emenda Complementar 29/2000) que reajusta os gastos com saúde a cada ano à variação nominal do PIB do ano anterior pela variação do IPCA somada ao crescimento populacional (esta mesma regra poderia valer para os gastos com educação).

Em suma, segundo esta abordagem, a imposição de limites ao crescimento dos gastos correntes em relação ao PIB é o que garantiria um aumento dos investimentos públicos/PIB, além de permitir uma desoneração tributária mais forte.

De outro lado, há os que defendem que a redução do superávit primário/PIB, decorrente da elevação dos investimentos públicos, em um contexto de perspectiva de queda das taxas de juros, não comprometeria a tendência decrescente da Dívida Pública/PIB. Ocorreria apenas uma redução mais lenta desse indicador, num primeiro momento. No entanto, à medida em que os investimentos públicos fossem se realizando, uma onda de novos investimentos privados seria estimulada, acelerando o ritmo de crescimento econômico. Com isso, a condição de solvência do setor público melhoraria já que a Dívida/PIB poderia experimentar quedas mais acentuadas (pelo efeito denominador e pela queda dos juros que acompanharia o alargamento do PIB potencial).

O governo deverá anunciar o ajuste fiscal na próxima semana (até o dia 20 de dezembro). No entanto, pelo que tem sido noticiado, está mais propenso a optar pela segunda versão. Parece quase certo que utilizará o artifício contábil de elevar a participação dos investimentos públicos no PPI (Projeto Piloto de Investimentos: através desse mecanismo, os investimentos aí contemplados podem ser desconsiderados dos gastos primários para fins de cumprimento da meta de superávit primário que consta na LDO) de 0,2% do PIB (como consta do Projeto de Lei Orçamentária de 2007 enviado ao Congresso) para 0,5% do PIB em 2007. Outra medida que parece bastante provável, é a regra de reajuste da folha de pagamentos dos servidores dos três Poderes que deverá ser com base na variação do IPCA somada a 1,5% ao ano (que representa o crescimento vegetativo da folha de salários). Além disso, tem se falado em criar um programa de desoneração tributária que estimule determinados investimentos. Estão pendentes a definição de uma regra para o reajuste do salário mínimo para os próximos anos (essencial para prever as despesas previdenciárias) e novas regras para os gastos com saúde. Não consta da proposta fazer uma profunda reforma previdenciária, através da desindexação dos benefícios previdenciários do salário mínimo ou da introdução da idade mínima para requerer aposentadoria.

Portanto, ao que tudo indica, não haverá ênfase maior em medidas que ponham um freio ao crescimento dos gastos correntes em relação ao PIB.

O aumento dos investimentos públicos geram efeitos extremamente positivos para o crescimento econômico, além de alavancarem um conjunto de investimentos privados. No entanto, o ideal seria que essa elevação estivesse sendo compensada por uma queda gradual dos gastos correntes, sem ter que recorrer ao artifício contábil do Projeto Piloto de Investimentos (PPI). A estratégia de elevar os investimentos do PPI pode significar apenas uma forma de sancionar a continuidade da elevação dos gastos correntes,

assunto que em algum momento exigirá necessariamente uma reflexão maior da sociedade.

Tabela 6  
Evolução das principais Receitas e Despesas Primárias  
Governo Central (TN, BC e INSS) – Não inclui as empresas estatais federais  
% PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (p)	2007 PLO
I. Receitas Primárias Brutas	20,05	21,5	21,34	22,56	23,78	22,92	23,75	25,21	26,53	26,24
II. Transferências a Estados e Municípios	3,12	3,58	3,66	3,84	4,17	3,87	3,82	4,33	4,63	4,6
III. Receita Líquida	16,93	17,92	17,69	18,72	19,61	19,05	19,93	20,87	21,9	21,64
IV. Despesas Primárias	16,11	15,85	15,78	16,91	17,25	16,52	17,13	18,16	19,65	19,39
IV.1 Pessoal e Encargos	4,89	4,89	4,89	5,21	5,28	4,87	4,74	4,76	5,17	5,13
IV.2 Pagamentos Previdenciários INSS	5,84	6,01	5,97	6,28	6,54	6,88	7,12	7,54	8,02	7,89
IV.3 Custeio e Capital	5,38	4,95	4,92	5,42	5,43	4,77	5,27	5,75	6,46	6,37
IV.3.1 Saúde	1,32	1,47	1,47	1,53	1,53	1,45	1,52	1,61	1,6	1,62
IV. 3.2 Outras Despesas Correntes	4,06	3,48	3,45	3,89	3,9	3,32	3,75	4,14	4,86	4,75
Despesa Capital Investimentos (inclui os Is em PPI)	0,89	0,71	0,92	1,22	0,75	0,41	0,51	0,52	0,74	0,77
Ajuste Metodológico	0	0	0	0	0	0	0,12	0,12	n.d.	n.d.
Discrepância Estatística	-0,26	0,26	-0,05	0,02	0,02	-0,04	0,05	0,04	n.d.	n.d.
Resultado Primário Governo Central	0,55	2,33	1,86	1,83	2,37	2,49	2,97	2,88	2,39	2,45

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

(p) previsão de acordo com a revisão de receitas e despesas de novembro de 2006

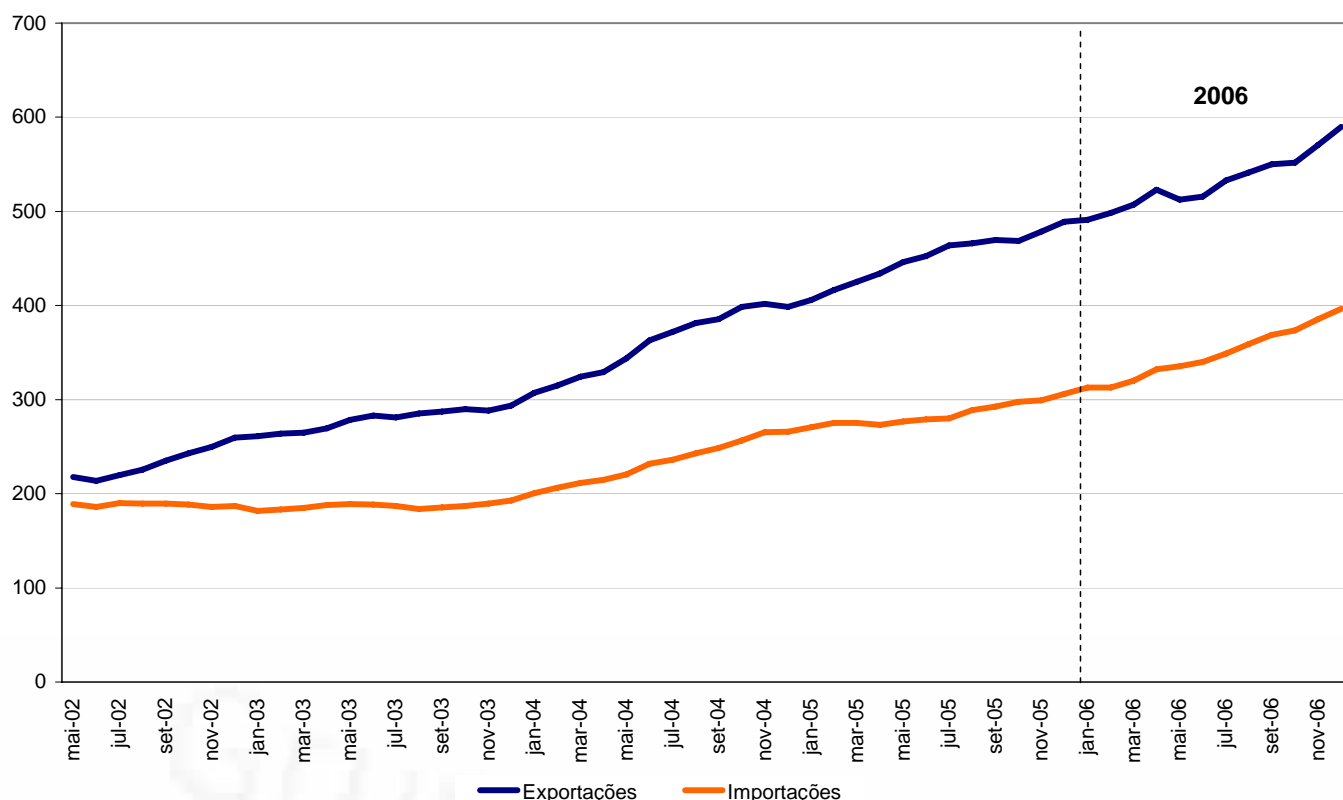
# Setor Externo

**Cecília Hoff**

## **Novembro e Dezembro de 2006**

Em dezembro de 2005 acreditava-se que a taxa de câmbio (em torno de R\$ 2,30/US\$) já estava excessivamente apreciada e que o saldo comercial poderia se reduzir bastante e num prazo relativamente curto se este nível fosse mantido. Mais uma vez, os fatos surpreenderam os prognósticos. A apreciação cambial continuou ao longo do ano (com algumas poucas interrupções, como durante a turbulência financeira de maio), e isto a despeito das fortes intervenções do Banco Central nos mercados à vista e futuro. Ao mesmo tempo, o saldo comercial continuou aumentando (e deve superar o de 2005), e isto apesar das importações terem sofrido uma inflexão para cima a partir do segundo semestre. O gráfico 1 mostra a evolução das exportações e importações em médias diárias (a queda observada nas exportações em maio e junho deve ser analisada com ressalvas, pois, ao que tudo indica, esteve associada à greve da Receita Federal, tendo a trajetória de crescimento sido retomada nos meses seguintes).

**Exportações e Importações em Médias Diárias - US\$ milhões**  
(dados ajustados sazonalmente, em médias móveis semestrais)



É, sem dúvida, um resultado positivo. O que não se sabe, porém, é se o desempenho das exportações, que tem mantido o saldo comercial elevado, é sustentável. A tabela 1 mostra o saldo comercial acumulado em 12 meses e as taxas de crescimento das exportações e importações em relação aos 12 meses anteriores. É clara a tendência de desaceleração das exportações e aceleração das importações.

**Saldo Comercial Acumulado em 12 meses**  
(US\$ bilhões)

	Exportações	var.%( <sup>1</sup> )	Importações	var.%( <sup>1</sup> )	Saldo
dez/06	118,3	22,6	73,5	17,0	44,8
mar/06	123,2	21,4	77,4	18,0	45,8
jun/06	125,5	17,5	80,8	18,0	44,7
set/06	132,3	17,2	86,0	20,1	46,3
nov/06	136,1	16,7	90,5	24,7	45,6
<b>dez/06<sup>P</sup></b>	<b>137,4</b>	<b>16,1</b>	<b>92,2</b>	<b>25,5</b>	<b>45,1</b>
<b>dez/07<sup>P</sup></b>	<b>147,0</b>	<b>7,0</b>	<b>110,0</b>	<b>19,3</b>	<b>37,0</b>

(<sup>1</sup>) Em relação ao mesmo período do ano anterior

<sup>P</sup> Projeção

Fonte: MDIC/Secex.

Vale notar que esta desaceleração das exportações não poderia ser considerada negativa (afinal, o crescimento ainda é elevado) se a taxa de crescimento da demanda externa tivesse caído na mesma intensidade. Mas não foi o que ocorreu. Como pode ser observado na tabela 2, a relação entre a taxa de crescimento das exportações e a taxa de crescimento da demanda externa em 12 meses (Índice de Demanda Externa Efetiva da Funcex) caiu gradualmente ao longo do ano, o que significa que as exportações sofreram uma desaceleração mais intensa do que a demanda externa. Da mesma forma, a aceleração do crescimento das importações não seria alarmante se o nível de atividade tivesse crescido na mesma intensidade. Também não foi o que ocorreu, a tabela 2 mostra que a aceleração das importações foi mais forte do que a da produção industrial (que, a rigor, cresceu muito pouco ao longo do ano). Isto indica que pode estar havendo, pelo menos em parte, substituição da produção doméstica por importações.

**Relações Demanda Externa/Exportações e Demanda Interna/Importações**  
(variação % em 12 meses)

	Ind. Demanda Externa (a)	Exportações - Valor (b)	(b)/(a)	Indústria Geral PIM-PF (c)	Importações - Quantum (d)	(d)/(c)
dez-05	16,4	22,6	1,38	3,1	5,4	1,7
mar-06	16,0	21,4	1,34	3,3	6,9	2,1
jun-06	14,7	17,5	1,19	2,0	8,1	4,1
jul-06	15,1	17,6	1,16	2,2	10,0	4,5
ago-06	15,1	17,2	1,14	2,2	9,2	4,2
set-06	14,9	17,2	1,15	2,3	11,2	4,8
out-06	-	-	-	2,7	14,4	5,3

Fontes: Funcex, IBGE e MIDIC/Secex.

Os dados medidos de forma agregada e em valor também escondem alguns resultados bastante preocupantes. Como pode ser observado na tabela 3, a maior parte do crescimento das exportações em 2006 está associada ao comportamento dos preços, o que implica que o crescimento em volume das exportações deverá ser muito baixo este ano. Dentre as classes de produtos, as vendas de manufaturados foram as únicas que apresentaram um descolamento entre valor e preço, o que significou um crescimento relativamente maior em volume. Isto pode ser explicado pelo fato de que o país pode ser considerado formador de preços de alguns manufaturados no mercado internacional. No entanto, aumentos de preços conduzidos desta forma têm limites, pois podem ser obtidos ao custo de perdas de competitividade. Ademais, também é preocupante a crescente concentração das vendas externas em poucos produtos (ver Setor Externo de out/06).

**Exportações em Valor e Preço (dez/05=100)**

(dados em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)

	Total		Básicos		Manuf.		Semi.	
	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço
dez/05	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
mar/06	105,3	101,2	101,5	97,1	108,4	102,2	103,8	105,6
jun/06	103,5	105,4	92,1	99,2	106,5	106,3	114,9	115,9
set/06	114,9	110,6	109,4	104,0	115,1	110,8	124,0	125,1
out/06	112,8	111,1	105,2	104,1	114,0	111,4	126,0	126,4
nov/06	112,6	-	108,0	-	112,5	-	124,2	-

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

No caso das importações (tabela 4), o crescimento elevado das compras de bens de consumo duráveis e não duráveis a partir de junho de 2006 é um sinal amarelo, pois significa que uma parte do aumento das importações está associada a compras de bens de consumo que substituem a produção doméstica. Por outro lado, as importações de bens intermediários e de capital também apresentam um crescimento elevado ao longo do ano, e isto pode ser considerado positivo. A rigor, se este crescimento estiver associado a um aumento futuro da produção, pode-se afirmar que parte do aumento da relação entre as taxas de crescimento das importações e da produção doméstica mostrada na tabela 2 pode estar associada a um movimento de redução de estoques, que provocou um descolamento entre o crescimento da produção e do consumo em 2006, mas que deve ser corrigido em 2007.

#### Importações em Valor e Preço (dez/05=100)

(dados em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)

	Total		Intermediários		BK		BCND		BCD	
	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço
dez/05	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
mar/06	109,1	99,9	108,2	100,5	109,3	98,4	103,9	105,1	109,9	100,8
jun/06	113,2	103,8	110,0	102,9	115,0	100,2	126,6	107,9	111,8	104,2
set/06	122,9	104,5	124,4	102,5	114,0	98,0	141,8	108,0	123,5	102,7
out/06	126,8	104,6	128,6	102,8	120,2	97,7	148,0	110,0	129,8	104,4
nov/06	126,4	-	125,4	-	120,6	-	146,9	-	129,7	-

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Ou seja, o resultado comercial este ano vai superar o de 2005, mas está mais vulnerável e pode se reduzir relativamente rápido se a economia mundial sofrer uma forte desaceleração. Felizmente, este cenário, embora possível, ainda é considerado pouco provável. A maioria dos organismos multilaterais projeta uma desaceleração suave da economia mundial, que deverá manter alta a liquidez internacional e os preços das commodities num patamar relativamente elevado em 2007. Por outro lado, se não houver uma desvalorização brusca da taxa de câmbio as importações vão continuar crescendo a uma taxa bastante superior à demanda doméstica, e, ao mesmo tempo, as exportações devem continuar perdendo competitividade e se concentrando em produtos com favorecimento de preços. Por estes motivos, é esperada uma redução progressiva do saldo comercial em 2007.

Esta redução não deve, porém, ser suficiente para tornar o resultado em conta corrente negativo (tabela 5). Ademais, um saldo comercial como o projetado também mantém elevado o fluxo comercial no mercado de câmbio. Mas isto significa que a taxa de câmbio vai continuar caindo? Como mostra a tabela 6, ao longo de 2006 (maio e setembro são exceções) o Banco Central não comprou moeda estrangeira o suficiente para bancar, ao mesmo tempo, o saldo positivo do mercado de câmbio e a redução nas posições compradas desejada pelos bancos, e por isso a taxa de câmbio continuou se apreciando. Mas, ao que tudo indica, esta situação está mudando. Em novembro as compras do Banco Central foram pequenas e os bancos adquiriram boa parte das sobras do mercado de câmbio, e, o que é mais importante, sem exigir uma taxa de câmbio mais baixa. Um mês é pouco para revelar tendências, mas se prosseguir assim, a taxa de câmbio pode ter chegado num piso e o Banco Central poderá em breve sair do mercado.

**Projeções - Saldo em Transações Correntes**

	2006		2007 <sup>P</sup>
	Acumulado até Outubro	Acumulado no Ano <sup>P</sup>	
Balança Comercial	38,0	45,1	37,0
Exp	113,4	137,4	147,0
Imp	75,3	92,2	110,0
Serviços	-7,8	-9,8	-11,0
Rendas	-21,8	-25,0	-23,2
Transf. Unilaterais	3,6	4,2	4,4
<b>Transações Correntes - Total</b>	<b>12,1</b>	<b>14,5</b>	<b>7,2</b>

<sup>P</sup> Projeção

Fonte: Banco Central do Brasil.

**Fluxo Cambial, Posição dos Bancos (em US\$ bilhões) e Taxa de Câmbio**

	Segmento Comercial (a)	Segmento Financeiro (b)	Saldo (a)+(b)	Var. na Posição dos Bancos <sup>(1)</sup>	Compras do BC	Swaps Reversos	Taxa de Câmbio Nominal
jan/06	3,1	-1,2	1,9	-0,6	2,4	7,8	2,27
fev/06	4,9	2,8	7,8	4,9	2,4	4,0	2,16
mar/06	5,5	2,5	8,0	5,4	3,1	1,3	2,15
abr/06	3,3	-2,7	0,6	-1,9	2,2	0,0	2,13
mai/06	7,3	0,2	7,5	3,4	4,4	0,6	2,18
jun/06	3,6	-6,3	-2,7	-2,8	0,0	-0,8	2,25
jul/06	4,8	-2,3	2,5	-2,6	4,4	0,8	2,19
ago/06	3,8	-2,5	1,3	-2,8	4,6	1,5	2,16
set/06	5,5	-0,4	5,1	3,4	1,5	-1,6	2,17
out/06	2,7	0,5	3,2	-1,7	4,3	-0,9	2,15
nov/06	5,1	0,4	5,5	3,6	1,9	-	2,16

<sup>(1)</sup> Variação positiva significa aumento da posição comprada.

Fonte: Banco Central do Brasil.