

Economia & Conjuntura

Apresentação

Antonio Licha

Os destaques da conjuntura econômica de janeiro e fevereiro foram o lançamento do PAC por parte do governo federal e a intensificação das pressões de apreciação cambial. Em relação ao PAC a avaliação do Grupo de Conjuntura é que ele permite coordenar uma série de investimentos públicos e privados, organizando melhor a informação disponível. Por outro lado, estimula a demanda agregada no curto prazo por se tratar de uma política fiscal expansionista. Mas, a sustentação de taxas de crescimento no patamar de 5% ao ano a longo prazo impõe que sejam enfrentados problemas estruturais de economia brasileira (como a elevada carga tributária e o crescimento dos gastos correntes do governo central) além dos problemas da política monetária e cambial (taxa de juros real elevada e apreciação cambial). A pergunta é: o PAC é suficiente para a solução desses problemas? Em princípio parece que não. Por esta razão, as variáveis financeiras que representam indicadores de confiança não foram afetadas pelo anúncio do PAC (sobre este aspecto ver o Panorama Macroeconômico). Concluindo, o PAC não permite garantir que vai acontecer uma mudança no desempenho macroeconômico da economia brasileira.

O outro destaque é a intensificação no final do mês de janeiro de pressões para uma apreciação cambial. A sinalização do Fed de que a taxa de juros básica americana não deve subir e poderia começar a cair aumentou a liquidez internacional para economias emergentes. Por outro lado, a perspectiva de que os preços das exportações brasileiras continuaram crescendo este ano mantendo um superávit comercial elevado, a redução menor da taxa de juros SELIC na reunião de janeiro do COPOM e uma liquidação maior de contratos de câmbio em janeiro provocaram essa tendência à queda da taxa de câmbio detida em parte pela ação do Banco Central. Na seção Setor Externo é analisado o acontecido no mercado de câmbio em janeiro deste ano. Por outro lado, os efeitos da apreciação cambial sobre a produção industrial são analisados no Panorama Macroeconômico no qual se discute o debate sobre este tema.

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
- Frederico Felipe Medeiros - fredfmedeiros@yahoo.com.br
- Margarida Gutierrez - margarida@ie.ufrj.br
- Paulo Gonzaga - conjuntura@ie.ufrj.br
- Silvio Salles - conjuntura@ie.ufrj.br

Estagiários

- Marcos Felipe Casarin
- Marianna Fernandes de Souza Costa
- Rebeca Pio

Contato

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

Índice

	Página
Panorama Macroeconômico	6
Projeções do Grupo de Conjuntura	15
Investimento	16
Inflação	18
Crédito	21
Política Fiscal	25
Setor Externo	32

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Neste início de ano, os principais destaques do cenário doméstico foram o lançamento do PAC (com o qual o governo pretende viabilizar a aceleração do crescimento do PIB para 4,5% em 2007 e 5% de 2008 a 2010), a redução do ritmo de queda da taxa Selic determinado pelo Copom, e a intensificação das pressões no mercado cambial na direção de uma nova rodada de apreciação da taxa de câmbio. Por sua vez, no cenário externo, após algumas semanas de incerteza sobre a evolução da taxa de juros básica dos EUA, consolidou-se desde o final de janeiro a percepção dos investidores de que a trajetória da taxa de juros nos EUA será mesmo de queda, e de que o cenário para a economia americana em 2007 é benigno (inflação sob controle com desaquecimento suave da atividade econômica). A evolução recente dos indicadores de confiança (risco Brasil, swap pré x DI de 1 ano e taxa de câmbio) e das projeções do mercado para o desempenho da economia brasileira em 2007, o desempenho em 2006 da indústria geral, de indicadores diversos de demanda e das exportações e importações em volume e, finalmente, as perspectivas para 2007 com ênfase no exame do PAC, são comentadas a seguir.

Em relação aos indicadores apresentados na tabela 1, percebe-se que o risco Brasil teve uma nova rodada de queda nos últimos meses, ligeiramente superior à queda do risco das economias emergentes de modo geral, viabilizada pela situação atual de ampla liquidez para estas economias. Também é interessante notar que as taxas de juros longas (swap pré x DI de 1 ano) vêm mantendo uma tendência de queda, que não foi afetada negativamente nem pelo PAC (lançado em 22/1), nem pela redução para 0,25 ponto % da queda da taxa Selic determinada pelo Copom (em 24/1). Assim, o temor de que a flexibilização da política fiscal anunciada pelo PAC (e a permanência de incertezas sobre o quadro fiscal destacada por muitos analistas) pudesse ter reflexos negativos sobre as taxas de juros longas – prejudicando por esta via o crescimento – não se confirmou. Tampouco a decisão do Copom de reduzir o ritmo de queda da taxa Selic afetou negativamente as taxas de juros longas – as mais importantes para a atividade econômica e para as operações de arbitragem com os juros externos. Assim, não parece que a decisão do Copom tenha tido influência negativa relevante sobre o crescimento ou possa ser responsabilizada pela nova rodada de apreciação cambial desde o final de janeiro. No que se refere à taxa de câmbio, além do diferencial entre as taxas de juros interna e externa, outros fatores continuam contribuindo decisivamente para a apreciação cambial atual, como o excelente desempenho da balança comercial apoiado na evolução ainda muito favorável dos preços das nossas exportações, a melhora espetacular dos indicadores de solvência externa, a forte redução do risco Brasil e o cenário externo amplamente favorável para as economias emergentes.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança						Indicadores do Cenário Externo	
	Risco Brasil (a) ⁽¹⁾	Risco dos Emergentes (b) ⁽¹⁾	(a)-(b) (%)	Taxa de Câmbio Nominal	Swap de 1ano PrêxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante ⁽³⁾	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
29/8/2006 ⁽²⁾	226	195	31	2,14	14,19	9,26	4,78	69,86
17/10/2006 ⁽²⁾	213	187	26	2,14	13,29	8,88	4,77	60,94
28/11/2006 ⁽²⁾	227	201	26	2,19	12,9	8,38	4,5	61,21
19/1/2007 ⁽³⁾	184	169	15	2,13	12,37	8,02	4,78	53,44
23/1/2007 ⁽²⁾	187	167	20	2,14	12,37	8,02	4,81	55,10
12/2/2007	182	168	14	2,11	12,15	7,88	4,80	56,60

Fonte: Banco Central, Valor Económico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Véspera do anúncio do PAC

Quanto às projeções do mercado para o desempenho da economia brasileira em 2007 (tabela 2), um aspecto que chama a atenção é que as projeções de crescimento do PIB vêm se mantendo inalteradas já há um bom tempo – crescimento do PIB maior que o de 2006, mas ainda modesto, de 3,5% -, não tendo sofrido qualquer influência do PAC. Por outro lado, vem se consolidando uma tendência discreta de revisão para baixo das projeções para a inflação, câmbio e juros.

Tabela 2: Projeções do mercado para 2007

	29/dez/06	19/jan/07	9/fev/07
PIB%	3,5	3,5	3,5
Indústria Geral(%)	4,0	4,0	4,0
IPCA (%)	4,00	4,07	3,97
Taxa Selic			
fim de ano	11,75	11,50	11,50
média do ano	12,31	12,26	12,16
Taxa de Câmbio			
fim de ano	2,25	2,2	2,18
média do ano	2,20	2,18	2,16

Fonte: Banco Central

A indústria geral fechou o ano de 2006 com uma taxa de crescimento anual de 2,8%, compatível, segundo estima o Grupo de Conjuntura, com um crescimento do PIB no ano passado deste mesmo valor. O crescimento da indústria em 2006 foi não apenas muito modesto, mas, como se percebe na tabela 3, inferior inclusive ao de 2005, a despeito da queda da taxa de juros ocorrida no ano passado. Contudo, o recuo do crescimento industrial em 2006 deveu-se, essencialmente, ao “carry over” de 2005 para 2006 ter sido menor do que o de 2004 para 2005, e neste sentido é um resultado enganoso. Medido pelo critério ponta a ponta (4º trimestre. ano t / 4º trimestre. ano t-1), a expansão da indústria foi, como seria de esperar, mais elevada em 2006 do que em 2005 (3,3% e 1,3%, respectivamente). Seja como for, o crescimento da indústria foi decepcionante. É interessante notar, quando se examinam os indicadores de consumo e investimento

apresentados na tabela 4, que este mau desempenho da indústria ocorreu em flagrante contraste com o comportamento bastante bom da demanda.

Tabela 3: Produção Industrial em 2005 e 2006
Var% em relação a igual período do ano anterior

	2005		2006	
	jan/dez	4º tri	jan/dez	4º tri
Indústria Geral	3,1	1,3	2,8	3,3
Bens de Capital	4,1	4,2	5,7	7,7
Bens Intermediários	1,3	-0,2	2,1	2,3
Bens de Consumo Duráveis	12,2	5	5,8	4,3
Bens de Consumo Não Duráveis	5,6	2,1	2,7	2,9

Fonte: IBGE

Tabela 4: Indicadores da Demanda Doméstica
2006

Var% anual	
I) Indicadores de Consumo	
Vendas do Comercio Varejista (volume)	6,2 ⁽¹⁾
Massa Salarial (real habitualmente recebido)	6,7
II) Indicadores de Investimento	
Consumo aparente de Bens de Capital	12
Construção Civil	4,5

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo Conjuntura IE/UFRJ

⁽¹⁾ var acumulada no ano até novembro

No que se refere à produção industrial, um destaque positivo foi, inegavelmente, o crescimento da produção de bens de capital: 5,7% no ano e 7,7% pelo critério ponta a ponta (4º trimestre 06 em relação ao mesmo período de 05). Considerando-se as taxas de crescimento em quantum das importações (+ 24%) e das exportações (-6%) de bens de capital, chega-se a um aumento do consumo aparente de bens de capital de cerca de 12% em 2006 – resultado animador, que diminui os riscos de pressões inflacionárias em 2007 por descompassado entre o crescimento da demanda e a expansão de oferta, e certamente favorece a continuidade da redução da taxa Selic. Também deve-se notar que a forte expansão do investimento em máquinas e equipamentos em 2006 contraria frontalmente as afirmações recorrentes sobre a inviabilidade do aumento do investimento no atual ambiente macro e microeconômico que caracteriza a economia brasileira.

Além do aumento do consumo aparente de bens de capital, a tabela 4 evidencia a recuperação da construção civil (mais por conta da construção residencial), o bom desempenho das vendas do comércio e a expansão significativa da massa salarial em

2006. São indicadores que mostram, em seu conjunto, o bom desempenho da demanda doméstica no ano passado, e sugerem que não foi por falta de demanda que a indústria não cresceu mais.

O problema é que parte crescente da demanda vem sendo atendida por importações em detrimento da produção doméstica, e esta também tem sido afetado negativamente pela forte desaceleração das exportações em volume. Como se percebe na tabela 5 pelas taxas de crescimento (12 meses) da produção industrial e das importações e exportações em volume houve, ao longo de 2006, uma notável aceleração do crescimento das importações e uma desaceleração bastante expressiva das exportações (sobretudo de bens manufaturados), ao mesmo tempo em que o crescimento da produção industrial acabou sendo um pouco inferior ao de 2005. E este comportamento das importações e das exportações ocorreu, grosso modo, em todas as categorias de uso, sugerindo que o crescimento do consumo aparente acima do da produção doméstica foi um fenômeno generalizado.

Tabela 5: Evolução das Taxas de Crescimento da Indústria, das Exportações e das Importações
Var % em 12 meses

	dez/04	dez/05	dez/06
II) Indústria Geral (a)	8,3	3,1	2,8
*Bens Intermediários	7,4	1,0	2,1
*Bens de Capital	19,7	3,6	5,7
*Bens de Consumo Duráveis	21,8	11,4	5,8
*Bens de Consumo Não-Duráveis	4,0	4,6	2,7
IV) Exportações (quantum)			
*Totais	19,2	9,3	3,32
*Manufaturados (b)	26,1	11,0	2,10
V) Importações (quantum)			
*Totais (c)	18,1	5,4	16,1
*Bens Intermediários	21,0	6,0	15,7
*Bens de Capital	10,2	21,4	24,0
*Bens de Consumo Duráveis	27,9	35,7	73,5
*Bens de Consumo Não-Duráveis	7,7	9,5	14,0
(b)/(a)	3,1	3,5	0,8
(c)/(a)	2,2	1,7	5,8

Fonte: IBGE e FUNCEX

Devido ao crescimento em volume das importações ter sido bem superior ao das exportações – em boa medida, como reflexo da apreciação cambial –, as exportações líquidas tiveram uma forte contribuição negativa para o crescimento do PIB – o resultado do PIB de 2006 será divulgado ao final do mês pelo IBGE, mas o GC estima que as exportações líquidas tenham subtraído 1,2 ponto % do PIB, que combinado com

uma contribuição positiva de 4 pontos % da demanda doméstica terá resultado num crescimento do PIB de 2,8%.

Mas será correto tomar-se a contribuição negativa das exportações líquidas para o PIB como indicador de que o comportamento destas “roubou” pontos % do crescimento do PIB, que estaria assim sendo prejudicado pela apreciação cambial? Alguns analistas consideram este tipo de interpretação – aqui adotado – um completo equívoco. Argumentam que o crescimento da demanda doméstica foi favorecido de diferentes formas pela apreciação cambial – redução da taxa de juros viabilizada pelo impacto positivo do câmbio apreciado sobre a inflação, redução do preço de bens importados estimulando a sua demanda, etc. E, mais do que isto consideram que a expansão da demanda doméstica seria a contraface da redução das exportações líquidas, sem a qual a demanda não poderia ter crescido. Até que ponto estes argumentos procedem? Será que, ao contrário da posição adotada, a apreciação cambial e a contribuição negativa das exportações líquidas para o crescimento não podem ser responsabilizadas pelo baixo crescimento da economia brasileira do final de 2005 para cá?

O argumento de que a apreciação cambial influenciou positivamente a demanda por diferentes canais – redução da taxa de juros, barateamento de bens importados, aumento da massa salarial favorecido pelo combate da inflação proporcionado pelo câmbio apreciado, etc – é correto. De fato, a expansão da demanda ocorrida em 2006 foi em parte viabilizada pela apreciação cambial. Também é importante ter-se em conta que a apreciação cambial não afeta apenas negativamente a atividade econômica, através da substituição da produção nacional por bens importados e da redução da rentabilidade das exportações. Sem dúvida, ao reduzir custos de insumos e máquinas importados, e viabilizar ganhos de produtividade pela incorporação ao processo produtivo de máquinas importadas mais baratas, com tecnologias mais modernas, a apreciação cambial contribui de forma importante para a expansão da oferta. Mas a idéia básica por trás da crítica à tese de que as exportações líquidas estariam subtraindo crescimento do PIB é a de que existiria um “trade off” entre demanda doméstica e exportações líquidas. Se fosse assim, a apreciação cambial estaria apenas mudando a composição da demanda apreciada, sem interferir no crescimento do PIB. Ocorre que este argumento só faz sentido se a economia estiver crescendo a plena capacidade. Nesta hipótese, de fato, se a expansão da demanda doméstica não for compensada por redução das exportações líquidas, surgirão pressões inflacionárias e o crescimento da demanda será contido por uma elevação da taxa de juros ou pela própria inflação. Mas a sugestão implícita no argumento de que o câmbio apreciado não está afetando negativamente o crescimento é de que já desde o ano passado o crescimento está sendo travado por insuficiência de capacidade produtiva. E esta premissa é inteiramente questionável. Se este não for o caso, se existe capacidade ociosa na economia – hipótese aqui adotada -, a expansão da demanda doméstica poderia ter sido atendida por aumento da produção, não havendo porque supor o “trade off” entre demanda doméstica e exportações líquidas. E é perfeitamente legítimo considerar que o crescimento está, sim, sendo prejudicado pela apreciação cambial e pela redução das exportações líquidas.

Que desempenho deve se esperar para o PIB em 2007? Seu crescimento será novamente modesto (entre 3% e 3,5%, como muitos analistas projetam) ou a atividade econômica terá uma expansão mais vigorosa (mais próxima dos 4,5% previstos pelo governo)?

Para acelerar o crescimento já em 2007 (para 4,5%) e viabilizar uma expansão do PIB de 5% aa entre 2008 e 2010, o governo lançou em janeiro o PAC. Obter um crescimento desta magnitude nos próximos anos exigirá um aumento significativo da taxa de investimento. E o PAC espera contribuir para este objetivo através, essencialmente, de um forte aumento do investimento em infra-estrutura (energia, transporte, saneamento, habitação). Haveria uma expansão significativa do investimento do governo e das estatais federais (em particular, da Petrobrás) nesta área. E isto, combinado com condições mais favoráveis de crédito e desoneração tributária para alguns setores, levaria, segundo imagina o governo, a um aumento do investimento privado. No período 2007/2010, o investimento em infra-estrutura totalizaria R\$ 503,9 bilhões, sendo R\$ 67,8 bilhões de investimento do governo (com recursos orçamentários), R\$ 219,2 bilhões de investimento das estatais federais (sendo R\$ 179 bilhões da Petrobrás) e os restantes R\$ 216,9 bilhões de investimentos privados (dos quais perto de R\$ 100 bilhões através de financiamentos de bancos oficiais).

Dos R\$ 67,8 bilhões de investimento do governo com recursos do orçamento da União, R\$ 52,5 bilhões (0,5% do PIB aa no período 2007/2010) seriam de PPI, gastos não considerados para efeito da obtenção da meta de superávit primário de 4,25% o PIB para os próximos anos. Portanto, o superávit primário a ser efetivamente realizado (levando em conta os investimentos contabilizados no PPI) cairá para 3,75% do PIB, o que já vale para 2007. Assim, esta redução do superávit primário via PPI é que viabilizará boa parte do investimento do Governo Central previsto no PAC.

Mesmo com a flexibilização da política fiscal refletida na redução do superávit primário, a relação dívida líquida do setor público/PIB e o déficit nominal terão, pelas estimativas do governo divulgadas no PAC, uma queda expressiva nos próximos anos, com a dívida pública/PIB caindo de 50% em dezembro de 2006 para cerca de 40% em dezembro de 2010 e o déficit nominal recuando de 3,2% do PIB em 2006 para perto de zero em 2010. Como o menor superávit primário seria compatível com estes resultados positivos em relação a evolução da dívida pública/PIB e ao déficit nominal do setor público, a expectativa do governo é que a flexibilização da política fiscal não venha a ter impacto negativo sobre a trajetória da taxa de juros e do risco Brasil, prejudicando por esta via o programa.

As críticas mais frequentes ao PAC destacam que: i) os estímulos do programa ao investimento privado são muito modestos, e as principais restrições ao seu aumento (a começar pela carga tributária de cerca de 38% do PIB) não foram enfrentadas; ii) o quadro fiscal permanece frágil, e as medidas de contenção dos gastos correntes anunciadas (limites ao aumento das despesas de pessoal da União e regra de correção do salário mínimo) não parecem suficientes para impedir que estes gastos continuem crescendo acima do PIB – o que não apenas inviabilizaria a necessária redução da carga tributária, como poderá levar, inclusive, ao seu aumento, se a meta para os próximos anos de superávit de 3,75% for efetivamente cumprida. Argumenta-se que para a aceleração do crescimento seria indispensável a realização de um ajuste fiscal de longo prazo centrado na redução das despesas correntes em % do PIB. Somente assim seria possível viabilizar uma queda mais forte da taxa de juros, e abrir espaço para a redução da carga tributária e um aumento do investimento público que não comprometesse o superávit primário – medidas consideradas essenciais para estimular o investimento privado e elevar a taxa de crescimento do produto potencial.

De fato, um ajuste fiscal de longo prazo tendo como eixo a contenção das despesas correntes em % do PIB poderia, em princípio, gerar condições muito mais favoráveis para a elevação do investimento privado do que o PAC. Mas será que na ausência de um ajuste fiscal deste tipo (que envolveria, entre outras medidas, uma nova reforma da previdência) e de medidas para melhorar o ambiente de negócios (marco regulatório mais adequado para atrair o setor privado para investir em infra-estrutura, reforma da legislação trabalhista, etc), a economia brasileira estará condenada nos próximos anos a taxas medíocres de crescimento (entre 3% e 3,5% aa), como sugerem muitas analistas?

De modo geral, as visões mais pessimistas sobre o crescimento têm como premissa que sem um ajuste fiscal de longo prazo e reformas microeconômicas que melhorem o ambiente de negócios – aspectos ausentes no PAC – os investimentos privados não reagirão. Além disso, costuma-se considerar que a economia brasileira já vem operando com capacidade ociosa baixa. Nestas condições, o crescimento estaria sendo travado desde já, e não haveria perspectivas, por enquanto, de reversão deste quadro. Daí a expectativa de que o crescimento da economia brasileira continue sendo medíocre no futuro próximo.

Ocorre que, ao contrário do que a interpretação acima sugere, o investimento vem reagindo significativamente desde o final de 2005. Cresceu bastante acima do PIB em 2006 (aumento de cerca de 12% do consumo aparente de bens de capital e de 4,5 % da construção civil contra uma expansão do PIB estimada em 2,8%). E tudo indica que a taxa de investimento crescerá ainda mais em 2007, impulsionada pela redução da taxa de juros e do risco Brasil, o nível mais elevado de utilização de capacidade instalada da indústria, e a previsibilidade cada vez maior do ambiente macroeconômico (inflação, câmbio e juros). Além disso, não existe evidência de que o crescimento já esteja sendo travado pelo produto potencial ou de que isto esteja prestes a ocorrer: o nível atual de utilização da capacidade instalada da indústria ainda mostra certa folga (encontra-se abaixo do atingido em 2004); nas sondagens realizadas junto à indústria, a falta de capacidade produtiva não tem sido citada como uma restrição relevante ao crescimento no futuro próximo; e o próprio comportamento extremamente benigno da inflação (IPCA de 2,99% nos 12 meses encerrados em janeiro) não sugere que a economia esteja na iminência de se defrontar com pressões inflacionárias por descompasso entre demanda e oferta. A demanda vem crescendo de fato bem acima da oferta, e a contrapartida disso tem sido o aumento das importações. Mas se este descompasso entre demanda e oferta estivesse associado à falta de capacidade produtiva, provavelmente estaria se refletindo também em aumento da inflação e não apenas em expansão das importações.

A existência de capacidade ociosa (mesmo que não muito elevada) combinada com a vigorosa recuperação em curso do investimento sugere que, no futuro próximo, não há porque supor que a economia não possa crescer bem mais do que 3%/3,5%. Que taxa de crescimento poderá ser obtida sem que o estreitamento do hiato do produto pressione a inflação ainda é uma questão em aberto. Mas é possível que, do lado da oferta, não haja restrições que inviabilizem um crescimento do PIB de 4,5% em 2007 e 5% em 2008, como prevê o Ministério da Fazenda. É, contudo, improvável que estas taxas de crescimento sejam obtidas. Tudo indica que a taxa de câmbio permanecerá relativamente estável em 2007/2008, portanto, bastante apreciada. E a apreciação cambial e a contribuição negativa das exportações líquidas para o crescimento do PIB tenderão a inviabilizar a obtenção das taxas de crescimento pretendidas pelo governo.

Como comentado anteriormente, alguns analistas rejeitam a idéia de que a apreciação cambial esteja sendo uma restrição relevante ao crescimento e consideram um grande equívoco dizer que as exportações líquidas estão “roubando” crescimento do PIB. Para estes analistas, o câmbio apreciado estaria apenas mudando a composição da demanda agregada entre demanda doméstica e exportações líquidas, não interferindo no crescimento do PIB, que estaria sendo deteriorado pelas condições de oferta. É evidente, porém, que a premissa deste argumento é que já desde o ano passado o produto efetivo encontra-se bem próximo do produto potencial. Não sendo assim, não há porque considerar que o aumento da demanda doméstica só possa ser respondido por redução das exportações líquidas e não por crescimento do PIB. Se isto não vem ocorrendo, mesmo havendo capacidade ociosa, é porque a apreciação cambial vem travando a produção doméstica através da substituição desta por bens importados e do desestímulo às exportações. Portanto, havendo capacidade ociosa na economia, é correto dizer que as exportações líquidas estão subtraindo crescimento do PIB e que este está sendo prejudicado pela apreciação cambial.

O cenário básico do Grupo de Conjuntura para 2007 é de um crescimento do PIB de 4% - significativamente maior do que o de 2006 e também do que os 3%/3,5% que muitos consideram ser a taxa atual de crescimento do produto potencial da economia brasileira, mais abaixo dos 4,5% previstos pelo governo. Para este crescimento de 4% contribuíram os seguintes fatores: i) a redução significativa da taxa de juros real (tanto da taxa Selic quanto das taxas de juros longas) relativamente a do ano passado; ii) a continuidade da expansão da massa salarial e do crédito; iii) o estímulo ao investimento privado representado pela previsibilidade cada vez maior da economia (inflação baixa, taxa de câmbio estável e declínio gradual da taxa Selic); iv) elevação de estoques (ao contrário do ocorrido nos últimos anos) induzida pelas taxas de juros mais baixas e pelas expectativas de expansão da demanda; v) política fiscal novamente expansionista (redução do superávit primário), com destaque para o aumento dos investimentos em infra-estrutura proporcionados pelo PAC (cujo reflexo maior será sobre a construção civil, que já vinha tendo um bom desempenho desde o ano passado por conta da expansão da construção residencial, e deverá ter seu crescimento reforçado pelos investimentos previstos no PAC); vi) contribuição positiva do “carry over” de 2006 para 2007, que deverá fazer com que as taxas de crescimento do PIB anual e ponta a ponta fiquem relativamente próximas neste ano – ao contrário do ocorrido no ano passado, quando o baixo “carry over” de 2005 para 2006 fez com que o crescimento anual em 2006 fosse inferior ao ponta a ponta.

Quanto às restrições ao crescimento em 2007, um fator de destaque será o câmbio apreciado, que deverá inviabilizar a obtenção de um crescimento de 4,5% como previsto pelo PAC. É bem provável que em 2007 (e talvez em 2008) a apreciação cambial ainda seja uma restrição à aceleração do crescimento mais importante do que a insuficiência de capacidade produtiva.

De todo modo, a mais longo prazo (possivelmente a partir de 2008), a sustentação de taxas de crescimento de 5% aa (ou mais) exigirá não apenas uma taxa de câmbio mais desvalorizada como também uma substancial elevação da taxa de investimento em relação ao seu nível em 2006 (de cerca de 21% do PIB). E certamente uma variável-chave para viabilizar este cenário será o desempenho fiscal da economia brasileira. Sem mudanças do lado fiscal bem mais profundas do que as propostas no PAC, não haverá espaço para a redução da carga tributária (é possível que o cumprimento das metas de

superávit primário definidas no PAC exijam até novos aumentos da carga tributária) e a queda da taxa de juros ficará provavelmente aquém do desejável. Nestas condições, é bem possível que a taxa de investimento não suba na magnitude requerida para garantir um crescimento sustentável de 5% aa. Além disso, a permanência de uma taxa de juros ainda elevada pelos padrões internacionais contribuiria para manter o câmbio apreciado, afetando negativamente a atividade econômica.



Projeções do Grupo de Conjuntura

Projeções 2007

	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	3,97	3,65
Taxa de Inflação (IGP-DI) (em %)	4,13	3,80
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,50	4,00
Saldo Comercial (US\$ bi)	39,00	37,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	6,20	7,20
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	2,18	2,18
Média do Ano	2,16	2,16
Taxa Selic		
Acumulada no ano	12,22	12,20
Final do Ano	11,75	11,25

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

*Segundo levantamento do BC junto ao mercado realizado em 09/02/2007 (Relatório de Mercado).

Investimento

Marcos Felipe Casarin

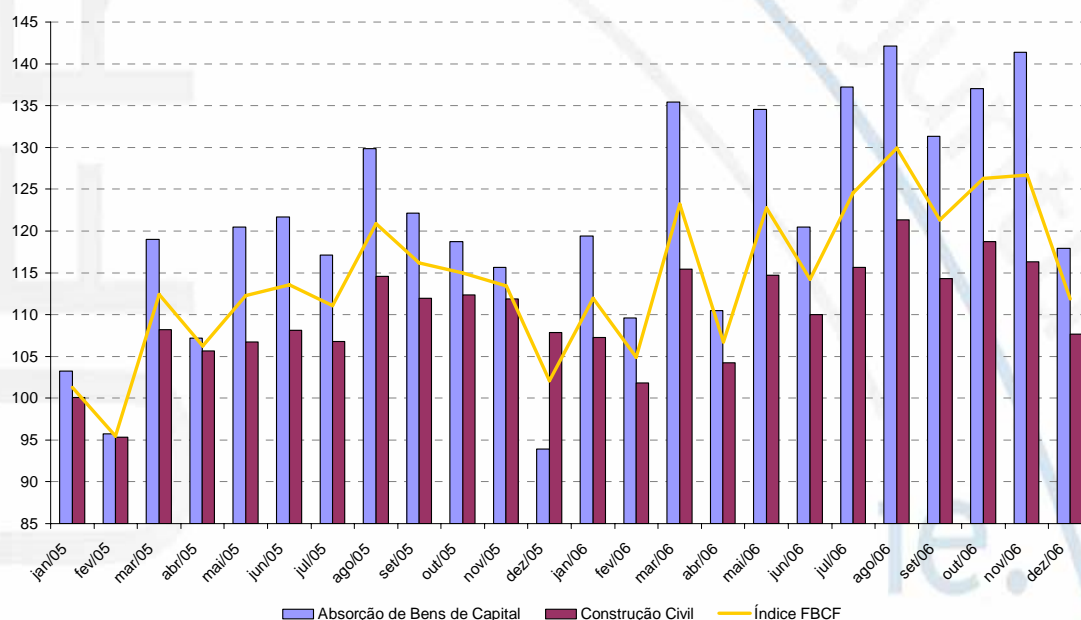
A despeito do baixo crescimento que se espera para a economia brasileira em 2006, os dados de investimento vieram extremamente positivos, indicando aceleração do crescimento da economia já em 2007. O índice de Formação Bruta de Capital Fixo - que compreende a evolução do consumo aparente de bens de capital e o desempenho do setor de construção civil - apresentou uma elevação de 7,9% no acumulado de 2006. Este número é resultado de uma expansão de 12,6% do consumo aparente de bens de capital e de 4,5% do setor de construção civil. Com esses dados, registrar-se-á, em 2006, uma elevação da taxa de investimento da economia, já que o crescimento da FBCF deverá superar o do PIB.

Tabela 1: Índice de FBCF e Seus Componentes - Crescimento acumulado em 12 meses (em %)

	jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	mai/06	jun/06	jul/06	ago/06	set/06	out/06	nov/06	dez/06
Absorção BK	15,60	15,09	14,60	11,69	11,68	9,38	10,54	10,38	10,04	10,59	11,66	12,61
C.Civil	7,15	7,01	6,90	4,76	5,33	4,71	5,23	5,32	4,95	5,02	4,92	4,49
Índice de FBCF	10,51	10,19	9,98	7,54	7,91	6,62	7,43	7,44	7,09	7,37	7,77	7,91

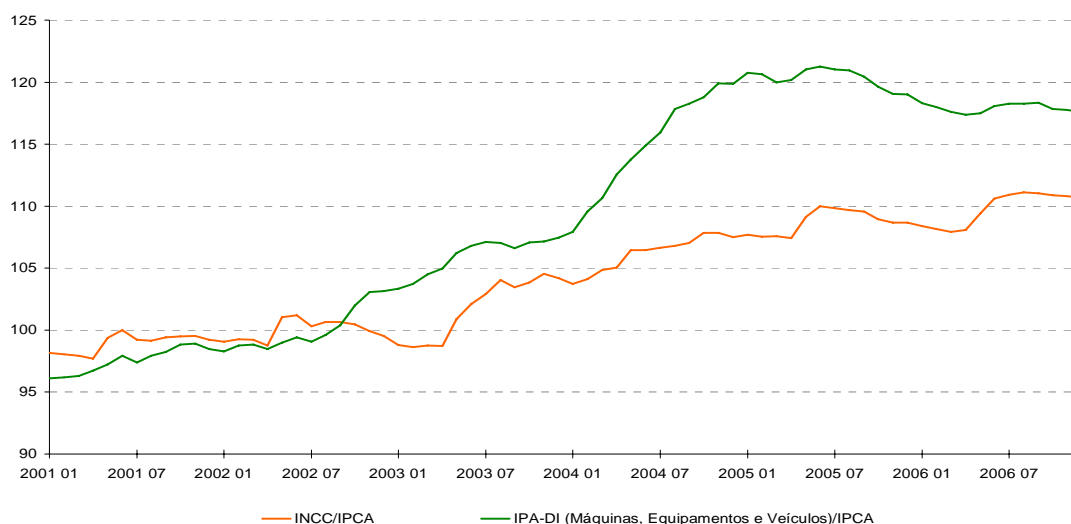
O Gráfico 1 indica que, durante todo o ano de 2006, a absorção de bens de capital vem crescendo a taxas bem superiores do que as registradas pelo setor de construção civil. Para este ano, espera-se que o setor de construção civil registre taxas maiores de crescimento, o que pode diminuir este hiato. Esta hipótese está baseada nas desonerações tributárias contempladas no PAC, que deverão impulsionar o crescimento do setor já a partir deste ano. Em contrapartida, o real ainda bastante apreciado favorece a compra de bens de capital no mercado internacional. Sendo assim, se a trajetória do câmbio não mudar significativamente ao longo do ano, o cenário de 2006 poderá se repetir em 2007, com um crescimento da FBCF puxado por importações de bens de capital.

Gráfico 1: Índice de Formação Bruta de Capital Fixo e Seus Componentes (jan/02 = 100)



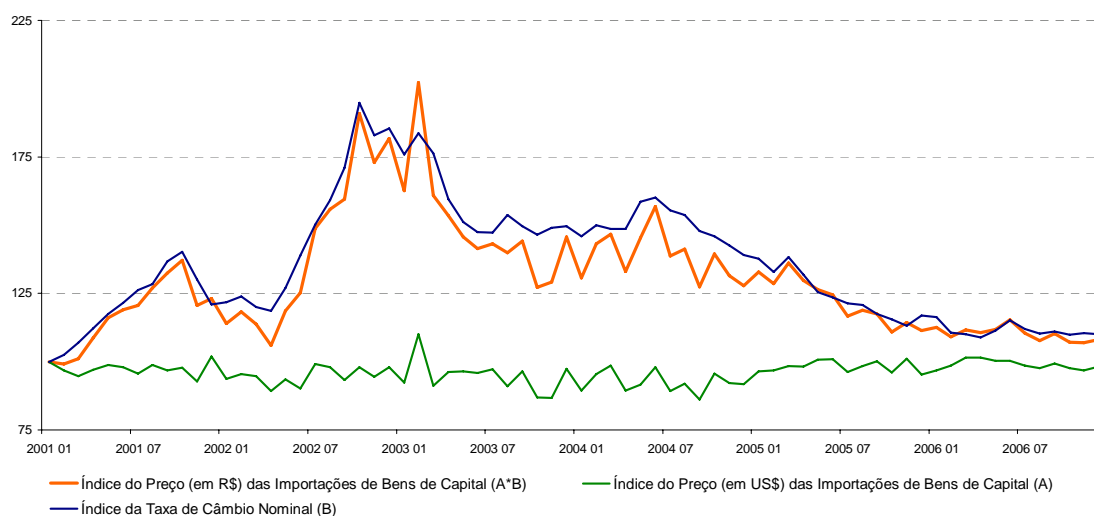
Durante o ano de 2006, o preço do investimento foi mais um dos fatores que contribuiu positivamente para a vigorosa expansão da FBCF. O preço médio das Máquinas, Equipamentos e Veículos registrados pelo IPA-DI esteve, em média, 2% mais baixo em 2006, do que em 2005, estimulando a compra de novas máquinas. Já os preços da construção civil, que receberam algumas desonerações tributárias no segundo semestre de 2006, encontram-se próximos ao nível recorde da série registrado em agosto do ano passado.

Gráfico 2: Preços do Investimento (média de 2002 = 100)



Por fim, o preço médio em reais dos bens de capital importados esteve 11% mais baixo em 2006 do que em 2005, o que explica o grande volume de importações de bens de capital neste período. Esta queda de preço é explicada muito mais pela apreciação cambial (linha azul) do que por uma queda do preço em dólares destes produtos, que se mantiveram estáveis (linha verde). Sendo assim, a perspectiva para este ano é de manutenção dos baixos preços dos bens de capital importados, que somente mudarão de comportamento se houver alguma mudança significativa na curva de câmbio.

Gráfico 3: Preços dos Bens de Capital Importados (jan/01 = 100)



Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

- Introdução: Inflação de Bens Duráveis

Em janeiro, a inflação de bens duráveis apresentou variação positiva de 0,36%. Esse fato demonstra interesse particular, uma vez que os preços desse setor vêm apresentando deflação (em 12 meses) desde dezembro de 2004.

Tabela 1 – Desagregação IPCA em Categoria de Usos

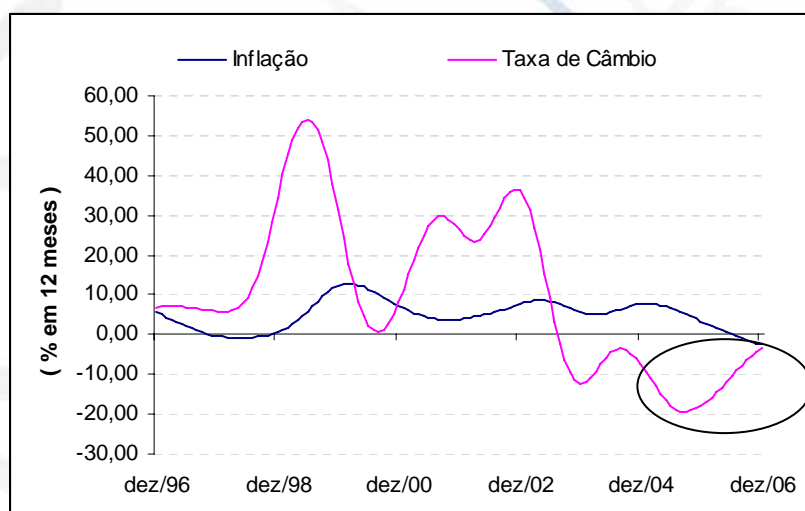
	Pesos	nov/06	dez/06	jan/07	2005	2006	2007
IPCA	100	0,31	0,48	0,44	5,69	3,14	3,65
Bens	41,6	0,56	0,32	0,5	3,04	0,63	2,44
Duráveis	10,1	-0,22	-0,03	0,37	2,32	-3,13	2,1
Semi-duráveis	9,6	0,5	0,87	-0,1	6,37	4,70	3,8
Não-duráveis	21,9	0,95	-0,23	0,82	1,78	0,47	2,00
Serviços	58,4	0,13,	0,59	0,39	7,49	5,01	4,51

Elaboração Grupo Conjuntura

Fonte:IBGE

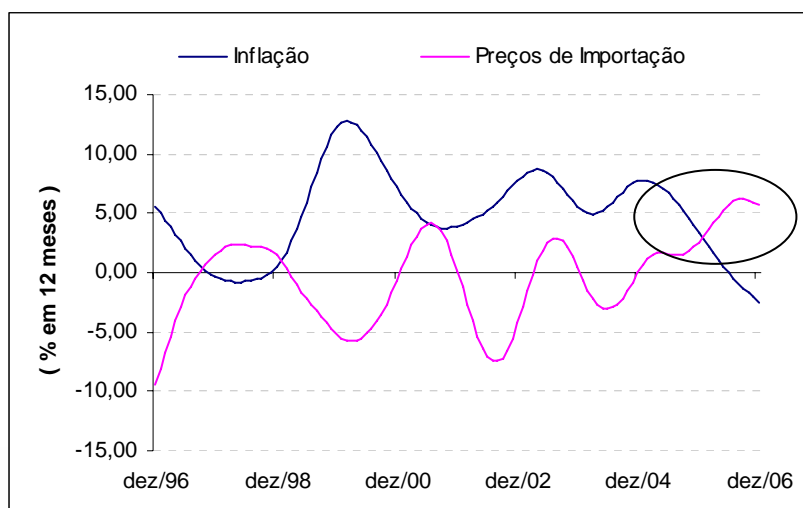
A explicação mais difundida atribui a valorização cambial a trajetória descendente dos preços de bens duráveis. Entretanto, desde que a taxa de câmbio estabilizou-se em torno de 2,15, a deflação de duráveis vem perdendo fôlego (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Trajetória do Câmbio e Inflação (% em 12 meses)



Uma constatação interessante é que os preços de bens duráveis importados vêm subindo na contra-mão da inflação (Gráfico 2). Essa trajetória inversa leva a especulação de que as margens desse setor devem estar comprimidas.

Gráfico 2 – Trajetória de Inflação x Preços de Importação (% em 12 meses)



Mais recentemente o setor de bens duráveis vem anunciando a intenção de reajustar preços – talvez essa intenção já esteja se materializando. Em um cenário onde a demanda de bens duráveis permanece intensa (crescimento de 11% em 2006 segundo a pesquisa de comércio do IBGE) talvez seja o momento de repassar custos para o varejo.

A inflação de 0,36% (bens duráveis) foi puxada em grande parte, pelo o aumento dos preços dos automóveis (usados). Sabe-se que o setor automobilístico vem apresentando números expressivos de vendas internas e exportação. Esse setor mais especificamente deve encontrar alguma pressão de custo com o recente aumento do minério de ferro / aço.

Outro subitem que puxou para cima os preços de bens duráveis foi o de móveis. O setor de móveis juntamente com o de automóveis vem se beneficiando da expansão de crédito (agora para construção civil) e da renda.

Em todo caso, esse cenário ainda não preocupa. Não há uma tendência clara de elevação generalizada de preço. É verdade que o crescimento tem sido o motor desses reajustes (na ausência de uma trajetória de forte apreciação), mas ao mesmo tempo, a trajetória anterior de deflação contínua não ia se sustentar por muito tempo.

Essa discussão parece mostrar dois resultados importantes: (i) a inflação está entrando em uma trajetória “normal” (bens duráveis e não-duráveis com variação positiva); (ii) o crescimento da demanda tem tido, ao contrário do que se argumenta, um papel importante na determinação dos preços que fica mais clara na ausência de apreciação cambial.

A recente valorização do real na semana seguinte a decisão do COPOM pode até ser útil ao Banco Central se o desejo é conter a inflação, mesmo que temporariamente, abaixo de 4%.



Crédito

Frederico Felipe Medeiros

O volume de crédito total contratado na economia brasileira, via Sistema Financeiro, apresentou crescimento real¹ de 17,05% em 2006, acima dos 15,16 % exibidos em 2005. As operações de crédito com recursos livres cresceram 19,81%, tendo o crédito direcionado obtido uma taxa mais modesta, próxima a 11,5%, porém bastante influenciada pelos resultados negativos do setor agrícola – explicados em parte pelo nível da taxa de câmbio e pela queda dos preços de alguns importantes produtos da pauta de exportação brasileira. Dado a maior taxa de crescimento do crédito livre, a participação relativa deste no total do crédito terminou o ano em 68,1% - no início do processo de crescimento das operações de crédito, iniciado em 2003, a participação deste situava-se ao redor de 62%.

Com relação ao saldo do crédito por atividades econômicas, novamente o crédito à Pessoa Física foi o principal responsável pela maior parte da taxa de crescimento apresentada em 2006. O crédito à PF apresentou crescimento real de 21,52% em 2006, representando 6,69% dos 17,05% do crescimento do crédito total da economia, sobrando 10,36% de crescimento explicado por outras modalidades de crédito. Apesar de substancial a contribuição do crédito à PF, as alterações mais importantes no estoque de crédito da economia se deram dentro do âmbito do crédito à Pessoa Jurídica. O estoque de crédito à Pessoa Jurídica cresceu 16,2%, e, se considerarmos o crédito captado via Mercado de Capitais que vem continuamente se expandindo – assunto abordado na Carta de Conjuntura de Novembro, percebe-se que o ano de 2006 foi caracterizado por elevada taxa de crescimento do financiamento às empresas. Espera-se que isto venha a se repetir em 2007.

Operações de Crédito - var.% em 12 meses¹

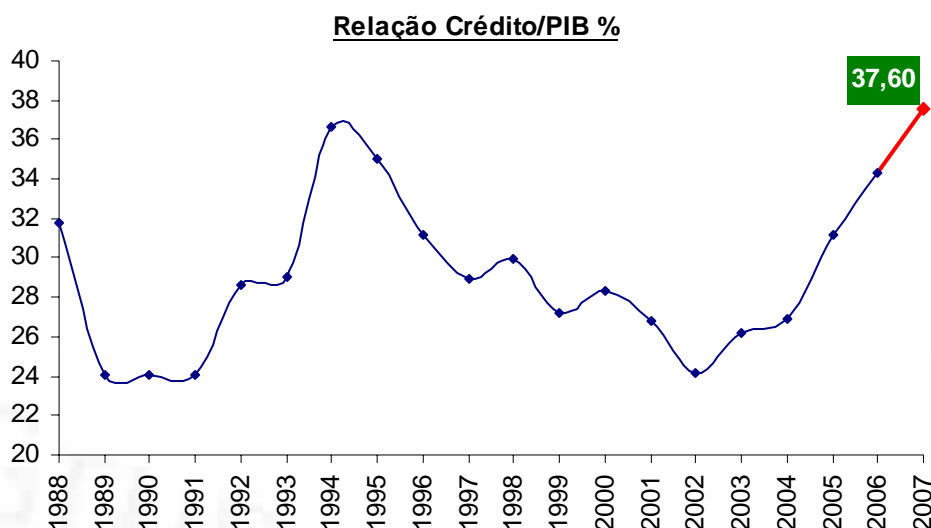
Setores	Indústria	Habitação	Rural	Comercial	Pessoa Física	Outros Serviços	Setor Público	Setor Privado	Total
2002	4,30	-9,49	13,64	-1,35	-2,43	0,73	15,04	1,13	1,53
2003	-7,80	-6,00	24,65	-2,00	2,63	-3,22	7,34	-0,71	-0,44
2004	-0,75	-4,40	14,96	17,68	28,11	2,52	19,08	10,51	10,82
2005	5,35	6,75	6,68	11,43	30,90	18,46	1,29	15,72	15,16
2006	14,70	18,98	14,14	17,82	21,52	18,49	-10,92	18,03	17,05

Nota: Deflator-IPCA

As altas taxas de crescimento do crédito têm assegurado a contínua elevação da relação Crédito/PIB, que em dezembro situava-se em 34,3%, e que prevemos que atinja seu máximo histórico em fins de 2007. Esta forte elevação explica-se em parte pelas elevadas taxas de crescimento do crédito, mas também pelo baixo dinamismo da

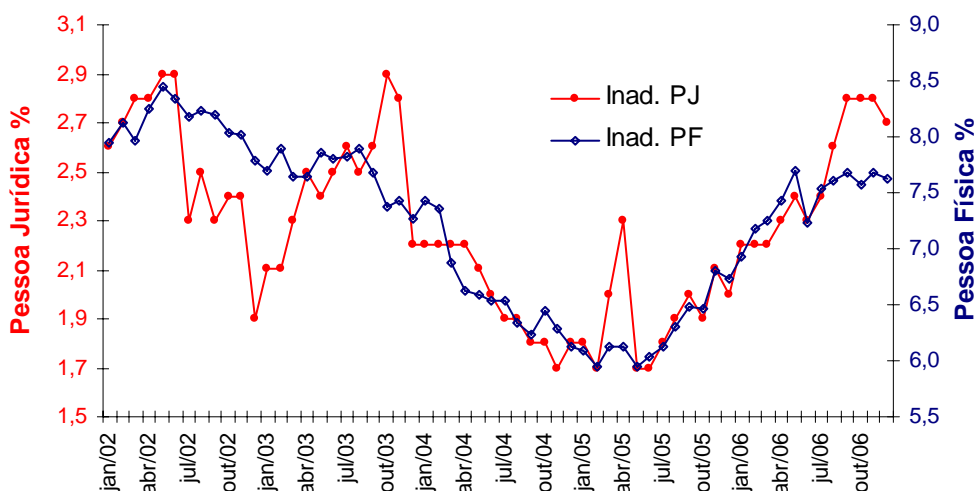
¹ Taxas de crescimentos deflacionadas pelo IPCA.

economia em termos de crescimento econômico. Destaque para as operações com recursos livres que aumentaram em mais de dois pontos percentuais, partindo dos 20,7% em 2005 para 23,4% do PIB em dezembro de 2006. As operações de crédito com recursos direcionados demonstraram uma elevação mais modesta, explicada pela sua “baixa” taxa de crescimento em 2006, como apontado acima, situando-se em 11% do PIB em dezembro de 2006, contra 10,4% em 2005. Abaixo segue o gráfico com a série histórica da relação Crédito/PIB – dados em fim de período – com nossa previsão para 2007.



Os níveis de inadimplência ao longo de 2006 apresentaram forte tendência altista. O crédito à PF apresentou um acentuado processo de deterioração fruto de uma postura mais agressiva por parte das Instituições Financeiras na concessão de crédito de menor qualidade, refletindo a estratégia de elevar a rentabilidade de seus ativos, pela percepção por parte das mesmas de um ambiente macroeconômico mais estável e das menores taxas de retornos referentes à aplicação em títulos públicos, quando comparamos com o período pré-2003. A deterioração do crédito à PJ explica-se pela expansão do crédito às pequenas e médias empresas, e pela busca por parte das grandes empresas de formas de financiamento alternativas ao Sistema Financeiro, como o Mercado de Capitais. O crédito à Pessoa Física fechou o ano com inadimplência, acima de 90 dias, de 7,6% e o crédito à Pessoa Jurídica com 2,7%. Apesar da deterioração da carteira de crédito de recursos livres, o último trimestre do ano apresentou sinais de que a força do movimento se arrefeceu. A perspectiva para o no de 2007 é de interrupção da degradação da carteira de crédito do Sistema Financeiro como um todo, porém devendo permanecer em patamares elevados, devido à expectativa de elevação do crescimento econômico, a continuidade do crescimento da massa de rendimentos reais dos trabalhadores e da maior seletividade na concessão de crédito por parte dos bancos.

Inadimplência acima de 90 dias - % do total da Carteira

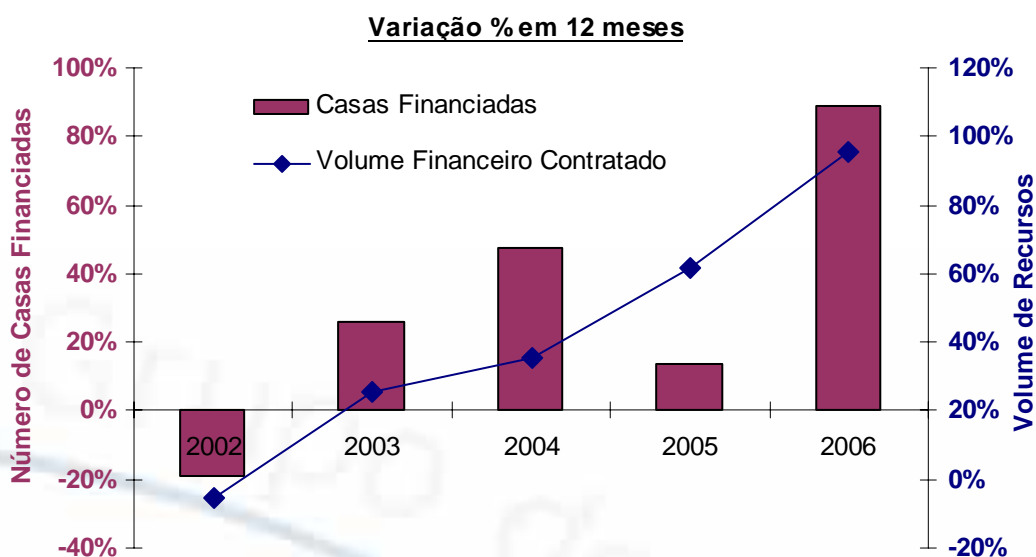


Outro ponto positivo no processo de concessão de crédito nos últimos 12 meses é a combinação de taxa de juros declinantes e dilatação do prazo das operações. O custo do crédito durante todo ano de 2006 apresentou trajetória declinante, apesar de ainda estar em níveis elevados, possibilitando a melhoria no perfil de endividamento das famílias. O custo de crédito de Pessoa Física nas operações prefixadas caiu 7,2 pontos percentuais, nos últimos 12 meses, situando-se em 52,1% em dezembro de 2006. Tal queda é resultado da diminuição de 4 pontos percentuais na taxa de captação dos bancos, que hoje se encontra em 12,5% – que segue o comportamento da Selic – e da queda de 3,2% no spread bancário de PF, que está relacionada a fatores estruturais e conjunturais, tais como: cunha tributária, inadimplência, custos administrativos, da taxa de retorno desejada pelos bancos, ambiente macroeconômico, volatilidade das taxa Selic, etc. Já o custo do crédito à Pessoa Jurídica situava-se em 26,2%, com declínio de 5,2 pontos percentuais em relação a dezembro de 2005.

Como citado anteriormente, em conjunção com a queda do custo do crédito, tivemos em 2006 a continuação da extensão do prazo dos empréstimos. Nos últimos dois anos o prazo médio do crédito à PF subiu 23%, em decorrência da expansão das operações consignadas em folha de pagamento, já o crédito à PJ obteve crescimento de 20%. A conjunção destes dois fatores, taxas de juros declinantes e prazos em processo de dilatação é fundamental por permitir uma melhor gestão e suavização do ciclo de consumo das famílias, assim como um melhor planejamento do ciclo de investimentos das unidades produtivas. Esperamos que esta melhoria na qualidade da concessão de crédito continue em 2007, certamente que em velocidade mais suave, dado que o spread das operações de crédito é bastante elevado no Brasil e o ciclo de queda da taxa Selic será mais “parcimonioso” como afirma o Banco Central em seus pronunciamentos.

Em suma, para 2007, o crédito deve continuar sua trajetória de crescimento elevado com relação ao PIB, o que nos leva a esperar uma relação Crédito/PIB próxima aos 38% para o fim do ano, acima de seu máximo histórico de 37% - fevereiro de 1995. As mudanças mais significativas devem se dar no crédito ao setor produtivo, apesar de dificilmente o crédito à Pessoa Física deixar de ser o motor do crescimento do crédito no Brasil, por sua elevada rentabilidade. Por fim, destacamos o setor de habitação que

apresentando surpreendentes taxas de crescimento em 2006 deve ser o destaque entre as modalidades de crédito em 2007, isto por consequência da maturação de uma série de medidas adotadas pelo governo com relação ao setor da construção civil. Somente em 2006 o volume de crédito contratado para financiamento habitacional via Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE – cresceu surpreendentes 95%, com crescimento de 89% do número de casas financiadas. Prevemos que o total do crédito da economia deve crescer a uma taxa próxima a 14% em 2007, isto se deve: ao maior crescimento econômico esperado para este ano, ao comprometimento com a estabilidade macroeconômica, a continuidade da elevação da massa de rendimentos reais, a maturação das medidas de incentivo à construção civil, assim como ao prolongamento dos prazos e redução dos custos de contratação do crédito, etc.



Política Fiscal

Margarida Gutierrez

Política Fiscal e Dívida Pública

A Dívida Pública Líquida como percentual do PIB encerrou o ano de 2006 em 50,0% de ter alcançado o pico em setembro de 2002 (63,6%) e se refere ao setor público consolidado, incluindo o governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central), estados e municípios e empresas estatais.

Tabela 1
Indicadores do Desempenho Fiscal
Brasil

	Pagamento de Juros (%PIB)	Resultado Nominal (%PIB)	Superávit Primário (%PIB)	Dívida Líquida/PIB dez
1999	13,2	-5,84	3,23	49,4
2000	7,9	-3,61	3,46	49,3
2001	8,8	-3,57	3,64	52,63
2002	8,52	-4,58	3,89	55,5
2003	9,59	-5,08	4,25	57,2
2004	7,25	-2,67	4,59	51,7
2005	8,13	-3,28	4,83	51,6
2006	7,66	-3,35	4,32	50

Fonte: BC

A queda da Dívida/PIB deve-se, sobretudo à redução da diferença entre a taxa de juro real que incide sobre a dívida pública (permitida pela queda da taxa de juros básica da economia (Selic) e condicionando a queda de toda a estrutura a termo da taxa de juros) e a taxa de crescimento do PIB (denominador), cuja performance estimada em 2006 é superior à de 2005.

Em termos absolutos, a variação da dívida pública pode ser decomposta em dois fatores de naturezas completamente distintas. O primeiro deles diz respeito à variação da dívida fiscal, ou seja, àquela decorrente do resultado das receitas e gastos do setor público consolidado, incluindo o pagamento do serviço da dívida, e refletida no indicador Necessidade de Financiamento Nominal. O segundo elemento de variação decorre de um ajuste patrimonial, no qual são incluídos as privatizações, como fator redutor, os esqueletos (dívidas contraídas no passado e que, a partir de 1996, passaram a ser gradativamente incorporadas ao estoque do endividamento público), e o efeito câmbio sobre o estoque da dívida que ainda não venceu (externa e interna com correção de câmbio), mas que a cada período é revalorada em reais, segundo a evolução da taxa de câmbio. O ajuste cambial sobre o estoque da dívida é, portanto por definição, transitório, enquanto que os demais elementos de variação da dívida são definitivos.

Segundo os últimos dados disponibilizados pelo Banco Central, de janeiro a dezembro de 2006, o aumento da dívida pública foi de R\$ 64,9 bilhões. O exercício fiscal, apesar de ter garantido um superávit primário de R\$ 90,1 bilhões, aumentou a dívida em R\$ 69,9 bilhões, pelo pagamento de juros (internos e externos) no valor de R\$ 160,0 bilhões. Os ajustes patrimoniais, por outro lado, reduziram a dívida em R\$ 5,0 bilhões, basicamente pelo efeito câmbio.

Tabela 2
Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida Pública
(R\$ milhões)

Fluxo em R\$ milhões	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Juros Internos	72.112	96.975	126.045	111.198	143.218	152.116
Juros Externos	14.332	17.029	19.160	17.058	13.927	7.911
Variação Cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao câmbio	19.182	76.662	-22.715	-3.335	-4.554	-2.222
Variação Cambial sobre o estoque (em reais) da dívida externa líquida	18.250	71.317	-24.884	-5.720	-15.906	-357
Esqueletos	18.465	14.286	604	6.516	3.262	-375
Privatizações	-980	-3.637	0	-753	-954	-2.049
Superávit Primário	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.144
Total	97.704	220.241	32.037	43.851	45.488	64.879

Fonte: BC

Atualmente, a dívida pública é decomposta da seguinte forma: 39,0% do PIB é dívida de natureza fiscal e 11,0% do PIB é dívida originada pelos ajustes patrimoniais, destacando-se dentre estes, o ajuste via câmbio, que corresponde a uma dívida de 10,9% do PIB. Vale notar, que como o setor público é atualmente credor em câmbio a redução/eliminação do componente cambial no estoque da dívida pública estará associada a uma depreciação da taxa de câmbio. Por último, o reconhecimento de dívidas contraídas no passado (esqueletos) representa 4,8% do PIB.

Tabela 3
Composição da Dívida Líquida do Setor Público (%PIB)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Dívida Fiscal	31,3	34	40,3	40,4	40,6	40,8	36,1	40,9	37,7	39,3	39
Dívida Patrimonial	1,9	0,4	1,4	8,3	8,1	11,8	19,4	16,3	13,9	12,3	11
*Privatizações	-0,1	-1,9	-3,2	-3,7	-5,1	-4,8	-4	-4	-3,5	-3,4	-3,2
*Esqueletos	1,9	1,7	3,3	4,2	4,6	6,2	5,8	5,8	5,4	5,3	4,8
*Câmbio	0,1	0,6	1,4	7,7	8,7	10,4	17,6	14,5	12	10,4	10,9
Dívida Total	33,3	34,4	41,7	48,7	48,8	52,6	55,5	57,2	51,7	51,6	50

Fonte: BC

Ainda em 2006, foram obtidos avanços significativos no campo do gerenciamento da dívida e de mudança no seu perfil.

Destacamos em primeiro lugar, a mudança de uma posição passiva a uma posição ativa em câmbio. Em dezembro de 2002, a dívida interna cambial representava 37,0% da

Dívida Pública Mobiliária Federal Interna. Em dezembro de 2006, o governo federal é credor em câmbio (Tabela 4).

Tomando como referência a Dívida Líquida do Setor Público, que inclui todas as esferas do setor público não financeiro (Tesouro Nacional, Banco Central, estados e municípios e respectivas empresas estatais) e que, além disso, deduz dos débitos os créditos do setor público (como as reservas internacionais e outros), o crédito líquido cambial representava em dezembro 7,2% do endividamento (Tabela 5).

Destacamos ainda um segundo aspecto positivo de mudança no perfil da dívida pública que é o aumento da proporção da dívida pré-fixada. Esta passa de 2,2 % em dezembro de 2002 para 34,3 em dezembro de 2006. Este aumento reflete, sobretudo, um ambiente macroeconômico de controle do processo inflacionário e de perspectiva de queda dos juros básicos.

Daqui para frente, é preciso dar continuidade ao atual gerenciamento da dívida pública, reduzindo a parcela dos títulos indexados à Selic, aumentando a parcela dos títulos pré fixados e alongando o perfil do endividamento.

Tabela 4
Indicadores do Perfil da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (%)

	Curto Prazo (vencimento menor que um ano)	Correção Cambial	Corrigida pela SELIC	Pré- fixada
dez/02	40,6	37	46,2	2,2
dez/03	35,3	22,1	50,1	12,5
dez/04	46,1	9,9	52,4	20,1
dez/05	41,6	1,1	53,3	27,9
dez/06	35,7	-1	38,1	34,3

Fonte: BC e Tesouro Nacional

Tabela 5
Perfil da Dívida Líquida Pública

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	57,2	51,7	51,6	50
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,4	85,5	95	106,6
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	2,3	0,6	-0,6
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61	72,7	83,2	94,4	107,2
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	14,5	5	-6,6
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	46,8	39	27,1	16,8	5,6	-7,2

Fonte: BC

Política Fiscal

O setor público consolidado obteve um superávit primário de 4,32% do PIB (R\$ 90,1 bilhões), ligeiramente acima da meta de 4,25%, porque estados e municípios e respectivas empresas estatais fizeram um esforço fiscal (superávit primário de 1,20% do PIB) acima da meta fixada (1,10% do PIB). Na verdade, foram as empresas estatais federais que não cumpriram a meta fixada de 0,85% do PIB, já que o governo central (fiscal e seguridade social) obteve um superávit primário de 2,46% do PIB enquanto a meta fixada era de 2,34% do PIB (Tabelas 6 e 7). A diferença que faltou, na prática, não significou um descumprimento da LDO de 2006 porque, na mesma, ficou autorizado que o governo federal poderia reduzir o superávit primário em até R\$ 3,0 bi (0,14% do PIB) referentes aos investimentos do Projeto Piloto de Investimento (PPI) realizados durante o ano. É a primeira vez que se usa este artifício contábil.

Em 2005, introduziu-se a possibilidade de excluir dos gastos primários os Investimentos do PPI. Esses investimentos devem ser capazes de gerar no futuro resultados positivos acima dos valores investidos e foram selecionados de acordo com os seguintes critérios: eliminar gargalos que estejam prejudicando escoamento de safra, adotar princípio da trafegabilidade da rodovia e estar concluído em um prazo de até 3 anos. Os recursos foram assim distribuídos para os 3 anos seguintes: R\$ 3,5 bi (0,15% do PIB) em 2005; R\$ 3,0 bi (0,14% do PIB) em 2006; e R\$ 4,59 bi (0,20% do PIB) em 2007 no PLDO para 2007. No entanto, em 22/01/07, o governo, encaminhou um projeto de lei ao Congresso para alterar o artigo 3º da Lei 11.439 de 29/12/06 (LDO – 2007, que dispõe sobre as diretrizes para a elaboração da LO de 2007), para aumentar os Investimentos do PPI de 0,2% do PIB para 0,5% do PIB. Essa medida permitiu a incorporação de R\$ 6,69 bilhões aos investimentos anteriormente previstos na LDO de 2007, perfazendo um total de R\$ 11,28 bilhões para este ano acomodando um conjunto de investimentos previstos no PAC (Programa de Aceleração do Crescimento).

Tabela 6
Necessidade Financiamento do Setor Público
Fluxos em 12 meses

	R\$ milhões							% PIB								
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nominal	56.284	39.806	42.789	61.614	79.030	47.144	63.641	69.883	5,84	3,61	3,57	4,58	5,08	2,67	3,28	3,35
Juros nominais	87.372	77.963	86.443	114.004	145.203	128.256	157.145	160.027	9,06	7,08	7,21	8,47	9,33	7,26	8,11	7,66
Primário	-31.087	-38.157	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.144	-3,23	-3,46	-3,64	-3,89	-4,25	-4,59	-4,83	-4,32
1. Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-22.672	-20.431	-21.980	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-51.352	-2,35	-1,86	-1,83	-2,37	-2,49	-2,97	-2,88	-2,46
2. Estatais Federais	-6.406	-10.174	-7.571	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-13.544	-0,64	-0,93	-0,63	-0,47	-0,61	-0,51	-0,68	-0,65
3. Governos Regionais	-2.105	-6.026	-10.471	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.715	-0,22	-0,55	-0,87	-0,79	-0,89	-0,99	-1,1	-0,94
4. Estatais Regionais	96	-1.526	-3.634	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-5.534	0,01	-0,13	-0,31	-0,26	-0,26	-0,13	-0,17	-0,26

Fonte: BC

(+) = déficit; (-) = superávit

Tabela 7
Resultados Primários Observados
e Metas para as diferentes esferas de setor público
2006

	Jan/dez	Meta Ano (de acordo com a 6. Reprogramação de dez/2006)
Resultado Primário Governo Central (fiscal e seguridade)	2,46	2,34
Resultado Primário estatais federais	0,65	0,81
Resultado Primário União	3,11	3,15
Resultado Primário Estados e Municípios (inclui as estatais)	1,2	1,1
Resultado Primário Consolidado	4,32	4,25

e: Ministério do Planejamento/BC

Como já temos insistido em várias ocasiões, o grande desafio da política fiscal não é apenas garantir um superávit primário alto que reduza no tempo o endividamento público, mas melhorar a qualidade do ajuste fiscal.

Desde que o ajuste fiscal foi implementado em 1999, o mesmo tem se caracterizado, de uma forma geral, por um incremento do lado das receitas e não por um corte de gastos públicos.

Considerando apenas os resultados do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central), o que se observou, na realidade, foram crescentes superávits primários acompanhados por um incremento dos gastos primários (gastos não financeiros). A única exceção foi o ano de 2003, em que o maior superávit primário foi garantido por uma compressão significativa dos gastos primários, em particular dos gastos com pessoal (que passaram de 5,68% do PIB em 2002 para 5,16% do PIB em 2003) e dos gastos com investimentos (que caíram de 0,75% do PIB para 0,41% do PIB).

Em 2006, novamente houve uma piora significativa do ajuste fiscal, pois os gastos primários aumentaram como proporção do PIB passando de 18,15 em 2005 para 19,19 em 2006, induzidos fortemente por um aumento dos gastos previdenciários e de outras despesas de custeio. As receitas do governo central também aumentaram em 2006 graças, sobretudo, aos dividendos pagos pelas empresas e bancos estatais, que subiram de R\$ 16,44 bi para R\$ 19,07 bi (Tabela 8).

O Programa de Aceleração Econômica (PAC) anunciado pelo governo em janeiro do corrente ano, do ponto de vista fiscal, propõe que:

a) os Is PPI deverão subir de 0,2% do PIB em 2006 para 0,5% do PIB em 2007 (estes gastos poderão ser descontados da meta de superávit primário do governo central);

b) os gastos primários que têm alguma regra de contenção são os salários do funcionalismo público cuja folha de pagamentos poderá ser acrescida de acordo a variação do IPCA mais 1,5% ao ano (que corresponde ao crescimento vegetativo da população) e o salário mínimo passará a ter a seguinte regra de correção de 2008 até 2011: reajuste com base no INPC dos últimos 12 meses + o crescimento real do PIB com 2 anos de defasagem;

c) a desoneração fiscal do setor produtivo ficou restrita a R\$ 6,6 bilhões em 2007, das quais R\$ 5,2 bi já estavam previstas no Projeto de Lei Orçamentária (PLO) para 2007 e apenas R\$ 1,4 bi são novidades do PAC.

Os impactos do PAC no Orçamento de 2007 estão restritos ao aumento dos investimentos públicos do PPI, e a uma desoneração fiscal de apenas R\$ 1,2 bilhão que não estava prevista no Projeto de Lei Orçamentária para 2007.

Por isso, em 2007 as perspectivas são de um resultado primário menor que em 2006 e menor que a meta fixada de 4,25% do PIB o que, no entanto, não deverá interromper a trajetória de queda da relação Dívida Pública/PIB, dadas as perspectivas de redução do juro real e de maior crescimento do PIB em 2007.

Num horizonte de tempo maior, é possível, inclusive, que o aumento dos investimentos públicos gere externalidades positivas para os investimentos privados, induzindo novas decisões de investimentos, aumentando a produtividade dos mesmos e elevando a taxa de crescimento do PIB. Assim, um pequeno acréscimo de investimentos públicos, em setores absolutamente críticos, teria impactos positivos sobre o PIB, garantindo a queda da Dívida/PIB, a despeito do menor superávit primário.

No entanto, a tendência de crescimento dos gastos públicos correntes expõe a fragilidade da atual política fiscal. Em 2008, os efeitos das regras para a correção do salário mínimo e da folha de pagamentos dos funcionários públicos federais estabelecidas no PAC já serão sentidos.

A regra para o reajuste do salário mínimo é bastante generosa e um grupo importante dos gastos correntes (cerca de 4% do PIB em 2006) está vinculado ao mesmo (Previdência, LOAS/RMV, Abono e Seguro Desemprego e uma parte das despesas de pessoal). Como para as demais despesas correntes não se criou nenhuma regra de limitação é possível que as despesas correntes como proporção do PIB continuarão a subir em 2008, de acordo com a tendência observada nos anos anteriores.

Se, no entanto, o crescimento do PIB se der a uma taxa superior a 4% ao ano (como prevê o governo), as despesas do governo central vinculadas ao salário mínimo e as despesas com pessoal poderão até se reduzir como proporção do PIB, abrindo espaço para o aumento de outras despesas, tais como investimentos.

Tabela 8
Evolução das Principais Receitas e Despesas Primárias
Governo Central (TN, BC e INSS)
% PIB

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (PLO)
Receitas Primárias Brutas	18,28	20,07	21,5	21,34	22,56	23,78	22,92	23,75	25,21	26,01	26,24
Impostos	7,18	7,92	8,33	7,91	8,12	8,76	8,07	7,97	8,6	8,75	n.d.
Contribuições	5,15	4,96	6,21	7,07	7,42	8,26	8,34	9,11	9,37	9,3	n.d.
Demais	1,26	2,6	2,47	1,96	2,3	2,09	2,06	2,08	2,29	2,61	n.d.
1.1.2 (-) Restituições	-0,32	-0,39	-0,48	-0,61	-0,51	-0,63	-0,8	-0,78	-0,72	-0,64	n.d.
1.1.3 (-) Incentivos Fiscais	-0,09	-0,08	-0,08	-0,09	-0,02	-0,02	-0,01	0	0	0	n.d.
1.2 Receitas da Previdência	5,08	5,06	5,04	5,08	5,21	5,28	5,19	5,31	5,6	5,92	n.d.
1.3 Receitas do BC	-	-	0,01	0,04	0,03	0,03	0,06	0,07	0,07	0,68	n.d.
2. Transferências a Estados e Municípios	2,87	3,12	3,58	3,66	3,84	4,17	3,87	3,82	4,33	4,44	4,6
3. Receita Líquida (1-2)	15,39	16,95	17,92	17,69	18,72	19,61	19,05	19,93	20,87	21,57	21,64
4. Despesas Primárias	15,11	16,11	15,85	15,78	16,91	17,25	16,52	17,13	18,15	19,19	19,39
4.1 Pessoal e Encargos	4,61	4,89	4,89	4,89	5,21	5,28	4,87	4,74	4,76	5,03	5,13
4.2 Pagamentos Previdenciários	5,4	5,84	6,01	5,97	6,28	6,54	6,88	7,12	7,54	7,93	7,89
INSS											
4.3 Custeio e Capital	5,1	5,38	4,85	4,83	5,32	5,34	4,66	5,16	5,74	6,11	6,37
Saúde		1,32	1,47	1,47	1,53	1,53	1,45	1,52	1,61	1,6	1,62
Investimentos		0,91	0,71	0,92	1,22	0,75	0,41	0,51	0,52	0,76	0,77
5. Resultado Primário do Governo Central (3-4)	0,21	0,83	2,07	1,91	1,81	2,36	2,52	2,79	2,73	2,38	
Ajuste Metodológico	0	0	0	0	0	0	0	0,12	0,12	0,12	
Discrepância estatística	-0,54	-0,28	0,26	-0,05	0,02	0,02	-0,04	0,05	0,03	-0,04	
Resultado Primário	-0,33	0,55	2,33	1,86	1,83	2,37	2,49	2,97	2,88	2,46	2,45

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

Setor Externo

Cecília Hoff

Taxa de câmbio testa novos limites em janeiro

De agosto a dezembro de 2006 a taxa de câmbio se manteve relativamente estável, em torno de R\$ 2,16/US\$, com intervenções maiores ou menores do Banco Central, dependendo da magnitude do fluxo cambial e da disposição dos bancos em manter suas posições compradas ou vendidas. Como mostra a tabela 1 abaixo, em agosto, por exemplo, o Banco Central adquiriu um montante expressivo de dólares (US\$ 4,6 bilhões), apesar do fluxo cambial relativamente reduzido (US\$ 1,3 bilhão), em função da mudança nas expectativas dos bancos, que reverteram suas posições compradas para vendidas em US\$ 2,8 bilhões. Neste mês, se o Banco Central não comprasse mais do que o fluxo cambial excedente, o ajuste das expectativas seria feito através da taxa de câmbio, que cairia. Em setembro, no entanto, esta estratégia não foi necessária. Apesar do forte fluxo de moeda estrangeira (US\$ 5,1 bilhões), os bancos absorveram grande parte do excedente cambial sem exigir para isso uma taxa de câmbio mais baixa, de modo que o Banco Central pôde reduzir sensivelmente o volume de compras (para US\$ 1,5 bilhão), situação que se repetiu em novembro. Já em dezembro o Banco Central manteve o ritmo de compras de novembro, a despeito do fluxo cambial negativo, para absorver uma brusca mudança nas posições dos bancos. Ou seja, ao que tudo indica, no segundo semestre do ano passado o Banco Central interveio, com relativo sucesso, na medida suficiente e exata para evitar uma apreciação maior do real.

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

	Segmento Comercial (a)	Segmento Financeiro (b)	Saldo (a)+(b)	Var. na Posição dos Bancos ⁽¹⁾	Compras do BC	Swaps Reversos	Taxa de Câmbio Nominal
jul/06	4,8	-2,3	2,5	-2,6	4,4	-0,8	2,19
ago/06	3,8	-2,5	1,3	-2,8	4,6	-1,5	2,16
set/06	5,5	-0,4	5,1	3,4	1,5	-1,6	2,17
out/06	2,7	0,5	3,2	-1,7	4,3	-0,9	2,15
nov/06	5,1	0,4	5,5	3,6	2,6	-1,3	2,16
dez/06	7,8	-11,3	-3,5	-6,3	2,4	-1,0	2,15
jan/07	10,1	-6,3	3,8	-1,4	5,1 ^E	-	2,14

⁽¹⁾ Variação positiva significa aumento da posição comprada.

^E Estimativa.

Fonte: Banco Central do Brasil.

Em janeiro, no entanto, a taxa de câmbio voltou a mostrar uma tendência persistente de apreciação – a média ficou em R\$ 2,14/US\$ e no final do mês e início de fevereiro atingiu valores inferiores a R\$ 2,10/US\$. O que aconteceu neste mês, para a taxa de câmbio voltar a “derreter” e testar valores que no mês anterior pareciam improváveis? Certamente não foi a ausência do Banco Central, que, estima-se, absorveu em torno de US\$ 5,1 bilhões do mercado de câmbio. A rigor, a mudança de trajetória da taxa de

câmbio em janeiro pode ser atribuída a um fator conjuntural e a uma correção de expectativas. O fator conjuntural está associado ao forte ingresso de dólares do câmbio contratado para exportações e pequena queda da demanda por dólares para importações, o que provocou um fluxo comercial positivo acima da média – e superior aos fluxos de comércio. Se este movimento refletiu a concentração de ingressos em janeiro, o aumento do fluxo comercial é apenas conjuntural e tende a se normalizar nos próximos meses. Por outro lado, a confirmação da perspectiva de parcimônia do Banco Central na redução da taxa Selic ao longo de 2007, somada à estabilidade esperada para os juros americanos e à queda mais recente do risco-país, deu novo horizonte às operações de arbitragem entre juros domésticos e externos e reforçou a reversão de expectativas que já vinha ocorrendo desde dezembro, quando ficou claro que o cenário para o fluxo cambial em 2007 seria muito positivo. Neste caso, como o Banco Central absorveu o fluxo comercial, mas não bancou todo o aumento de posições vendidas desejado pelos bancos (possivelmente em função do custo financeiro das mesmas), parte do ajuste se deu na taxa de câmbio.

Dado o acontecido janeiro, quais são as perspectivas para a taxa de câmbio ao longo do ano? No segmento comercial, apesar do crescimento das exportações estar concentrado em aumentos de preços e das importações estarem crescendo vigorosamente, as perspectivas para o saldo comercial este ano ainda são bastante favoráveis. De fato, a possibilidade cada vez mais clara de desaceleração suave da economia americana mantém boas as perspectivas para o crescimento do comércio mundial (em torno de 7% em volume), e, portanto, para os preços e exportações de commodities, o que deve sustentar um fluxo comercial positivo e elevado ao longo do ano. Da mesma forma, apesar da redução esperada para a taxa Selic, as boas condições de liquidez no mercado internacional devem manter o risco-país num nível baixo, de modo que o diferencial de entre juros externos e internos ainda deve permanecer favorável, indicando um bom fluxo também no lado financeiro. Se estas expectativas se confirmarem, a taxa de câmbio somente poderá se depreciar e voltar para o mesmo nível vigente no segundo semestre do ano passado se, frente à normalização do fluxo comercial esperada para os próximos meses, o Banco Central manter o volume de compras de janeiro. Por outro lado, se o Banco Central aceitar este novo patamar para a taxa de câmbio, podemos esperar uma redução do volume de compras vis-à-vis a estabilização dos fluxos no segmento comercial, e uma estabilização da taxa de câmbio em torno de R\$ 2,10/US\$.

A possibilidade de uma apreciação maior da taxa de câmbio (ou de uma depreciação não intencional), está associada, por sua vez, a mudanças não antecipadas no mercado de câmbio. A taxa de câmbio poderá se apreciar ainda mais se o Banco Central aumentar a parcimônia na redução da taxa Selic, se o risco-país cair mais, se a balança comercial, mais uma vez, surpreender positivamente, se o Fed reduzir a taxa de juros antes do esperado. Uma mudança neste sentido em qualquer destas variáveis pode induzir um novo ajuste nas expectativas, a partir do qual a taxa de câmbio migraria para um patamar mais baixo. É claro que o Banco Central poderia evitar este ajuste aumentando o volume de compras, mas, dado que o custo fiscal das intervenções é elevado, parece pouco provável que a autoridade monetária esteja disposta a sustentar compras elevadas por meses consecutivos. Por outro lado, pode-se esperar uma depreciação se o Banco Central intensificar a redução da taxa de juros, se as condições internacionais de liquidez piorarem e provocarem um aumento do risco-país, se a balança comercial começar a se deteriorar rapidamente – provavelmente em função de uma redução nos preços das commodities – se o Fed voltar a aumentar a taxa de juros. Uma mudança

neste sentido em qualquer destas variáveis, levaria, de forma análoga ao anteriormente descrito, a um ajuste nas expectativas e à migração da taxa de câmbio para um patamar mais elevado. De todo modo, no cenário atual, os fatores que podem provocar uma nova apreciação da taxa de câmbio ainda parecem mais prováveis, o que implica que, na ausência de surpresas, teremos que conviver com uma taxa de câmbio inferior a R\$ 2,16/US\$ ao longo do ano.