

Economia & Conjuntura

Apresentação

Antonio Licha

A crise financeira internacional afetou dramaticamente o Brasil a partir de meados de setembro tanto no lado financeiro quanto real da economia. Os principais canais de transmissão da crise levaram a uma retração do crédito doméstico e internacional que deve provocar uma desaceleração forte do nível de atividade.

Esse ajuste deve afetar o padrão de crescimento da economia brasileira já que não é possível continuar com a deterioração da conta corrente no ritmo que estava acontecendo desde o ano passado. Do ponto de vista macroeconômico isso significa que não é possível continuar com a demanda doméstica crescendo a taxas muito superiores ao da produção doméstica. Aumentos da taxa de câmbio (desvalorização) e queda no crescimento da demanda doméstica (iniciada pelo racionamento do crédito) são os mecanismos através dos quais o ajuste se processa.

O uso de políticas anti-cíclicas deve permitir que a desaceleração do nível de atividade seja reduzida, mas se o déficit em conta corrente for difícil de ser financiado deve provocar uma nova rodada de desvalorização e de inflação. Assim, o uso de políticas anti-cíclicas têm um limite dado pela elevação da taxa de inflação num contexto em que a economia brasileira vai se ajustar por causa da restrição externa.

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



Equipe do Grupo de Conjuntura

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

Editor Responsável

Antonio Luis Licha – lica@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

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

Colaboradores

- Caio C. L. P. da Silveira - conjuntura@ie.ufrj.br
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho - thadeu@ie.ufrj.br
- Cecília Rutkoski Hoff - cissahoff@ie.ufrj.br
- Margarida Gutierrez - margarida@ie.ufrj.br
- Marcos Felipe Casarin - marcosfelipecasarin@gmail.com
- Paulo Gonzaga - conjuntura@ie.ufrj.br
- Silvio Salles - conjuntura@ie.ufrj.br

Estagiários

- Camila Guimarães Rocha

Secretaria

- Sidenir Pereira da Silva

Contato

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

Índice

	Página
Panorama Macroeconômico	6
Projeções para 2009	18
Nível de Atividade Industrial	19
Inflação	24
Política Fiscal	27
Setor Externo	35

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Desde meados de setembro, houve uma mudança radical de cenário para a economia brasileira. Não apenas a crise internacional se agravou enormemente, como também seu reflexo sobre a nossa economia vem sendo muito forte e bem maior do que o esperado. A crise atingiu em cheio variáveis-chave para o desempenho da economia brasileira, como os preços das commodities, a taxa de câmbio, os créditos externo e interno, e produziu uma piora brusca na confiança dos agentes econômicos. Recentemente o IBGE divulgou o PIB do 3º trimestre, que mostrou que a economia brasileira vinha crescendo de forma exuberante antes de ser atropelada pela crise internacional – o crescimento havia, inclusive, se acelerado para 6,8% na comparação com o 3º trimestre do ano anterior e para 6,3% no acumulado de 4 trimestres contra os 4 trimestres imediatamente anteriores. Portanto, o ciclo de elevação da taxa Selic iniciado em abril ainda não produzira impacto negativo relevante sobre a atividade econômica. E é razoável supor que, na ausência da deterioração abrupta do cenário externo de setembro para cá, a desaceleração do crescimento a ser produzida pelo aperto monetário que estava em curso seria suave, reduzindo o crescimento em 2009 para algo como 4,5%. Mas as perspectivas para o próximo ano mudaram completamente, e no quadro macroeconômico atual dificilmente o crescimento do PIB em 2009 ficará muito acima de 2,5%.

A crise internacional atinge a economia brasileira basicamente através de 3 canais: i) forte queda dos preços das commodities; ii) crescimento do comércio mundial em volume em torno de zero no próximo ano; iii) redução expressiva do fluxo de capitais para o país por conta do aumento da aversão ao risco e da desalavancagem financeira em escala global. Os itens i) e ii) resultarão em queda das exportações em 2009. E isto num contexto de escassez de financiamento externo tornará inevitável uma forte desaceleração do crescimento das importações – caso contrário, a piora da balança comercial elevaria o déficit em conta corrente para níveis insustentáveis, pressionando muito para cima a taxa de câmbio e a inflação. Parte da contenção das importações virá dos preços dos bens importados, que provavelmente também recuarão no próximo ano (ainda que menos do que os preços das exportações). Outro fator importante para segurar as importações será a substituição de bens importados por produção doméstica induzida pela desvalorização cambial. Mas parte significativa da desaceleração das importações terá de ser produzida por um crescimento muito mais baixo de demanda doméstica e do PIB.

O comportamento recente de algumas variáveis relevantes para o desempenho da economia brasileira pode ser visto nas tabelas 1 e 2. Como se percebe na tabela 1, os preços das commodities (índice CRB em US\$) recuaram cerca de 40% entre junho e dezembro. Os dois principais determinantes dos preços das commodities têm sido as expectativas em relação ao crescimento da economia mundial (em particular, da China dada a sua influência sobre estes preços) e o comportamento do dólar no mercado internacional. Seu forte recuo nos últimos meses vem refletindo, sobretudo, o pessimismo crescente sobre o desempenho da economia mundial (e da crise) em 2009.

Mas a valorização do dólar desde junho também contribuiu para a queda dos preços das commodities, porque o comportamento destes preços e do dólar têm se mostrado inversamente correlacionados.

Tabela 1 - Indicadores do Cenário Externo ¹

	Cenário Externo							
	Taxas de juros			Preço do Petróleo (Brent) em US\$	Índice de preços commodities CRB			Taxa de câmbio Euro/US\$
	T-Bill 3 meses	Libor - US\$ 3 meses	T-10		Em US\$	Em Euro	Em R\$	
2002								
dez	1,20	1,38	3,83	28,52	56,40	80,02	110,60	1,05
2007								
jun	4,68	5,36	5,03	71,41	100,00	100,00	100,00	0,74
dez	3,29	4,70	4,03	93,85	102,02	93,75	93,82	0,68
2008								
mar	1,36	2,69	3,41	100,30	111,14	94,62	100,92	0,63
jun	1,87	2,78	4,01	139,83	117,64	100,94	97,23	0,63
jul	1,65	2,79	3,95	123,98	113,47	98,31	92,29	0,64
ago	1,69	2,81	3,81	114,05	108,27	99,70	91,87	0,68
set	0,21	3,93	3,83	98,17	101,83	97,62	101,20	0,71
out								
10	0,24	4,82	3,87	74,09	91,75	92,46	108,99	0,75
31	0,38	3,03	3,97	65,32	84,78	90,00	93,11	0,79
nov	0,05	2,22	2,92	53,49	79,61	84,71	96,42	0,79
dez ²	0,04	1,58	2,18	43,20	76,15	71,85	93,20	0,70

Fonte: Banco Central, Funcex, Gazeta Mercantil e Valor Econômico.

(1) Dados referentes ao final de cada mês, exceto índice de preços de exportações e importações.

(2) Dados referentes ao dia 17/12/08

Tabela 2 - Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança						
	Risco Brasil (a) ¹	Risco dos Emergentes (b) ¹	(a)-(b) (%)	Taxa de Câmbio Nominal	Swap de 1 ano PróxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante	Swap de 3 anos PróxDI
17/07/07 ²	155	168	-13	1,86	10,71	6,94	10,60
04/03/08 ²	258	284	-26	1,67	11,89	7,32	12,47
15/04/08 ²	245	279	-34	1,68	12,89	8,16	13,40
03/06/08 ²	184	253	-69	1,62	13,76	8,56	14,01
22/07/08 ²	223	279	-56	1,58	14,52	8,69	14,93
09/09/08 ²	268	329	-61	1,75	14,71	9,02	14,33
28/10/08 ²	560	782	-222	2,17	15,62	9,83	17,09
09/12/08 ²	499 ³	745 ³	-246	2,48	13,18	7,41	13,67
17/12/08	503 ⁴	757 ⁴	-254	2,36	12,52	7,25	13,27

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil.

(1) EMBI+ do J.P. Morgan

(2) Véspera reunião do COPOM

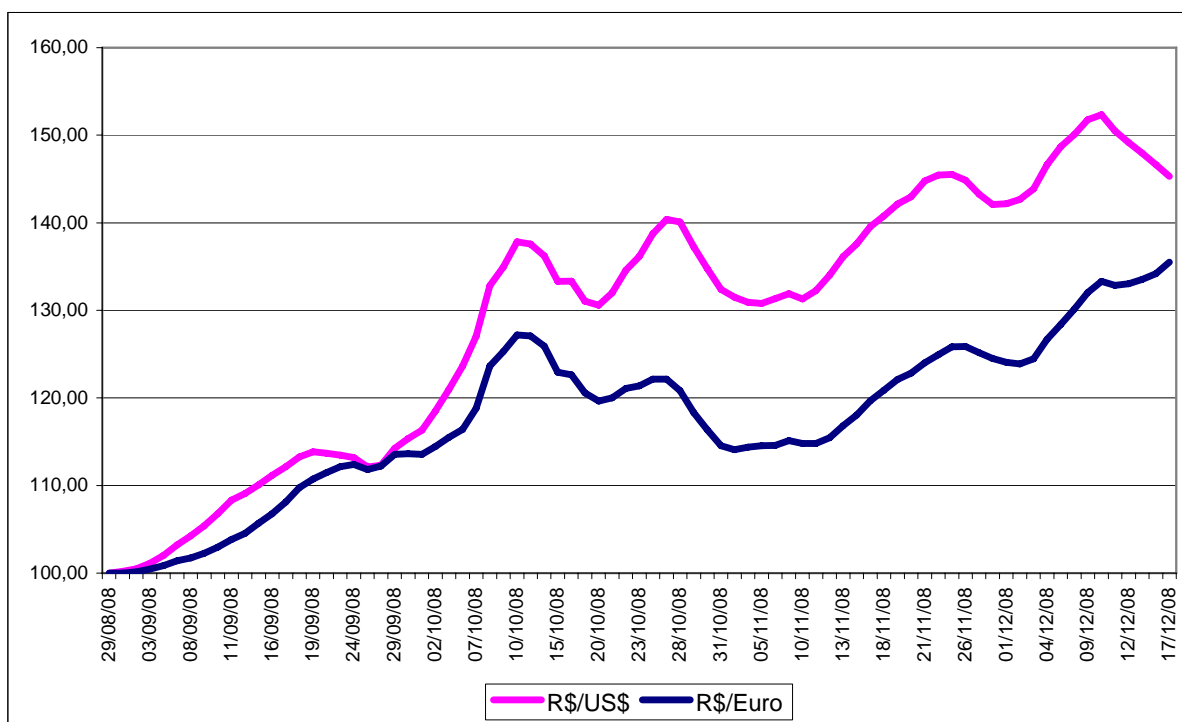
(3) Dados do dia 08/12/08

(4) Dados do dia 16/12/08

Um aspecto muito importante a destacar na tabela 1 reside no comportamento do índice CRB em reais. De dezembro de 2002 a dezembro de 2008, este índice mostrou-se bastante estável, evidenciando que a taxa de câmbio R\$/US\$ vem tendo uma trajetória muito parecida com a dos preços das commodities, só que em direções opostas – desvalorização (apreciação) do real em relação ao dólar de magnitude semelhante à queda (elevação) dos preços das commodities. Note-se, em particular, que o índice CRB em reais atual é até ligeiramente inferior ao de junho. Ou seja, a enorme desvalorização cambial ocorrida neste período (alta da taxa de câmbio de R\$ 1,60 para cerca de R\$ 2,40) apenas compensou a queda acentuada dos preços das commodities em dólar. E isto sugere que um determinante fundamental da trajetória da taxa de câmbio nos últimos meses tem sido o comportamento das commodities.

De todo modo, a intensidade da desvalorização cambial do final de agosto para cá foi bastante surpreendente, colocando o real entre as moedas que mais se desvalorizaram no mundo neste período (a trajetória da taxa de câmbio e a desvalorização do real em relação às moedas dos países selecionados aparecem, respectivamente, no gráfico 1 e na tabela 3).

Gráfico 1 - Taxas de câmbio R\$/US\$ e R\$/Euro (média móvel de 5 dias)



Fonte: Valor Econômico

Tabela 3 - Desvalorização do R\$ (%)

	29/08/08 e 17/12/09	29/08/08 e 10/10/09	10/10/08 e 17/12/08
EUA	44,25	39,99	3,04
Euro	40,79	27,90	10,07
Inglaterra	22,34	30,71	-6,40
Japão	78,38	51,55	17,70
China	44,14	40,05	2,92
Índia	32,91	27,49	4,25
Rússia	30,02	31,54	-1,16
Argentina	28,45	31,74	-2,50
Chile	17,19	12,72	3,96
Colômbia	28,66	17,21	9,77
México	13,02	10,70	2,10
Coréia	21,19	17,16	3,45
Turquia	11,92	16,72	-4,12
Austrália	17,32	5,24	11,48
Nova Zelândia	21,40	21,17	0,19
África do Sul	13,30	14,57	-1,11
Arábia Saudita	44,24	39,26	3,58
Canadá	27,37	24,58	2,24

Fonte: Valor Econômico

Sobretudo até meados de outubro, um fator relevante de pressão no mercado cambial foi a demanda de dólares por empresas para a zeragem de suas posições em derivativos cambiais (responsáveis por perdas pesadas de muitas empresas que apostaram na permanência da apreciação da moeda nacional). Outros fatores importantes de pressão sobre o câmbio têm sido a retração acentuada do crédito externo, a venda de ativos no país (sobretudo na bolsa) de investidores estrangeiros para cobrir prejuízos lá fora e também em busca de ativos mais seguros (como os títulos do Tesouro americano), e em momentos específicos o comportamento de investidores comprados em dólar para obter ganhos de natureza especulativa.

Mas dois aspectos importantes neste período recente de acentuada desvalorização cambial devem ser ressaltados. Em 1º lugar, não se deve perder de vista que, como assinalado acima, a queda dos preços internacionais de commodities representa, por si só, um fator poderoso de desvalorização do real. Em 2º lugar, ao contrário do que tem sido frequentemente sugerido, a fuga de capitais não tem sido um fator relevante de pressão sobre o câmbio. A percepção (equivocada) de que a saída de capitais do país estaria contribuindo decisivamente para a alta do dólar foi reforçada pelos dados do mercado de câmbio em novembro, que apontaram um déficit de US\$ 7,2 bilhões (o maior déficit mensal desde janeiro de 1999). Ocorre que o exame da tabela 4 – que registra as operações dos bancos com seus clientes – não corrobora esta visão. Nesta tabela, a saída de capitais do país (pela venda de ativos aqui, remessas de lucros e dividendos, etc) aparece no subitem vendas (de dólares dos bancos para seus clientes) das operações financeiras. Como se percebe na tabela 4, as vendas nas operações financeiras não têm sido anormalmente elevadas. Ao contrário, em novembro as saídas de dólares por esta conta foram, inclusive, 15,5% inferiores às de igual mês do ano anterior. O problema é que, como mostra esta tabela, as entradas de dólares (as compras pelos bancos dentro das operações financeiras) recuaram 42% em novembro, basicamente porque o crédito externo para o país virtualmente secou. Além disso, nas operações comerciais as divisas obtidas com exportações (aí incluídas as operações de financiamento a estas) também caíram acentuadamente, tendo sido em novembro 21,5%

inferiores as de novembro de 2007. Portanto, do lado dos fluxos cambiais, a questão não está na fuga de capitais (que poderia sugerir a necessidade de controle de capitais), mas na drástica redução da entrada de dólares no país.

Tabela 4 - Movimento de Câmbio (US\$ bilhões)

	Comercial			Financeira			Saldo
	Exportações	Importações	Saldo	Compras	Vendas	Saldo	
2008							
set	19,2	12,3	7,0	30,1	34,3	-4,2	2,8
out	14,5	12,8	1,6	29,0	35,3	-6,2	-4,6
nov	13,5	10,4	3,1	18,7	29,0	-10,3	-7,2
var % 2008/2007							
set	53,6	17,1	-	27,0	33,5	-	-
out	-12,7	19,6	-	-21,4	-2,2	-	-
nov	-21,5	5,1	-	-42,1	-15,5	-	-

Fonte: BACEN

Além da desvalorização cambial extraordinariamente elevada, outro impacto surpreendente (pela sua intensidade) da crise internacional sobre a economia brasileira ocorreu no crédito doméstico. Com a forte e súbita retração do crédito externo, as grandes empresas passaram a recorrer muito mais ao crédito interno. Em decorrência, o crédito tornou-se, sobretudo para as pequenas e médias empresas, muito mais caro e escasso. Além disso, os bancos ficaram mais cautelosos na concessão de novos empréstimos, seja por temor da inadimplência das empresas e pessoas físicas, seja por receio de enfrentarem problemas de liquidez. Teme-se que a mudança brusca do quadro macroeconômico resulte em forte desaceleração da demanda que afete significativamente os resultados das empresas e as condições do mercado de trabalho, levando ao aumento da inadimplência. E estas preocupações têm afetado tanto a oferta de crédito pelos bancos quanto a sua demanda por empresas e consumidores. No que se refere à oferta de crédito pelos bancos há também a preocupação dos bancos com o impacto da desvalorização cambial sobre a situação das empresas muito endividadas em dólar (aí incluindo a exposição destas em operações com derivativos cambiais).

O governo tem procurado enfrentar a escassez de crédito e a disparada e volatilidade da taxa de câmbio com medidas agressivas. De um lado, liberou cerca de R\$ 95 bilhões de depósitos compulsórios dos bancos no Banco Central, na tentativa de prover liquidez a instituições financeiras em dificuldades e ampliar a oferta de crédito. De outro, realizou intervenções no mercado de câmbio de mais de US\$ 50 bilhões, sendo mais de US\$ 30 bilhões com vendas de swaps cambiais e o restante com recursos das reservas cambiais (venda direta de dólares no mercado à vista e, sobretudo, leilões de venda de dólar com recompra e empréstimos para financiamento às exportações, cujo crédito externo sofreu forte retração). Recentemente o Banco Central anunciou que também utilizará recursos das reservas para refinarciar a dívida externa do setor privado a vencer até o final de 2009, já que a taxa de rolagem desta dívida vem sendo muito baixa. Com isto espera diminuir as pressões sobre o mercado de câmbio (proveniente da demanda por dólares das empresas para pagamento da dívida externa não refinanciada) e sobre o crédito (decorrente da substituição pelas empresas da dívida externa por crédito doméstico). Mas mesmo com estas medidas, até aqui o crédito continua restrito e a taxa de câmbio segue pressionada.

A mudança radical do quadro macroeconômico a partir de setembro teve efeito imediato sobre a atividade econômica. Na comparação com o mês imediatamente anterior, a produção industrial recuou 1,7% em outubro e deve ter caído significativamente em novembro (mês em que as vendas de automóveis tiveram queda de 25% em relação a outubro e também a novembro de 2007). Além disso, a súbita contração da demanda levou a um forte aumento de estoques em vários setores da indústria, que vem concedendo férias coletivas a seus empregados. E tanto as importações quanto as exportações despencaram em novembro e início de dezembro.

Em contrapartida, a inflação tem se mostrado bem comportada, a despeito da desvalorização cambial, o que significa que o impacto desta sobre a economia vem sendo bastante diferente do observado em desvalorizações anteriores (1999 e 2002). Naquelas desvalorizações, o foco imediato das preocupações foi sempre a inflação, o que se refletiu em alta forte dos juros futuros e da taxa Selic. E a desaceleração da atividade econômica foi comandada pela elevação da taxa de juros. Agora a crise bateu direto na atividade econômica e a política monetária nada teve a ver com isto (mesmo com a taxa Selic alta, o crescimento vinha sendo exuberante até setembro).

As restrições mais visíveis ao crescimento no quadro atual são a escassez do crédito externo e interno, o colapso da confiança na economia dos empresários e dos consumidores, a volatilidade da taxa de câmbio, a queda acentuada das exportações, e a provável piora em breve das condições do mercado de trabalho. Por sua vez, as ações da política econômica estão voltadas essencialmente para reativar a atividade econômica, e a inflação, pelo menos por enquanto, não tem sido uma preocupação maior. Ao invés de elevar a taxa Selic como em outras desvalorizações cambiais, o Banco Central interrompeu o ciclo de alta da taxa de juros e a percepção geral é de que a taxa Selic recuará nos próximos meses, como os juros futuros já vêm sinalizando (tabela 2). As medidas de política econômica que vêm sendo tomadas desde setembro visam basicamente restabelecer o crédito doméstico, conter a volatilidade do câmbio (inclusive com o uso das reservas cambiais para suprir a falta de crédito externo, inicialmente às exportações e agora para a rolagem da dívida externa das empresas). Recentemente também foram anunciadas medidas de desoneração tributária visando estimular o consumo (redução do IRPF na fonte, do IOF sobre crédito para pessoas físicas e do IPI sobre automóveis). Além destas medidas tomadas, é possível que a atividade econômica também se beneficie de uma redução moderada das taxas de juros na ponta do crédito nos próximos meses, porque as taxas de juros de mercado (como o swap pré x DI de 1 ano) que servem de referência para o custo do crédito estão em queda.

Mas o principal obstáculo à eficácia das medidas para reativar a economia reside na drástica redução da confiança dos agentes econômicos, que leva empresários e consumidores a postergar gastos e os bancos a restringir a concessão de novos créditos. O problema é que a súbita piora das expectativas está diretamente ligada a incertezas geradas pelo cenário externo, e neste sentido, escapa, em boa medida, à competência da política econômica. A restrição externa ao crescimento – sinalizada pelo comportamento da taxa de câmbio – é, em última análise, o maior obstáculo à superação do quadro atual de falta de confiança nas perspectivas da economia. E constitui a restrição de fundo ao crescimento em 2009, porque a queda dos preços das commodities, a desaceleração da economia mundial e a escassez de financiamento externo, na intensidade em que estão ocorrendo, tornam inevitável um forte ajuste na economia brasileira, que combinará a permanência de uma taxa de câmbio bastante desvalorizada com forte desaceleração do crescimento.

Um dos principais determinantes da restrição externa ao crescimento reside na queda dos preços das commodities. Ao longo dos últimos anos, a trajetória dos preços das exportações brasileiras tem sido muito parecida com a do índice CRB de preços das commodities, como se percebe na tabela 5. Como o índice CRB vem sofrendo forte queda desde junho e deverá recuar de forma expressiva em 2009 (na comparação entre os índices médios de 2009 e de 2008), tudo indica que os preços das nossas exportações também vão ter uma queda acentuada no próximo ano. Segundo a tabela 5, o carry over para 2009 do nível atual do CRB (hipótese de estabilidade na margem do CRB até o final de 2009) levou a uma queda de -26,16 % dos preços de commodities em 2009, quando medida pelo índice CRB deste e do próximo ano. No cenário básico do GC a queda do CRB será um pouco inferior a esta (de 20%) porque se prevê uma pequena recuperação dos preços das commodities em 2009. De todo modo, é de se esperar uma queda significativa dos preços das exportações brasileiras em 2009, que para o GC ficará em 10%. Já os preços das importações brasileiras, como se percebe na tabela 5, têm evoluído na mesma direção do CRB e dos preços das exportações, mas de forma mais atenuada, e teriam queda ligeiramente menor no próximo ano (de 8%)

Tabela 5 - Evolução dos preços de commodities (CRB), exportação e importação

	CRB	Preços (Brasil)	
		Exportações	Importações
1998	114,14	115,69	106,82
2002	100,00	100,00	100,00
2003	111,91	104,60	106,10
2004	129,57	115,90	116,90
2005	129,11	130,00	130,00
2006	144,89	146,20	139,11
2007 (a)	172,99	161,56	150,57
2008			
nov	141,16	202,79	180,14
nov 12 meses	187,37	203,55	181,16
nov acum ano	161,50	205,95	182,91
dez*	135,02	-	-
carry over 2008 (b)	183,55	-	-
carry over 2009 (c)	135,53	-	-
b/a	6,10	-	-
c/b	-26,16	-	-

Fonte: FUNCEX e CRB Indexs.

* Dado referente ao dia 17/12/08.

Assim, a queda dos preços das commodities em 2009 viria acompanhada de uma redução em simultâneo dos preços das exportações e das importações brasileiras e de uma leva piora da relações de troca. Ocorre que este comportamento esperado para os preços representa uma mudança importante na contribuição dos preços das exportações e das importações para o saldo da balança comercial. De 2004 para cá, como evidencia a tabela 6, os preços das exportações e das importações subiram de forma expressiva e houve uma melhora das relações de troca. E estes dois fatores tiveram um impacto expansionista sobre o saldo da balança comercial nos últimos anos, contribuindo de 2006 para cá (quando o saldo comercial começou a diminuir) para amortecer a queda do saldo que o comportamento das exportações e importações em quantum produziria. Em 2009, os preços deverão ter um efeito contrário ao que vinha sendo observado, constituindo-se em fator de redução do saldo comercial, cuja intensidade vai depender

da magnitude da queda dos preços das exportações e das importações. No cenário básico do GC, com queda de preços dos bens exportados e importados de, respectivamente, 10% e 8%, o impacto contracionista dos preços sobre o saldo da balança comercial em 2009 seria de US\$ 5,9 bilhões.

Tabela 6 - Balança Comercial

	Fluxo em 12 meses - em US\$			var % em 12 meses						Taxa de câmbio real efetiva	Exportações mundiais em quantum
	X	M	Saldo	Exportações			Importações				
				US\$	Quantum	Preço	US\$	Quantum	Preço		
dez/04	96.678	62.782	33.896	32,07	19,09	10,90	30,02	18,26	9,95	136,18	10,33
dez/05	118.530	73.550	44.980	22,06	9,37	12,11	17,13	5,35	11,18	111,05	7,20
dez/06	137.808	91.351	46.457	16,26	3,34	12,50	24,11	16,13	6,87	99,26	9,31
dez/07	160.649	120.619	40.030	16,57	5,49	10,51	32,05	22,01	8,24	92,11	6,53
set/08	194.910	166.197	28.713	27,02	0,53	25,98	50,69	23,40	21,77	85,01	5,26
out/08	197.655	171.170	26.485	26,27	-1,25	27,42	50,29	22,26	22,59	86,15	5,26
nov/08	198.356	172.285	26.071	25,00	-2,30	27,46	46,95	19,89	22,33	-	-
var % 08/07 ¹											
jan-out	-	-	-	27,35	-	-	50,88	-	-	-	-
nov-dez ²	-	-	-	1,74	-	-	13,01	-	-	-	-
jan-dez ²	-	-	-	24,40	-	-	46,00	-	-	-	-

Fonte: FUNCEX

(1) Var % média por dia útil.

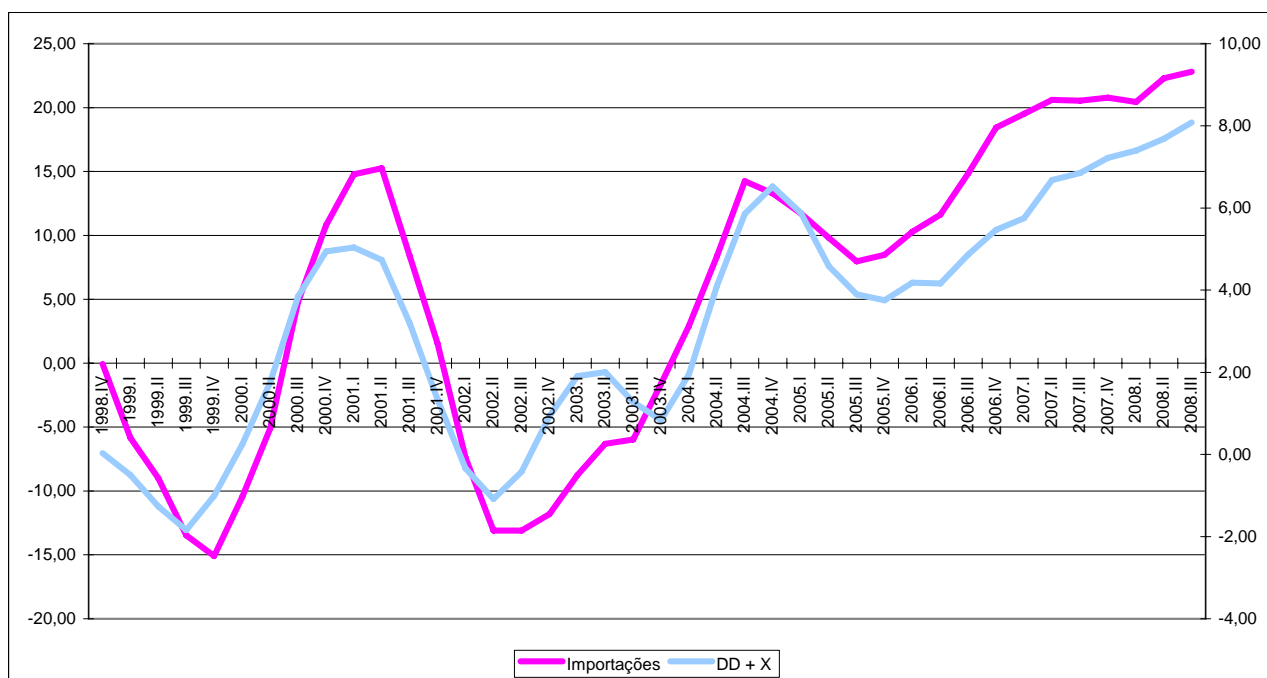
(2) Até a primeira semana de dezembro.

Mas o saldo da balança comercial em 2009 também será afetado negativamente pelo comportamento do quantum exportado e importado. Como o crescimento das exportações em quantum de 2009 será fortemente limitado pela recessão mundial, a expectativa do GC é de que este crescimento seja zero, mesmo com o impacto benéfico da desvalorização cambial sobre as exportações em volume. Nesta hipótese, o quantum importado só não se constituirá em fator adicional (relativamente aos preços) de piora da balança comercial se o crescimento das importações também for zero (ou negativo). Como o quantum importado deverá fechar 2008 com crescimento em torno de 20%, a questão é: a combinação de desvalorização cambial e de desaceleração do crescimento será capaz de produzir uma redução tão abrupta do crescimento do quantum importado em 2009? Será possível compatibilizar um crescimento razoável do PIB no próximo ano com uma expansão das importações em quantum próxima de zero ou negativa?

Os principais determinantes do comportamento em volume das importações são: i) a evolução da demanda doméstica e das exportações (já que parte da demanda é atendida por importações e parte das exportações tem por trás insumos importados); ii) a taxa de câmbio real efetiva. Embora as taxas de crescimento das importações em volume apresentem variações bem mais acentuadas do que as da demanda doméstica e das exportações (tomadas em conjunto), percebe-se no gráfico 2, (construído com escalas diferentes para as importações e para a demanda doméstica + exportações), que as trajetórias das importações e da demanda doméstica + exportações têm sido muito semelhantes nos últimos 10 anos. Isto significa que a despeito do impacto relevante do câmbio sobre as importações, mudanças expressivas na taxa de câmbio real efetiva (como as ocorridas ao longo dos últimos 10 anos) não têm sido capazes de produzir trajetórias de crescimento das importações e da demanda doméstica + exportações muito diferentes. A má notícia deste gráfico é que ele nos informa que se for necessário, por conta da escassez de financiamento externo, produzir um ajuste que faça as importações em volume terem crescimento nulo ou negativo, isto muito provavelmente virá acompanhado de um crescimento muito baixo da demanda doméstica + exportações (e, por extensão, do PIB). Ou seja, à luz da nossa experiência nos últimos 10 anos,

parece difícil compatibilizar a redução do crescimento das importações em volume de cerca de 20% em 2008 para perto de zero em 2009 com um bom ritmo de crescimento da demanda doméstica e do PIB.

Gráfico 2 - Taxas de crescimento das Importações e Demanda Doméstica + Exportações (var % em 4 trim)



Fonte: IBGE

De acordo com as estimativas do GC, tendo-se como premissa um crescimento das exportações em volume de zero, um crescimento do PIB de 2,5% (tal como projeta o GC) viria acompanhado de uma expansão de volume de importações (no conceito PIB) de 3,5%. Como as taxas de crescimento das importações de bens e serviços em volume no PIB (dado do IBGE) e do quantum importado de bens (dado da Funcex) têm ficado próximas, considerou-se na estimativa do saldo da balança comercial em 2009 que o quantum de importações de bens no próximo ano terá o mesmo crescimento estimado para as importações em volume no PIB. Assim, as exportações teriam uma queda de preços de 10% e um crescimento de seu quantum de zero, enquanto no caso das importações seus preços recuariam 8% e seu quantum subiria 3,5%. Com isto, pelas projeções do GC, o saldo da balança comercial recuaria de US\$ 24,1 bilhões em 2008 para US\$ 12,6 bilhões em 2009 (com queda das exportações de US\$ 199,1 bilhões para US\$ 179,2 bilhões e das importações de US\$ 175,0 bilhões para US\$ 166,6 bilhões).

A redução do saldo da balança comercial em 2009 de US\$ 11,5 bilhões significa que a balança comercial contribuiria para uma elevação desta magnitude do déficit em conta corrente no próximo ano. Este, em princípio, seria um resultado preocupante numa situação internacional de retração acentuada do financiamento externo para a economia brasileira. Contudo, o déficit das demais contas da conta corrente (serviços, rendas e transferências unilaterais), que em 2008 sofreu forte elevação (principalmente pelo aumento dos recursos de lucros e dividendos) deverá recuar expressivamente no próximo ano. A razão disso é que por mudanças estruturais nas contas externas dos últimos anos – basicamente a redução da dívida externa líquida para níveis muito baixos – o resultado da conta corrente exclusive balança comercial tornou-se muito mais

sensível à taxa de câmbio. Com isto, a participação das despesas com juros da dívida externa – por definição insensíveis à taxa de câmbio – no resultado da conta corrente exclusive balança comercial caiu drasticamente de 2002 para cá (tabela 7). E o item que hoje mais pesa no resultado do conjunto serviços, rendas e transferências unilaterais, é a remessa de lucros e dividendos, item que, com o câmbio desvalorizado, tende a se contrair significativamente porque a desvalorização cambial reduz o lucro em dólar das empresas estrangeiras instaladas no país. Por conta, sobretudo, da queda das remessas de lucros e dividendos e também da redução dos gastos com viagens internacionais (induzidas pela desvalorização cambial), o GC estima uma queda de US\$ 12 bilhões no conjunto serviços, rendas e transferências unilaterais em 2009. E isto deverá compensar o impacto negativo da piora da balança comercial no déficit em conta corrente, mantendo-o estável em 2009.

Tabela 7 - Evolução da Conta Corrente (fluxo de 12 meses)

	Balança Comercial	Serviços, Rendas e TU	Juros	Serviços, Rendas e TU - Juros	Conta Corrente	
	US\$ milhões	US\$ milhões	US\$ milhões	US\$ milhões	US\$ milhões	% PIB
dez/02	13.196	-20.833	-13.131	-7.702	-7.637	-1,51
dez/03	24.876	-20.699	-13.020	-7.679	4.177	0,75
dez/04	33.896	-22.217	-13.364	-8.853	11.679	1,76
dez/05	44.980	-30.996	-13.496	-17.500	13.985	1,58
dez/06 (a)	46.457	-32.814	-11.289	-21.525	13.643	1,27
set/07 (b)	43.148	-36.164	-8930	-27.234	6.984	0,56
out/07 (c)	42.639	-37.307	-8435	-28.872	5.332	0,42
dez/07 (d)	40.030	-38.318	-7305	-31.013	1.712	0,11
set/08 (e)	28.736	-53.904	-6524	-47.380	-25.168	-1,64
out/08 (f)	26.508	-53.067	-6694	-46.373	-26.559	-1,71
(c) - (a)	-6.427	-5.504	3.984	-9.488	-11.931	-1,16
(e) - (b)	-14.412	-17.741	2.406	-20.147	-32.153	-2,20
(f) - (c)	-16.131	-15.760	1.740	-17.500	-31.891	-2,13

Fonte: BACEN

O cenário básico do GC aponta, portanto, um crescimento do PIB de 2,5% e um déficit em conta corrente de US\$ 27,4 bilhões em 2009. Será viável financiar um déficit em conta corrente desta magnitude em 2009, mantendo-se ao mesmo tempo a taxa de câmbio estabilizada em nível compatível com o crescimento do PIB esperado e o cumprimento da meta de inflação? A expectativa do GC é que isto será possível. Mas a viabilidade deste cenário depende de uma melhora do cenário externo, que permita, pelo menos, a obtenção de um equilíbrio ou pequeno superávit na conta capital do balanço de pagamentos no próximo ano, ao invés do déficit observado neste 4º trimestre. Nestas condições, o déficit em conta corrente seria coberto, grosso modo, pelas reservas internacionais – seja através da venda direta de dólares no mercado à vista, seja através dos empréstimos já anunciados pelo BC para a rolagem da dívida externa não refinanciada no mercado financeiro internacional (o que “liberaria” o ingresso líquido de divisas de investimentos diretos e em carteira de conta capital para financiar o déficit em conta corrente).

De todo modo, o termômetro da viabilidade do cenário acima será a taxa de câmbio. Se, mesmo com as intervenções do Banco Central, a tendência da taxa de câmbio for de alta, isto indicará que a restrição externa é mais forte e o ajuste da economia deverá ser ainda mais vigoroso do que o contemplado no cenário básico do GC. E quanto maior for a desvalorização cambial, menor será o crescimento da demanda doméstica e do PIB em 2009. No longo prazo, uma taxa de câmbio mais desvalorizada será benéfica para o crescimento sustentável porque contribuirá para um

padrão de crescimento com equilíbrio entre demanda doméstica/PIB e exportações/importações. Mas no curto prazo uma desvalorização cambial forte como a atual requer uma demanda bastante contida para abafar as pressões inflacionárias provenientes da desvalorização. A contenção da demanda pode ou não ser produzida pelo aperto da política monetária. No atual contexto parece mais provável que prescindir da manutenção (ou elevação) da taxa de juros básica, já que possivelmente a demanda permanecerá contida em 2009 por outros fatores, como o crédito relativamente travado, a cautela dos consumidores e dos empresários diante das incertezas macroeconômicas, a piora das condições do mercado de trabalho, etc. Dependendo da evolução da atividade econômica, poderá até haver um bom espaço para a redução da taxa de juros básica sem que isto ponha em risco o controle da inflação. Mas o que parece bastante improvável é que se possa compatibilizar um crescimento mais forte da economia com desvalorização cambial expressiva e controle da inflação. Portanto, o comportamento da taxa de câmbio será um determinante fundamental do espaço para a flexibilização das políticas monetária e fiscal. Quanto maior for a desvalorização, menor será a margem de manobra para a realização de políticas anticíclicas.

Um aspecto fundamental a ter-se em conta em relação ao desempenho da economia em 2009 é que a restrição externa inviabilizará o padrão de crescimento (vigente desde 2006) caracterizado por um descompasso acentuado entre as taxas de crescimento da demanda doméstica e do PIB. A tabela 8 mostra que o crescimento do PIB veio se acelerando desde 2006, mas que este excelente desempenho foi sempre acompanhado por uma expansão bem mais elevada da demanda doméstica. A contraface disso é que o crescimento das importações manteve-se sempre bem acima do das exportações, suprimindo desta forma o excesso de demanda doméstica sobre a produção. Ocorre que a diferença acentuada entre o ritmo de expansão das importações e o das exportações não poderá ser mantida em 2009. Por conta da mudança drástica do cenário externo, a deterioração da conta corrente implícita neste padrão de crescimento não seria financiável em 2009. Visto sob esta ótica, o ajuste da economia no próximo ano consistirá numa forte redução do descompasso entre as taxas de crescimento das importações e das exportações, por um lado, e da demanda doméstica e do PIB, por outro. Concretamente, isto se dará por uma desaceleração forte do crescimento da demanda doméstica e do PIB, mas um pouco menos intensa no caso do PIB. A taxa de crescimento (no acumulado de 4 trimestres) da demanda doméstica recuará de 8,8% em 2008 III (tabela 8) para 3% em 2009 IV, enquanto a do PIB passaria de 6,3% para 2,5% neste período.

Tabela 8 - Taxa de cresc. acum em 4 trim

	PIB	FBCF	Demanda Doméstica exclusive FBCF	Demanda Doméstica	X	M
2004.IV	5,71	9,12	4,44	5,17	15,29	13,30
2005.IV	3,16	3,63	2,64	2,80	9,33	8,47
2006.IV	3,97	9,77	4,69	5,53	5,04	18,45
2007.IV	5,67	13,50	6,04	7,30	6,72	20,79
2008.I	5,87	15,01	6,34	7,80	4,65	20,45
2008.II	5,96	15,81	6,90	8,42	2,71	22,29
2008.III	6,32	17,02	7,11	8,84	2,76	22,81

Fonte: IBGE. Elaboração Grupo de Conjuntura

De todo modo, a magnitude da desaceleração do crescimento em 2009 ainda envolve muitas incertezas. Na verdade, o crescimento em 2009 enfrenta restrições de

duas ordens. No plano mais imediato, as restrições principais ao crescimento são a retração acentuada do crédito externo, o crédito doméstico ainda muito travado e a piora acentuada das expectativas das empresas e consumidores (que se reflete numa disposição muito menor para gastar). Sob este aspecto, a questão é saber se as medidas de política econômica que vêm sendo tomadas serão eficazes para vencer estas restrições e reaquecer a atividade econômica. Mas há uma restrição de fundo ao crescimento representada pela restrição externa, cuja intensidade é sinalizada pelo comportamento da taxa de câmbio. Na medida em que a taxa de câmbio permaneça bastante desvalorizada, em níveis próximos ao que se encontra atualmente (e este é o cenário mais provável para o GC), haverá limites razoavelmente estreitos para que a economia possa se recuperar sem comprometer o controle da inflação. Assim, se prevalecer um cenário benigno para a inflação, com um espaço significativo para a redução da taxa de juros, muito provavelmente isto virá acompanhado de um crescimento baixo e da relativa ineficácia dos esforços da política econômica para reativar a economia. Por sua vez, caso as medidas para expandir a atividade econômica se mostrem eficazes, é bem provável que os limites para o crescimento compatível com o controle da inflação se revelem estreitos. Portanto, seja por força das restrições mais imediatas ao crescimento (crédito, confiança, etc), seja pelo lado da restrição externa (expressa no comportamento da taxa de câmbio), o mais provável é que o crescimento em 2009 seja modesto (não muito superior a 2,5%).

Projeções para 2009

Projeções do mercado e do Grupo de Conjuntura ¹

	Mercado		Grupo de Conjuntura	
	2008	2009	2008	2009
PIB%	5,59	2,50	5,80	2,50
IPCA (%)	6,13	5,20	6,20	5,50
Taxa Selic				
fim de ano	13,75	13,00	13,75	13,00
média do ano	12,59	13,44	12,59	13,38
Taxa de Câmbio				
fim de ano	2,30	2,20	2,35	2,35
média do ano	1,82	2,20	1,83	2,35
Saldo Comercial	24,00	14,00	24,10	12,60
Conta Corrente	-29,10	-30,00	-27,90	-27,40

Fonte: Banco Central e Grupo de Conjuntura.

(1) Relatório de mercado 12/12/08

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga e Silvio Salles

O PIB do terceiro trimestre e o nível de atividade em outubro – o passado, o presente e o futuro.

Recentemente tivemos a divulgação de três importantes estatísticas de conjuntura, o PIB do terceiro trimestre de 2008 e a produção industrial e as vendas do comércio de outubro. A primeira estatística nos fala do passado distante, a segunda do passado próximo e a terceira quase do presente, pois o comércio normalmente sente primeiro e com mais intensidade, as mudanças do ciclo econômico. Como já mencionamos em nota anterior, o mês de setembro não sentiu os efeitos da crise, e por isso o PIB de julho-setembro representa um passado distante da realidade atual, sendo que seus resultados superaram as previsões do mercado. Já em outubro os efeitos da crise estão visíveis, mas só os impactos iniciais. Esses já são significativos, mas por mostrarem apenas os primeiros efeitos, não deixam claro os possíveis desdobramentos quanto à sua profundidade e extensão. A alteração no cenário econômico internacional e, por conseqüência, na economia brasileira é de tal ordem que não há elementos mais sólidos para analisar o presente e, principalmente, o futuro da economia.

Começaremos pelas vendas do comércio, pois é consensual que esse é o setor que sente os primeiros impactos da crise, antes da indústria. O volume de vendas do comércio varejista ampliado, no confronto mês/mês anterior na série com ajustamento sazonal, registra queda de $-8,0\%$, a maior da série iniciada em 2003. O segmento de veículos e motos, partes e peças aponta contração de $-19,0\%$, a maior da série, iniciada em janeiro de 2000 (gráfico 1). No confronto com igual mês do ano anterior as vendas do comércio ampliado registram aumento de $3,7\%$ em outubro contra $15,9\%$ em setembro. Esse menor crescimento é explicado principalmente pelo setor de veículos e motos, partes e peças, o único que registrou queda de vendas em outubro nessa comparação e, em menor medida, por materiais de construção que tem forte desaceleração das vendas, a maior dentre os setores pesquisados, passando de um aumento de $14,1\%$ em setembro para um acréscimo de $4,1\%$ em outubro. Note-se que o volume de vendas do comércio varejista não ampliado, por não incluir veículos e material de construção, mostra aceleração de crescimento de setembro ($9,3\%$) para outubro ($10,1\%$) no confronto com igual período do ano anterior. Portanto, o comércio passou a ser inicialmente atingido pela crise da forma esperada: com forte impacto do segmento que mais depende do crédito, o de veículos.

Na indústria, os resultados de outubro mostram quedas em todas as categorias de uso no índice da produção industrial ajustado sazonalmente no confronto com outubro, variando entre $-0,5\%$ em bens de capital e $-4,7\%$ em bens de consumo duráveis (tabela 1). Desde março de 2006 não ocorria queda em todas as categorias de uso nesse tipo de comparação. Essa contração esteve presente em quinze dos vinte e sete ramos industriais pesquisados, vindo o principal impacto negativo de outros produtos químicos

(-11,6%). Veículos automotores, como esperado, registrou uma contração (-1,4%) não muito expressiva. Por exemplo, em maio desse ano, antes da crise portanto, esse setor já havia tido uma contração de -5,4% frente ao mês anterior. Isso ocorre porque a redução mais forte da atividade se deu, nesse primeiro momento, na linha de produção das montadoras, o que se vai afetar a produção de autopeças no momento seguinte. Várias fabricantes de automóveis iniciaram férias coletivas não programadas nesse mês de outubro, prática que se ampliou a partir de novembro. A esse respeito, estatísticas setoriais (tanto da ANFAVEA quanto da FENABRAVE) mostram um novembro com queda acentuada. Calçados, que é um setor exportador e, potencialmente, favorecido pela desvalorização cambial, também teve uma diminuição de produção de -5,5%, provavelmente refletindo a dificuldade de capital de giro nas empresas e as perspectivas desfavoráveis do mercado externo. Esses dois exemplos servem para mostrar como os impactos iniciais ainda dizem pouco. Efeitos da desvalorização do Real frente ao dólar nas exportações, por exemplo, é algo que dificilmente é visível de imediato e sim com uma defasagem de alguns meses.

No confronto com igual mês do ano anterior as categorias de uso se dividem quanto ao seu desempenho. A boa notícia é a expansão de bens de capital (15,8%), possivelmente refletindo a entrega de máquinas e equipamentos contratados antes da brusca alteração no ambiente econômico. O segmento de bens de consumo semiduráveis e não duráveis (0,6%) também registra crescimento, enquanto bens intermediários (-2,4%) e bens de consumo duráveis (-1,5%) apontam queda. A indústria como um todo, mesmo favorecida pelo efeito calendário – outubro de 2008 tem um dia útil a mais que outubro de 2007 – apontou aumento de apenas 0,8% contra 9,7% em setembro. Em outubro ocorreu um número elevado de paralisações, programadas ou não, na indústria. Foram 118 contra 68 em outubro do ano passado, o que certamente já reflete a crise.

Analisando-se a evolução pelas categorias de uso e seus subsetores, confrontando-se o indicador do terceiro trimestre desse ano e o de outubro de 2008, ambas as comparações com iguais períodos de 2007, nota-se que a maior mudança de resultados se deu em bens de consumo duráveis, que passa de 9,0% de crescimento para uma queda de -1,5% em outubro (tabela 2). Isso representa uma perda de 10,5 pontos percentuais na taxa de crescimento do setor. Esse “índice de perda” pode ser considerado como uma medida aproximada do impacto da crise sobre o setor, claramente o mais atingido também em outros países. Por subsetores as maiores alterações foram na automobilística, que passa de 14,3% no terceiro trimestre para -3,4% em outubro, e outros equipamentos de transporte que passa, respectivamente de 21,1% para -13,3%.

A segunda maior mudança entre a expansão trimestral e a do mês de outubro foi em bens intermediários, que passa de 5,2% e para -2,4%. O destaque cabe ao setor de outros produtos químicos e, nele, à produção de adubos, fertilizantes e defensivos agrícolas, cuja taxa sai de 30,8% para -30,8%. O setor produtor se preparou para uma demanda agrícola forte, devido à alta dos preços internacionais, o que não se confirmou pela reversão do cenário, tendo com isso acumulado estoques, o que se traduziu nessa significativa freada na produção. Em seguida vem refino de petróleo e produção de álcool com perda de 11,5 pontos percentuais, pois passa de -0,4% no terceiro trimestre para -11,9% em outubro. Houve paralisação de uma importante refinaria de petróleo, o que contribuiu para ampliar queda em outubro. É importante destacar que setores que se esperava fossem fortemente atingidos pela crise não o foram, até agora. Esse é o caso de metalurgia básica, influenciada negativamente pela queda do preço das *commodities*,

e insumos para construção civil, em função da contração do investimento. Ambos tiveram diminuições em suas taxas de crescimento, mas sem registrar queda em outubro, e suas perdas em pontos percentuais ficaram abaixo da média do setor de bens intermediários. No caso dos insumos para construção civil o resultado, bastante favorável, pode estar associado à continuidade do PAC e à manutenção do consumo formiga, que é vinculado à evolução da massa salarial.

Bens de capital, como mencionado acima, apresentou o resultado mais inesperado dentre as categorias de uso. O setor perdeu apenas 4,9 pontos percentuais em sua taxa de crescimento (19,7% no terceiro trimestre contra 15,8% em outubro), mantendo largamente a liderança da expansão industrial. Esse resultado está certamente associado à aceleração do crescimento em bens de capital para transporte - de 31,1% no terceiro trimestre para 44,8% em outubro pois produção de aviões, não sensível à brusca alteração no ambiente econômico e à manutenção, mesmo com desaceleração, de taxas expressivas em bens de capital para agricultura, que passa de 44,2% para 31,5% respectivamente. Note-se ainda que dos seis subsetores analisados, apenas um - bens de capital para uso misto - registrou contração em outubro e mesmo assim de apenas - 0,3%. Bens de consumo semi e não duráveis foi a categoria de uso com menor perda de dinamismo nos períodos analisados, passando de um incremento de 3,6% em julho-setembro para 0,6% em outubro. Esse resultado era até certo ponto esperado dado que não houve ainda queda do rendimento da população, a variável mais importante para explicar o dinamismo do setor. A esse respeito, note-se que em setembro para outubro, no indicador mensal, houve aceleração do crescimento do volume de vendas no comércio varejista de super e hipermercados (de 0,8% para 7,2%, respectivamente). Dentre os sub-setores de bens de consumo semi e não duráveis a maior alteração se verificou em álcool e gasolina (carburantes), que passa de um aumento de 5,2% para -5,8% em outubro.

O resultados do PIB, como falam de passado, agora distante, mostram uma economia que acelera seu crescimento. Esse movimento está visível tanto no confronto com o trimestre anterior na série com ajustamento sazonal (tabela 3) quanto frente a igual trimestre do ano anterior (tabela 4). Nas duas comparações destacam-se, pelas suas elevadas taxas, a evolução da formação bruta de capital fixo (FBKF) e das importações. No último trimestre a taxa de crescimento da FBKF chega a 19,7% no confronto com igual trimestre do ano anterior.

Tabela 1
Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Brasil - outubro 2008

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	-0,5	15,8	18,4	19,0
Bens Intermediários	-3,0	-2,4	4,4	4,6
Bens de Consumo Duráveis	-4,7	-1,5	10,5	10,6
Bens de Consumo Semiduráveis e Não Duráveis	-2,2	0,6	2,1	2,3
<i>Indústria Geral</i>	<i>-1,7</i>	<i>0,8</i>	<i>5,8</i>	<i>5,9</i>

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

Setores selecionados	3º Trimestre/08	Outubro/08
Indústria Geral	6,7	0,8
Bens de Capital	19,7	15,8
para indústria	12,5	3,9
para agricultura	44,2	31,5
para transporte	31,1	44,8
para energia	15,4	1,5
para construção	13,3	9,6
para uso misto	12,2	-0,3
Bens Intermediários	5,2	-2,4
Petróleo e gás - Subsetor	6,2	10,4
Extr. minerais ferrosos - Subsetor	10,6	5,3
Alimentos - Intermediários	-4,2	-9,9
Têxtil - Intermediários	0,5	-3,0
Refino de petróleo e Produção de Álcool - Intermediários	-0,4	-11,9
Defensivos Agrícolas - Subsetor	30,8	-30,9
Insumos para a construção civil	12,8	7,7
Celulose - Subsetor	12,8	4,3
Metalurgia básica - Intermediários	8,2	3,4
Veículos automotores - Intermediários	7,7	0,9
Bens de Consumo Duráveis	9,0	-1,5
Automóveis	14,3	-3,4
Eletrodomésticos	2,5	-1,7
Outros equipamentos de transporte - Duráveis	21,1	-13,3
Mobiliário - Duráveis	-2,4	-5,3
Bens de Consumo Semi e não Duráveis	3,6	0,6
Abate de bovinos e suínos - Subsetor	1,5	-2,2
Abate de aves - Subsetor	9,7	6,3
Leite e laticínios - Subsetor	4,0	-0,4
Bebidas - Semi e Não Duráveis	2,4	-0,8
Calçados - Subsetor	-3,1	-12,4
Têxtil - Semi e Não Duráveis	1,3	-3,1
Vestuário - Semi e Não Duráveis	5,7	-1,0
Farmacêutica - Semi e Não Duráveis	21,5	28,9
Álcool e gasolina (carburantes)	5,2	-5,8

Tabela 3
Evolução do PIB por setor de atividade e componente da demanda final
Índice de Base Fixa com ajuste sazonal
Base: trimestre imediatamente anterior (%)
2007-2008

Setor de Atividade	2007	2008		
	Out-Dez	Jan-Mar	Abr-Jun	Jul-Set
PIB	1,7	1,7	1,6	1,8
Por Setor de Atividade				
Agropecuária	1,3	-0,7	3,4	1,5
Indústria	0,7	2,7	1,1	2,6
Serviços	1,8	1,6	1,1	1,4
Por componentes da Demanda Final				
Consumo Famílias	2,4	1,5	0,4	2,8
Consumo Governo	0,6	4,2	-0,2	1,5
FBKF	3,2	3,5	5,4	6,7
Exportação	2,0	-4,3	5,3	-0,6
Importação	5,5	1,3	8,6	6,4

Fonte: IBGE – PIB trimestral

Tabela 4
Evolução do PIB por setor de atividade e componente da demanda final
Índice de Base Fixa
Base: igual trimestre do ano anterior (%)
2007-2008

Setor de Atividade	2007	2008		
	Out-Dez	Jan-Mar	Abr-Jun	Jul-Set
PIB	6,1	6,1	6,2	6,8
Por Setor de Atividade				
Agropecuária	9,9	3,8	9,3	6,4
Indústria	3,7	6,9	5,7	7,1
Serviços	6,0	5,2	5,4	5,9
Por componentes da Demanda Final				
Consumo Famílias	7,2	6,3	5,9	7,3
Consumo Governo	3,6	6,5	4,3	6,4
FBKF	16,0	15,4	16,6	19,7
Exportação	6,2	-2,3	4,9	2,0
Importação	23,5	18,8	26,0	22,8

Fonte: IBGE – PIB trimestral

Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

A inflação as Possíveis Trajetórias de Política Monetária para 2009

O ano de 2008 marcou pela aceleração da inflação no consumidor. As projeções foram sendo refeitas para acima ao longo de todo o ano. Entretanto, na análise mais detalhada, o desempenho do Brasil pode ser considerado muito bom. A inflação medida pelo IPCA deve encerrar o ano com variação de 6,1% contra uma média de 8,3% dos países emergentes. Ao mesmo tempo em que a economia brasileira teve inflação inferior aos seus pares, o PIB também teve um desempenho superior – 5,7% ante 4,1% dos pares na América Latina.

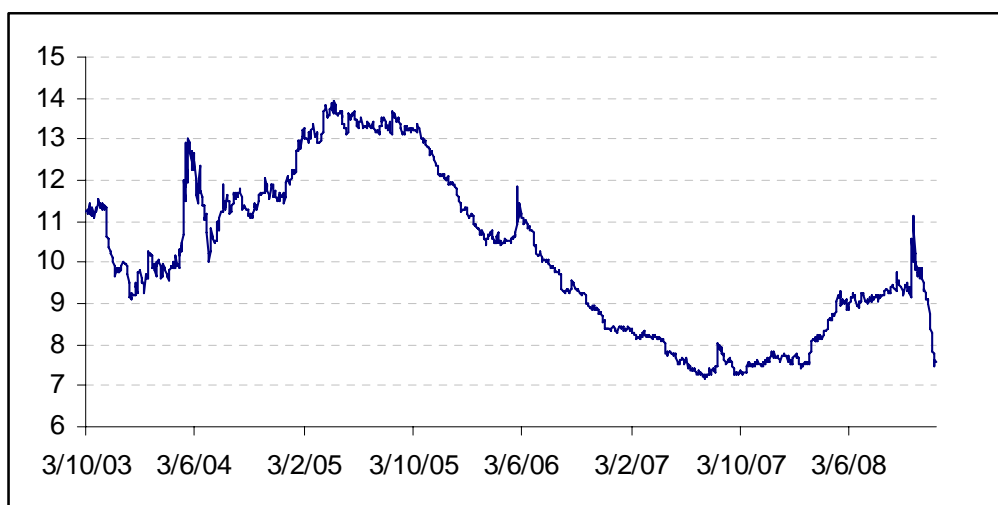
A crise está encadeando dois momentos distintos na dinâmica inflacionária. Primeiro há uma desaceleração intensa no atacado (projetamos deflação para dezembro, janeiro e fevereiro). Em um segundo momento, ao longo do primeiro trimestre de 2009 os preços no varejo devem desacelerar. Mas, como dito pelo próprio Banco Central, os sinais são contraditórios, fato que ainda gera incerteza. Os custos dos insumos percebidos pelo atacado estão desabando com o declínio das commodities, mas ainda vai levar algum tempo para chegar ao varejo. O declínio da oferta mensurado pelos indicadores da indústria, e a robustez das vendas no comércio, dava a impressão de que em um primeiro momento o efeito da crise seria inflacionário para o varejo. Porém, os dados não corroboraram essa preocupação. A inflação do mês de novembro mostrou-se bastante contida e o mesmo deve ocorrer em dezembro. Se o passado fosse útil como base para avaliar o repasse, a inflação já era para ter acelerado significativamente. Há, porém, outros fatores ocorrendo que podem estar justificando esse comportamento benéfico da inflação. A evidência de que houve acúmulo de estoques no segundo semestre do ano, e a percepção dos empresários de que a economia vai desacelerar, está gerando um processo de queima de estoques, reprimindo por algum tempo o repasse do câmbio. Pode ser que o processo de queima de estoques permita que a queda dos insumos chegue ao varejo e torne o repasse definitivamente contido. Em todo caso, o grau de repasse só será de fato conhecido ao fim do 1º trimestre de 2009.

Nesse sentido, o Banco Central deve se mostrar relutante em um primeiro momento em fazer um movimento de queda mais abrupto (esperamos 0,5%). A meta de inflação, mesmo com todo o cenário benigno de preços, é apertada pelo processo de formação de preços na economia brasileira. Os administrados (sem reajuste dos combustíveis) devem ter variação acima de 6% deixando um espaço pequeno para os preços livres se ajustarem à meta. Essa dinâmica já foi vista em momentos anteriores, sempre após elevada desvalorização. O Banco Central não tem o hábito de contar com a expectativa de reajustes de combustíveis a fim de determinar a trajetória ótima de juros para a convergência da inflação para a meta.

As expectativas para 2009 hoje em 5,2% devem reduzir-se para algo próximo de 4,5%, uma vez que costuma se antecipar a melhora no atacado e uma provável queda do preço do petróleo. Esse processo vai ajudar no trabalho do Banco Central de esclarecer as dúvidas sobre os efeitos contraditórios, tanto mencionados na ata de dezembro.

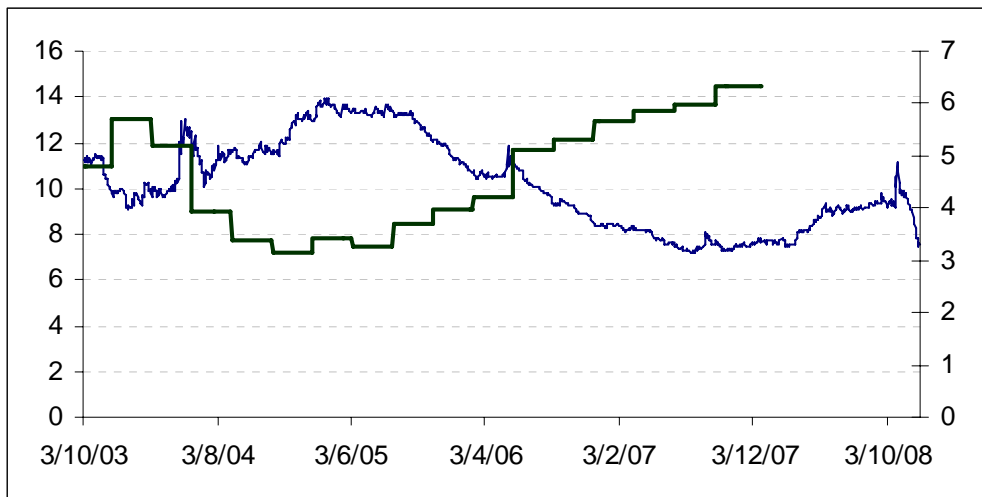
Entretanto, o qual seria uma patamar estimulante para a taxa real de juros em 2009? A recente queda observada na estrutura a termo levou a taxa real *ex-ante* de 1 ano (atual : 7,61% ante 11% em outubro) para o nível de 2007 (entre 7% e 8%). Se assumirmos que esse nível de 2007 foi suficiente para acelerar o PIB para 6,8%, então é possível afirmar que esse patamar já estimula em alguma intensidade a economia? O mais provável é que seja necessário ir além do nível verificado em 2007. A taxa de juros internacional recuou, há distorções no mercado de crédito, e reversão abrupta nos projetos de investimentos. O Banco Central conta com os impulsos da política fiscal para impulsionar a economia em um cenário mais pessimista para atividade (ata de dezembro).

Gráfico 1 - Taxa Real de Juros Ex-ante



Em suma, a taxa de juros real antecipada pelos mercados futuros é a mesma que acelerou a economia em 2007. Em outras ocasiões assumiríamos que esse nível seria suficiente para que a economia brasileira compense o choque de oferta negativo presenciado no fim de 2008. Entretanto, algumas variáveis relevantes não são mais as mesmas da presenciada em 2007, o que nos leva a acreditar que seria necessário um nível ainda inferior de taxa de juros reais a fim de compensar o atual choque de oferta e, portanto estimular a economia. Nossa projeção para inflação em 2009 foi revisada de 5,5% para 5% assumindo queda de 10% de gasolina na bomba. Vale mencionar que se adequado o *gap* do preço do combustível no mercado doméstico, a inflação pode ficar abaixo da meta central, facilitando o trabalho da política monetária.

Gráfico 2 – Taxa de Juros Real Ex-ante x PIB 12 meses a frente



Política Fiscal

Margarida Gutierrez

Qual deve ser o papel da Política Fiscal em 2009: Um Balanço dos Riscos.

A crise financeira internacional que afetou tanto países desenvolvidos como países emergentes produziu uma reversão profunda, cuja extensão ainda não se conhece ao todo, no ciclo de exuberante crescimento econômico mundial que teve início em 2002 e se estendeu até 2007.

Num primeiro momento, para impedir uma quebradeira sem precedentes de importantes instituições financeiras a nível mundial, os principais Bancos Centrais no mundo reagiram com um brutal relaxamento da política monetária (redução das taxas básicas de juros e criação de novas linhas de redesconto, com as quais praticamente qualquer instituição financeira com dificuldades poderia recorrer ao Banco Central). O objetivo era impedir uma crise de liquidez e de insolvência de proporções mais graves.

A princípio, os gestores de política econômica acreditavam que, uma vez restabelecida a liquidez nos principais mercados financeiros e afastado o risco de insolvência das principais instituições financeiras, os canais de crédito também voltariam a fluir e o nível de atividade econômica então poderia iniciar uma nova trajetória expansiva.

No entanto, se a política monetária foi capaz de devolver ao sistema níveis razoáveis de liquidez e de impedir, de fato, uma crise maior de insolvência (já que foi institucionalizado que praticamente qualquer instituição financeira com problemas poderia recorrer ao Banco Central), percebeu-se que a mesma não seria capaz de reverter os efeitos recessivos da crise sobre os níveis de atividade econômica.

Na verdade, uma série de fatores evidenciou que apenas a utilização dos instrumentos clássicos de política monetária não seriam capazes de reduzir os efeitos da crise sobre os níveis de demanda agregada.

Em primeiro lugar, a crise de confiança é de tais proporções que, mesmo as instituições financeiras mais capitalizadas estão receosas de retomar as concessões de crédito, abrindo mão dos eventuais juros obtidos nessas operações e preferindo manter moeda em caixa (preferência por liquidez absoluta na forma de moeda) ou na forma de aplicações universalmente consideradas seguras e líquidas, como por exemplo, na compra de títulos públicos dos EUA; da mesma forma, consumidores e empresas, de uma forma geral, também estão temerosos de realizar gastos adicionais com a utilização de crédito e até mesmo com recursos próprios, especialmente em gastos que envolvem um horizonte de tempo mais longo, como é o caso dos investimentos e da aquisição de bens duráveis.

Em segundo lugar, as políticas monetárias em vários países desenvolvidos já foram amplamente utilizadas (as taxas de juros já estão em níveis extremamente baixos (nos EUA, Inglaterra e em alguns países da zona do euro, por exemplo, as taxas de juros reais já são negativas)), encontrando-se, atualmente, no limite da sua eficácia; nestes

casos, os potenciais efeitos positivos da política monetária sobre o restabelecimento das condições de crédito já se esgotaram.

Em um contexto de preferência absoluta por liquidez, de muitas incertezas e de baixíssimas taxas de juros, designado por Keynes como *armadilha da liquidez*, a política fiscal é reconhecidamente um instrumento mais eficaz para reanimar o nível de atividade econômica. Isto porque, o uso de instrumentos fiscais representa gastos diretos sobre a demanda agregada ou cortes de impostos que aumentam a renda disponível para gastos do setor privado.

É nesse contexto que muitos países estão adotando generosos pacotes fiscais, tipicamente keynesianos (anticíclicos): Inglaterra, EUA, Japão, China, França e Alemanha são os exemplos mais notáveis.

Os pacotes fiscais têm assumido formas distintas e incluem a redução de impostos, o aumento dos investimentos públicos, ajudas diretas a empresas/setores produtivos que enfrentam maiores dificuldades e até a aquisição de participações societárias em instituições financeiras com problemas de liquidez/solvência.

No Brasil, o agravamento da crise internacional a partir de 15 de setembro (quebra do Lehman Brothers) provocou a disparada da taxa de câmbio e a contração do crédito doméstico, obrigando o Banco Central a atuar para evitar problemas com as instituições financeiras menores.

Em termos de política monetária, o Banco Central fez uma série de liberações nos recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista, a prazo e sobre a poupança com o objetivo de prover a liquidez que faltava às instituições financeiras menores. Adicionalmente, para prover a liquidez em dólares, o Banco Central atuou com 4 instrumentos: vendas diretas de dólares no mercado de câmbio, leilões de dólares com cláusulas de recompra, linhas de financiamento às exportações em dólar e vendas de swaps cambiais no mercado futuro de câmbio.

Em termos de política fiscal, as alterações nos parâmetros do Orçamento para 2009, em função das mudanças produzidas pela crise internacional, bem como nos principais itens de receitas e despesas ainda não foram divulgadas.

Mas, o governo já anunciou que a meta de superávit primário para 2009 será reduzida de 4,3% do PIB para 3,8% do PIB em função da crise internacional e que o objetivo desta medida é, em parte, compensar a desaceleração prevista para os investimentos privados. O governo afirmou ainda que apesar da queda da arrecadação prevista para 2009, os gastos com Bolsa Família, o reajuste do salário mínimo (estimado em 9% para 2009) e as obras do PAC serão preservados.

Em 12 de dezembro, foi anunciado um pacote fiscal para estimular o consumo, que prevê a renúncia de R\$ 8,4 bilhões em tributos. As medidas incluem a criação de alíquotas menores de imposto de renda para as classes de renda mais baixas (7,5% e 22,5%), a redução do IPI sobre automóveis e a redução do IOF (de 3,88% para 1,88%) para as operações de crédito ao consumidor.

Em que medida o Brasil deve e pode adotar uma política fiscal anticíclica, seguindo uma tendência internacional, como forma de atenuar os efeitos da crise internacional sobre o nível de atividade econômica? Que limites deveriam ser observados no caso brasileiro?

Em primeiro lugar, diferentemente do que ocorre com a maior parte dos países, no Brasil as taxas de juros se encontram em níveis bastante elevados, sugerindo que ainda há um razoável espaço para a atuação da política monetária. Ou seja, não nos encontramos no estado da *armadilha da liquidez*.

Para 2009, espera-se uma redução importante da arrecadação em função da queda no ritmo de crescimento econômico, de forma que, mantido o atual patamar de gastos públicos em relação ao PIB, o superávit primário será necessariamente menor do que em 2008.

Isto poderia aumentar o déficit público e, eventualmente interromper a atual trajetória de queda da Dívida Pública/PIB, com conseqüências sobre o Risco Brasil, taxa de câmbio, inflação, etc, deteriorando ainda mais o estado de confiança e o ambiente macroeconômico¹

Outros possíveis efeitos de um relaxamento da política fiscal seriam sobre os índices de inflação e sobre a qualidade do ajuste fiscal.

Discutiremos a seguir esses riscos.

- **O impacto de uma política fiscal anticíclica sobre o grau de endividamento público**

As condições de solvência do setor público melhoraram substancialmente desde 2003.

A Dívida Pública/PIB está em franca trajetória de queda (Gráfico 1), devido aos fortes superávits primários obtidos ao longo dos anos (Tabela 1), à queda das taxas de juros que incidem sobre a dívida pública e, mais recentemente, devido à desvalorização do real frente ao dólar, em um contexto em que o setor público é credor em câmbio (Tabela 2).

O superávit primário em relação ao PIB requerido para estabilizar a relação Dívida Pública/PIB no atual patamar de 36% é significativamente inferior ao superávit que está sendo obtido (4,53% do PIB), evidenciando que há folga para um aumento dos gastos públicos (Tabela 3).

Tabela 1
Necessidade de Financiamento do Setor Público
(sem desvalorização cambial)
Fluxo em 12 meses

	R\$ milhões							% PIB						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Jan	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Jan
Nominal	61.614	79.030	47.144	63.641	69.883	57.926	31.093	4,17	4,65	2,43	2,96	3,01	2,27	1,10
Juros nominais	114.004	145.203	128.256	157.145	160.027	159.532	159.015	7,71	8,54	6,61	7,32	6,89	6,25	5,63
Primário	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.144	-101.606	-127.922	-3,55	-3,89	-4,18	-4,35	-3,88	-3,98	-4,53
1. Governo Central	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-51.352	-59.439	-91.439	-2,16	-2,28	-2,70	-2,60	-2,21	-2,33	-3,24
2. Estatais Federais	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-13.544	-11.909	-5.306	-0,43	-0,56	-0,46	-0,61	-0,58	0,47	-0,19
3. Governos Regionais	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.715	-29.934	-30.263	-0,72	-0,81	-0,90	-0,99	-0,85	-1,17	-1,07
4. Estatais Regionais	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-5.534	-326	-915	-0,24	-0,23	-0,12	-0,15	-0,24	-0,01	0,03

Fonte: BC
(+) = déficit; (-) = superávit

¹ 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 $\Delta (Dívida/PIB) = 0$, então chegamos à seguinte condição de solvência: $Superávit Primário / PIB = Dívida Pública / PIB_{t-1} (taxa de juros real - taxa de crescimento real do PIB)$

Tabela 2
Perfil da Dívida Pública

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	dez/07	out/08
Dívida/PIB	44,53	45,54	48,44	50,46	52,36	46,99	46,52	44,72	42,67	36,63
Total da Dívida (a+b)	100	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	122,0	134,5
i) indexada ao câmbio (%)	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	2,3	0,6	-0,6	-0,3	-0,9
ii) não indexada ao câmbio (%)	59,5	60,3	54,4	61	72,9	83,2	94,7	107,2	122,3	135,3
b) Externa (%)	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	14,5	4,7	-6,6	-22,0	-34,5
Dívida indexada ao câmbio (i+b) (%)	40,5	39,7	45,6	39,0	27,1	16,8	5,3	-7,1	-22,3	-35,3

Fonte: BC

Tabela 3
Superávit Primários/PIB requeridos para estabilizar a relação Dívida Pública/PI no patamar atual de 36,6, sob diferentes hipóteses de crescimento do PIB

Superávit Primário/PIB	Taxas de Juros reais (%)	PIB (taxa de crescimento real (%))
1,83	8	3
2,19	8	2
2,56	8	1

Além disso, o perfil do endividamento público também melhorou ao longo dos últimos 4 anos, aumentando a participação da dívida pré fixada e reduzindo a parcela da dívida atrelada à taxa Selic. Até setembro deste ano, o governo federal era credor em câmbio, tendência esta revertida já a partir de outubro, com as elevadas colocações líquidas de swaps cambiais pelo Banco Central (US\$ 31,1, bilhões de meados de setembro, quando se iniciaram essas colocações, até 31 de novembro) no mercado futuro (Gráfico 2).

Comparando o déficit e a dívida fiscal no Brasil com um conjunto de países (Tabela 4), também haveria espaço para um aumento dos gastos de governo, pois esses indicadores se encontram em patamares mais baixos que os observados em grande parte dos países europeus e dos EUA, mesmo tendo em vista a maior facilidade que esses países têm para financiar déficits de governo.

Tabela 4
Resultados fiscais governo geral (exclusive estatais)
% PIB

Dezembro 2007

	Resultado fiscal (governo geral)	Dávida líquida governo geral
EUA	-2,7	43,2
Euro	-0,6	56,9
* Alemanha	-0,2	57,7
* França	-2,7	54,2
Itália	-1,6	101,1
Japão	-3,2	90,6
Inglaterra	2,7	38,3
Brasil	-2,8	43,8

Fonte: FMI/BCB

- **Os impactos de uma política fiscal anticíclica sobre a qualidade do ajuste fiscal no Brasil**

Os excelentes resultados primários experimentados nos últimos anos foram condicionados pelo aumento da carga tributária e não pela disciplina dos gastos (Tabela 5).

Com exceção do ano de 2003, os gastos primários do governo central, medidos em relação ao PIB, cresceram em praticamente em todo o período, sustentados pela elevação das receitas.

As despesas que mais cresceram foram às relativas aos benefícios pagos pelo INSS e as classificadas como custeio (que envolvem desde gastos com transferências assistenciais como LOAS/RMV e Bolsa Família até o custeio propriamente dito da máquina pública). Os investimentos do governo central, por outro lado, embora tenham se elevado nos últimos 2 anos, ainda se encontram em patamares baixos, a julgar pela elevada carga tributária e pela reconhecida necessidade de ampliação da infraestrutura básica como forma de viabilizar a recente onda de investimentos privados.

Tabela 5
Evolução das Principais Receitas e Despesas Primárias
Governo Central (TN, BC e INSS)
Fluxos acumulados em 12 meses
(% PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 out
Receitas Primárias Brutas	18,74	19,66	19,93	20,77	21,66	20,98	21,61	22,74	23,3	24,19	25,18
2. Transferências a Estados e Municípios	2,91	3,28	3,42	3,53	3,80	3,54	3,48	3,91	3,98	4,13	4,43
3. Receita Líquida (1-2)	15,83	16,38	16,51	17,23	17,86	17,44	18,13	18,83	19,32	20,06	20,75
4. Despesas Primárias	15,04	14,49	14,73	15,57	15,71	15,13	15,59	16,37	17,22	17,80	17,49
4.1 Pessoal e Encargos	4,56	4,47	4,57	4,80	4,81	4,46	4,31	4,29	4,52	4,56	4,45
4.2 Pagamentos Previdenciários (INSS)	5,45	5,50	5,58	5,78	5,96	6,30	6,48	6,80	7,10	7,24	7,03
4.3 Custeio e Capital	5,03	4,44	4,51	4,9	4,86	4,26	4,69	5,17	5,50	5,91	6,01
4.3.1 Benefícios Assistenciais (LOAS E RMV)	0,12	0,14	0,17	0,21	0,23	0,26	0,39	0,43	0,50	0,56	0,58
4.3.2 Saúde	1,23	1,34	1,37	1,41	1,39	1,33	1,38	1,45	1,39	1,36	n.d
4.3.3 Investimentos	0,85	0,65	0,86	1,12	0,68	0,38	0,46	0,47	0,58	0,63	n.d
4.3.4 Educação	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	0,36	0,29	0,32	0,27	0,28	n.d
4.3.5 Bolsa Família	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	0,19	0,27	0,3	0,33	0,34	n.d
Resultado Primário	0,51	2,13	1,74	1,68	2,16	2,28	2,7	2,6	2,2	2,32	3,26

Fonte: STN/ Ministério da Fazenda

Uma política fiscal anticíclica requer o uso dos gastos discricionários (os de curto prazo sobre os quais efetivamente o governo tem o poder de decidir se vai realizar ou não) como elemento amortecedor do ciclo econômico, especialmente de gastos que geram fortes impactos sobre a demanda agregada. Por isso, os investimentos são as típicas despesas anticíclicas.

Assim para colocar em prática uma política fiscal anticíclica, a exemplo do que está sendo aplicado nos principais países centrais, será preciso mudar a natureza do atual ajuste fiscal, priorizando os investimentos em infraestrutura, fortes indutores dos investimentos privados, em detrimentos dos gastos correntes (custeio/pessoal).

Os recentes aumentos salariais ao funcionalismo público federal aprovados na Câmara dos deputados e a continuidade do crescimento dos gastos em custeio não são gastos anticíclicos. Na verdade, tratam-se de gastos que, mesmo não sendo obrigatórios no sentido legal/constitucional (como é o caso do programa Bolsa Família), dificilmente poderão ser cortados em períodos seguintes (quando os efeitos da crise forem eliminados). Por isso, significarão um aumento da participação das já elevadas despesas obrigatórias nas despesas públicas primárias e tornarão mais distante a possibilidade do país adotar, em algum momento, uma política fiscal anticíclica.

- **Os efeitos de uma política anticíclica sob o ponto de vista da inflação.**

A forte retração econômica a nível mundial interrompeu a escalada inflacionária que vinha obrigando vários Bancos Centrais a elevarem as taxas básicas de juros e a adotarem políticas monetárias mais restritivas. Atualmente, o verdadeiro risco para uma grande parte das economias centrais é a deflação.

No Brasil, os sinais sobre a trajetória futura da inflação ainda são incertos. De um lado, a forte desvalorização do real frente às principais moedas, mais intensa que a experimentada por outras moedas, é um fator importante de pressões inflacionárias, ao elevar em reais os preços das exportações e importações.

Mas, de outro lado, os preços internacionais (de commodities e de bens em geral), cotados em dólar, em franca desaceleração e a contração do crédito doméstico são elementos que reduzem os índices de inflação.

O espaço para o uso de uma política fiscal anticíclica no Brasil será tanto maior quanto mais a inflação estiver próxima da meta fixada de 4,5% para 2009.

Gráfico 1

Dívida Líquida Setor Público Consolidada (%PIB)

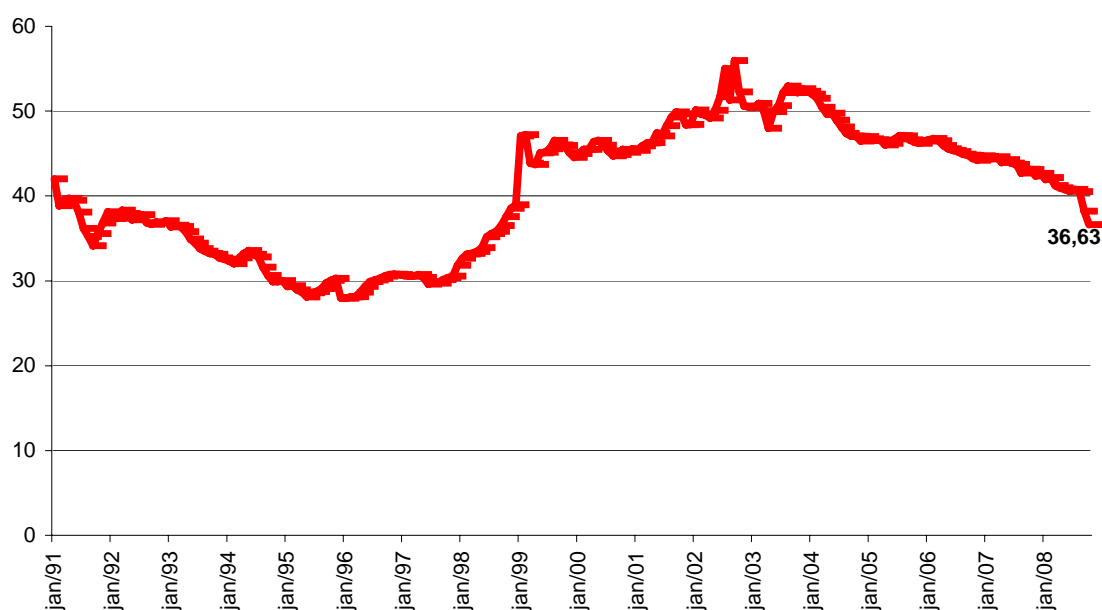
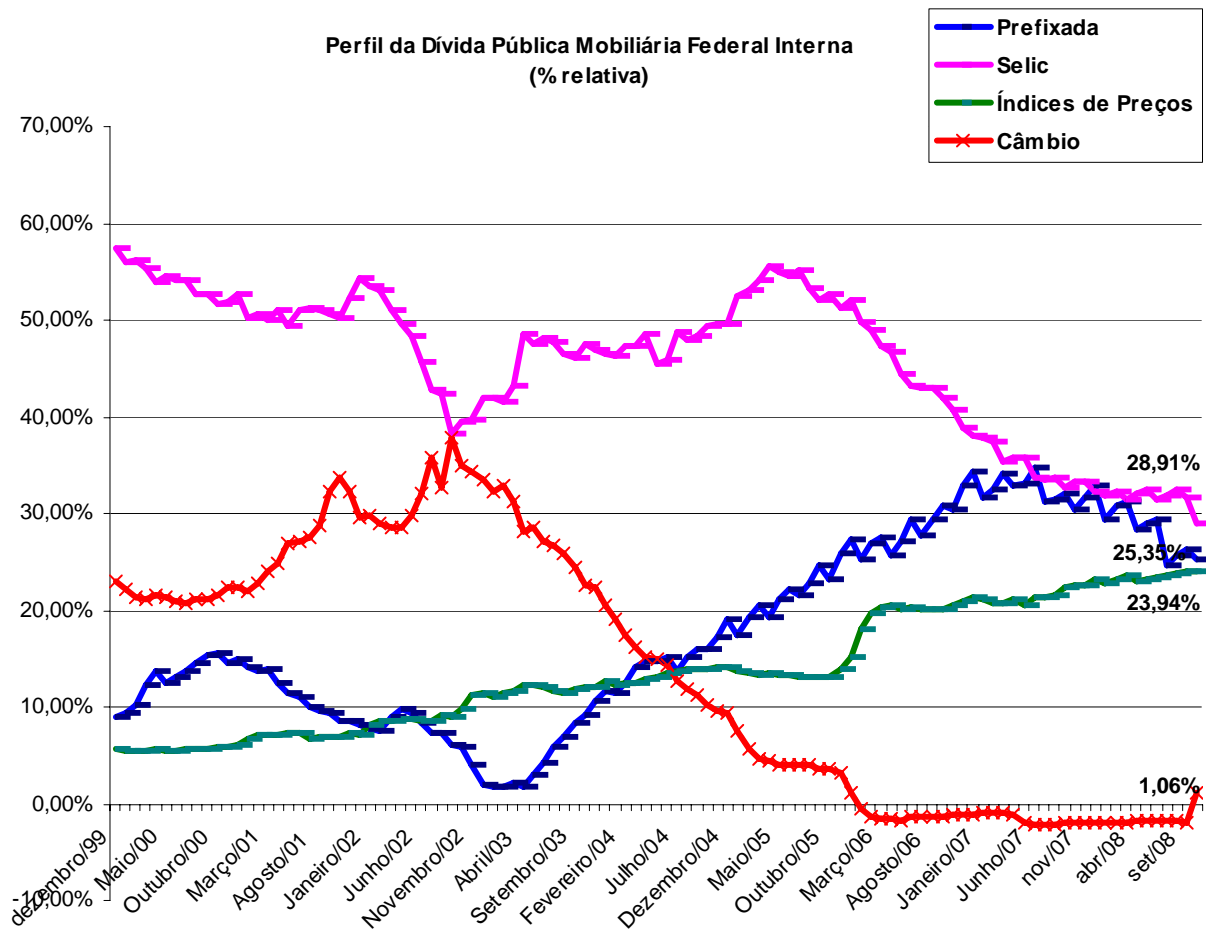


Gráfico 2



Setor Externo

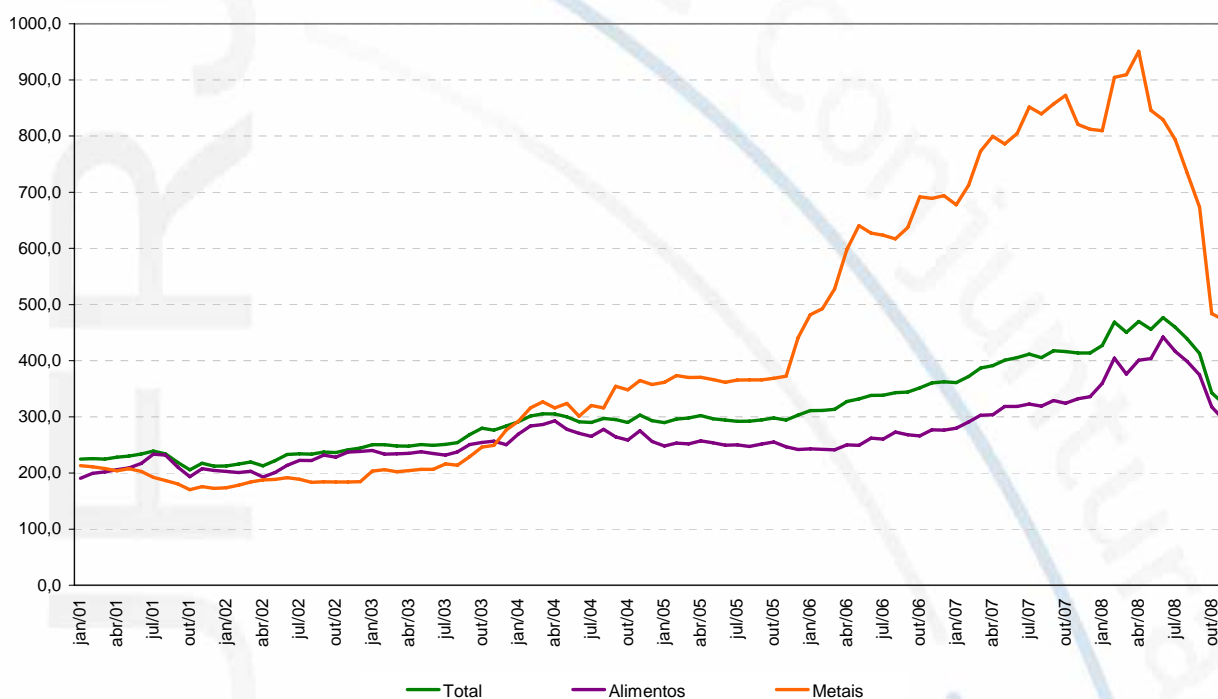
Cecília Hoff

A crise e o novo cenário para a taxa de câmbio.

O segundo semestre deste ano marca a contaminação da economia brasileira pelo colapso financeiro originado no mercado *subprime* americano, que agora atinge proporções mundiais. Apesar do início da crise remontar a agosto de 2007, a economia brasileira foi afetada somente mais tarde, a partir de setembro de 2008, com a concordata do Lehman Brothers. Como reflexo do agravamento da crise, a taxa de câmbio (lado a lado com a queda nos preços das ações) sofreu uma forte desvalorização e passou a apresentar um excesso de volatilidade. Este movimento contrasta com o período de valorização que teve início em meados de 2003 e durou até agosto de 2008 (gráfico 1). De fato, pode-se perceber que o início da crise, em agosto do ano passado, implicou apenas em uma volatilidade localizada da taxa de câmbio, que em seguida retomou a trajetória de valorização. Mas há fortes indícios de que a desvalorização recente, ao contrário, veio para ficar. É difícil – senão impossível – definir o patamar em que a taxa de câmbio deverá se estabilizar, pois o ambiente externo ainda carrega muita incerteza. Existe, de todo modo, consenso entre analistas de que a taxa de câmbio não volta mais para o patamar vigente antes da crise, devendo se estabilizar acima de R\$ 2,00/US\$ 1,00.

Gráfico 1

Índice de Preços das Commodities CRB



Uma das explicações para este movimento – de continuidade da tendência de apreciação a despeito da crise e reversão brusca desta tendência – é o fato de que a crise, em setembro de 2008, se mostrou mais severa do que até então aparentava ser: ficou claro que haveria recessão em muitos países (ao contrário da expectativa de *decoupling* que vigorou até meados de 2008) e que o mundo não escaparia de uma desalavancagem profunda no crédito, o que acabou detonando um forte aumento da aversão ao risco no mercado mundial. Nesta nova conjuntura, o balanço de pagamentos brasileiro foi atingido imediata e duplamente: pela restrição de crédito associada à desalavancagem internacional e pela fuga de investidores estrangeiros das aplicações em ações e títulos de renda fixa, o que gerou uma escassez significativa de dólares no mercado primário de câmbio.

Como pode ser observado na tabela 1, o saldo do mercado primário de câmbio já vinha se reduzindo desde maio de 2008, principalmente em função da saída de recursos no câmbio financeiro. Mas em setembro, outubro e novembro a situação se agravou. No primeiro mês da crise, a saída de recursos associados às transações financeiras (a repatriação se deu inicialmente nos investimentos em ações) ainda foi plenamente compensada pelos ingressos associados às transações comerciais, gerando um saldo positivo. Este saldo, no entanto, não foi suficiente para suprir o aumento desejado das posições compradas dos bancos, e dado que o Banco Central evitou inicialmente as vendas de reservas para suprir esta demanda (as vendas foram inferiores a US\$ 500 milhões em setembro), a taxa de câmbio se elevou. Em outubro, além do aumento da saída de recursos financeiros (reforçados pela repatriação também dos investimentos em renda fixa), houve uma queda significativa dos ingressos no câmbio comercial, associados à redução da contratação de linhas para o comércio exterior. Esta situação gerou um déficit de US\$ 4,6 bilhões no mercado primário de câmbio, coberto integralmente pela venda de reservas. Em novembro, o déficit de US\$ 7,2 foi coberto em parte pela venda de reservas (US\$ 2,6 bilhões) e em parte pela redução das posições compradas dos bancos (US\$ 4,5 bilhões). Na medida em que esta redução era indesejada, a taxa de câmbio acabou aumentando novamente, com muita volatilidade.

Tabela 1

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

	Mercado Primário de Câmbio			Var. na Posição dos Bancos ⁽¹⁾	Compras (+) ou Vendas (-) do BC	Colocações de Swaps Cambiais	Estoque de Swaps Cambiais
	Comercial	Financeiro	Saldo				
dez/07	3,3	2,1	5,4	3,5	2,3	-1,8	-23,0
jan/08	4,2	-6,5	-2,4	-4,5	2,5	-1,5	-23,1
fev/08	2,7	0,6	3,2	0,5	3,0	-1,9	-23,0
mar/08	6,7	1,4	8,1	6,5	1,2	-1,7	-23,1
abr/08	8,4	-1,7	6,7	2,4	4,0	-2,2	-23,2
mai/08	2,9	-2,8	0,1	-2,4	2,5	-1,9	-23,3
jun/08	4,7	-5,6	-0,9	-2,5	2,0	-2,5	-23,4
jul/08	2,6	-5,1	-2,5	-4,3	1,7	-1,6	-22,6
ago/08	4,1	-2,1	1,9	0,8	1,2	-1,8	-22,5
set/08	7,0	-4,2	2,8	2,9	-0,4	-1,1	-22,4
out/08	1,6	-6,2	-4,6	0,4	-9,5	21,6	1,2
nov/08	3,1	-10,3	-7,2	-4,5	-2,6 ^E	8,8 ^E	10,1 ^E

(1) Variação positiva significa aumento da posição comprada.

^E Estimativas.

Fontes: Banco Central do Brasil e BM&F.

A entrada do Banco Central no mercado de câmbio de uma forma mais agressiva em outubro – tanto no mercado primário como no mercado de *swaps* cambiais – permitiu uma redução do processo de rápida depreciação em que se encontrava a taxa de câmbio, mas não foi suficiente para reduzir o excesso de volatilidade. A rigor, a volatilidade deve continuar presente no mercado de câmbio (e também no mercado acionário) enquanto as incertezas sobre a economia mundial persistirem.

Da análise da tabela acima também é possível concluir que a explicação para a mudança brusca no comportamento da taxa de câmbio nos últimos dois meses não reside somente nas alterações dos fluxos comerciais e financeiros e, por conseguinte, na redução da oferta de dólares: parte da explicação também reside na mudança de expectativas em relação ao comportamento futuro da taxa de câmbio. Tome-se, como exemplo, o mês de julho de 2008: a tabela 1 mostra que neste mês houve uma queda forte de ingressos no câmbio comercial (caiu de US\$ 4,7 em junho para US\$ 2,6 bilhões) e uma saída elevada de recursos no financeiro (US\$ 5,1 bilhões), o que gerou um déficit de US\$ 2,5 bilhões no mercado primário de câmbio. Ocorre, porém, que este déficit foi totalmente coberto pela redução das posições compradas dos bancos, que, além disso, optaram por reduzi-las ainda mais, vendendo moeda estrangeira adicional para o Banco Central. Ou seja, os bancos desejavam reduzir as suas posições compradas e isto permitiu a compensação do resultado negativo no mercado primário de câmbio. A rigor, o fato de o real ter se apreciado naquele mês (o dólar caiu de R\$ 1,60 no início do mês para cerca de R\$ 1,55) indica que a redução da posição comprada desejada pelos bancos era maior do que a redução que efetivamente aconteceu.

Contribuiu para a manutenção de expectativas de apreciação da taxa de câmbio em julho, mesmo na presença de um fluxo cambial negativo, o fato de que naquele mês as importações tinham sido anormalmente elevadas, ao passo que os contratos com exportações tinham se mantido em níveis normais. Ou seja, apesar da piora presente, ainda havia a perspectiva de melhora futura do fluxo. Esta expectativa, contudo, se mostrou equivocada com o agravamento da crise.

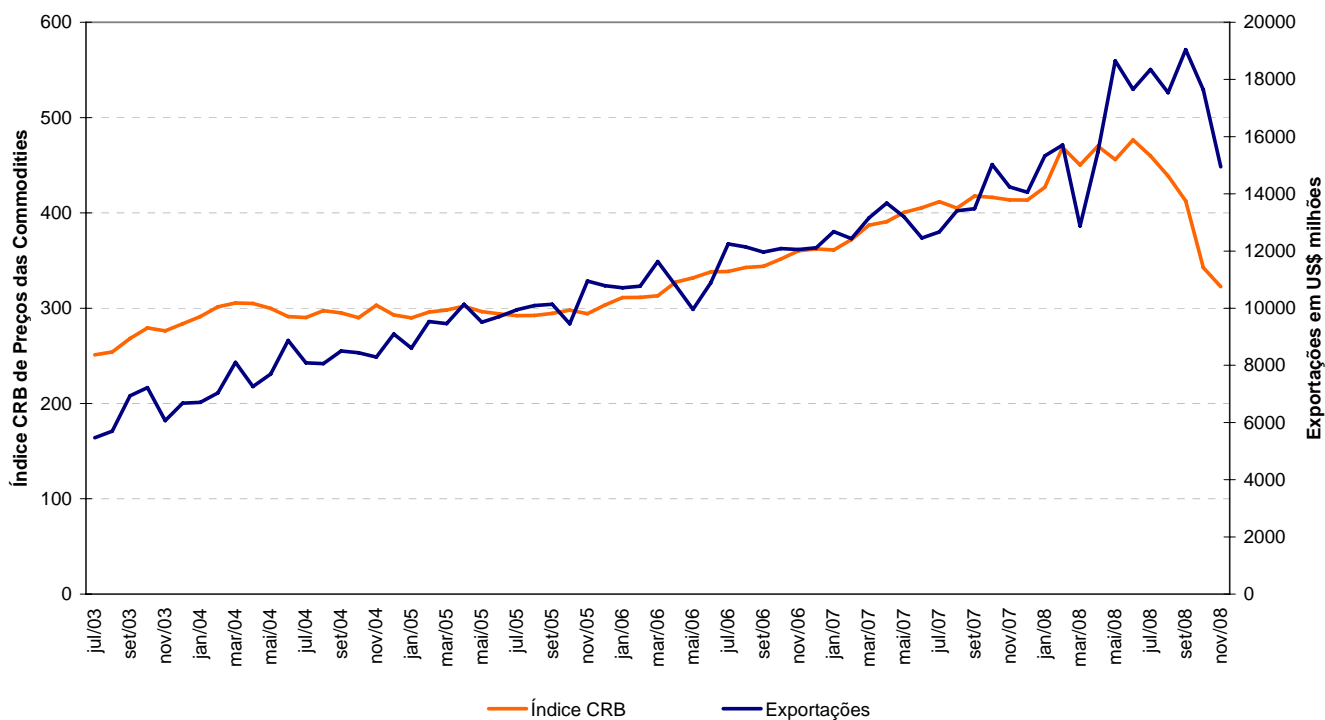
Ou seja, a mudança de expectativas dos bancos em relação ao comportamento futuro da taxa de câmbio, que se refletiu no desejo de aumentar (a partir de setembro) as suas posições compradas, é um elemento tão fundamental quanto a redução dos fluxos no mercado primário de câmbio para explicar a depreciação recente da taxa de câmbio e ajuda a explicar, também, a grande aceitação pelo mercado das vendas de moeda estrangeira no mercado futuro, através da retomada das colocações agressivas de *swaps cambiais*². Mas esta mudança de expectativas não está associada somente ao entendimento, a partir de setembro, de que a crise implicaria numa redução maior e mais duradoura dos fluxos de financiamento (investimento direto, ações e empréstimos e financiamentos) para o balanço de pagamentos. O aumento da probabilidade de recessão a nível mundial também trouxe consigo o início de um ciclo de queda dos preços das commodities e a expectativa de uma forte redução do saldo comercial brasileiro em 2009, que tende a enxugar ainda mais a oferta de moeda estrangeira (gráficos 2 e 3). Por fim, deve ser lembrado que, em meio a esta escassez de oferta e aumento da demanda por dólares associada às revisões nas expectativas, algumas empresas se viram obrigadas a comprar grandes volumes de moeda estrangeira para

² Ao contrário dos *swaps cambiais reversos*, que vinham sendo quase que integralmente rolados até setembro, nos *swaps cambiais* o Banco Central assume uma posição passiva em variação cambial.

cobrir margens e zerar posições vendidas em dólar no mercado futuro. Isto acabou sendo um ingrediente a mais dentro de uma mistura que, de qualquer forma, já seria explosiva³.

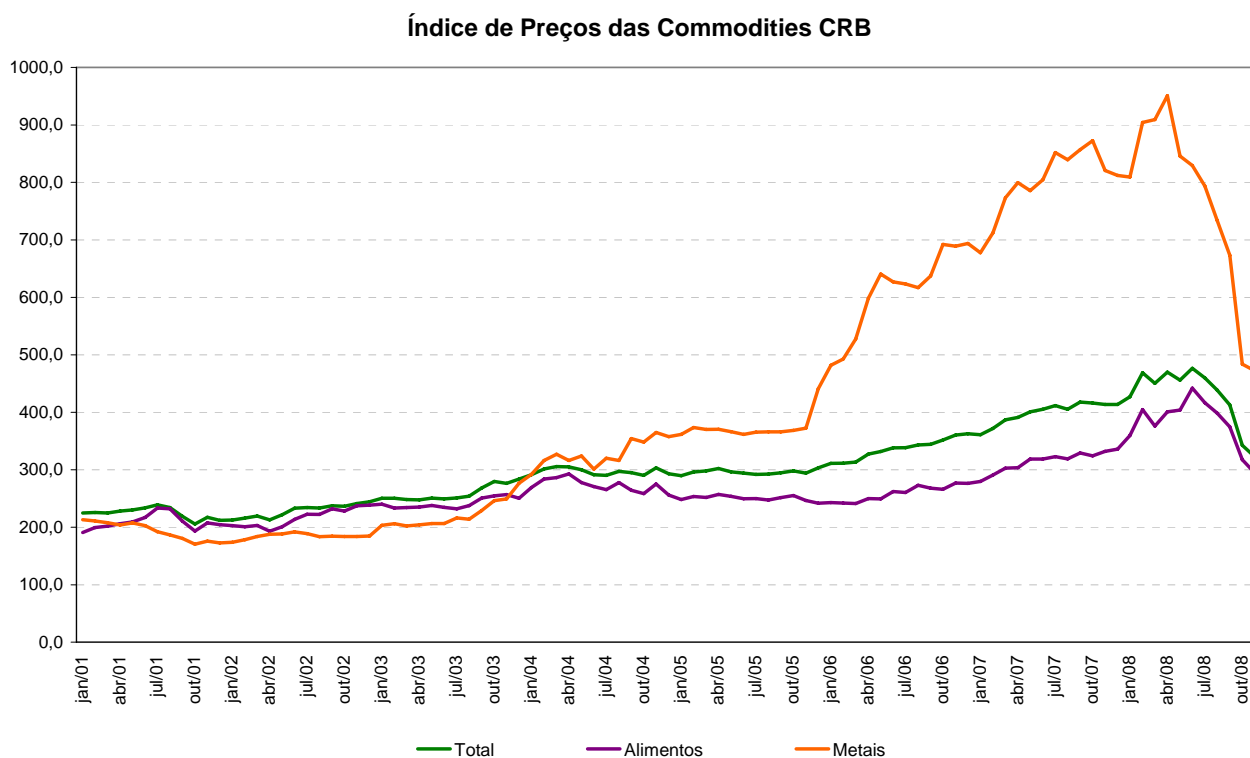
Gráfico 2

Evolução das Exportações (em US\$ milhões, com ajuste sazonal) e dos Preços das Commodities (Índice CRB)



³ Os contratos de *hedge* de balcão são negociados entre as partes e em geral registrados na Cetip, enquanto os contratos padronizados são negociados e registrados na BM&F. Fora estes, também existem os contratos negociados em mercados *offshore*, para os quais não existem estatísticas, o que torna difícil a mensuração do tamanho da exposição total em derivativos das empresas exportadoras.

Gráfico 3



Derretimento do saldo comercial e perspectivas para as transações correntes

O resultado comercial acumulado e a proximidade do final do ano permitem projetar, com uma margem de erro bastante reduzida, o saldo em transações correntes para 2008. Em novembro as exportações acumularam US\$ 184,1 bilhões, enquanto as importações acumularam US\$ 161,7 bilhões, o que corresponde a um saldo de US\$ 22,4 bilhões. Conforme pode ser observado nas tabelas 2 e 3, projeta-se um saldo de US\$ 23,4 bilhões em 2008. A conta de serviços, rendas e transferências unilaterais deve somar um déficit de cerca de US\$ 50 bilhões, o que implica um déficit em transações correntes de cerca de US\$ 27 bilhões. A mudança no cenário internacional e a desvalorização cambial provocaram uma redução rápida e significativa nas transferências de rendas e no déficit mensal de serviços nos últimos meses e, em menor grau, também provocaram um aumento nas remessas mensais de transferências unilaterais. Como ilustração, as remessas líquidas mensais de rendas (juros e lucros e dividendos) se reduziram de cerca de US\$ 3,5 bilhões na média do ano para US\$ 2,2 em outubro; o déficit de serviços se reduziu de US\$ 1,4 em média no ano para cerca de US\$ 1 bilhão em outubro (com destaque para a redução de quase 50% das despesas com viagens internacionais); as transferências unilaterais aumentaram de cerca de US\$ 0,3 bilhão na média do ano para US\$ 0,5 bilhão em outubro. Esta tendência deve continuar e até mesmo se intensificar em novembro e dezembro, o que justifica a revisão para baixo do déficit em transações correntes projetado para 2008.

Tabela 2**Balço de Pagamentos: Projeções para 2008**

	2007 ⁽¹⁾	2007	2008 ⁽¹⁾	2008 ^P
Balança Comercial	30,9	40,0	20,8	23,4
Exp	116,6	160,6	169,4	199,7
Imp	85,7	120,6	148,5	176,3
Serviços	-9,4	-13,1	-14,1	-15,0
Rendas	-20,9	-29,3	-34,9	-39,2
Transf. Unilaterais	3,0	4,0	3,3	4,0
Transações Correntes - Total	3,6	1,7	-24,8	-26,8
Conta Capital e Financeira - Total	72,5	88,9	41,8	28,5
Investimento Direto Líquido	31,3	27,5	19,1	24,0
Investimento em Ações	13,8	24,8	-4,8	-5,0
Empréstimos e Financiamentos ⁽²⁾	27,5	36,6	27,5	9,5
Erros e Omissões	-2,4	-3,2	-1,7	-1,7
Varição de Reservas	73,7	87,5	15,4	0,0

(1) Acumulado até outubro.

(2) Composto basicamente de títulos de renda fixa e crédito comercial. Mas também inclui as transferências de capital e derivativos.

^P Projeções.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Tabela 3**Saldo Comercial**

(acumulado em 12 meses)

	Exp. US\$ bi	var.%(¹)	Imp. US\$ bi	var.%(¹)	Saldo US\$ bi
dez/07	160,6	16,6	120,6	32,1	40,0
jan/08	162,9	16,8	124,5	33,4	38,4
fev/08	165,6	17,6	129,2	36,5	36,4
mar/08	165,3	16,1	131,3	36,0	34,1
abr/08	166,9	15,2	135,3	38,0	31,6
mai/08	172,6	16,4	140,8	40,0	31,8
jun/08	178,1	18,7	147,3	43,8	30,7
jul/08	184,4	22,6	153,7	46,0	30,7
ago/08	189,1	24,5	159,6	48,2	29,5
set/08	194,9	27,0	166,2	50,7	28,7
out/08	197,7	26,3	171,1	50,3	26,5
nov/08	198,4	25,0	172,3	47,0	26,1
dez/08 ^P	199,7	24,3	176,3	46,2	23,4

(1) Variação % em relação aos 12 meses anteriores.

Fonte: MDIC

Para 2009 também é esperada a continuidade da tendência de diminuição das remessas líquidas de rendas, serviços e transferências unilaterais, que devem somar cerca de US\$ 40 bilhões. Não obstante, o cenário para a balança comercial no próximo ano ainda é bastante incerto, o que torna a projeção do déficit em transações correntes sensivelmente mais difícil. Se por um lado a depreciação acentuada da taxa de câmbio e a redução esperada para a demanda doméstica tendem a provocar uma melhora no saldo, a queda acentuada dos preços das commodities e a redução da demanda mundial podem mais do que anular esta melhora.

Como pode ser observado na tabela 4, nos últimos meses as exportações sofreram uma forte desaceleração em valor: no acumulado do ano em novembro as exportações totais cresceram 25,8%, mas no bimestre outubro-novembro em relação aos mesmos meses do ano anterior o crescimento foi de 5%. Esta desaceleração está associada quase que inteiramente à forte queda do quantum exportado entre outubro e novembro, enquanto os preços se mantiveram praticamente constantes, com uma ligeira tendência de queda. A rigor, os preços das exportações podem ainda estar refletindo os contratos fechados há alguns meses atrás, quando se encontravam em um patamar elevado. Mas se começarem a cair de forma mais acentuada nos próximos meses, com a incorporação da queda recente dos preços das commodities, é bastante provável que as exportações passem a apresentar quedas consecutivas em relação ao mesmo período do ano anterior, e isto poderá implicar num resultado anual inferior ao alcançado em 2008. As importações também mostram uma desaceleração, ainda que em menor intensidade do que as exportações (tabela 5). A exceção fica por conta das compras de bens de capital, que continuaram crescendo mais do que a média em outubro e novembro. Também se destaca, nas importações, a desaceleração forte do quantum importado de matérias primas e bens intermediários – o que é mais uma evidência da desaceleração da produção industrial neste final do ano – e a forte desaceleração das importações de combustíveis em valor, associada à queda dos preços.

Tabela 4

Varição % das Exportações em Valor, Quantum e Preços

	Acumulado no ano (nov/08)			Mês/mesmo mês do ano anterior (out-nov/08)		
	<i>US\$</i>	<i>quantum</i>	<i>preço</i>	<i>US\$</i>	<i>quantum</i>	<i>preço</i>
Total	25,8	-2,5	28,4	11,6	-9,8	23,3
Básicos	46,2	0,0	44,5	24,9	-6,4	32,6
Semimanufaturados	27,6	0,0	27,2	18,7	-9,1	30,0
Manufaturados	11,0	-5,6	17,5	-0,7	-13,3	14,4

Fontes: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio e Funcex.

Tabela 5**Varição % das Importações em Valor, Quantum e Preços**

	Acumulado no ano (nov/08)			Mês/mesmo mês do ano anterior (out-nov/08)		
	<i>US\$</i>	<i>quantum</i>	<i>preço</i>	<i>US\$</i>	<i>quantum</i>	<i>preço</i>
Total	47,0	19,5	22,8	25,0	7,0	16,8
Bens de Capital	54,4	37,1	8,9	55,7	48,7	4,7
Intermediários	41,8	18,8	20,9	19,4	-2,4	22,3
BCD	65,7	50,6	6,9	45,5	31,4	10,7
BCND	29,9	11,1	14,0	25,3	11,8	12,1
Combustíveis	57,7	2,6	51,3	11,4	-0,8	12,3

Fontes: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio e Funcex.