

# Economia & Conjuntura

# Apresentação

## Antonio Licha

Os resultados do PIB brasileiro no terceiro trimestre mostraram que a economia brasileira está crescendo a taxas mais elevadas que as esperadas. Isto já estava sendo mostrado pelo comportamento da indústria de mediados deste ano. Ainda que em 2008 exista uma desaceleração em relação ao segundo semestre de 2007, o *carry-over* obtido deve permitir que a taxa de crescimento continue no patamar de 5%.

A principal incerteza em relação a essa projeção é o cenário internacional, notadamente o impacto que a crise do setor de crédito americano possa ter sobre a demanda agregada desse país e sobre a aversão ao risco dos agentes financeiros. Novas dúvidas ficam assolando as expectativas sobre o andamento da crise e só vão ser dilucidadas ao longo do próximo ano. Por enquanto o cenário de ter uma recessão na economia americana não é o principal mas as probabilidades do cenário estão crescendo.

No âmbito brasileiro esperamos para 2008 uma forte redução do saldo comercial (em relação a 2007) produto de uma taxa de câmbio apreciada. A velocidade do ajuste dessa taxa de câmbio vai depender do cenário internacional: uma crise mais acentuada deve aumentar a taxa de desvalorização por vários canais.

Na espera do desenrolar da crise internacional, observamos uma economia brasileira num patamar de crescimento mais elevado mas com uma redução de seus superávits externos.

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)
- 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**

- Camila Guimarães Rocha
- Marcos Felipe Casarin

## **Secretaria**

- Sidenir Pereira da Silva

## **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

	Página
<b>Panorama Macroeconômico</b>	<b>6</b>
<b>Nível de Atividade Industrial</b>	<b>17</b>
<b>Investimento</b>	<b>21</b>
<b>Inflação</b>	<b>26</b>
<b>Política Fiscal</b>	<b>30</b>
<b>Setor Externo</b>	<b>37</b>

# Panorama Macroeconômico

## Caio Prates

O desempenho da economia brasileira em 2007 pode ser considerado bastante positivo. O principal destaque foi o crescimento acima do esperado do PIB (de 5,5% pela estimativa mais recente do Grupo de Conjuntura). Além disso, a inflação (IPCA) vai ficar pelo 2º ano consecutivo abaixo do centro da meta definida pelo governo, a conta corrente terá superávit pelo 5º ano consecutivo, e pelo 4º ano seguido a relação dívida líquida do setor público/PIB cairá. A grande questão que se coloca é sobre a sustentabilidade do crescimento deste ano. No futuro próximo (2008), as perspectivas são positivas. E um grande trunfo para um bom desempenho no próximo ano reside no extraordinário aumento do investimento em 2007. A elevação do produto potencial daí decorrente combinada com a estabilidade esperada da taxa de câmbio reduz os riscos de pressões inflacionárias em 2008 que possam afetar negativamente a trajetória da taxa de juros (a variável que costuma comandar o comportamento do PIB).

Contudo, a economia brasileira vem apresentando desequilíbrios que precisam ser corrigidos para não inviabilizar a manutenção de taxas de crescimento elevadas (de 5% ou mais) nos próximos anos. Um destes desequilíbrios é o déficit potencialmente elevado na conta corrente no horizonte de alguns anos, associado ao padrão atual de crescimento caracterizado pela expansão da demanda doméstica muito acima do PIB (e sua contraface, o crescimento das importações, em volume, muito superior ao das exportações). Outro desequilíbrio incompatível com o crescimento sustentado é a expansão do gasto público não-financeiro e da carga tributária em ritmo bem superior ao do PIB, como vem ocorrendo – problema que, aliás, terá de ser enfrentado no curto-prazo, já que com o fim da CPMF dificilmente a receita tributária do governo central crescerá mais do que o PIB em 2008, o que forçará o governo a diminuir o ritmo de crescimento dos seus gastos e/ou reduzir o superávit primário. Além disso, a continuidade de um crescimento bastante vigoroso do investimento (para que o crescimento do produto potencial permaneça subindo) e uma expansão significativa dos investimentos em infra-estrutura, em particular, em energia elétrica, são desafios essenciais a serem vencidos para garantir o crescimento sustentado de 5%.

Evidentemente, um aspecto fundamental para o desempenho da economia brasileira nos próximos anos reside no cenário externo. Desde o final de julho, houve uma nítida piora do cenário externo por conta da crise de crédito nos EUA (desencadeada pela inadimplência no crédito imobiliário de alto risco) e pelo temor de uma recessão naquele país e seu impacto na economia mundial. O cenário básico da maioria dos analistas e também do GC é de que a crise de crédito resultará numa desaceleração moderada da economia mundial. Mas a possibilidade de um cenário bem mais negativo – recessão nos EUA, desaceleração bem mais forte da economia mundial, aumento significativo da aversão ao risco no mundo e queda dos preços de commodities – não pode ser descartada.

Os efeitos da piora do cenário externo sobre a economia brasileira foram, até agora, modestos. Uma indicação disso pode ser vista no comportamento dos indicadores de

confiança da tabela 1. O canal mais relevante através do qual o cenário externo pode afetar o desempenho da economia brasileira é a taxa de câmbio. Numa situação de aumento significativo de aversão ao risco no mundo e de perspectivas negativas para o crescimento mundial, a tendência é que as pressões no mercado de câmbio se intensifiquem (pela expectativa de queda do saldo da balança comercial/conta corrente e de um menor fluxo de capitais para o país). Contudo, como aponta a tabela 1, embora a aversão ao risco tenha aumentado no mundo, a taxa de câmbio recuou de R\$ 1,86 em 17/7 (pouco antes do início da turbulência externa) para R\$ 1,80 em 14/12. Este recuo da taxa de câmbio ocorreu, não obstante o Banco Central ter voltado a comprar dólares no mercado à vista desde outubro, o que elevou as reservas cambiais de pouco mais de US\$ 160 bilhões no início de outubro para perto de US\$ 180 bilhões atualmente. Ou seja, o quadro de abundância de dólares para o país ainda não foi alterado de forma relevante pela piora do cenário externo.

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	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
17/7/2007 <sup>2</sup>	155	168	-13	1,86	10,71	6,94	5,06	75,53
16/08/2007	229	251	-22	2,11	11,90	7,99	4,66	69,42
04/09/2007 <sup>2</sup>	196	223	-27	1,95	11,28	7,27	4,55	73,92
16/10/2007 <sup>2</sup>	161	183	-22	1,82	11,16	7,06	4,65	84,16
4/12/2007 <sup>2</sup>	231	255	-24	1,82	11,62	7,37	3,89	89,53
14/12/2007	202	222	-20	1,80	11,90	7,49	4,24	92;67

Fonte: Banco Central e Valor Econômico.

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

Em relação ao desempenho da economia em 2007 e às perspectivas para 2008, a tabela 2 apresenta as projeções do mercado – as do início do ano, as realizadas imediatamente antes do começo da crise de crédito nos EUA e a mais recente -, assim como as projeções atuais do GC para o fechamento de 2007 e para 2008. Na comparação entre as projeções do mercado para 2007 e o desempenho efetivo da economia, os principais pontos a destacar são: i) os erros significativos de previsão sobre o desempenho do PIB e da indústria geral que vão fechar 2007 com um crescimento muito acima do estimado ao longo do ano - no caso do PIB, a revisão da série histórica divulgada em março pelo IBGE, deslocou para cima (em cerca de 0,7 ponto %) o crescimento do PIB entre 2002 e 2006, mas mesmo com este desconto para a projeção feita no início do ano, a verdade é que o crescimento do PIB continuou sendo bastante subestimado; ii) a apreciação cambial muito maior do que a prevista; iii) a taxa Selic de fim de ano acima da que se esperava em meados do ano, por conta da elevação da inflação no 2º semestre, do aquecimento maior do que o previsto da demanda e do aumento das incertezas em relação ao cenário externo; iv) o resultado da balança comercial e da conta corrente bem abaixo do projetado em meados do ano, em decorrência, sobretudo, do forte crescimento das importações no 2º semestre. Quanto às projeções do GC, suas principais diferenças em relação as do mercado são: i) um crescimento do PIB e da indústria geral mais elevado, tanto em 2007 quanto em 2008; ii) uma piora mais acentuada da balança comercial e da conta corrente em 2008.

**Tabela 2 - Projeções do mercado e do Grupo de Conjuntura para 2007**

	Mercado					Grupo de Conjuntura	
	2007			2008		2007	2008
	5-jan	20-jul	14-dez	20-jul	14-dez		
PIB%	3,50	4,50	5,06	4,20	4,40	5,40	5,40
Indústria Geral(%)	4,00	4,50	5,80	4,50	4,50	6,20	6,00
IPCA (%)	4,00	3,70	4,21	4,00	4,20	4,40	4,30
Taxa Selic							
fim de ano	11,75	10,75	11,25	9,75	10,50	11,25	10,50
média do ano	12,22	11,84	11,94	10,11	10,94	11,94	10,81
Taxa de Câmbio							
fim de ano	2,20	1,90	1,76	1,98	1,80	1,75	1,85
média do ano	2,20	1,97	1,93	1,93	1,78	1,94	1,8
Saldo Comercial	38,60	43,55	40,15	37,15	33,65	40,83	28,28
Conta Corrente	6,40	11,50	6,77	5,25	0,00	5,56	-7,00

Fonte: Banco Central e Grupo de Conjuntura.

A economia brasileira vem passando por uma nítida mudança de patamar de crescimento desde 2004, como evidencia a tabela 3. Com o crescimento do PIB acima de 5% em 2007 e a perspectiva de um desempenho não muito diferente em 2008, o crescimento da economia brasileira no biênio 2007/2008 deverá ser ligeiramente superior ao da economia mundial – resultado muito positivo quando se tem em conta o longo período (iniciado em 1981) de crescimento médio muito baixo e bem inferior ao do PIB mundial. Mas, como se percebe na tabela 4, o nosso crescimento em 2007 ainda continuou sendo bem menor do que o da maioria das principais economias emergentes. Um aspecto positivo do desempenho da economia brasileira em 2007 é o comportamento da inflação – a mais baixa (à exceção do México) entre as economias emergentes selecionadas na tabela 4. Por sua vez, esta tabela mostra que a boa situação da conta corrente constitui hoje a regra entre as economias emergentes (a exceção sendo a Turquia, com déficit em conta corrente elevado). Mas a tendência é de piora da conta corrente das economias emergentes nos próximos anos, na esteira da apreciação cambial generalizada (frente ao dólar) e da redução do déficit em conta corrente norte-americano. E a economia brasileira, em que a apreciação cambial tem sido mais intensa (dos países selecionados na tabela 4, apenas a Turquia teve uma apreciação cambial mais elevada em 2007), deverá estar entre as de maior redução do saldo em conta corrente.

**Tabela 3 - Crescimento do PIB: Brasil e Mundo**

	var % anual		
	Brasil (a)	Mundo (b)	(a)-(b)
1995-1998	2,5	3,7	-1,2
1999-2002	2,1	3,5	-1,4
2003-2006	3,4	4,9	-1,5
2004-2006	4,2	5,2	-1,0
2007 <sup>1</sup>	5,4	5,2	0,2

Fonte: IBGE e FMI

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

**Tabela 4 - PIB, conta corrente, inflação e câmbio em 2007 - Países selecionados**

	PIB var %	Conta Corrente % do PIB	Taxa de câmbio - var % últimos 12 meses		Inflação var % em 12 meses
			Nominal	Real <sup>2</sup>	
Brasil <sup>1</sup>	5,4	0,4	-16,3	-16,8	4,2
China	11,5	11,4	-5,5	-6,7	6,5
Índia	7,7	-1,1	-11,6	-13,4	5,5
Rússia	7,2	6,1	-6,5	-12,5	10,8
Argentina	8,3	2,7	2,3	-2,2	8,4
Chile	5,6	4,8	-4,6	-8,1	7,4
Colômbia	6,7	-3,8	-10,7	-12,4	5,4
México	3,0	-0,5	0,0	0,0	3,7
Coréia	5,0	1,0	0,9	0,9	3,5
Turquia	5,2	-7,3	-18,1	-21,9	8,4
Estados Unidos	2,1	-5,5	-	-	3,5
Área do Euro	2,6	0,1	-9,3	-9,3	3,0
Inglaterra	3,1	-3,3	-3,9	-2,0	2,1
Japão	1,9	4,7	-3,5	0,0	0,3

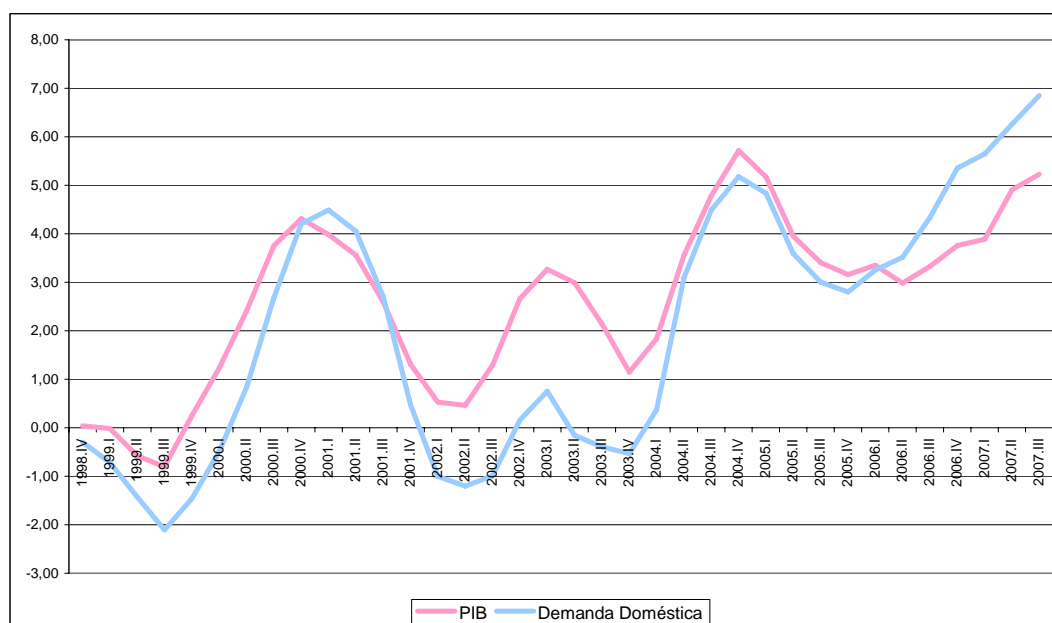
Fonte: The Economist - 8 a 14/12/2007

<sup>1</sup> Grupo de Conjuntura

<sup>2</sup> Descontada pela inflação do IPC de cada país e a inflação do IPC de EUA

A aceleração do crescimento do PIB em 2007 pode ser atribuída essencialmente ao vigoroso crescimento da demanda doméstica neste ano. Na taxa de crescimento em 4 trimestres (contra os 4 trimestres anteriores), a demanda doméstica vem se acelerando e crescendo mais do que o PIB desde o início de 2006. Este comportamento da demanda vis à vis o do PIB representa, por sua vez, uma mudança no padrão de crescimento que vinha sendo observado desde a adoção do regime de política econômica baseado no tripé câmbio flutuante/metras de inflação/superávit primário elevado, no início de 1999. Como se percebe no gráfico 1, de 1999 até o 1º trimestre de 2006, a evolução do PIB e da demanda doméstica (variação % em 4 trimestres) foi marcada por fortes oscilações (sempre comandadas por mudanças na trajetória da taxa de juros), mas em regra com a demanda doméstica crescendo menos do que o PIB. Somente no ciclo atual de redução da taxa de juros/aceleração do crescimento é que a demanda passou a crescer acima do PIB.

**Gráfico 1 - Taxas de crescimento do PIB e da Demanda Doméstica (var % em 4 trim)**



Comparando-se, na tabela 5, a taxa de crescimento (4 trimestres) do PIB de 2007 III com os picos prévios de crescimento desde a mudança do regime de política econômica em 1999 – 2000 IV e 2004 IV -, alguns aspectos chamam a atenção. Em primeiro lugar, o crescimento da demanda doméstica neste ano está sendo não apenas superior ao do PIB (ao contrário de 2000 IV e 2004 IV), como bem mais elevado do que das vezes anteriores, já tendo atingido 6,9% em 2007 III. Em 2º lugar, o investimento vem crescendo de forma muito mais vigorosa no ciclo atual – resultado ainda mais positivo quando se tem em conta que a expansão de 12,1% da FBCF em 2007 III se segue a um aumento de 8,4% em 2006 III, enquanto a expansão de 9,1% do investimento em 2004 IV foi precedida de uma queda de 4,6% em 2003 IV. Por sua vez, o fato da demanda doméstica estar crescendo mais do que o PIB no ciclo atual significa que parte da expansão da demanda vem sendo atendida pelo crescimento das importações de bens e serviços (relativamente ao das exportações). Note-se na tabela 5 que o crescimento das importações vem sendo muito maior do que o das exportações em 2007 – respectivamente, 20,4% e 6,4% no acumulado de 4 trimestres até o 3º trimestre deste ano -, enquanto em 2000 IV e 2004 IV as exportações de bens e serviços cresceram mais do que as importações.

**Tabela 5 - PIB pela ótica da Demanda**

	var % acum. em 4 trim		
	2000.IV	2004.IV	2007.III
PIB	4,31	5,72	5,23
Consumo de Famílias	4,03	3,82	5,63
Consumo do Governo	-0,15	4,09	3,29
FBCF	5,03	9,12	12,13
Demanda Doméstica <sup>1</sup>	4,21	5,18	6,85
Exportação	12,86	15,29	6,37
Importação	10,80	13,30	20,43

Fonte: IBGE e Grupo de Conjuntura

<sup>1</sup> Grupo de Conjuntura

O padrão atual de crescimento baseado numa expansão doméstica bem acima da do PIB – e sua contraface, um crescimento das importações bem superior ao das exportações e a redução das exportações líquidas em % do PIB – conduz a uma piora crescente da conta corrente, ao contrário do que ocorria no padrão vigente entre o início de 1999 e o 1º trimestre de 2006. Na situação atual, a economia brasileira está transitando de um superávit para um déficit em conta corrente (que já deverá aparecer em 2008), voltando deste modo a recorrer à poupança externa. O aspecto benigno disso é que a expansão da demanda doméstica vem sendo liderada por um extraordinário aumento do investimento – alimentado pela confiança dos empresários na continuidade da firme expansão da demanda doméstica em curso (e, para alguns setores, também da demanda externa), num contexto de estabilidade macroeconômica e aumento da previsibilidade da economia. Assim, a piora da conta corrente em % do PIB (aumento da poupança externa) vem sendo acompanhado basicamente por um aumento do investimento e não do consumo, como é desejável. A questão – retomada mais adiante – é se a piora da conta corrente nos próximos ano ficará dentro de níveis razoáveis, ou se a economia brasileira entrará numa trajetória de déficits elevados (e crescentes) em conta corrente, voltando a ficar vulnerável a crises de financiamento externo.

De acordo com a tabela 6, o crescimento do PIB de 5,2% no acumulado de 4 trimestres até o 3º trimestre de 2007 foi produzido por uma expansão de 6,9% da demanda doméstica, da qual resultou uma contribuição de 6,6 pontos % para este crescimento. Em contrapartida, as exportações líquidas tiveram uma contribuição negativa para o PIB de 1,4 ponto %, em decorrência da diferença bastante acentuada entre as taxas de crescimento das importações e das exportações de bens e serviços em volume. Mesmo com uma nova rodada de apreciação cambial e forte aceleração do crescimento da demanda doméstica, a contribuição negativa das exportações líquidas para o crescimento do PIB por enquanto não aumentou em relação a 2006, o que não deixa de ser um bom sinal. Mas é pouco provável que, com a taxa de câmbio atual e a continuidade de um crescimento vigoroso da demanda doméstica – cenário mais provável para 2008 –, a contribuição negativa das exportações líquidas para o PIB se torne menor no futuro próximo (ou, em outros termos, que a diferença entre as taxas de crescimento das importações e das exportações em volume se reduza de forma relevante). O mais provável é que a contribuição das exportações líquidas para o PIB em 2008 seja igual ou um pouco mais negativa do que o 1,4 ponto % de 2007 III, indicado na tabela 6. Assim, a viabilidade de um crescimento do PIB de 5% ou mais em 2008 dependerá da manutenção de um crescimento vigoroso (acima de 6,5%) da demanda doméstica. Um crescimento desta magnitude em 2008 parece perfeitamente possível. Contudo, ao vir novamente acompanhado de um desequilíbrio acentuado entre demanda doméstica e PIB, o crescimento do próximo ano produzirá uma nova piora da conta corrente do balanço de pagamentos.

**Tabela 6 - Contribuição ao crescimento do PIB**

	Demanda Doméstica (a)	Exportações (b)	Importações (c)	Exportações Líquidas (d)=(b)-(c)	PIB (e) = (a) + (d)	Taxa de Crescimento da Demanda Doméstica
2004	5,03	2,29	1,61	0,68	5,72	5,18
2005	2,69	1,53	1,06	0,47	3,16	2,80
2006	5,16	0,71	2,11	-1,40	3,75	5,35
2007 <sup>1</sup>	6,64	0,93	2,34	-1,41	5,23	6,85

Fonte: IBGE e Grupo de Conjuntura

<sup>1</sup> Acumulado nos quatro trimestres encerrados no 3º trim 2007.

Na taxa de 4 trimestres (contra os 4 trimestres anteriores), o crescimento do PIB atingiu 5,2% em 2007 III. Como evoluirá esta taxa em 2007 IV e em 2008? A projeção mais recente do mercado (levantamento do BC realizado em 14 de dezembro) é de um crescimento do PIB de 5,06% em 2007 e de 4,40% em 2008. Ocorre que, como mostra a tabela 7, o carry over para 2007 (hipótese de crescimento nulo no 4º tri/3º tri) já aponta um crescimento de 5% em 2007 – resultado proveniente do forte crescimento do PIB no 3º trimestre e da expansão tri t / tri t-1 nos trimestres anteriores (na série com ajuste sazonal) ter sido significativamente revista para cima pelo IBGE. Assim, o cenário do mercado para o fechamento de 2007 traz implícito um crescimento virtualmente nulo no 4º trimestre (relativamente ao trimestre anterior). A estimativa do GC é mais otimista: crescimento do PIB de 5,4% em 2007, com uma expansão tri t / tri t-1 novamente expressiva no 4º trimestre, ainda que inferior a do 3º trimestre (respectivamente, 1,5% e 1,7%). Além disso, o GC considera que esta projeção tem um viés de alta, com a probabilidade do crescimento em 2007 ficar acima de 5,4% sendo maior do que a de ficar abaixo desta taxa. Por sua vez, como o desempenho do PIB no 4º trimestre (e o crescimento em 2007 daí resultante) influencia, via carry over, o resultado do PIB em

2008, caso o mercado esteja subestimando o desempenho do PIB no fechamento de 2007, é razoável supor que sua projeção para 2008 também esteja subestimada.

**Tabela 7 - PIB em 2007**

	Mercado	Grupo de Conjuntura	Carry-over
Cresc. do PIB (a)	5,06	5,40	5,00
Cresc. no 4º trim requerido para (a)			
4º trim-07 / 3º trim-07	0,19	1,48	0,00
4º trim-07 / 4º trim-06	4,49	5,82	5,17

Fonte: IBGE e Grupo de Conjuntura

Para que se tenha mais sensibilidade para o desempenho do PIB em 2008 e sua relação com o crescimento em 2007, apresenta-se, na tabela 8, o crescimento do PIB no próximo ano resultante de diferentes hipóteses sobre: i) seu crescimento em 2007; ii) expansão média tri t / tri t-1 do PIB trimestral dessazonalizado ao longo de 2008. Como se percebe nesta tabela, se o crescimento do PIB em 2007 ficar em 5,4%, uma taxa média tri t / tri t-1 de 1,2% ao longo de 2008 (inferior à média tri t / tri t-1 de 1,4% requerida para o crescimento de 5,4% de 2007) fará com que o PIB cresça em 2008 à mesma taxa de 5,4% de 2007. Ou seja, caso o PIB cresça 5,4% em 2007, o carry over para 2008 permitirá que esta taxa seja repetida no próximo ano com um crescimento médio tri t / tri t-1 em 2008 menor do que o de 2007 (crescimento tri t / tri t-1 anualizado de, respectivamente, 4,9% e 5,7%). O cenário básico do GC é exatamente este: crescimento do PIB de 5,4% em 2007 e 2008, o que significa uma expansão ponta a ponta (4º tri 08/4º tri 07) do PIB mais lenta em 2008, mas que, devido ao carry over favorável para 2008, resultará numa taxa de crescimento anual semelhante à deste ano.

**Tabela 8: Crescimento do PIB em 2008 sob diferentes hipóteses (%)**

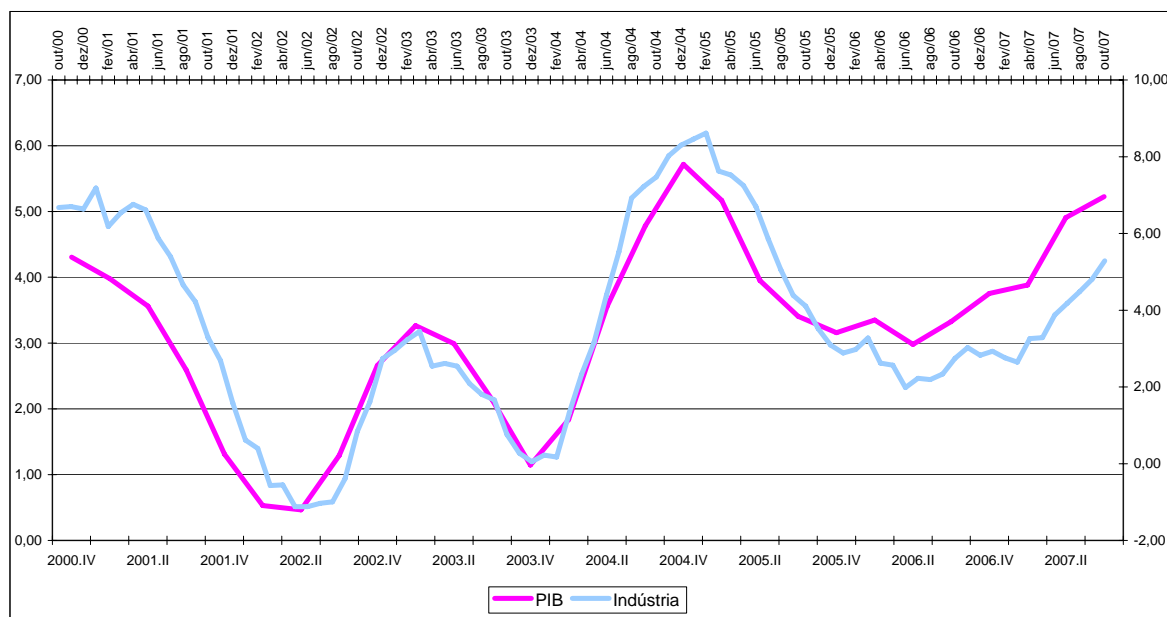
Crescimento médio trim/trim t-1	Cresc. PIB em 2007 de 5,2	Cresc. PIB em 2007 de 5,4	Cresc. PIB em 2007 de 5,6
1	4	4,9	5,4
1,2	4,8	5,4	6
1,4	5,3	5,9	6,5

Fonte: IBGE e Grupo de Conjuntura

As hipóteses de crescimento do PIB em 2007 adotadas na tabela 8 – 5,2%, 5,4% e 5,6% - decorrem da expectativa do GC de que o PIB não crescerá menos do que 5,2% neste ano (a taxa dos 4 trimestres encerrados em 2007 III). Uma forte indicação neste sentido reside no comportamento da indústria geral (PIM-PF), que costuma ser um excelente indicador antecedente da direção da taxa de crescimento do PIB. Como o gráfico 2 deixa claro, as taxas de crescimento (variação % em 12 meses) da indústria geral e do PIB evoluem, em regra, na mesma direção, com a aceleração/desaceleração da taxa de crescimento (12 meses) da indústria geral entre dois trimestres sendo acompanhada por movimento no mesmo sentido da taxa de crescimento (4 trimestres) do PIB. E a evolução recente da indústria geral (tabela 9) sugere que, no 4º trimestre, a taxa de crescimento (12 meses) da indústria deverá dar um novo salto: após subir de 2,7% em março para 3,9% em junho e para 4,8% em setembro, deverá ultrapassar 6% em dezembro (segundo estimativa do GC). Note-se, na tabela 9, que com o nível elevado de produção industrial atingido em outubro (na série com ajuste sazonal), o carry over

(hipótese de crescimento nulo em novembro/dezembro) para o crescimento da indústria em 2007 passou a ser de 6,3%. Mas como o GC projeta um nível de produção médio no último trimestre do ano um pouco inferior ao de outubro, o crescimento previsto para o ano é ligeiramente inferior a este (ficaria em 6,2%). Seja como for, a taxa de crescimento (12 meses) da indústria geral subirá vigorosamente entre setembro e dezembro. E este desempenho da indústria torna bastante improvável que a taxa de crescimento (4 trimestres) do PIB, que atingiu 5,2% no 3 trimestre, venha a desacelerar no 4º trimestre de 2007.

Gráfico 2 - Evolução do PIB e da Indústria Geral (PIM-PF) Var% 12 meses



Fonte: IBGE

Tabela 9 - Evolução recente da indústria geral

	Indústria Geral		
	var % 12 meses	var % acum no ano	var % anualiz sem/sem imediatamente anterior <sup>1</sup>
dez/06	2,82	2,82	2,94
mar/07	2,65	3,78	4,30
jun/07	3,88	4,79	6,46
jul/07	4,18	5,10	7,39
ago/07	4,48	5,30	8,38
set/07	4,82	5,37	8,07
out/07	5,29	5,88	7,19
dez/07			
carry over <sup>2</sup>	6,30	6,30	9,40
estimativa <sup>3</sup>	6,20	6,20	9,01

Fonte: IBGE. Elaboração Grupo de Conjuntura

<sup>1</sup> Série dessazonalizada

<sup>2</sup> Supondo-se nível médio de produção industrial no período nov-dez/07 igual ao de out/07

<sup>3</sup> Estimativa do Grupo de Conjuntura

O crescimento da indústria geral de cerca de 6% no ano (e de 9% no 2º semestre relativamente ao semestre anterior) estimados pelo GC vêm desmentindo claramente a tese da “doença holandesa” e da desindustrialização como efeito do câmbio apreciado (e dos juros altos) sobre o desempenho da indústria. Mas se – graças à extraordinária expansão da demanda doméstica – a apreciação cambial não vem produzindo os efeitos temidos sobre a indústria, também é verdade que a enorme diferença entre as taxas de crescimento das exportações e das importações em volume é preocupante. Sugere que, num cenário externo de preços das exportações brasileiras e termos de troca menos favoráveis do que o atual, poderá ocorrer uma deterioração forte da balança comercial e da conta corrente nos próximos anos. E esta disparidade entre o crescimento das importações e das exportações pode ser atribuída, em boa medida, aos reflexos negativos do câmbio apreciado sobre a competitividade externa da indústria.

O crescimento expressivo da indústria neste ano tem sido acompanhado por um aumento do seu nível de utilização da capacidade instalada (NUCI). Embora venha sendo bem gradual, o aumento do NUCI já foi suficiente para que este indicador tenha atingido em outubro a taxa recorde de 82,8% na série dessazonalizada da CNI. Além disso, o crescimento do PIB em 2007 (e possivelmente em 2008) ficará bem acima do crescimento do produto potencial estimado pela maioria dos analistas (que se encontra atualmente em pouco mais de 4%). Neste contexto, o forte aquecimento da demanda em curso tem sido um motivo de preocupação – enfatizado, em particular, pelo Copom –, pelo risco de pressões inflacionárias provenientes de um eventual descompasso entre demanda e oferta.

De todo modo, o comportamento da inflação não sugere, até agora, a existência de pressões inflacionárias de demanda relevantes. Como se percebe na tabela 10, a inflação (12 meses) dos preços industriais no atacado permaneceu relativamente estável entre dezembro de 2006 e novembro de 2007, não tendo sido afetada pelo aumento do NUCI da indústria. Por sua vez, no IPCA, sua desagregação em alimentos e bebidas, demais bens, serviços e preços administrados, evidencia que a elevação da inflação (12 meses) entre dezembro de 2006 e novembro de 2007 decorreu basicamente da alta significativa dos preços dos alimentos – reflexo da alta internacional destes preços (pelo aumento da demanda de alimentos no mundo, em particular na China e na Índia, pelo deslocamento da produção de alimentos pela de biocombustíveis e por problemas climáticos) e também do efeito negativo sobre a oferta de determinados bens de condições climáticas adversas no próprio país. Mas as perspectivas para o comportamento da inflação em 2008 são positivas, com o IPCA devendo ficar novamente abaixo do centro da meta. Para isto concorreriam: i) uma provável desaceleração da inflação no item alimentos; ii) a forte elevação em curso do investimento (que tende a estabilizar ou mesmo reduzir o NUCI da indústria nos próximos meses e vem elevando a taxa de crescimento do produto potencial); iii) a continuidade de um crescimento significativo das importações complementando a oferta doméstica; iv) a estabilidade da taxa de câmbio.

Tabela 10 - Inflação (var % em 12 meses)

	IPCA					IPA		
	Índice Geral	Alimentos e bebidas	Demais bens	Serviços	Administrados	Total	Industrial	Agrícola
dez/06	3,1	1,2	1,4	5,5	4,3	4,3	3,5	6,9
nov/07	4,2	9,0	1,8	4,9	2,3	7,5	3,8	18,9

Fonte: IBGE e Grupo de Conjuntura

A despeito do seu desempenho favorável neste ano e das boas perspectivas para 2008 – sobretudo no que se refere ao comportamento do PIB e da inflação –, a economia brasileira vem apresentando desequilíbrios que ameaçam a sustentabilidade do crescimento do PIB a taxas elevadas (5% ou mais) no longo prazo. Um destes desequilíbrios é o déficit potencialmente elevado da conta corrente daqui a alguns anos, caso o padrão atual de crescimento – baseado numa expansão da demanda doméstica bem superior a do PIB – seja mantido.

A tabela 11, que apresenta a composição do PIB pela ótica da demanda de 2005 para cá, permite dimensionar o desequilíbrio potencial da conta corrente implícito no padrão de crescimento vigente. Como mostra esta tabela, por conta da taxa de crescimento (4 trimestres contra os 4 trimestres anteriores) da demanda doméstica estar sendo superior à do PIB desde o início de 2006, a participação da demanda doméstica no PIB vem aumentando, tendo como contrapartida a redução de igual magnitude das exportações líquidas em % do PIB, e a piora da conta corrente. Mas um aspecto importante da tabela 11 é a diferença acentuada na evolução da participação da demanda doméstica e das exportações líquidas no PIB a preços correntes e a preços constantes entre 2005 IV e 2007 III (no acumulado em 4 trimestres encerrado no trimestre indicado).

**Tabela 11 - Composição do PIB: Ótica da Demanda<sup>1</sup>**

	A preços correntes		A preços constantes de 2005	
	Demanda Doméstica	Exportações Líquidas	Demanda Doméstica	Exportações Líquidas
2005.IV	96,39	3,61	96,39	3,61
2006.I	96,58	3,42	96,57	3,43
2006.II	96,86	3,14	97,04	2,96
2006.III	96,93	3,07	97,38	2,62
2006.IV	97,08	2,92	97,88	2,12
2007.I	97,30	2,70	98,27	1,73
2007.II	97,43	2,57	98,40	1,60
2007.III	97,99	2,01	99,04	0,96

Fonte: IBGE e Grupo de Conjuntura

<sup>1</sup> Acumulado em 4 trimestres encerrados no trimestre indicado

De fato, como evidencia a tabela 11, o avanço da demanda doméstica/redução das exportações líquidas em % do PIB a preços correntes tem sido significativamente mais lento do que o verificado a preços constantes de 2005. Ou seja, o comportamento dos preços vem amortecendo o aumento da participação da demanda doméstica no PIB. Com isto, a queda das exportações líquidas e a piora da conta corrente têm sido muito mais suave do que a que ocorreria caso os preços estivessem sendo “neutros” e a elevação da demanda doméstica em % do PIB estivesse refletindo estritamente a diferença, de 2005 para cá, entre o crescimento da demanda doméstica e do PIB. Note-se, em particular, que nos últimos 4 trimestres (entre 2006 III e 2007 III), o avanço da demanda doméstica em % do PIB foi, a preços constantes, de 1,66 ponto %. Se este fosse o ritmo anual de redução das exportações líquidas – i.e., se os preços não estivessem amortecendo o recuo das exportações líquidas em % do PIB – a conta corrente sofreria uma deterioração extremamente acentuada em poucos anos. Como o comportamento dos preços das exportações e dos termos de troca deve continuar sendo favorável em 2008, a piora da conta corrente provavelmente continuará sendo relativamente lenta no próximo ano. Mas o padrão atual de crescimento, com descompasso acentuado entre demanda doméstica e PIB, tende a tornar a economia

brasileira mais vulnerável a uma piora do cenário externo, e certamente não poderá ser sustentado por muitos anos. No cenário benigno para os próximos anos, a transição para um novo padrão de crescimento – baseado num crescimento mais equilibrado da demanda doméstica/PIB e das importações/exportações – envolverá uma desvalorização cambial moderada, sem impacto negativo muito significativo sobre a inflação, taxa de juros e crescimento. Num cenário adverso, esta transição ocorrerá sob estresse (possivelmente desencadeado por um cenário externo muito negativo), virá associada a uma forte pressão sobre o câmbio e a uma desvalorização cambial expressiva, que provocará uma alta mais significativa da taxa de juros e uma desaceleração mais acentuada do crescimento.

De todo modo, no horizonte de 2008 nada indica que o padrão de crescimento atual, caracterizado pelo descompasso entre demanda doméstica e PIB, será alterado. E muito provavelmente a continuidade de um crescimento vigoroso da demanda doméstica garantirá, novamente, um bom resultado para o PIB. Apenas na hipótese (pouco provável) de uma piora muito acentuada do cenário externo em 2008, este padrão de crescimento seria posto em xeque. Neste caso, a combinação de recessão nos EUA, forte desaceleração da economia mundial, aumento expressivo da aversão ao risco no mundo, e queda dos preços das commodities se refletiria em pressões mais intensas no mercado de câmbio (alimentadas pela rápida deterioração da balança comercial/conta corrente e pela redução significativa do fluxo de capitais para o país). E a desvalorização cambial pressionaria a inflação, a taxa de juros subiria e haveria uma desaceleração mais significativa do crescimento.

No cenário básico do GC para 2008 ocorre apenas uma desaceleração moderada da economia mundial, os preços de commodities mantêm-se em níveis elevados (embora, na média, com aumento bem mais moderado que nos últimos anos) e a aversão ao risco no mundo não se eleva a ponto de modificar sensivelmente o quadro de abundância de dólares que vem caracterizando a economia brasileira nos últimos anos. Assim, a taxa de câmbio permanecerá estável e as reservas cambiais em alta. Além de se beneficiar da estabilidade da taxa de câmbio, a inflação (e a taxa de juros) tampouco seria afetada negativamente por fatores domésticos, tais como: descompasso entre demanda e oferta (insuficiência de capacidade produtiva para a oferta acompanhar a demanda) e afrouxamento da política fiscal (redução do superávit primário como resposta ao fim da CPMF), contribuindo para um aquecimento excessivo da demanda e para a piora das expectativas inflacionárias. Ao contrário, o governo manteria o superávit primário (compensando a perda da CPMF com contenção de gastos e aumento de impostos) e a inflação não seria afetada de forma relevante por pressões de demanda. A inflação sob controle e, em decorrência, a manutenção da uma perspectiva de queda da taxa Selic são premissas essenciais do cenário básico do GC em que o PIB cresceria novamente um pouco acima de 5% em 2008.

# Nível de Atividade Industrial

**Paulo Gonzaga e Silvio Salles**

## **A indústria em outubro e o crescimento sustentado da construção civil**

Os resultados do desempenho industrial em outubro foram especialmente bons. Todas as categorias de uso apontaram taxas positivas no confronto com o mês anterior na série com ajustamento sazonal, sendo que a indústria geral registrou o expressivo acréscimo de 2,8%. As variações por categoria de uso foram: bens intermediários (2,7%), bens de capital (1,8%), bens de consumo durável (1,4%), bens de consumo semiduráveis e não duráveis (1,4%) (tabela 1).

Os níveis de produção também estão elevados. Em outubro foi o mais elevado da série para a indústria geral, bens de capital, bens intermediários e bens de consumo duráveis. Esse resultado se coaduna com as informações sobre nível de utilização da capacidade instalada na série da Confederação Nacional da Indústria - CNI, iniciada em 2003, que também assinala em outubro o seu patamar mais elevado, para a indústria de transformação.

Na comparação entre o acumulado do ano em janeiro-setembro e o indicador mensal de outubro (tabelas 2 e 3) observa-se aceleração no ritmo de crescimento industrial, mas deve-se levar em conta que outubro de 2007 teve um dia útil a mais que outubro de 2006. A categoria de uso bens de capital registrou acréscimo de 17,9% em janeiro-setembro e de 26,8% em outubro. Por apresentar as taxas mais elevadas dentre as categorias de uso, nos períodos em questão, a aceleração do incremento de produção em bens de capital foi menor que nos demais segmentos. O destaque foi o sub-setor de bens de capital para energia, que passa de um aumento de 20,7% em janeiro-setembro para 52,6% em outubro. Nos demais as variações em outubro foram superiores às de janeiro-setembro, exceto em bens de capital para indústria, que aponta 13,2% em outubro contra 16,9% no acumulado dos nove primeiros meses do ano.

Em Bens intermediários, a categoria de uso de maior peso na indústria, o acréscimo de produção em outubro (8,8%) foi mais do dobro do verificado em janeiro-setembro (4,2%). Três sub-setores tiveram notável aceleração de crescimento: refino de petróleo (de 0,6% em janeiro-setembro para 7,5% em outubro), insumos para construção civil (de 4,4% para 10,2% respectivamente) e celulose (1,0% ante 14,8%, respectivamente).

Bens de consumo duráveis também aponta em outubro (18,2%) um incremento que foi mais do dobro do apontado em janeiro-setembro (7,6%). Essa categoria foi a que mais se destacou, em aceleração de crescimento. Esse resultado foi fortemente influenciado pelo desempenho de automóveis, que de um acréscimo de 9,5% em janeiro-setembro passa para 26,1% em outubro. Outro destaque foi o setor de eletrodomésticos com taxas de 5,5% e 13,9% respectivamente. Nesse último setor, chama atenção o resultado da linha marrom, que de um decréscimo de -15,1% em janeiro-setembro evolui para um aumento de 12,2% em outubro.

Bens de consumo semi e não duráveis chegam perto de dobrar sua taxa de janeiro-setembro (3,1%) para outubro (5,9%). Os destaques foram os calçados, que passam de -4,6% para 9,2%, respectivamente e semiduráveis com 1,5% e 11,4%, respectivamente. Com movimento inverso ficaram abate de bovinos e suínos (4,2% e -1,7% respectivamente) e farmacêutica (2,8% e -4,1% respectivamente).

Cabe destacar o desempenho do setor de insumos típicos para construção civil na série do indicador acumulado dos últimos 12 meses (gráfico 1). Nunca, desde o início da série em 1992, esse setor sustentou durante tanto tempo taxas positivas de crescimento. Isso vem ocorrendo desde julho de 2004, portanto esse segmento cresce há mais de três anos ininterruptamente. Porém o que mais chama a atenção é forma como se dá esse crescimento. O padrão do setor era de alternar fases de rápida aceleração de crescimento com fases de grande desaceleração, que terminavam em queda de produção. Desde de o final de 2005, insumos típicos para construção rompeu com esse padrão e vem crescendo sem grandes oscilações. Esse movimento sugere que o setor está passando por um ciclo de expansão mais duradouro que vem dando sustentabilidade ao seu crescimento. Além da evolução positiva da massa salarial, que estimula o movimento do chamado “consumo pessoal” de material de construção (empregado em pequenas reformas e construções informais), os números sobre crédito para o financiamento de novas unidades habitacionais confirmam o bom momento para este setor.

Em resumo, os índices de outubro mostram que a atividade econômica em geral, e a indústria em particular, vêm acelerando o crescimento com base em um conjunto de fatores: ampliação da demanda interna (em consequência da manutenção das condições favoráveis de crédito, da maior estabilidade do mercado de trabalho, da ampliação da renda e da inflação baixa); aumento dos investimentos ( para indústria e para outros setores, inclusive o de construção); e manutenção de bons resultados nas exportações, em especial nos setores de commodities.

**Tabela 1**  
**Indicadores da Produção Industrial por Categoria de Uso**  
**Brasil - outubro 2007**

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	1,8	26,8	18,8	16,9
Bens Intermediários	2,7	8,8	4,7	4,3
Bens de Consumo Duráveis	1,4	18,2	8,7	7,4
Bens de Consumo Semiduráveis e Não Duráveis	1,4	5,9	3,4	3,0
<i>Indústria Geral</i>	2,8	10,3	5,9	5,3

\*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

**Tabela 2**  
**Indicadores da Produção Industrial**  
**Bens de Capital e Bens Intermediários**  
**(Base: igual período do ano anterior=100)**  
**2007**

Setores selecionados	Jan-Set	Outubro
<b>Indústria Geral</b>	<b>5,4</b>	<b>10,3</b>
<b>Bens de Capital</b>	<b>17,9</b>	<b>26,8</b>
para indústria	16,9	13,2
para agricultura	43,3	60,6
para transporte	17,2	30,1
para energia	20,7	52,6
para construção	16,3	23,1
para uso misto	13,4	20,2
<b>Bens Intermediários</b>	<b>4,2</b>	<b>8,8</b>
Petróleo e gás	1,8	-5,3
Extr. minerais ferrosos	9,7	13,2
Têxtil - Intermediários	1,1	2,7
Refino de Petróleo	0,6	7,5
Aubos e fertilizantes	11,3	-9,1
Insumos para a construção civil	4,4	10,2
Celulose	1,0	14,8
Metalurgia básica	6,7	5,9

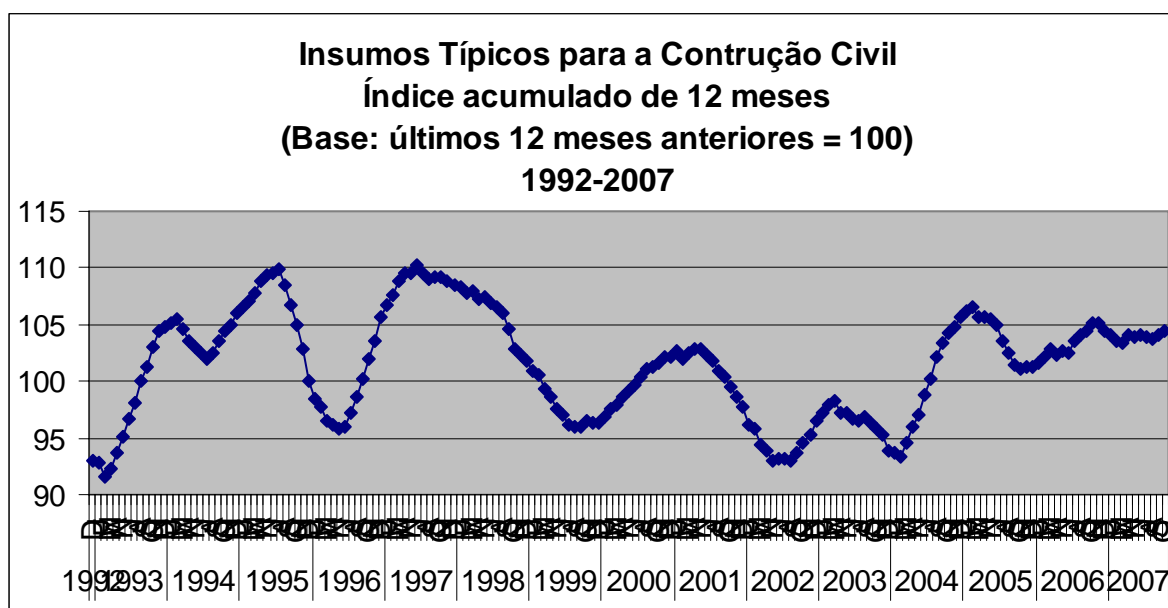
Fonte: IBGE-PIM-PF

**Tabela 3**  
**Indicadores da Produção Industrial**  
**Bens de Consumo Duráveis e Semi e Não Duráveis**  
**(Base: igual período do ano anterior=100)**  
**2007**

Setores selecionados	Jan-Set	Outubro
<b>Indústria Geral</b>	<b>5,4</b>	<b>10,3</b>
<b>Bens de Consumo Duráveis</b>	<b>7,6</b>	<b>18,2</b>
Automóveis	9,5	26,1
Eletrodomésticos	5,5	13,9
Linha Branca - Excl. forno microondas	12,2	15,6
Linha Marrom	-15,1	12,2
Eletroportáteis Domésticos - excl. forno microondas	6,2	-8,5
Celulares	0,4	3,1
Mobiliário - Duráveis	9,1	-0,3
<b>Bens de Consumo Semi e não Duráveis</b>	<b>3,1</b>	<b>5,9</b>
Abate de bovinos e suínos	4,2	-1,7
Abate de aves	8,2	8,5
Leite e laticínios	-3,7	-3,2
Bebidas - Semi e Não Duráveis	5,1	8,2
Calçados	-4,6	9,2
Farmacêutica - Semi e Não Duráveis	2,8	-4,1
Álcool e gasolina (combustíveis)	4,3	16,2
Semiduráveis	1,5	11,4

Fonte: IBGE-PIM-PF

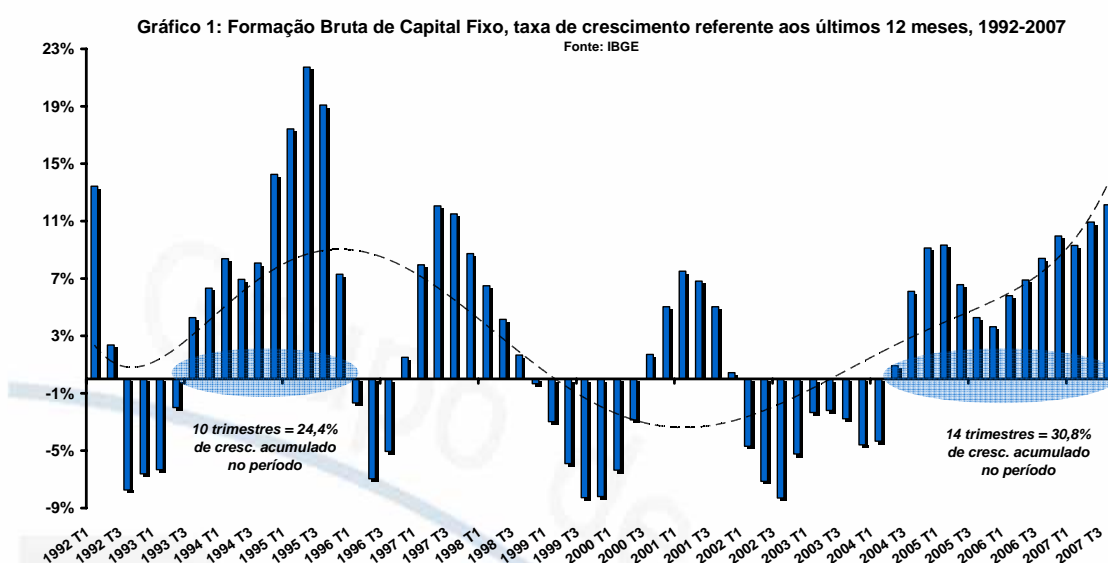
**Gráfico 1**



# Investimento

Marcos Felipe Casarin

O investimento ocupou uma posição de destaque na conjuntura econômica brasileira de 2007. E não foi à toa. A formação bruta de capital fixo vem apresentando, pelo terceiro ano consecutivo, taxas de crescimento acima do PIB, trimestre após trimestre. Desde que voltou ao terreno positivo<sup>1</sup> - em 2004 T2 - a FBCF já acumulou crescimento de 31%, superando o último grande ciclo de crescimento do indicador, durante a primeira fase do Plano Real (Gráfico 1).

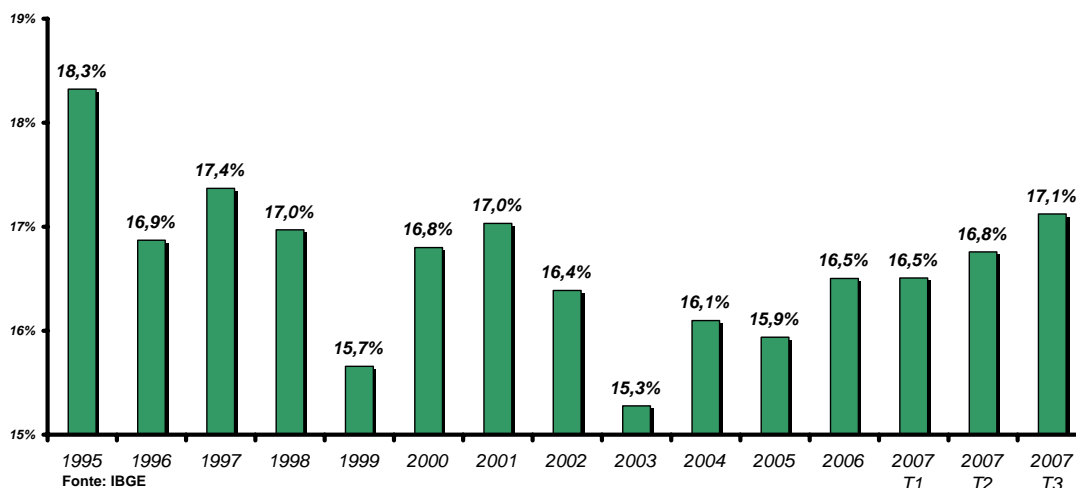


A divulgação das contas nacionais do terceiro trimestre deste ano não só reforçou a robustez do atual ciclo, como indicou aceleração do crescimento na margem. O avanço de 4,5% sobre o trimestre anterior expressa este fato, sobretudo por ter se dado após a expressiva taxa de 4,6% em 2007 T2. Com esta recente aceleração, pode-se esperar um crescimento de, no mínimo, 12% para o indicador neste ano, pois, mesmo que o investimento não cresça nada no último trimestre, a taxa em doze meses será de 12,3%<sup>2</sup>. Nos quatro trimestres encerrados em setembro, a FBCF registrou crescimento de 12,1%, resultado capaz de elevar a taxa de investimento (a preços correntes) de 16,8% para 17,1% do PIB (Gráfico 2).

<sup>1</sup> Para o Crescimento em 12 meses

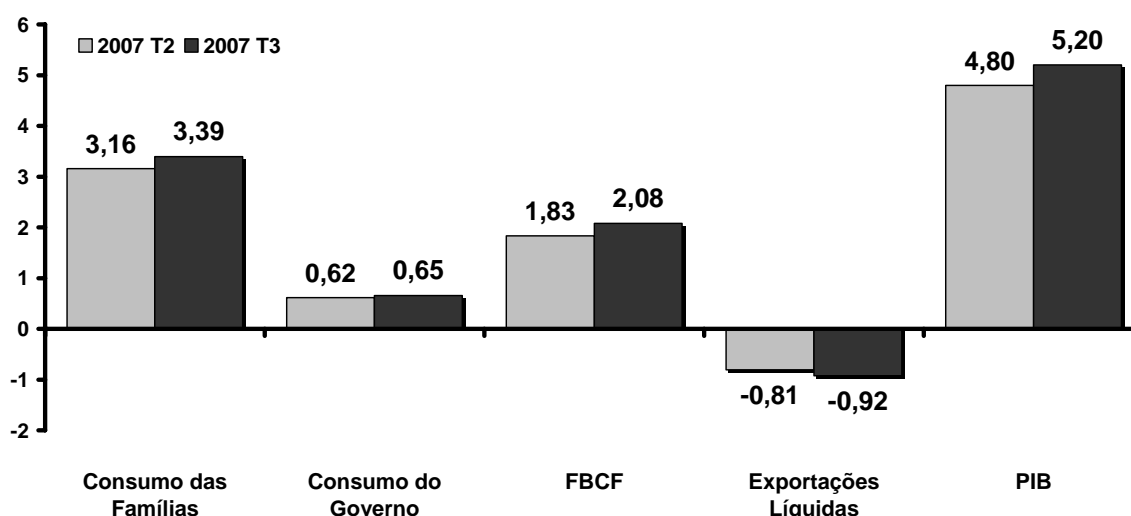
<sup>2</sup> Com um simples exercício de carry over podemos inferir que uma retração de 1% em 2007 T4 (frente a 2007 T3, com ajuste) ainda garantirá um crescimento de 12,0% em 2007. Por outro lado, um avanço da ordem de 4% no último trimestre levará a um crescimento de 13,4% para o ano encerrado.

Gráfico 2: Taxa de Investimento Acumulada em 12 Meses (% PIB)



O atual padrão de crescimento da economia brasileira, puxado pela demanda interna, tem como sua principal vedete, o investimento, e como seu maior aliado, o crédito. O investimento respondeu sozinho por mais de 2 p.p. (ou 40%) da expansão de 5,2% da economia nos doze meses encerrados em setembro (Gráfico 3). Foi o componente que mais elevou sua contribuição para o crescimento do PIB, sinalizando para um cenário mais benigno em 2008, sob o ponto de vista de ampliação da capacidade produtiva. O nível de utilização da capacidade instalada (NUCI), que encontra-se em patamar recorde, deverá recuar à medida que os investimentos contratados em 2007 se transformem em expansão das possibilidades de produção por parte das firmas. No entanto, a velocidade do recuo do NUCI dependerá, em grande medida, da estrutura do investimento. Em especial, se este crescimento recente está sendo puxado por máquinas e estruturas que de fato elevem a produtividade do capital, e/ou por obras destinadas à ampliação das plantas industriais.

Gráfico 3: PIB pela Ótica da Demanda - Contribuição para o Crescimento Acumulado em 12 meses



Um bom instrumento para inferir quais os destinos desta vigorosa expansão do investimento é a série desagregada de bens de capital da PIM (IBGE). Com ela, sabemos para quais setores está sendo escoada a produção nacional de BK. A evolução do índice com base em jan/02 nos mostra que os setores que mais tem investido são os de energia elétrica e construção civil, o que pode ilustrar a importância que a infra-estrutura voltou a ter nas decisões de investimento, tanto por parte do setor público, quanto por parte do setor privado (Gráfico 4). Com relação ao desempenho recente da produção de BK, a Tabela 1 evidencia que o setor agrícola encontra-se em franca recuperação desde a crise de 2005, uma vez que é a produção de bens de capital agrícolas que apresenta as maiores taxas de crescimento no ano.

Gráfico 4: Produção Nacional de Bens de Capital (base 100 = jan/02)  
Fonte: IBGE

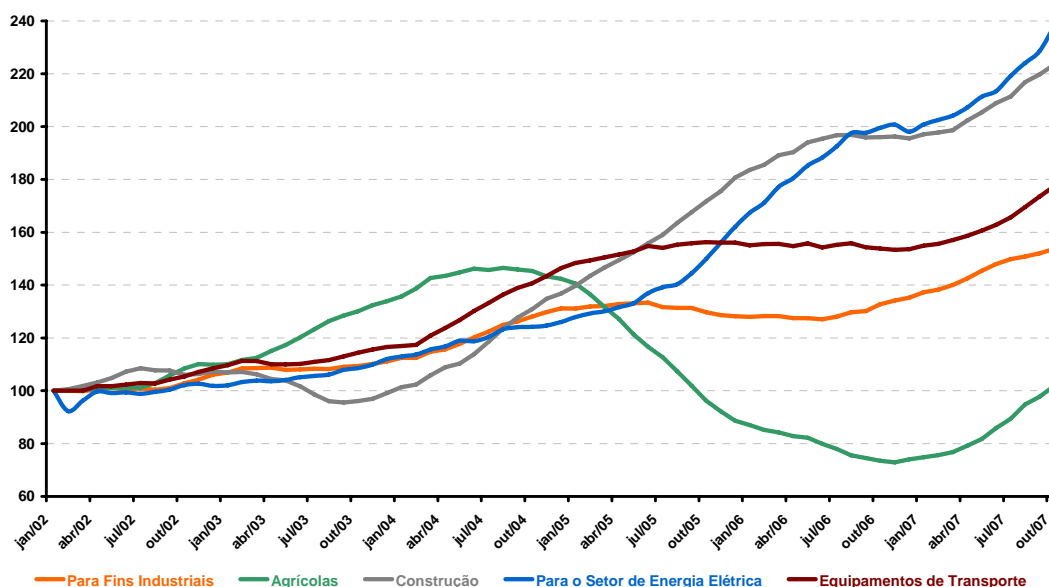
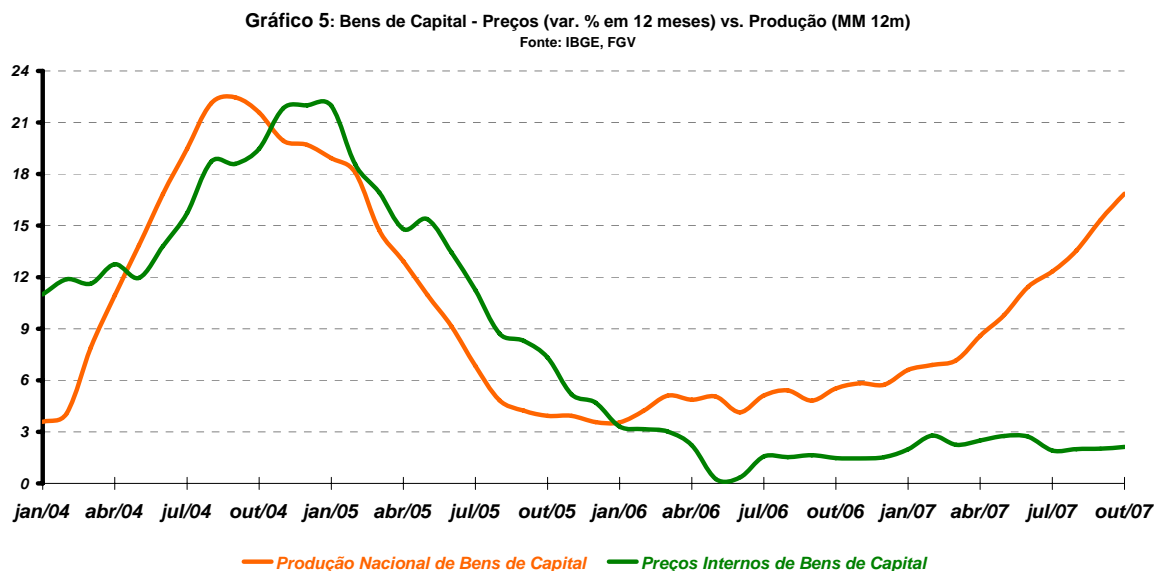


Tabela 1: Formação Bruta de Capital Fixo (var. % em 12 meses, exceto quando indicado)

	dez/04	dez/05	dez/06	jun/07	jul/07	ago/07	set/07	out/07
Produção de Bens de Capital	3,6	3,6	5,8	11,4	12,3	13,6	15,3	16,9
Produção de Bens de Capital para Fins Industriais	18,1	-2,2	5,5	16,5	17,0	16,2	16,8	15,8
Produção de Bens de Capital Agrícolas	6,4	-37,7	-16,5	7,5	14,6	25,6	31,2	38,7
Produção de Bens de Capital para Construção	38,0	32,0	8,2	6,9	7,4	10,1	12,2	14,0
Produção de Bens de Capital para o Setor de Energia Elétrica	12,5	28,5	22,2	13,4	13,9	13,4	15,7	19,3
Produção de Bens de Capital Equipamentos de Transporte	25,6	6,6	-1,6	5,5	6,8	8,8	12,5	15,3
Produção de Bens de Capital de Uso Misto	14,8	3,4	11,6	14,3	14,5	14,4	14,3	14,3
Quantum das Exportações de Bens de Capital	71,1	18,6	-0,6	1,5	2,5	2,3	9,2	9,4
Quantum das Importações de Bens de Capital	10,2	21,4	24,0	27,0	26,8	30,0	32,9	33,3
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)*	2,65	2,34	2,14	1,93	1,88	1,97	1,90	1,80
Construção Civil (Insumos Típicos)	5,7	1,3	4,5	4,1	3,9	3,8	4,0	4,4
Formação Bruta de Capital Fixo	9,1	3,6	10,0	10,9	-	-	12,1	-
Taxa de Investimento acum. em 12m(FBCF/PIB)*	16,1	15,9	16,5	16,8	-	-	17,1	-

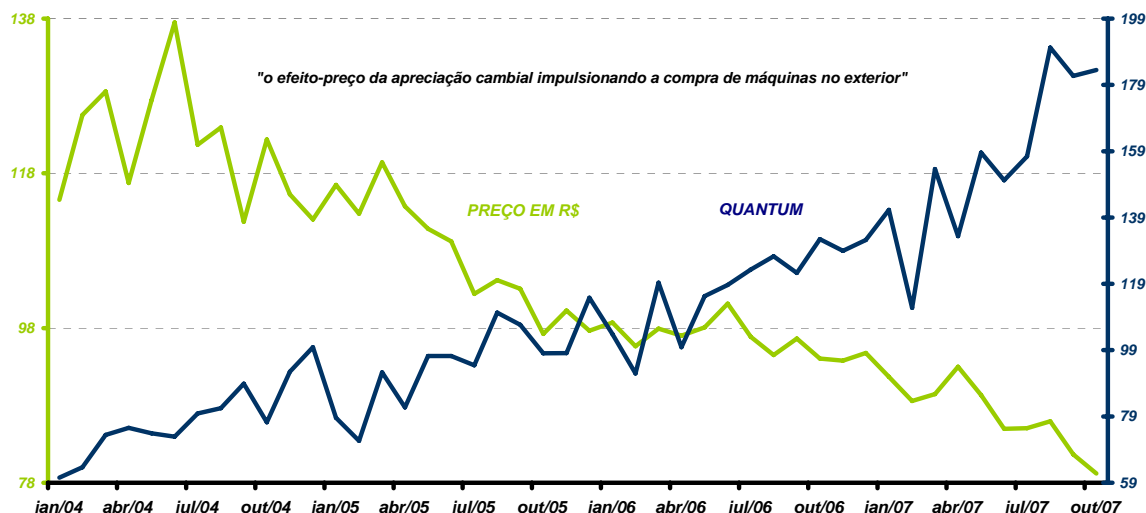
Fonte: IBGE, Funcex, BC

Se a produção nacional encontra-se em fase de aceleração, o mesmo não se pode afirmar dos preços internos de BK. O IPA-DI de máquinas e equipamentos, coletado pela FGV, registra uma variação de preços de apenas 2,1% ao ano. Atualmente, isto equivale a dizer que a inflação dos bens de investimento encontra-se próxima à metade da inflação ao consumidor medida pelo IPCA. Por fim, o cenário da indústria doméstica de BK deve ser entendido como altamente saudável, pois conjuga preços baixos e estáveis com produção em alta (Gráfico 5).



Uma importante característica da conjuntura econômica internacional tem sido a forte intensificação dos fluxos de capitais para mercados emergentes. No Brasil o processo não é diferente. Muito pelo contrário, o país tem sido um dos principais alvos dessa enxurrada de dólares e a consequência é a apreciação da taxa de câmbio nominal. Surpreendendo algumas previsões e parte da teoria econômica, a economia brasileira de 2007 vem se mostrando capaz de experimentar taxas de crescimento relativamente elevadas mesmo durante um processo de aguda valorização cambial. A resposta para esta surpresa pode ser encontrada, sem maiores dificuldades, na recente composição do investimento em capital fixo. As experiências do início do Plano Real e deste ano de 2007 foram capazes de mostrar que a elasticidade-câmbio das importações de bens de capital no Brasil é bastante elevada. Se somarmos ao estímulo cambial, outros como a expansão do crédito – beneficiado tanto pelo alongamento dos prazos, quanto por redução dos juros – e os recentes ganhos de previsibilidade da economia – por conta da redução da volatilidade dos preços e do produto –, temos um cenário altamente propício às compras de bens de capital importados. Segundo a Funcex, o quantum das importações de BK alcançou crescimento de 33% nos doze meses encerrados em outubro.

Gráfico 6: Importação de Bens de Capital - Preços vs. Quantum (Índice jan/02 = 100)



Para encerrar esta análise da conjuntura do investimento, ainda nos resta observar o comportamento do setor de construção civil, que responde por 42% da FBCF<sup>3</sup>. No início de 2007 e ainda sob o efeito psicológico trazido pelo PAC, a expectativa dos analistas era de um ano muito positivo para a construção civil. Agora, em meados de dezembro, podemos afirmar que o ano não chegou a ser ruim, mas os números passaram longe de confirmar tais expectativas. Segundo o IBGE, tanto a produção nacional dos insumos típicos da construção civil (ITCC), quanto o seu componente no PIB trimestral, cresceram, em 2007, num patamar de 4,5% ao ano. No entanto, há indícios que estes índices podem estar sendo subestimados. O próprio comportamento da produção de cimento, principal insumo do setor, indica alguma contradição. Segundo o Sindicato Nacional das Indústrias de Cimento (SNIC), a oferta avança a taxas superiores a 10% ao ano. Sabe-se também, que o setor de construção tem sido o principal destino, tanto das importações, quanto da produção nacional de bens de capital. Somam-se a estes indícios, a rápida evolução do crédito habitacional (ver edição anterior desta carta) e das licenças para construção, além da geração líquida de empregos no setor, que encontra-se no maior patamar desde 2000<sup>4</sup>. Sendo assim, espera-se para 2008 o mesmo que se esperava para 2007: um ano muito forte para a construção civil, novamente impulsionado pelo binômio “crédito e PAC”.

<sup>3</sup> Em 2005, segundo dados do IBGE, a construção civil respondia por 42,3% da FBCF, enquanto o peso da absorção de máquinas era de 49,9%. Os 7,8% restantes correspondem a outros investimentos.

<sup>4</sup> Segundo dados do Caged.

# Inflação

**Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho**

## **- Perspectivas para Inflação em 2008**

A inflação em 2008 deve apresentar um perfil muito semelhante a 2007 – não-duráveis (alimentos) e serviços pressionam, enquanto que duráveis e semi-duráveis permanecem sob controle (Tabela 1). A projeção do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ para o IPCA é de 4,3%, enquanto no IGP-M a variação esperada é de 5,5%.

**Tabela 1 - Decomposição da Projeção de Inflação 2008**

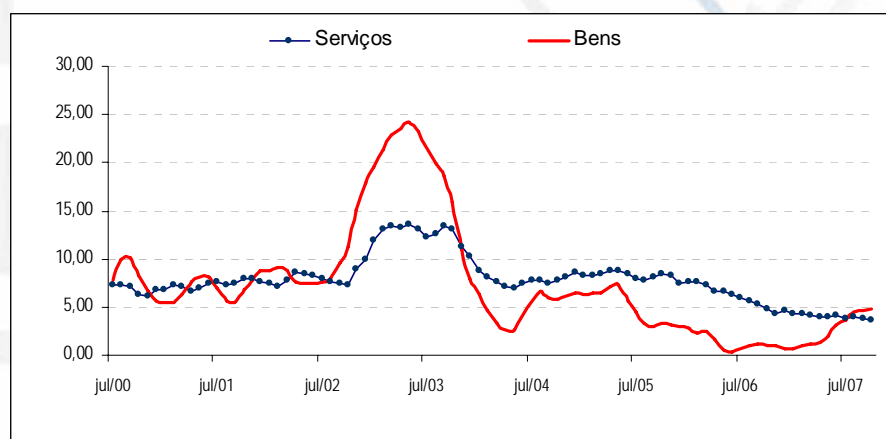
	Pesos	out/07	nov/07	dez/07	2005	2006	2007	2008
IPCA		<u>0.28</u>	<u>0.38</u>	<u>0.54</u>	5.69	3.14	4.48	<u>4.30</u>
Administrados	31.2	0.05	0.26	<u>0.22</u>	9.00	4.50	1.76	3.50
Livres	70.4	0.38	0.41	<u>0.67</u>	4.20	3.15	5.58	4.55
Duráveis	9.79	0.07	-0.17	<u>0.08</u>	3.05	-1.57	-0.42	0.40
Serviços	22.6	0.34	0.28	<u>0.30</u>	6.79	5.54	4.84	4.40
Não-Duráveis	26.8	0.42	0.61	<u>1.30</u>	3.09	2.38	9.12	6.40
Semi-duráveis	10.2	0.70	0.73	<u>0.50</u>	7.09	4.66	4.52	4.50

Fonte: IBGE

Elaboração: IE/UFRJ

Desagregando a inflação em bens e serviços ampliados (inclui administrados), se nota claramente que a primeira vem acelerando nos últimos meses. Esse avanço nos preços de bens é explicado em grande medida pela aceleração dos alimentos. A maior demanda mundial por grãos, mais especificamente nos Estados Unidos para o Etanol, segue estendendo por um período maior o choque mundial de commodities agrícolas.

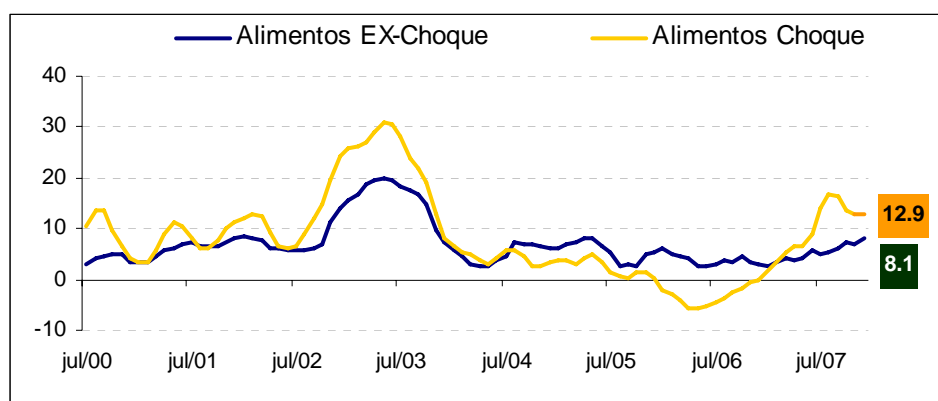
**Gráfico 1 - Inflação de Bens x Serviços do IPCA (% acumulado em 12 meses)**



Foi mostrado na edição anterior do Boletim de Economia e Conjuntura (Choque de Commodities Agrícolas – Estimando o Impacto nos Índices de Inflação no Brasil) que o peso do choque atual sobre a inflação de alimentos é de 8,3% que significa 40% do peso total de alimentos. Foi constatado adicionalmente que os demais alimentos não relacionados aos choques ainda não estariam sendo contaminados (Gráfico 2) – fato que ameniza as preocupações inflacionárias.

**Gráfico 2**

**Desagregação da Inflação de Alimentos pelo Critério Choque de Oferta Agrícola**



Elaboração: IE/UFRJ

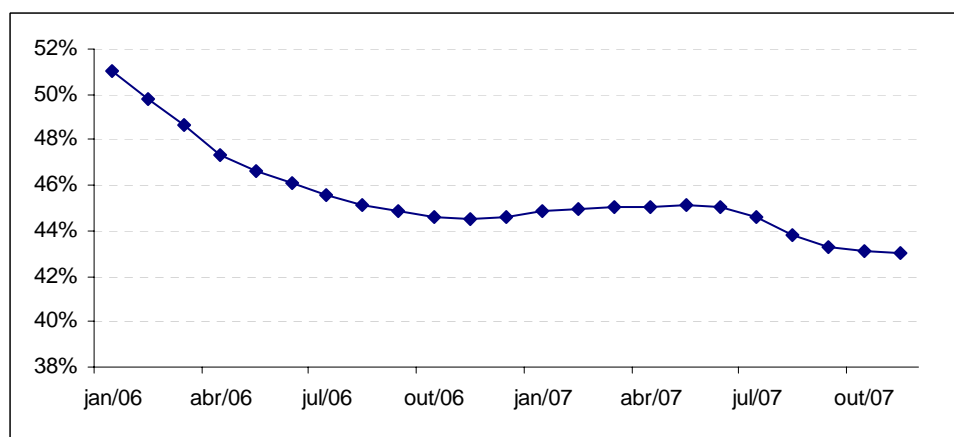
Há uma relação comum entre os alimentos impactados pelo choque de oferta e o que não estão relacionados diretamente – encontra-se correlação máxima de 0,5 na defasagem de 3 meses. Entretanto, uma análise mais refinada mostra que este repasse tem recuado nos últimos meses. Essa constatação é muito importante pois informa que não há descontrole inflacionário que poderia ser refletido em aumentos generalizados de preços.

**Tabela 2**

**Correlação dos Alimentos Relacionados ao Choque x Ex-Choque (entre períodos - meses)**

1	0.3777
2	0.4558
3	0.4905
4	0.4687

**Gráfico 3 – Repasse dos Alimentos Choque para os Ex-Choque**



No mesmo trabalho, simulamos um choque de oferta de 30% sobre uma cesta composta de milho, soja e trigo no mercado internacional. Encontramos um repasse do atacado para o varejo de 80%, o que significa 0,35% de impacto geral no IPCA.

### **- Exercício para Alimentos em 2008**

Em relação à inflação de alimentos em 2008, parece razoável um cenário de persistência no choque agrícola, mas com menor intensidade. Com base nessa hipótese construímos nossa projeção central de 6,8% para inflação de alimentos, ante variação (estimanda) de 10,5% em 2007.

**Tabela 3 – Projeção de Alimentos para 2008**

	Pesos	2006	2007	Otimista	2008	
					Base	Pessimista
Alimentos Choque % 12 meses	8.3	-0.1	12.9	5.9	7.9	13.0
Alimentos Ex Choque % 12 meses	12.5782	3.0	8.1	3.0	6.0	9.0
Inflação de Alimentos	20.9	1.8	10.0	4.2	6.8	10.6

Elaboração: IE/UFRJ

Fonte: IBGE

A inflação de alimentos em nossas projeções pode oscilar entre 4,2% e 10,6% nos cenários otimista e pessimista respectivamente. Supondo a manutenção dos demais preços, teríamos um intervalo para o IPCA de 3,7% e 5,3%.

Seguindo a mesma ótica de continuidade do choque agrícola, mas com menor intensidade, desagregamos a inflação de alimentos. O setor de proteína e derivados seguem com elevações de preços uma vez que enfrentam pressões de custos (ração) e maior demanda externa. Os demais setores também seguem pressionados devido a uma demanda ainda crescente no mercado interno e por fazerem parte da cadeia final do choque de oferta.

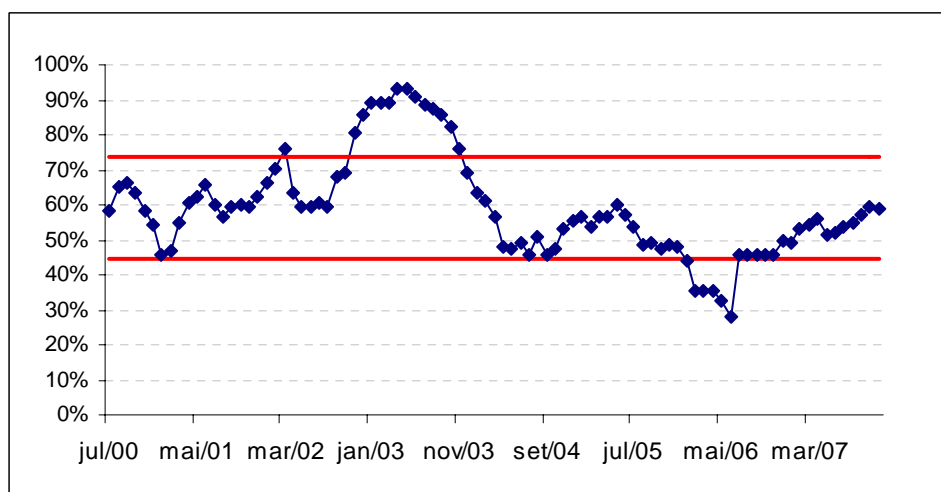
**Tabela 4  
Desagregação dos Alimentos Relacionados ao Choque de Oferta**

	2006	2007	2008
Farinhas, féculas e massas	1.7	10.1	8.0
Carnes	0.7	15.1	10.0
Carnes e peixes industrializados	-3.9	6.7	5.0
Aves e ovos	-1.6	12.4	11.0
Leites e derivados	0.1	19.7	8.0
Panificados	-1.0	6.7	5.0
Óleos e gorduras	4.6	8.4	9.0
Inflação - Choque	-0.1	12.9	7.9

Elaboração: IE/UFRJ

De maneira geral ainda não percebemos pressão generalizada nos preços dos alimentos. Constatamos baixo repasse para os alimentos não relacionados aos choques. E, por fim, não encontramos descontrole do nível dos preços dos alimentos – medimos como a % de alimentos com variação em doze meses superior a 4,5%.

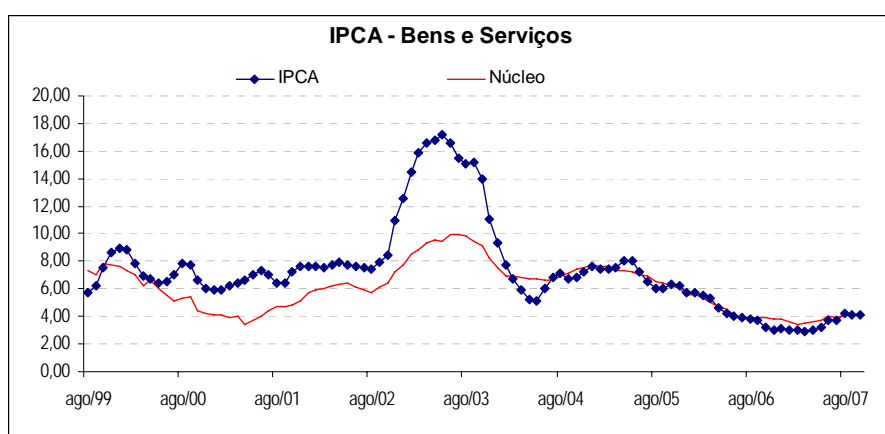
**Gráfico 4**  
**% de Itens de Alimentos com Variação Superior a 4,5% (12 meses)**



**- Núcleo da Inflação como Tendência Prospectiva**

O núcleo da inflação medido pelo Grupo de Conjuntura é consistente com uma tendência de inflacionária ao redor de 4,2% (composto por 70% núcleo de serviços ampliados + 30% núcleo bens), valor muito próximo do acumulado pelo índice cheio que sugere estabilidade do IPCA em 12 meses (vide Gráfico 5). O valor projetado pelo núcleo é muito próximo a estimativa de 4,3% do Grupo de Conjuntura, o que mostra uma certa robustez no resultado.

**Gráfico 5 - Núcleo da Inflação (% em 12 meses)**



Nesse cenário de inflação em 12 meses próximo da meta, fica muito difícil o Banco Central reduzir a taxa SELIC no primeiro semestre de 2008. O mais provável é que reduções ocorram no final do ano com a inflação para os próximos 12 meses recuando abaixo de 4%.

# Política Fiscal

**Margarida Gutierrez**

## **Os resultados fiscais de 2007 e perspectivas para 2008**

De acordo com os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento do setor público consolidado (receitas menos despesas, inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 54,6 bilhões em outubro (2,18% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 105,7 bilhões (4,23% do PIB e, portanto, acima da meta fixada para o ano de 3,8% do PIB). A maior contribuição foi do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) que gerou um superávit de R\$ 57,5 bilhões (2,30% do PIB). Os elevados superávits primários associados à queda dos juros que incide sobre a dívida pública têm permitido uma contínua redução do déficit fiscal (resultado nominal) que era de 3,01% do PIB nos 12 meses encerrados em dezembro de 2006 (Tabela 1).

No acumulado de janeiro a outubro, com exceção das empresas estatais federais, todas as demais esferas de setor público obtiveram resultados muito acima das respectivas metas fixadas para o ano, sinalizando que mais uma vez este ano não teremos maiores dificuldades em cumprir o resultado primário estabelecido na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2007. O resultado consolidado, inclusive, já é superior à meta para o ano (Tabela 2).

No entanto, ao analisar os fatores que estariam contribuindo para o maior superávit primário (critério *acima da linha*), fica evidente que o ajuste fiscal continua sendo mantido por uma elevação extraordinária das receitas sem nenhum ajuste pelo lado dos gastos (Tabela 3).

Para 2008, a tendência seria a mesma, conforme constava no Projeto de Lei Orçamentária (PLO), elaborado pelo Executivo e ora em tramitação no Congresso.

No entanto, a não aprovação da CPMF, em dezembro deste ano, exigirá alterações no Projeto pois implicará em uma perda de receita prevista em R\$ 39,3 bilhões.

Em princípio, o governo declarou que não reduzirá a meta de superávit primário consolidado, estabelecida em 3,8% do PIB. Assim, para cobrir essa perda provavelmente serão necessários cortes de gastos e eventualmente, a elevação de alguns tributos (IOF e Imposto de Importação). Além disso, não haverá mais as desonerações previstas para 2008 no âmbito da política industrial e também não haverá a desoneração da folha de pagamentos das empresas.

Tabela 1  
Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ milhões													
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 out	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 abr
Nominal	42.789	61.614	79.030	47.144	63.641	69.883	54.631	3,29	4,17	4,65	2,43	2,96	3,01	2,18
Juros nominais	86.443	114.004	145.203	128.256	157.145	160.027	160.353	6,64	7,71	8,54	6,61	7,32	6,89	6,41
Primário	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.144	-105.722	-3,35	-3,55	-3,89	-4,18	-4,35	-3,88	-4,23
1. Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-21.980	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-51.352	-57.504	-1,69	-2,16	-2,28	-2,70	-2,60	-2,21	-2,3
2. Estatais Federais	-7.571	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-13.544	-18.139	-0,58	-0,43	-0,56	-0,46	-0,61	-0,58	-0,73
3. Governos Regionais	-10.471	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.715	-29.185	-0,80	-0,72	-0,81	-0,90	-0,99	-0,85	-1,17
4. Estatais Regionais	-3.634	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-5.534	-895	-0,28	-0,24	-0,23	-0,12	-0,15	-0,24	-0,03

Fonte: BC

(+) = déficit; (-) = superávit

Tabela 2  
Resultado Primário Observado e Meta para as diferentes esferas de setor público  
2007

	Janeiro/outubro		Meta Ano	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Resultado Primário Governo Central (fiscal e seguridade)	63,343	3,04	53,0	2,10
Resultado Primário estatais federais	13,569	0,65	18,1	0,72
Resultado Primário União	76,912	3,69	71,1	2,82
Resultado Primário Estados e Municípios (inclui as estatais)	29,568	1,42	24,7	0,98
Resultado Primário Consolidado	106,57	5,12	95,8	3,80

Fonte: Ministério do Planejamento/BC

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 5ª Reavaliação	2008 PLO
1. Receitas Primárias Brutas	18,74	19,66	19,93	20,77	21,66	20,98	21,61	22,74	23,39	24,51	24,87
2. Transferências a Estados e Municípios	2,91	3,28	3,42	3,53	3,80	3,54	3,48	3,91	3,99	4,15	4,41
3. Receita Líquida (1-2)	15,83	16,38	16,51	17,23	17,86	17,44	18,13	18,83	19,39	20,36	20,46
4. Despesas Primárias	15,04	14,49	14,73	15,57	15,71	15,13	15,59	16,37	17,25	18,26	18,26
4.1 Pessoal e Encargos	4,56	4,47	4,57	4,80	4,81	4,46	4,31	4,29	4,52	4,67	4,74
4.2 Pagamentos Previdenciários INSS	5,45	5,50	5,58	5,78	5,96	6,30	6,48	6,80	7,13	7,25	7,24
4.3 Custeio e Capital	5,03	4,44	4,51	4,90	4,86	4,26	4,69	5,17	5,49	6,45	6,28
4.3.1 Benefícios Assistenciais (LOAS e RMV)	-	-	-	-	-	0,26	0,39	0,43	0,50	0,53	0,56
4.3.2 Saúde (SUS)	1,23	1,34	1,37	1,41	1,39	1,33	1,38	1,45	1,39	1,36	1,46
4.3.3 Investimentos	0,85	0,65	0,86	1,12	0,68	0,38	0,46	0,47	0,58	0,77	1,10
4.3.4 Educação	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	0,36	0,29	0,32	0,27	0,32	0,39
4.3.5 Bolsa Família	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	0,19	0,27	0,30	0,33	0,34	0,38
Resultado Promário	0,51	2,13	1,74	1,68	2,16	2,28	2,70	2,60	2,21	2,10	2,20

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

De qualquer forma, a continuidade do crescimento dos gastos correntes em relação ao PIB requer a contínua elevação da arrecadação do governo central.

Desde 1994, a carga tributária no Brasil tem se elevado continuamente, conforme os dados da Tabela 4. Apesar de a partir de 2005 não ter havido aumento de alíquotas, nem ampliações da base de cálculo, a carga tributária tem se elevado em relação ao PIB, sugerindo que a estrutura fiscal atual no Brasil tem uma Elasticidade renda maior que 1.

Essa evolução tem colocado o Brasil no ranking de países de elevada carga tributária (Tabela 5). Estamos nos aproximando da carga tributária de países que, claramente, têm governos que se caracterizam pela elevada proteção social ao cidadão, como Espanha, Itália e Alemanha. Em relação a países emergentes, como Chile e Argentina, a participação da arrecadação no PIB é muito maior no Brasil.

**Tabela 4**  
**Carga Tributária, segundo esferas de governo**  
**(%PIB)**

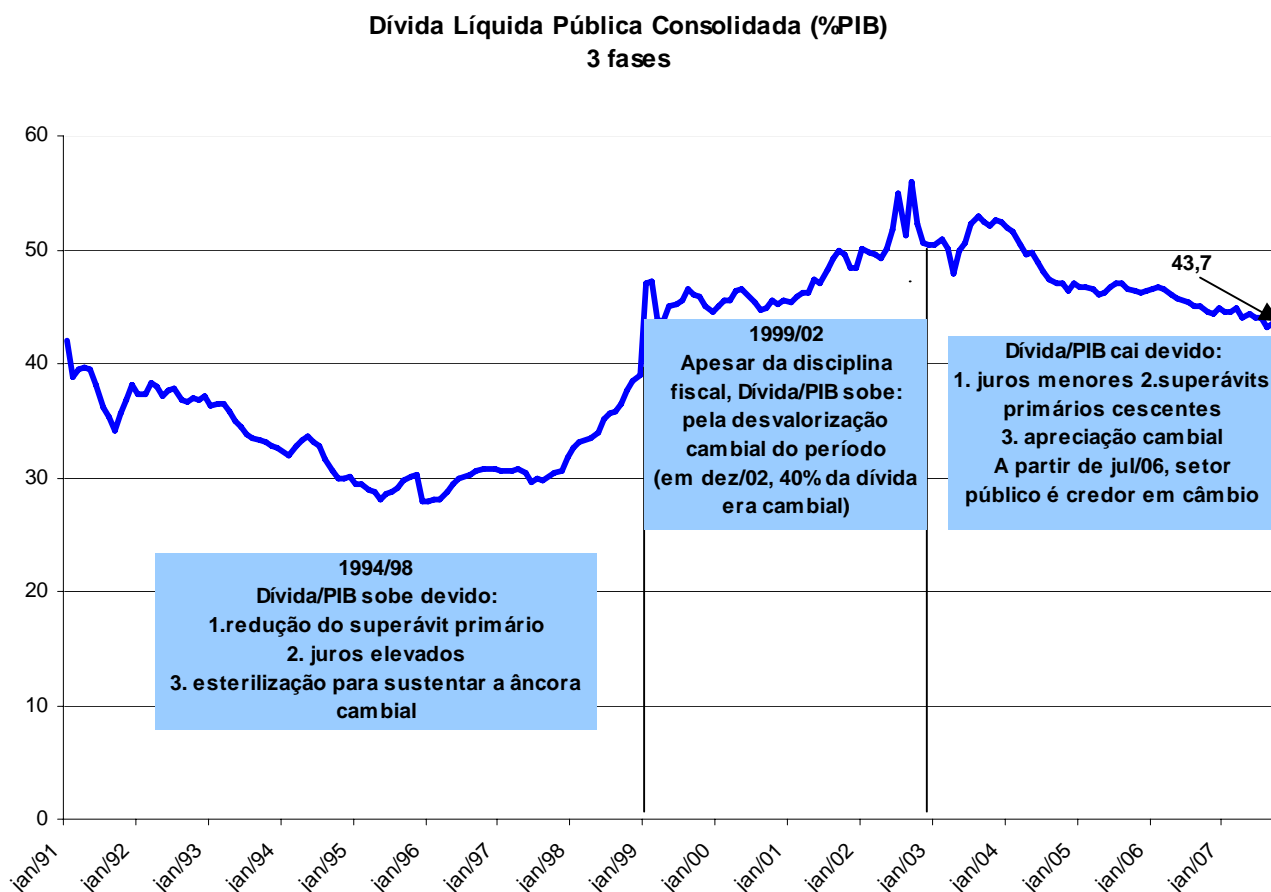
	<b>Total</b>	<b>União</b>	<b>Estados</b>	<b>Municípios</b>
<b>1995</b>	27,26	18,33	7,62	1,31
<b>1996</b>	26,74	17,86	7,57	1,31
<b>1997</b>	26,92	18,22	7,34	1,36
<b>1998</b>	27,75	19,05	7,26	1,43
<b>1999</b>	29,01	20,27	7,37	1,36
<b>2000</b>	30,66	21,22	8,03	1,41
<b>2001</b>	31,31	21,6	8,3	1,41
<b>2002</b>	31,86	22,08	8,4	1,38
<b>2003</b>	31,46	21,51	8,4	1,55
<b>2004</b>	32,22	22,24	8,6	1,39
<b>2005</b>	33,38	23,25	8,74	1,39
<b>2006</b>	34,23	23,75	9,02	1,46

**Tabela 5**  
**Carga Tributária (%PIB)**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>Canadá</b>	33,4	33,4
<b>México</b>	19,9	20,6
<b>EUA</b>	27,3	28,2
<b>Austrália</b>	30,9	31
<b>Japão</b>	27,4	28
<b>Coréia</b>	25,5	26,8
<b>Nova Zelândia</b>	37,8	36,5
<b>Áustria</b>	42,1	41,9
<b>Bélgica</b>	45,4	44,8
<b>República Theca</b>	37,6	36,7
<b>Dinamarca</b>	50,3	49
<b>Finlândia</b>	44	43,5
<b>França</b>	44,1	44,5
<b>Alemanha</b>	34,8	35,7
<b>Grécia</b>	27,3	27,4
<b>Hungria</b>	37,2	37,1
<b>Islândia</b>	41,4	42
<b>Irlanda</b>	30,6	31,7
<b>Itália</b>	41	42,7
<b>Luxemburgo</b>	38,6	36,3
<b>Holanda</b>	39,1	39,5
<b>Noruega</b>	43,7	43,6
<b>Polônia</b>	34,3	n.d.
<b>Portugal</b>	34,8	35,4
<b>República</b>	31,6	29,5
<b>Eslováquia</b>		
<b>Espanha</b>	35,8	36,7
<b>Suécia</b>	50,7	50,1
<b>Suíça</b>	29,7	30,1
<b>Turquia</b>	32,3	32,5
<b>Inglaterra</b>	36,5	37,4
<b>Argentina</b>	22,4	22,9
<b>Chile</b>	19,2	
<b>Rússia</b>	16,9	
<b>China</b>	16,7	

## ✓ A Mudança do Perfil da Dívida Pública

A Dívida Líquida do Setor Público (que inclui os passivos financeiros e desconta os ativos financeiros (incluem-se aqui as reservas internacionais)) tem experimentado uma trajetória descendente desde 2003. Para esse resultado, contribuíram, além dos excelentes superávits primários obtidos ao longo dos últimos anos e a queda dos juros que incidem sobre a dívida pública (em decorrência da queda das taxas de juros na economia brasileira), o maior crescimento do PIB, afetando diretamente o denominador (gráfico 1).



Além disso, ao longo dos três últimos anos, o Tesouro Nacional conseguiu promover mudanças importantes no perfil do endividamento público, aumentando a participação da dívida em títulos pré fixados e vinculados a índices de preços e tornando-se credor em câmbio.

Esta mudança só foi possível dadas as condições macroeconômicas domésticas e internacionais extremamente favoráveis que vigoraram a partir de então: superávits transações correntes, controle da inflação, disciplina fiscal e abundante liquidez internacional.

O Gráfico 2 ilustra essa mudança. Podemos distinguir três fases que caracterizaram o gerenciamento da dívida pública mobiliária federal interna.

Na primeira fase, de 1999 a 2002, período de fortes desvalorizações cambiais, a participação da dívida prefixada cai continuamente e aquela corrigida pela variação cambial atinge o pico de 40% em setembro de 2002.

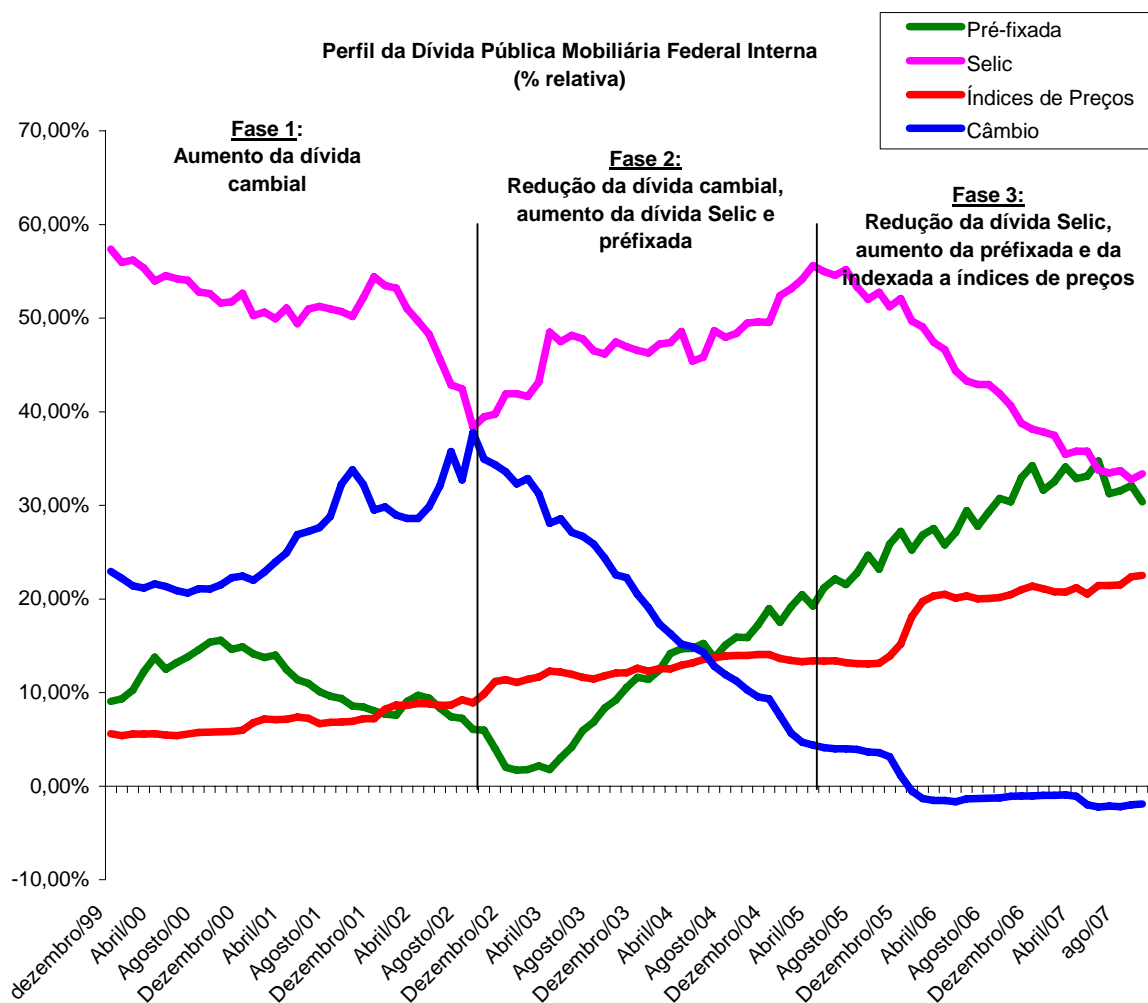
A segunda fase (2003 até meados de 2005) se caracteriza pela contínua queda da dívida cambial e, como contrapartida, pelo significativo aumento da dívida indexada à Selic e, em menor escala, acompanhada também pela maior participação dos títulos vinculados a índices de preços e prefixados. O aumento dos títulos *selicados* em mercado é fruto de um ambiente ainda marcado por incertezas inflacionárias, sendo, portanto, a opção de menor risco para os aplicadores de recursos.

Na terceira fase (meados de 2005/...), a participação relativa da dívida cambial continua caindo, mas agora também acompanhada da redução da dívida indexada à Selic. A contrapartida é o peso crescente dos títulos prefixados e vinculados a índices de preços. Isto só foi possível graças à estabilização da inflação e à consolidação das expectativas inflacionárias em patamares baixos, permitindo a projeção das taxas de juros em horizontes mais amplos e facilitando a colocação dos títulos prefixados.

A continuidade dessa tendência está nos aproximando do perfil ideal de endividamento público, aquele que combina títulos prefixados com títulos corrigidos pelos índices de preços.

Considerando a dívida líquida consolidada, o crédito em câmbio do setor público já representa 20,4% da dívida total (Tabela 6).

Ao mesmo tempo, a proporção da dívida de curto prazo (aquela que vence em até 12 meses) está se reduzindo, tornando as rolagens da dívida menos vulneráveis aos acontecimentos do momento (Gráfico 3). Em momentos de crise ou de *stress* nos mercados, a rolagem da dívida deverá ocorrer com taxas de juros mais altas, onerando o custo da dívida pública.



DPMFi a vencer em 12 meses (%)

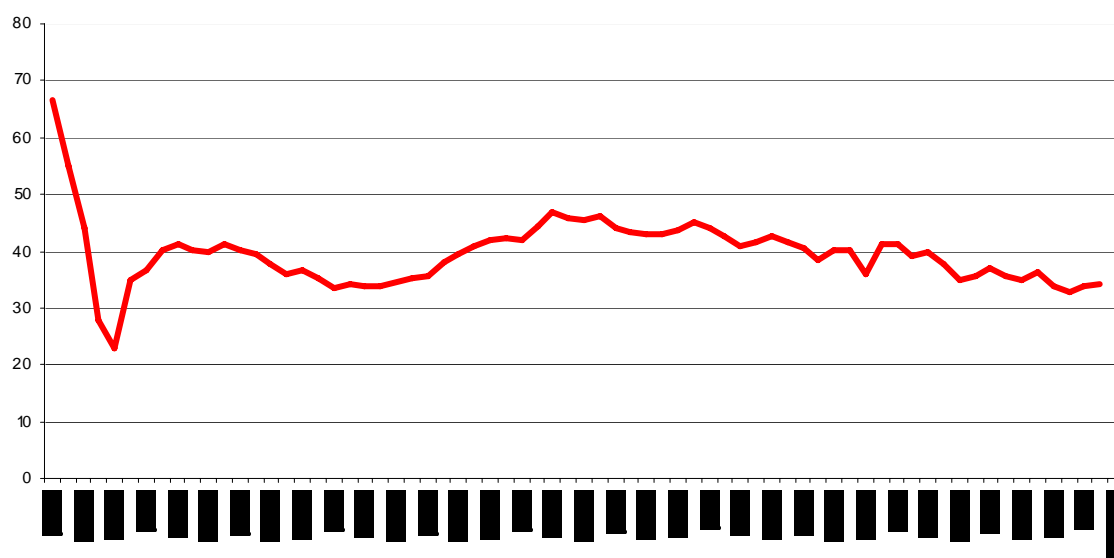


Tabela 6  
Perfil da Dívida Líquida Pública

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	out/07
Dívida/PIB	44,53	45,54	48,44	50,46	52,36	46,99	46,52	44,91	43,70
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	85,5	95,3	106,6	120,1
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	2,3	0,6	-0,6	-0,3
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61,0	72,9	83,2	94,7	107,2	120,4
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	14,5	4,7	-6,6	-20,1
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	45,6	39,0	27,1	16,8	5,3	-7,1	-20,4

Fonte: BC

# Setor Externo

## Cecília Hoff

O setor externo da economia brasileira deverá fechar o ano de 2007 com resultados ainda positivos, mas a desaceleração da taxa de crescimento das exportações em quantum e a forte aceleração das importações indicam uma tendência de deterioração na margem. As exportações acumularam US\$ 146,4 bilhões de janeiro a novembro de 2007, enquanto as importações acumularam US\$ 109,9 bilhões no mesmo período, o equivalente a um saldo acumulado no ano de US\$ 36,5 bilhões. Se os dados de dezembro validarem a tendência dos últimos meses, as exportações devem crescer no ano cerca de 16,0% e as importações cerca de 33%, o que deve resultar num saldo comercial em torno de US\$ 38,4 bilhões em 2007 (US\$ 159,9 bilhões de exportações e US\$ 121,5 bilhões de importações). Para o ano que vem, espera-se que as exportações alcancem cerca de US\$ 175,0 bilhões e as importações US\$ 147,0 bilhões, o que equivaleria a um saldo comercial de US\$ 28,0 bilhões. O desempenho das exportações seria reflexo da desaceleração da economia mundial, combinada com uma relativa estabilidade da taxa de câmbio e dos preços das commodities, ao passo que as importações continuariam crescendo na esteira do crescimento da demanda doméstica, com o estímulo adicional da taxa de câmbio ainda valorizada. Num cenário como este, o País voltaria a ter déficit em conta corrente no ano que vem (tabela 1).

### Projeções - Saldo em Transações Correntes

	2007		2008 <sup>P</sup>
	Acumulado até Outubro	Ano <sup>P</sup>	
Balança Comercial	34,4	38,4	28,0
Exp	132,4	159,9	175,0
Imp	98,0	121,5	147,0
Serviços	-10,0	-12,0	-15,5
Rendas	-22,1	-24,2	-23,0
Transf. Unilaterais	3,3	4,3	4,5
<b>Transações Correntes - Total</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>-6,0</b>

<sup>P</sup> Projeção

Fonte: Banco Central do Brasil.

A tabela 2 mostra as taxas de crescimento das exportações em valor e em quantum. No acumulado até novembro de 2007 o total das exportações apresentou um crescimento de 16,9% em valor. Esta variação pode ser decomposta num aumento de 6,5% do quantum exportado e de quase 10% dos preços das exportações no mesmo período. A variação em quantum foi puxada pelo desempenho das vendas de produtos básicos, que aumentaram 11,6% de janeiro a novembro de 2007 em relação ao mesmo período do ano passado, e continuam com um bom desempenho na ponta (crescimento de 7% em

novembro de 2007 em relação a novembro de 2006). A rigor, o aumento dos preços destes produtos no mercado internacional é um estímulo semelhante ao de uma depreciação da taxa de câmbio real e tem compensado a apreciação cambial em curso (o mesmo vale para os semimanufaturados). Por outro lado, o desempenho em quantum das vendas de manufaturados puxou o resultado do total das exportações para baixo (crescimento de 2% no acumulado até novembro), e apresenta piora na ponta. Até o momento os exportadores de produtos manufaturados têm conseguido, de maneira geral, repassar as perdas com a apreciação cambial para os preços, o que ainda tem garantido bons resultados em valor. Mas restam dúvidas sobre os limites destes repasses e se os mesmos estariam ou não implicando em perda de competitividade para dos produtos domésticos.

**Taxas de Crescimento das Exportações, Valor e Quantum (% a.a.)**

	Total		Básicos		Semimanuf.		Manufaturados	
	US\$	Quantum	US\$	Quantum	US\$	Quantum	US\$	Quantum
Acumulado em 12 meses (Nov/07)	16,5	6,1	26,7	11,1	14,2	2,1	12,9	4,3
Acumulado no Ano (Nov/07)	16,9	6,5	28,2	11,6	13,2	2,0	13,0	4,9
Nov-07/Nov-06 <sup>(1)</sup>	18,6	6,0	28,8	7,0	8,5	1,8	15,4	6,0

(1) Em médias móveis trimestrais.

Fonte: MDIC e Funcex.

Uma estratégia alternativa que também tem sido utilizada pelos exportadores de produtos manufaturados para compensar a apreciação cambial é o aumento da utilização de componentes importados nos produtos. De fato, é uma forma de manter um volume exportado elevado sem reduzir a lucratividade (ao invés de aumentos de preços, o que se observa é uma redução nos custos). O desempenho das importações parece corroborar com esta hipótese, uma vez que as compras externas têm apresentado uma aceleração forte e descolada da demanda doméstica (embora esta última também esteja crescendo) em todas as categorias de uso. Ou seja, pode estar havendo substituição da produção doméstica por importados não somente em bens de consumo, mas também em intermediários e bens de capital. A tabela 3 mostra o crescimento consistente das importações em todas as categorias de uso. Neste sentido, é bastante provável que o resultado atual das contas externas contenha uma pouca das duas estratégias. Mas vale notar que ambas tem como consequência uma redução do saldo comercial a médio prazo: os aumentos de preços podem implicar em uma tendência de perda de competitividade e redução do volume exportado, ao passo que a estratégia de redução dos custos implica em aumento das importações.

**Taxas de Crescimento das Importações, Valor e Quantum (% a.a.)**

	Total		BK		Intermediários		BCD		BCND	
	US\$	Quantum	US\$	Quantum	US\$	Quantum	US\$	Quantum	US\$	Quantum
Acumulado em 12 meses (Nov/07)	29,1	22,0	30,7	34,7	29,6	19,7	36,5	56,3	32,5	17,4
Acumulado no Ano (Nov/07)	30,6	23,3	32,2	36,5	30,8	20,6	35,6	54,4	33,2	17,8
Nov-07/Nov-06 <sup>(1)</sup>	37,3	25,2	42,1	44,5	33,8	20,0	43,5	66,7	29,4	16,3

(1) Em médias móveis trimestrais.

Fonte: MDIC e Funcex.

Se um cenário como o descrito acima se confirmar, espera-se uma sensível redução do fluxo comercial no mercado de câmbio no ano que vem, mas é pouco provável que esta redução, em si, implique em uma maior depreciação da taxa de câmbio. Em primeiro lugar, porque não significa a volta do risco de insolvência externa, mas apenas uma redução da liquidez no mercado de câmbio. E em segundo lugar, porque a renovação dos temores manifestados pelo Banco Central e pelo mercado com relação à inflação (em função das pressões nos preços dos alimentos e das incertezas com relação aos rumos da política fiscal) deve induzir um comportamento parcimonioso do Copom em suas decisões a respeito de novas reduções da taxa Selic. Em suma, a estabilidade esperada para a taxa de juros doméstica ao longo do ano, somada à perspectiva de novas reduções na taxa de juros americana, tende a manter o diferencial de juros e a atratividade dos ativos brasileiros elevados, compensando, assim, a redução da liquidez no segmento comercial. As incertezas residem no comportamento do risco-país frente aos desdobramentos do cenário internacional e (menos) na política de intervenções. Se a tendência atual de acomodação no cenário internacional se consolidar, e se não houver uma guinada na política de intervenções do Banco Central (tabela 4), a taxa de câmbio deverá permanecer relativamente estável (e apreciada) ao longo de 2008.

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

	Saldo no Mercado Primário de Câmbio	Var. na Posição dos Bancos <sup>(1)</sup>	Compras do BC	Estoque de Swaps Reversos	Tx de Câmbio Nominal	Tx de Câmbio Real Efetiva <sup>(2)</sup>
jan/07	3,8	-1,4	4,8	-12,9	2,14	98,5
fev/07	7,0	-2,7	8,8	-12,9	2,10	96,7
mar/07	6,6	-0,4	8,3	-12,9	2,09	96,8
abr/07	10,7	-1,0	11,0	-15,1	2,03	95,3
mai/07	6,9	-8,3	14,6	-21,5	1,98	93,2
jun/07	16,6	8,5	9,4	-23,2	1,93	90,8
jul/07	11,6	4,5	7,0	-23,3	1,88	89,6
ago/07	6,8	4,5	3,1	-23,3	1,97	93,1
set/07	0,0	0,0	0,0	-22,6	1,90	90,7
out/07	6,7	1,2	3,6	-22,8	1,80	87,2
nov/07	5,3	0,8	4,4 <sup>(3)</sup>	-	1,77	86,8

(1) Variação positiva significa aumento da posição comprada.

(2) Junho/94=100.

(3) Estimado.

Fonte: Banco Central do Brasil.