

Economia & Conjuntura

Apresentação

Antonio Licha

O Panorama Macroeconômico destaca o cenário básico do Grupo de Conjuntura para 2006. Nele estima-se que o PIB tenha crescido cerca de 1% no quarto trimestre de 2005 em relação ao trimestre anterior e que manterá um ritmo de crescimento entre 4,5% e 5%, em termos anualizados, ao longo dos quatro trimestres de 2006. O crescimento ponta a ponta neste ano seria, portanto, expressivo e coerente com observado em períodos anteriores de redução da taxa Selic, mas ficaria um pouco abaixo do que se verificou no último período de redução da taxa Selic (de junho de 2003 a agosto de 2004) devido, sobretudo, ao menor crescimento esperado para as exportações e para o investimento. Assim, mesmo com o bom desempenho previsto para o PIB ao longo deste ano, o crescimento em 2006 não deverá ser elevado, já que será afetado negativamente pelo baixo carry-over de 2005 para 2006.

A seção de Indústria mostra que a indústria cresceu em novembro de 2005 pelo segundo mês consecutivo, mas, mesmo assim, os resultados recentes continuam pouco animadores. Para os próximos meses, dezembro de 2005 e início de 2006, o mais provável é que se mantenha esse movimento de leve recuperação da produção industrial.

A seção Investimento indaga sobre o comportamento do investimento em 2006. A análise conclui que as condições para que o investimento tenha um bom ano estão em grande parte presente, portanto, salvo acidentes de percurso como uma alta inesperada da taxa de juros ou turbulências externas, o Brasil vivenciará um ano onde a taxa de investimento em valores constantes aumentará.

A seção Inflação destaca que na prática, o que vem pressionando os preços no atacado são os preços das commodities metálicas e dos derivados de petróleo. As cotações desse commodities no mercado internacionais subiram desde dezembro de 2005 26% em dólares e 28,5% em reais. Este é um determinantes para nossa revisão da taxa de inflação do IPCA em 2006 para 4,85%.

A seção Crédito analisa o acontecido com o crédito a Pessoas Físicas em 2005. As evidências não são suficientes para se afirmar que o ciclo de crédito nesta modalidade está se esgotando, porém podem indicar que a expansão se dará, de agora em diante, de uma forma mais moderada.

A seção Política Fiscal destaca que em 2005 novamente houve uma piora significativa do ajuste fiscal, pois os gastos primários aumentaram como proporção do PIB, induzidos fortemente por um aumento dos gastos pagamentos previdenciários e de outras despesas de custeio, e os investimentos (incluídos nas despesas primárias) caíram. A seção conclui que, para os próximos anos, o grande desafio da política fiscal é garantir superávits primários com cortes de gastos correntes, abrindo espaço para a recuperação

dos investimentos típicos de governo (infraestrutura básica) e para aqueles gastos que, inevitavelmente, são prioritários (saúde e educação).

Na seção Setor Externo destaca que uma queda na demanda externa e nos preços internacionais das exportações, somada ou não a uma retomada da atividade doméstica, pode comprometer seriamente o saldo comercial alcançado até agora.

Na seção Coppead, analisa o que a parceria entre empresa e universidade pode trazer para o estudo do comportamento do consumidor. Conclui que esse tipo de parceria parece ser fundamental para que se formem profissionais e se desenvolvam pesquisas que, mais do que reproduzir o que se tem discutido fora do país, consigam pensar a realidade do nosso país e as particularidades do consumidor brasileiro.



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
- Eduardo Bastian – eduardobastian@yahoo.com.br
- Margarida Gutierrez – margarida@ie.ufrj.br
- Paulo Gonzaga – conjuntura@ie.ufrj.br
- Rafael Barroso – rcbarroso@gmail.com
- Silvio Salles – conjuntura@ie.ufrj.br

Estagiários

- Érique Fernandes Pereira de Moraes
- Marianna Fernandes de Souza Costa
- Rebeca Pio

Contato

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

Índice

	Página
Panorama Macroeconômico	7
Projeções do Grupo de Conjuntura	14
Nível de Atividade Industrial	15
Investimento	18
Inflação	22
Crédito	28
Política Fiscal	31
Setor Externo	38
Seção COPPEAD	41

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

As primeiras semanas de 2006 vêm sendo marcadas por uma nova onda de otimismo dos mercados em relação à economia brasileira, como atestam os indicadores de confiança da tabela 1. O risco Brasil vem registrando novos mínimos históricos e os juros longos (swap pré x DI de 1 ano) voltaram para perto dos seus níveis nos primeiros meses de 2004 (período em que a economia brasileira vinha crescendo vigorosamente). Ao mesmo tempo, mesmo com o recuo das taxas de juros longas, a taxa de câmbio continua tendo um forte viés de queda, só contrabalançado por pesadas intervenções do Banco Central nos mercados à vista e futuro de dólar. Estas intervenções do Banco Central, se, por um lado, possuem um custo fiscal elevado e têm sido capazes apenas de evitar uma apreciação cambial ainda maior, por outro lado, acabaram virtualmente eliminando a dívida pública atrelada ao dólar. E a eliminação da dívida pública indexada ao câmbio representa, sem dúvida, um resultado muito importante, por diminuir consideravelmente os riscos do país voltar a se defrontar com crises cambiais como as que, por diversas vezes, enfrentou desde 1995, e levaram a interrupções do crescimento. Nas crises mais recentes, o forte impacto da desvalorização cambial sobre a dívida pública acabou sendo um fator poderoso de potencialização das crises de confiança na economia brasileira. E é este elo entre crises cambiais e situação fiscal que está sendo cortado pela zeragem da dívida pública atrelada ao câmbio, o que tornará a economia bem menos vulnerável a crises como as ocorridas nos últimos anos.

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 1 ano PréxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante ⁽³⁾	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
13/set/2005 ⁽²⁾	391	272	43,75	2,33	17,85	12,48	4,13	61,61
18/out/2005 ⁽²⁾	379	268	41,42	2,24	17,89	12,59	4,47	59,28
22/nov/2005 ⁽²⁾	348	245	42,04	2,25	17,02	11,82	4,43	56,41
13/dez/2005 ⁽²⁾	308	241	27,80	2,26	16,54	11,53	4,52	59,52
17/jan/2005 ⁽²⁾	294	237	24,05	2,29	15,94	10,84	4,33	64,90
27/jan/06	259	212	28,16	2,22	15,84	10,78	4,51	66,24

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

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

O principal destaque negativo da conjuntura continua sendo a evolução da atividade econômica. O desempenho frustrante da indústria em novembro levou a novas revisões para baixo do crescimento do PIB em 2005, que deverá ficar pouco acima de 2%. E as projeções do mercado e do Grupo de Conjuntura para 2006 são de um desempenho melhor, mas ainda modesto: uma taxa de crescimento de 3,5%. Assim, o governo atual deverá se encerrar com um crescimento médio do PIB nos seus quatro anos abaixo de

3% (de 2,8%, se o crescimento do PIB for de 2,2% em 2005 e de 3,5% em 2006, como projeta o Grupo de Conjuntura), taxa não muito diferente dos 2,3% aa de crescimento médio nos oito anos do governo FHC. A que atribuir este mau desempenho desde 1995? Para uma corrente de analistas, a razão principal disso seria o baixo crescimento do produto potencial ao longo deste período. Taxas de crescimento mais elevadas esbarrariam em restrições de oferta, gerando pressões inflacionárias e elevação da taxa de juros. E isto acabaria impedindo, nas condições atuais, a economia de crescer de forma sustentável a taxas acima de 3/3,5% aa. Segundo esta interpretação, uma evidência recente disto teria sido o aumento da inflação no segundo semestre de 2004 e primeiro semestre de 2005, após o crescimento do PIB de quase 5% em 2004, que acabou levando ao aumento da taxa Selic e à forte desaceleração do crescimento em 2005. Inegavelmente, o aumento do seu produto potencial é um requisito indispensável para que a economia brasileira possa crescer a taxas elevadas (de 5% ou mais) nos próximos anos, e criar condições para isto constitui hoje o principal desafio da política econômica. Mas atribuir o baixo crescimento de 1995 para cá, e mesmo especificamente o de 2005, a restrições de oferta, e considerar que por esta razão a economia não poderá crescer mais de 3/3,5% no futuro próximo (2006/2007), parece um completo equívoco.

O crescimento médio modesto desde 1995 decorreu basicamente de interrupções periódicas dos ciclos de expansão da economia diretamente associadas a reversões na trajetória da taxa de juros, e estas praticamente nada tiveram a ver com pressões inflacionárias provenientes de limitações da capacidade produtiva. Antes de 2004, todos os episódios de elevação da taxa de juros (e interrupções do crescimento) ocorreram em meio a crises de confiança, que levaram à disparada do risco-Brasil, à perda brusca do financiamento externo e a fortes pressões no mercado cambial. Apenas na experiência mais recente - segundo semestre de 2004 e primeiro semestre de 2005 - é que, pela primeira vez, o aumento da taxa Selic (e da inflação) se deu num contexto diferente, de queda do risco Brasil e apreciação cambial. Mas tampouco desta vez restrições de oferta constituíram o cerne das dificuldades encontradas para o controle da inflação.

O determinante básico da alta da inflação em 2004/2005 foi um choque de oferta (alta dos preços das commodities metálicas e do petróleo) que fez com que o IPA industrial subisse de cerca de 5% nos primeiros meses de 2004 para 20% no final desse ano (no acumulado de 12 meses) - uma elevação brusca da inflação típica de choques de oferta e não de pressões inflacionárias de demanda, que tenderiam a produzir uma elevação mais gradual dos preços. É verdade que o grau de utilização de capacidade na indústria havia subido rapidamente em 2004 e que os aumentos de preços (provenientes originalmente do choque de oferta) acabaram se difundindo, como os núcleos de inflação mostraram. Mas não há evidências de que o aquecimento da demanda (descompasso entre expansão da demanda e da oferta) tenha desempenhado um papel decisivo neste processo de difusão da alta de preços e na resistência à queda da inflação. A evolução da atividade econômica do final de 2004 até o final de 2005 parece mais compatível com outra interpretação: o aumento da inflação impulsionado pelo choque de oferta afetou as expectativas inflacionárias e levou a aumentos de preços, que acabaram encontrando sustentação do lado da demanda. Ou seja, mesmo com juros extremamente elevados, a política monetária não conseguiu barrar o aumento da demanda nominal por bens e serviços, que sancionou os aumentos de preços praticados, ainda que a demanda, em termos reais, tenha permanecido relativamente contida. Assim, a resistência da inflação que levou à alta da taxa Selic e à forte desaceleração do crescimento em 2005 parece muito mais associada ao comportamento das expectativas inflacionárias (após o choque de oferta que fez a inflação subir) e a baixa eficácia da política monetária para conter a

demanda nominal, do que a pressões inflacionárias de demanda em meio a limitações da capacidade produtiva.

Outro aspecto importante da relação entre atividade econômica e taxa de juros ao longo dos últimos anos é que, em períodos de queda da taxa Selic, a economia sempre cresceu a taxas significativas, a despeito de, mesmo nestes períodos, a taxa Selic ter permanecido em níveis muito altos. De 1995 para cá, houve três períodos de redução/estabilidade da taxa Selic com duração superior a um ano: i) de maio de 95 a outubro de 97; ii) de março de 99 a fevereiro de 01; iii) de junho de 03 a agosto de 04. Como se percebe na tabela 2, em todos estes períodos - considerando-se dentro destes os subperíodos que vão do início da retomada do crescimento até o último mês antes da nova elevação da taxa Selic - o PIB e a indústria geral tiveram um desempenho bastante razoável. Em particular, nos dois períodos mais recentes de queda da taxa Selic - mar99/fev01 e jun03/ago04 -, a resposta da atividade econômica à redução da taxa de juros foi bem expressiva: crescimento médio anualizado do PIB de, respectivamente, 4,6% e 5,2% (e de 8,5% e 11,3%, no caso da indústria geral)

Tabela 2: Desempenho da Indústria Geral e PIB nos Períodos de Queda da Taxa Selic*

Período de Queda da Taxa Selic ⁽¹⁾	Indústria Geral		PIB	
	Crescimento Médio no Período (em % a.a) ⁽²⁾	Créscimento nos Primeiros 4 Trimestres após o Início da Retomada	Crescimento Médio no Período (em % a.a)	Créscimento nos Primeiros 4 Trimestres após o Início da Retomada ⁽³⁾
1) Mai/95 a Out/97 (de 85,47% para 19,93%)	6,2	7,8	3,7	6,3
2) Mar/99 a Fev/01 (de 45,0% para 15,25%)	8,4	9,7	4,6	5,3
3) Jun/03 a Ago/04 (de 26,5% para 16%)	11,3	10,9	5,2	5,1

Fonte: IBGE

Nota: (1)Períodos de queda/estabilidade da taxa Selic com duração superior a um ano. Taxas Selic utilizadas: até fev/99, taxa mensal efetiva anualizada; de mar/99 para cá, taxa Selic meta

(2)Crescimento da produção industrial (média móvel trimestral) do início da retomada até o último mês do período indicado. Períodos considerados: de out 95 a out 97; de fev 99 a fev 01; de jul 03 a ago 04

(3)Crescimento do PIB trimestral do início da retomada até o trimestre que inclui o último mês do período indicado. Períodos considerados: do 3º tri 95 ao 4º tri 97; do 1º tri 99 ao 1º tri 01; do 2º tri 03 ao 3º tri 04.

*Com base nas séries do PIB trimestral e produção industrial em médias móveis trimestrais dessazonalizadas, exceto no caso das taxas de crescimento em relação aos mesmos trimestres de anos anteriores (calculadas pelas séries sem ajuste sazonal).

Assim, o baixo crescimento médio do PIB e da indústria de 1995 para cá deveu-se exclusivamente ao mau desempenho da economia nos períodos de elevação da taxa Selic. E, conforme se argumentou anteriormente, as reversões na trajetória da taxa Selic, que interromperam por diversas vezes o crescimento, não decorreram de pressões inflacionárias provenientes de restrições de oferta. Portanto, atribuir o crescimento modesto do PIB nos últimos anos ao baixo crescimento do produto potencial parece inteiramente inadequado. Por sua vez, como em períodos de queda da taxa Selic o crescimento tem sido bem satisfatório, à luz da experiência passada, as perspectivas para a atividade econômica no futuro próximo são favoráveis. Ao que tudo indica, o período de queda da taxa Selic iniciado em setembro de 2005 deverá se estender por um bom tempo. Caso isto se confirme, o crescimento ponta a ponta do PIB e da indústria em 2006 deverá ser expressivo, o que evidenciaria, mais uma vez, a forte sensibilidade da atividade econômica à trajetória da taxa de juros.

Embora a atividade econômica deva crescer a um bom ritmo em 2006, os indicadores mais recentes do nível de atividade (produção industrial e vendas do comércio varejista),

referentes ao mês de novembro, ainda mostraram uma retomada lenta (e abaixo do esperado) do crescimento. A produção industrial - o indicador do nível de atividade mais importante depois do PIB - cresceu 0,6% em novembro relativamente ao mês anterior, mas ainda permaneceu abaixo do nível de agosto. Assim, em médias móveis trimestrais, a produção industrial voltou a cair em novembro, como evidencia a tabela 3.

Tabela3: Produção Industrial e Vendas do Comércio Varejista

	Índices Dessazonalizados - Base: 2ºTri/05=100				Var % em Relação a Igual	
	Média Móvel Trimestral		Mensal		Período do Ano Anterior	
	set/05	nov/05	set/05	nov/05	Jan-Nov/05	Set-Nov/05
I) Indústria Geral	99,3	98,4	98,1	98,9	3,1	0,3
Bens Intermediários	99,2	98,9	98,8	99,1	1,0	-0,6
Bens de Capital	100,3	100,0	102,1	99,9	3,3	4,3
Bens de Consumo	98,8	96,7	95,8	97,3	6,1	1,0
Duráveis	95,6	90,0	88,8	90,0	11,2	1,0
Não-Duráveis	99,4	97,8	97,3	98,3	4,7	1,0
II) Vendas do Comércio Varejista	101,1	101,1	100,9	101,3	4,8	4,6

Fonte: IBGE

Desagregada por categoria de uso, o destaque negativo da produção industrial (média móvel trimestral) do segundo trimestre de 2005 para cá foi a queda de 3,3% na produção de bens de consumo (e de 10% na produção de duráveis). Neste mesmo período, porém, as vendas do comércio subiram ligeiramente, sugerindo que parte da queda da produção de bens de consumo decorreu de um ajuste de estoques. Note-se, na tabela 3, que no acumulado do ano até novembro, a taxa de crescimento da produção de bens de consumo continua acima da das vendas do comércio varejista (respectivamente, 6,1% e 4,8%). Contudo, esta diferença vem se estreitando rapidamente nos últimos meses. E com o ajuste de estoques já realizado pela indústria, é de se esperar que, nos próximos meses, a produção industrial de bens de consumo e as vendas do comércio voltem a evoluir na mesma direção, ambas subindo apoiadas na expansão em curso da massa salarial e do crédito para pessoas físicas (tabela 4), e no aumento da confiança dos consumidores.

Tabela 4: Indicadores Diversos do Nível de atividade

	Índices Reais de Médias Móveis			Variação % em relação a igual	
	Trimestrais - Base: 2ºtri/05=100			período do Ano Anterior	
	set/05	nov/05	dez/05	jan-dez/05	out-dez/05
Massa Salarial Habitualmente Recebida	104,5	104,5	105,1	5,0	5,4
Volume de Crédito para Pessoas Físicas ⁽¹⁾	107,6	112,2	114,1	32,2	30,4
M1(média dos saldos diários) ^{(1) (2)}	100,3	100,2	101,4	6,9	3,7
Importações de Bens Intermediários (quantum) ⁽²⁾	101,9	101,2	106,7	6,0	3,3
Exportação de Bens Manufaturados (quantum) ⁽²⁾	101,5	99,6	100,1	11,0	1,7

Fonte: IBGE, Banco Central e FUNCEX

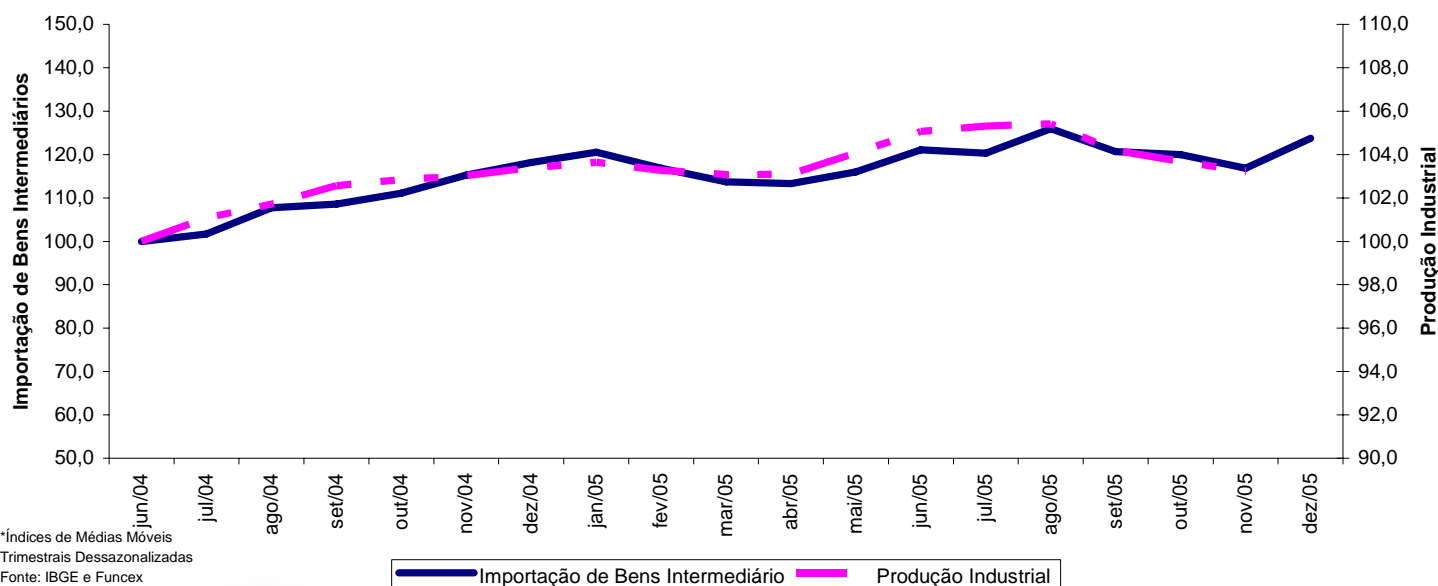
Nota: (1) Dados deflacionados pelo IPCA

(2) Dados Dessazonalizados

Dois indicadores da tabela 4 que apontam para uma expansão mais firme da atividade econômica a partir de dezembro de 2005 são as importações de bens intermediários (quantum) e o M1. Como se percebe nos gráficos 1 e 2, estas variáveis vêm se mostrando estreitamente correlacionadas com a produção industrial (tomada como proxy da atividade econômica), e a evolução recente de ambas (médias móveis

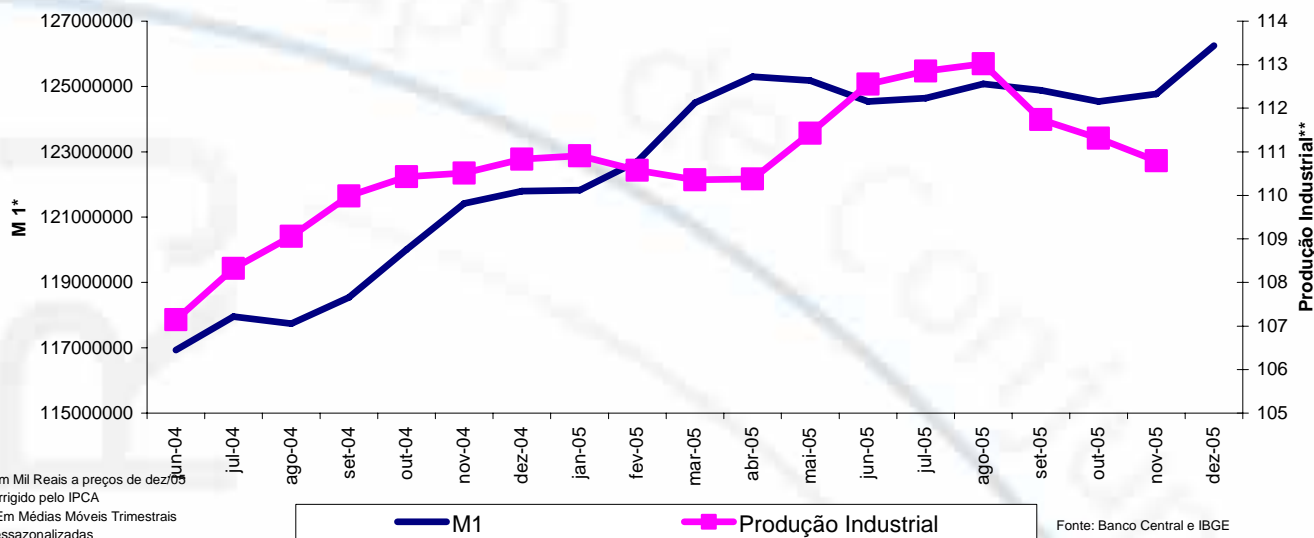
trimestrais dessazonalizadas) sugere que a produção industrial deverá apresentar um desempenho melhor no futuro próximo.

Gráfico 1: Produção Industrial x Importação de Bens Intermediários*



*Índices de Médias Móveis Trimestrais Dessazonalizadas
Fonte: IBGE e Funcex

Gráfico 2: Evolução do M1 e da Produção Industrial



*Em Mil Reais a preços de dezembro corrigido pelo IPCA
**Em Médias Móveis Trimestrais Dessazonalizadas

Fonte: Banco Central e IBGE

Devido ao estímulo às importações representado pela apreciação cambial ocorrida desde 2004, as trajetórias das importações de bens intermediários e da produção industrial poderiam estar se descolando, com o que o comportamento destas importações deixaria de ser um indicador relevante da evolução do nível de atividade. Mas pelo menos até novembro isto não ocorreu, como mostra claramente o gráfico 1. Sendo assim, até prova em contrário, a forte elevação do quantum importado de bens intermediários no final de 2005 pode, sim, ser tomada como sinal de um comportamento mais favorável da indústria em breve. Com base no quantum importado de bens intermediários e em indicadores coincidentes como a produção de veículos, expedição de papelão ondulado e

fluxo de veículos pesados em rodovias, o Grupo de Conjuntura estima um crescimento expressivo da indústria em dezembro (em torno de 2% relativamente ao mês anterior).

Ainda em relação à evolução da atividade econômica, outro indicador relevante vem sendo o M1 (deflacionado pelo IPCA e dessazonalizado) já que, desde meados de 2004, esta variável tem acompanhado, grosso modo, o nível de atividade (produção industrial), como evidencia o gráfico 2. A razoável convergência entre as trajetórias do M1 e do nível de atividade indica que a demanda real por moeda não tem sofrido alterações muito significativas desde 2004 - o que, aliás, é coerente com a relativa estabilidade de inflação neste período (de meados de 2004 para cá, o IPCA acumulado em 12 meses permaneceu dentro de uma faixa razoavelmente estreita, entre 5,5% e 8,0%) e com a permanência da taxa de juros em nível elevado. Não havendo mudanças maiores na demanda por moeda, a discrepância recente entre as trajetórias do M1 e da produção industrial, apresentada no gráfico 2, tenderá a ser transitória: a estabilidade do M1 nos últimos meses seguida de sua expansão em dezembro deverá ser acompanhada em breve por uma reversão da trajetória de queda da produção industrial observada desde agosto.

O indicador negativo da tabela 4 sobre a evolução da produção industrial é o comportamento das exportações de manufaturados (quantum). Embora estas exportações tenham tido um bom desempenho em 2005 (crescimento de 11%), este resultado positivo deveu-se basicamente ao carry-over do ano anterior, já que ao longo de 2005 o quantum exportado de manufaturados praticamente não cresceu (expansão de apenas 1,7% entre os quartos trimestres de 2004 e de 2005). Além disso, como evidencia a tabela 4, nos últimos meses estas exportações (médias móveis trimestrais dessazonalizadas) vêm permanecendo virtualmente estagnadas. Caso, como parece provável, este mau desempenho já seja reflexo da apreciação cambial, a tendência é que o quantum exportado de manufaturados tenha um crescimento modesto em 2006. E isto afetaria negativamente o desempenho da indústria neste ano, já que estimativas recentes indicam que as exportações representam atualmente cerca de 25% da produção industrial. Ainda assim, como as perspectivas para o mercado interno são favoráveis - impacto positivo da redução da taxa de juros sobre a confiança dos empresários e dos consumidores aliado à continuidade da expansão da massa salarial e do crédito -, espera-se um bom desempenho da indústria em 2006.

No cenário básico do Grupo de Conjuntura, estima-se que o PIB tenha crescido cerca de 1% no quarto trimestre de 2005 (relativamente ao trimestre anterior) e que manterá um ritmo de crescimento entre 4,5% e 5%, em termos anualizados, ao longo dos quatro trimestres de 2006. O crescimento ponta a ponta neste ano seria, portanto, expressivo, tal como observado em períodos anteriores de redução da taxa Selic. Mas ficaria um pouco abaixo do que se verificou no último período de redução da taxa Selic (de junho de 2003 a agosto de 2004) - quando a taxa média anualizada de crescimento em cinco trimestres, do segundo trimestre de 2003 ao terceiro trimestre de 2004, foi de 5,2% - devido, sobretudo, ao menor crescimento esperado desta vez para as exportações e para o investimento. De todo modo, mesmo com o bom desempenho previsto para o PIB ao longo deste ano, o crescimento em 2006 não deverá ser elevado (3,5% na projeção do Grupo de Conjuntura), devido ao baixo carry-over de 2005 para 2006.

A variável-chave para a concretização do cenário esperado de crescimento ponta a ponta expressivo do PIB em 2006 será a trajetória da taxa Selic. Como as expectativas

inflacionárias encontram-se alinhadas com a meta de inflação de 4,5%, a taxa de câmbio deverá permanecer razoavelmente estável durante o ano, e não se espera que o crescimento se defronte com restrições de oferta que gerem, por esta via, pressões inflacionárias relevantes, o cenário parece favorável para uma boa queda da taxa Selic ao longo do ano. A expectativa do Grupo de Conjuntura é que a taxa Selic chegue a dezembro em 14,5% (inferior, portanto, à taxa Selic nominal mais baixa até hoje fixada pelo Banco Central, de 15,25%, no início de 2001). Esta queda significativa da taxa Selic é a premissa maior do nosso cenário básico para o crescimento do PIB neste ano.

Os principais riscos para este cenário benigno de queda da taxa Selic e bom ritmo de crescimento do PIB ao longo do ano parecem ser os seguintes: i) um comportamento bem pior do que o esperado da inflação (devido, por exemplo, a um aumento dos preços das commodities no mercado internacional), que leve o Banco Central a interromper o processo de redução da taxa Selic e/ou a aceitar uma apreciação cambial ainda maior (para favorecer o controle da inflação), gerando dúvidas sobre o desempenho das contas externas no futuro; ii) um crescimento das exportações muito abaixo do que vem sendo previsto, afetando negativamente o crescimento do PIB neste ano, e alimentando incertezas sobre a trajetória das contas externas, da taxa de câmbio e da inflação no futuro; iii) temor de uma guinada populista da política econômica no futuro governo (descompromisso em relação aos objetivos de redução da relação dívida pública/PIB e de cumprimento das metas de inflação); iv) mudança significativa do cenário externo, com redução acentuada da liquidez internacional para as economias emergentes. Nestas hipóteses, tenderia a haver uma piora significativa das expectativas, com reflexos negativos sobre as taxas de juros longas, a confiança dos empresários e consumidores e o crescimento do PIB neste ano.

Projeções do Grupo de Conjuntura

	2006	
	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	4,60	4,80
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,50	3,50
Saldo Comercial (US\$ bi)	39,00	42,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	8,00	10,50
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	2,39	2,30
Média do Ano	2,33	2,29
Taxa Selic		
Acumulada no ano	15,00	15,80
Final do Ano	15,80	14,50

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

*Segundo levantamento do BC junto ao mercado divulgado em 27/01/2006 (Relatório de Mercado).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

A indústria avança muito pouco em novembro

A indústria cresceu (0,6%) em novembro pelo segundo mês consecutivo, mas, mesmo assim, os resultados recentes continuam pouco animadores. Novamente o desempenho industrial surpreendeu (negativamente) os analistas, a média das estimativas do mercado apontava para uma taxa que seria o dobro da que se verificou. No confronto novembro/outubro na série com ajustamento sazonal, a maioria das categorias de uso registra crescimento – bens de capital (2,2%), bens semiduráveis e não duráveis (0,5%) e bens intermediários (0,2%). Vide tabela 1.

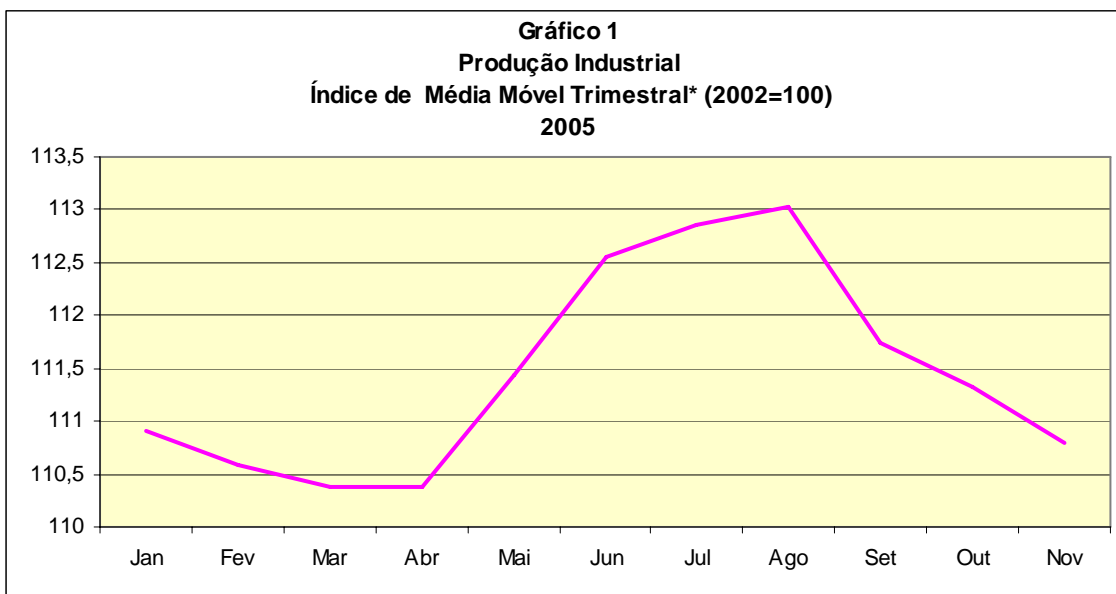
Tabela 1
Indicadores da Produção Industrial por Categorias de Uso
Brasil - novembro 2005

Categorias de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	2,2	4,0	3,2	3,9
Bens Intermediários	0,2	-0,1	1,0	1,5
Bens de Consumo Durável	-1,4	-0,1	11,2	11,6
Bens de Consumo Semidurável e Não Durável	0,5	1,4	4,6	4,8
Indústria Geral	0,6	0,6	3,1	3,5

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE, Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física

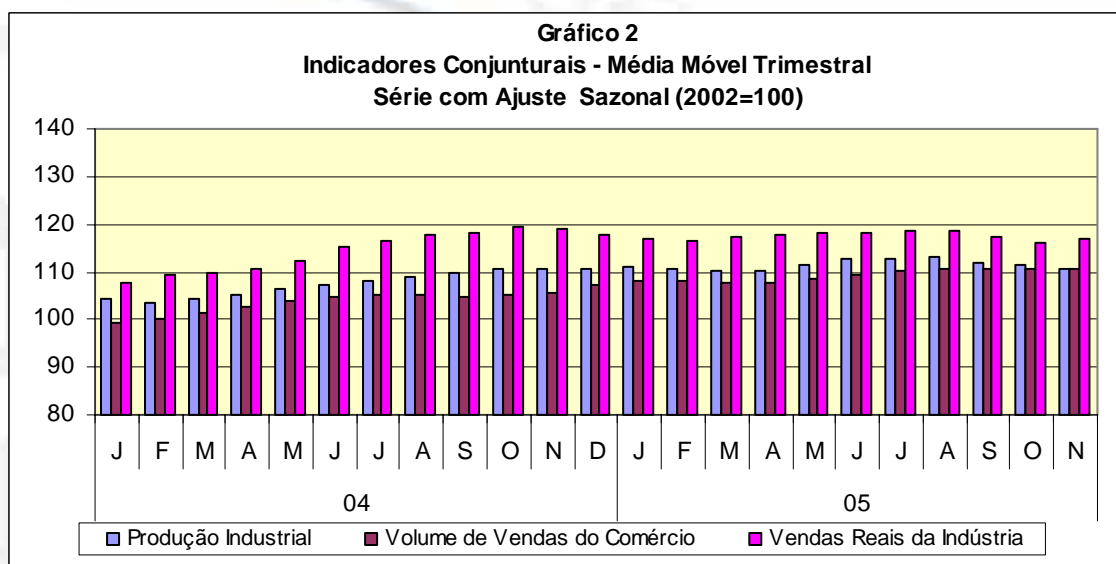
Esses incrementos, no entanto, foram modestos e, portanto insuficientes para recolocar a indústria numa trajetória de crescimento, como atesta a queda esse mês em todas as categorias e setores de uso no índice de média móvel trimestral com ajustamento sazonal. Para o conjunto da indústria, esse indicador está em queda há três meses consecutivos (gráfico 1). O que levou a indústria a perder fôlego? A partir desse quadro o que se pode esperar para os próximos meses?



* série com ajuste sazonal

Fonte: IBGE, Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física

O menor crescimento do volume físico das exportações e do crédito consignado e o baixo incremento da massa de rendimentos são importantes fatores explicativos dessa perda de dinamismo, bem como o processo de ajuste de estoque, que, ao que tudo indica, ainda está em curso. Como sugerem os dados do gráfico 2, que compara os índices de produção do IBGE aos de venda da CNI, a indústria está vendendo mais do que produz, o que é um indicativo da continuidade do processo de digestão de estoques excessivos.



Fonte: IBGE/Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física e Pesquisa Mensal do Comércio; CNI

A evolução da produção industrial responde predominantemente à dinâmica do consumo interno, e os índices do comércio varejista também vêm apresentando baixo dinamismo na passagem do terceiro para o quarto trimestre de 2005.

Ainda segundo o índice de média móvel trimestral, a perda de dinamismo é setorialmente diferenciada. Os setores de bens de consumo duráveis (principalmente) e de semi e não-duráveis estão em trajetória descendente. Os duráveis vêm sendo pressionados negativamente pela performance de eletroeletrônicos, relativamente mais vinculados à demanda interna que os automóveis, que mantêm índices positivos e têm parte da oferta destinada às exportações. Os segmentos de bens intermediários e, principalmente, bens de capital estão com estabilidade na produção. No caso de bens intermediários há um claro destaque para o comportamento positivo dos subsetores de petróleo e minério de ferro, que vêm obtendo destaque nas exportações.

No entanto, é preocupante a evolução dos subsetores de bens de capital ao longo do semestre, contra igual período no ano anterior. O segmento de maior peso, bens de capital para indústria, acentua fortemente sua contração, que passa de 3,9% em julho-setembro para 9,9% em outubro-novembro. Bens de capital para agricultura continua com taxas muito negativas julho-setembro (-40,1%) e outubro-novembro (-38,4%). A indústria de bens de capital só conseguiu sustentar uma taxa de crescimento positiva, de cerca de 2,6%, nos dois períodos citados, devido à expressiva melhora no desempenho de bens de capital para energia, que passa de um acréscimo de 22,1% em julho-setembro para uma elevação de 54,1% no bimestre seguinte.

Ainda no confronto com igual período, cabe destacar os resultados assinalados pela produção de celulares e do subsetor de abate de bovinos e suínos. O primeiro item passa de um notável incremento de 57,7% em julho-setembro para uma queda de 3,3% em outubro-novembro. No caso de celulares, as empresas mais importantes identificaram dois fatores explicativos: redução nos pedidos internos e dificuldades na importação de componentes, esta última causa pode estar associada à fase de greve dos funcionários da receita federal. A produção de carne acentua sua contração, que era de apenas 0,7% em julho-setembro para 5,2% em outubro-novembro, provavelmente refletindo efeitos pontuais da identificação.

Para os próximos meses, dezembro de 2005 e início de 2006, o mais provável é que se mantenha esse movimento de leve recuperação da produção industrial. Esse cenário se sustenta, dentre outros fatores, na manutenção da trajetória de queda da SELIC; e nos resultados da última sondagem conjuntural da FGV, que apontam pequena redução do nível dos estoques; e nas expectativas empresariais quando à situação dos negócios nos próximos seis meses.

Investimento

Rafael Barroso

Terminado o ano de 2005, ainda que alguns dados estejam para ser divulgados, a principal indagação torna-se o comportamento do investimento em 2006. Por ser o item mais volátil da demanda agregada, a sua previsão é mais difícil. Contudo, a análise de seus componentes e alguns fatores conjunturais que o influenciaram ao longo do ano passado, permitem que se forme uma idéia a seu respeito.

Quanto ao investimento em máquinas e equipamentos (M&E), não se deve esperar um movimento generalizado de construção de novas fábricas ou duplicação das linhas de produção existentes. Tais investimentos demandam um nível de confiança muito grande quanto a demanda futura, o que claramente não é compatível com a situação atual. Além disso, a realização de eleições neste ano, ainda que não traga dúvidas quanto à continuidade das políticas econômicas nas mesmas proporções que a última eleição, é um fator de incerteza, que não pode ser ignorado.

Alguns setores como autopeças e papel e celulose, porém, por razões específicas experimentaram uma rodada de novos investimentos no passado recente que ampliaram fortemente a sua capacidade de produção. Não há razão ex-ante para se supor que algum fator externo venha a frear a dinâmica desses setores, devendo esta ser determinada unicamente por razões endógenas, como o próprio esgotamento do processo.

Em suma, o investimento em M&E deve ser similar qualitativamente ao do ano anterior, no sentido de que é um investimento defensivo, com vistas a ganhos somente de curto prazo e incremental, pois, não implica em grandes aumentos de capacidade. Quantitativamente, porém, a trajetória do investimento deve se assemelhar mais a de 2004, pois tanto naquele ano como em 2006 a economia apresenta-se num movimento de recuperação.

A magnitude do investimento em M&E pode surpreender positivamente à medida que a economia cresça a um ritmo maior que o esperado pelas empresas. O relatório de mercado do Banco Central da terceira semana de janeiro mostra um consenso de 3,5% de crescimento para o PIB, enquanto o governo fala em até 5%. Tal fato faria com que as empresas ampliassem o investimento para não deixarem parcelas da demanda sem serem atendidas. Esta possibilidade, porém, é mais remota uma vez que no ano de 2005 verificou-se uma queda na utilização da capacidade instalada, fruto de menor produção e maturação de investimentos.

Outro fator favorável é o comportamento da agricultura, que ano passado devido à queda dos preços e de fatores climáticos derrubou o investimento agrícola. A produção

de BK agrícolas caiu 37% de janeiro a novembro, enquanto a produção de peças agrícolas caiu 69% no mesmo período. As previsões iniciais da safra apontam para uma colheita recorde. Ainda que o quadro não seja tão favorável como o que vigorou até 2004, é difícil crer, dada a magnitude da queda vivida em 2005, que o desempenho do setor agrícola continue a piorar.

Por outro lado, a valorização do Real e a expectativa de que a taxa de câmbio permaneça em níveis apreciados, é um ponto desfavorável ao investimento, pois, atualmente 25% da produção industrial brasileira, em média, é exportada, além da influência sobre os projetos que pretendiam usar o Brasil como plataforma de exportação.

Na construção civil, após um ano de quase estagnação - o ITCC (Insumos Típicos da Construção Civil) cresceu apenas 0,8% no acumulado do ano até novembro - as perspectivas são de um crescimento maior em 2006.

Um fator pontual que não deve se verificar novamente este ano, mas que causou grande ruído no ano passado, principalmente por causa da maneira como o desempenho da construção civil é medido pelo IBGE, foi a queda na produção de derivados do aço. Essa queda que foi fruto de estocagem de aço pela indústria de transformação, para se defender dos aumentos de preço e também do menor ritmo da demanda. Uma vez restabelecido os níveis normais de estoque, a produção de aço deve voltar a crescer para atender a demanda da indústria. O único sinal negativo é que pode estar em curso uma nova rodada de aumento do preço dos insumos (minério de ferro e carvão), o que resultaria em um aumento do preço do aço, impactando negativamente na sua demanda, numa repetição suavizada do que ocorreu no ano passado.

No ano de 2005, conviveu-se também com uma queda da produção de material de construção civil, ao mesmo tempo em que o financiamento a habitação, o emprego formal na construção civil e a construção residencial e comercial se expandiram. Uma situação aparentemente contraditória. Porém, quando se leva em conta que o consumo formiga, ou seja, a venda de material de construção diretamente para o consumidor final representa 72% das vendas do varejo de material de construção, segundo a associação de classe, essa contradição pode ser desfeita.

	Crescimento Acumulado -2005
Insumos Típicos Construção Civil	0,8
Vendas Reais	
Materiais Construção	-6,1
Eletrodomésticos/ Móveis	17,1
Financiamento Habitacional	
Poupança	46,3
FGTS	48,5
Imóveis - Unidades Lançadas	3,6
Rendimento Médio	2,0
Crédito Pessoa Física	29,7

Fonte: IBGE, BCB, ABECIP, CBIC

Notas: Os dados do ITCC, Vendas Reais e FGTS referem-se até novembro.

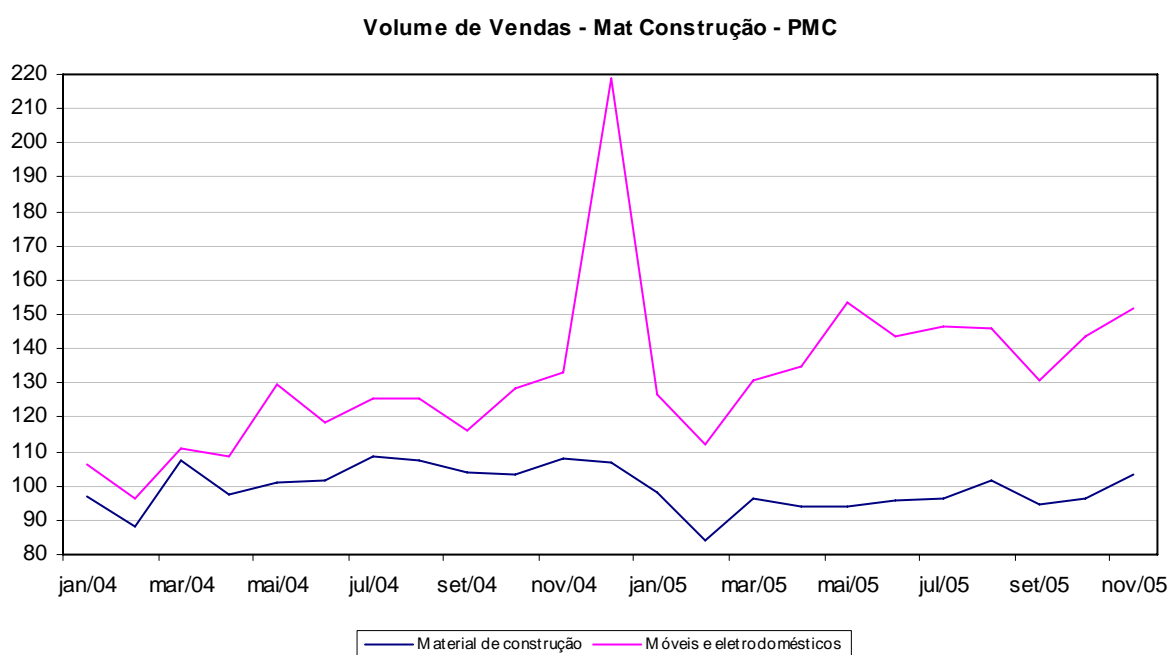
Os dados de Financ. habitacional - poupança, rendimento médio e crédito referem-se ao ano fechado de 2005.

Todas as taxas são de crescimento real, com exceção do financiamento pelo FGTS.

Rendimento médio refere-se ao rendimento habitualmente recebido, pesquisado pela PME/IBGE

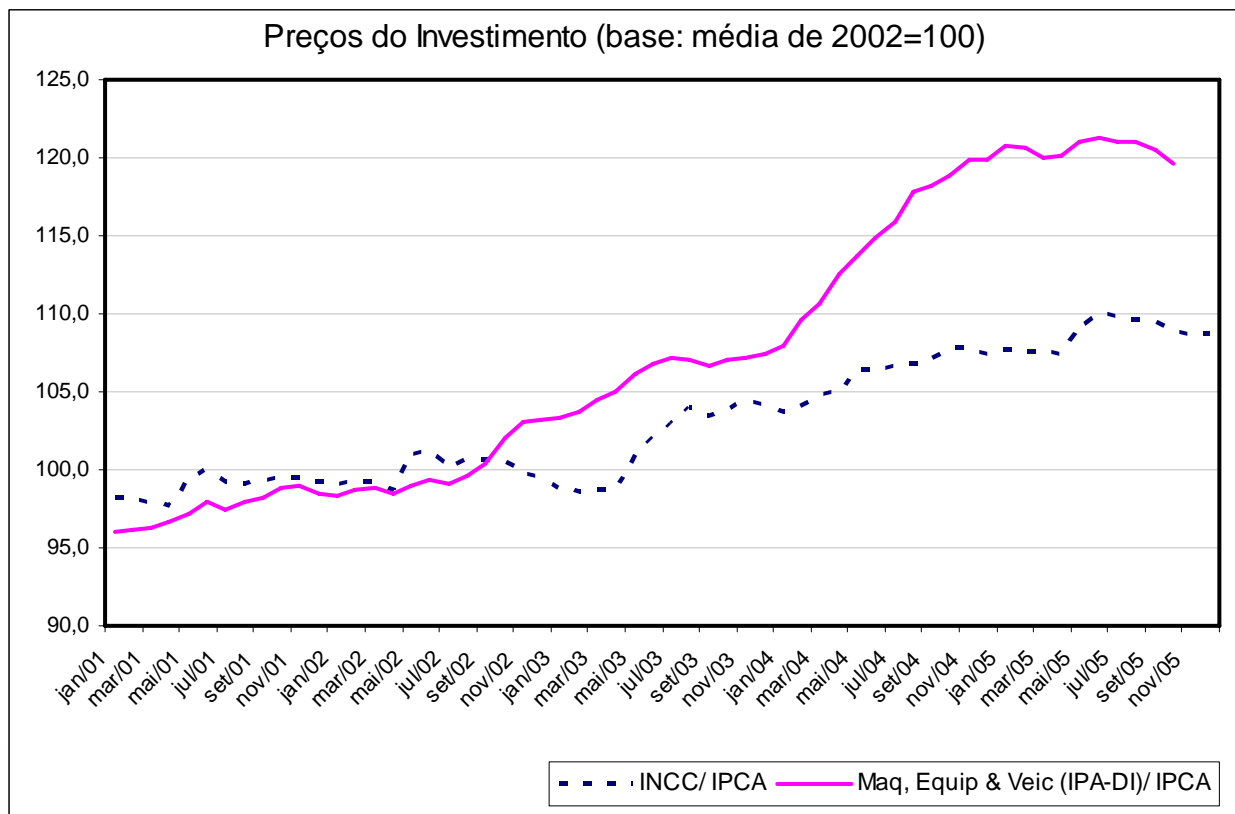
O número de imóveis lançados refere-se a soma das cidades de São Paulo, Belo Horizonte, Porto Alegre, Goiânia, Maceió, Fortaleza e Recife

Porque então essa parcela do consumo teria se retraído no ano de 2005? A questão se torna ainda mais intrigante quando se sabe que os principais determinantes desse consumo: renda e crédito evoluíram positivamente no ano de 2005. Uma hipótese que já se aventou em edições passadas e que parece encontrar suporte, pelo menos parcial, nos dados é de que houve uma mudança dos hábitos do consumidor, principalmente o de baixa renda, que teria direcionado o aumento da renda e do crédito para o consumo de bens duráveis como eletrônicos e móveis em detrimento do consumo de material de construção. O gráfico abaixo mostra as vendas no varejo de eletrodomésticos/ móveis e de material de construção. No acumulado até novembro de 2005, a venda de material de construção caiu 6,1% enquanto a de eletrodomésticos/ móveis cresceu 17,1%. A se confirmar essa conjectura, decorre como corolário que a recente desaceleração da venda de eletrodomésticos abriria, então espaço para que o endividamento do consumidor se direcionasse para o consumo de material de construção.



Por último, ainda no setor da construção civil, as perspectivas para o financiamento habitacional são positivas, uma vez que o CMN deve aprovar novo aumento no volume de financiamento. Soma-se a este quadro, o impulso que um ano eleitoral fornece tradicionalmente para as obras públicas.

Um outro fator positivo para o ano de 2006 é o comportamento recente dos preços relativos do investimento, como mostra o Gráfico 2. Após um período longo, onde o custo do investimento subiu mais do que os demais, desincentivando o investimento, as trajetórias se invertem a partir de meados de 2005, podendo gerar um estímulo adicional ao investimento.



A análise de forças mostra que as condições para que o investimento tenha um bom ano estão em grande parte presente, portanto, salvo acidentes de percurso como uma alta inesperada da taxa de juros ou turbulências externas, o Brasil vivenciará um ano onde a taxa de investimento em valores constantes aumentará.

Inflação

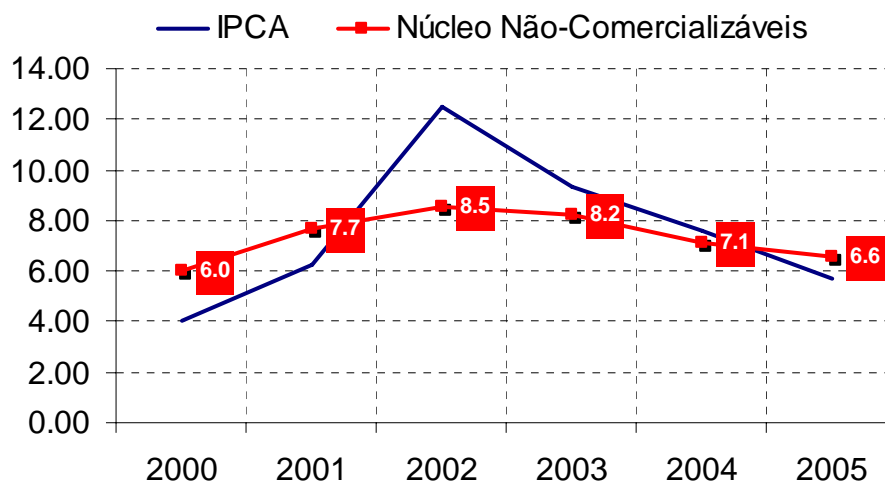
Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Queimando a Largada?

A inflação inicia o ano pressionada por fatores temporários - alimentos e serviços estão acelerando acima do esperado. No entanto, já havia a impressão que esses dois grupos de preços constituíam o principal desafio da política monetária em 2006. Assume-se para essa conclusão que os preços administrados e os bens transacionáveis ou comercializáveis ainda se beneficiarão do movimento expressivo de apreciação cambial do ano passado.

A trajetória de um nível de inflação próxima do equilíbrio será sentida apenas em 2007, quando se acredita não haver mais o fator taxa de câmbio (que reduz os preços comercializáveis) ou a existência de uma âncora significativa de expectativas, representada pela variação defasada do IGP (fixa para baixo a inflação dos preços administrados). Estudos mais recentes mostram que a inflação mais associada com um nível de longo prazo é dada pela variação dos não-comercializáveis (constituída basicamente de serviços e alimentos in natura). Esta é pouco influenciada por fatores temporários, e reflete com mais exatidão o componente permanente de preços. Se utilizarmos o núcleo dos não-comercializáveis como proxy para tendência, verifica-se que a inflação “verdadeira” (livre dos efeitos temporários) segue a um ritmo cadente, mas em um nível de 6,6%, ainda muito acima do equilíbrio de longo prazo. Em outras palavras, ainda faz-se necessário fatores extras, tais como apreciação cambial, elevada capacidade ociosa, quedas do preço do petróleo a fim de tornar a inflação cheia próxima do patamar 4,5%. Portanto, se avaliamos a inflação de equilíbrio sobre esse critério, ainda haveria muito trabalho para o Banco Central chegar ao patamar confortável.

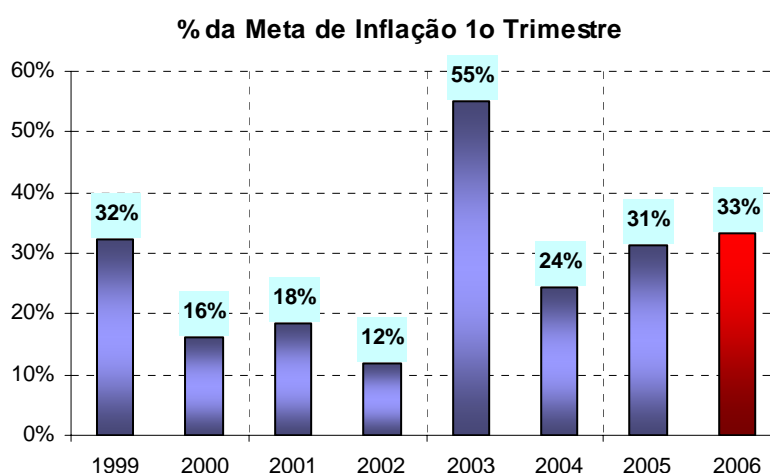
Gráfico 1 – Núcleo dos Não-Comercializáveis como Tendência de Longo Prazo
(% acumulado em 1 ano)



A inflação no início de 2006 se assemelha muito com a ocorrida no princípio do o ano passado. O Gráfico 1 mostra que se nossa projeção for verdadeira, a inflação no primeiro trimestre (1,75%) deverá “queimar” 33% da meta central para o ano. Esse valor é aproximadamente o mesmo múltiplo verificado no mesmo período de 2005.

Entretanto, apesar da semelhança cardinal a política monetária tinha adicionado 1,5% de taxa SELIC no primeiro trimestre de 2005. Apesar disso, não há ainda evidências significativas para que se possa afirmar estar ocorrendo uma mudança no padrão de comportamento do Banco Central – esse questionamento estaria associado a uma maior tolerância com a inflação cheia. Em outras palavras, a inflação de curto prazo está acelerando mas o Banco Central estaria fazendo uma leitura mais refinada entre os componentes temporários e permanentes.

Gráfico 2 – Queimando a Largada
% da Meta Acumulado no Primeiro Trimestre de Cada Ano



Fonte: IBGE, Elaboração IE/UFRJ
2006 Estimado para o 1º Trimestre

A decisão recente de acelerar o corte de juros para 75 pontos tendo como pano de fundo a aceleração da inflação cheia é o que induz a essa conclusão. Essa possível mudança de comportamento é corroborada se acreditarmos que a inflação já se encontra em uma trajetória de equilíbrio. A autoridade monetária desde 2003 mostrou ao mercado efetivamente que perseguiria uma convergência mais rápida para o nível de preços. Os seminários de regime de metas apresentados no Banco Central mostravam a importância dessa opção em detrimento a uma política mais gradualista. Esta preferência era sempre justificada assumindo as premissas de menor variabilidade da inflação e do PIB ao longo do tempo.

Na ocasião do seminário de 5 anos do regime de metas o economista Jacob A Frankel havia demonstrado que o processo de redução da inflação em Israel havia sido bem sucedido graças à opção de uma convergência mais rápida. A meta de inflação (superior) havia recuado de 10% em 1997-1998 para 4% nos anos seguintes (vide slide de apresentação – fonte BCB). Ainda segundo o economista, o grande mérito de trazer a inflação mais rapidamente para o equilíbrio, era a convergência das expectativas inflacionárias.

Em outra apresentação, Vittorio Corbo do Banco Central do Chile, apresentou a vantagem de um ambiente de baixa inflação – menor volatilidade dos preços, o que incentiva o crescimento do PIB no longo prazo. Entretanto, nesse país a estratégia de desinflar foi gradualista. Havia na época o diagnóstico que a economia chilena era muito indexada, sendo as expectativas dominadas pelo passado.

De qualquer forma, acredita-se que o maior ganho da convergência da inflação para seu equilíbrio é que as expectativas inflacionárias são mais influenciadas pelo futuro, e portanto, sofrem de menor contaminação do presente e o passado.

Intuitivamente isso significa que choques de oferta (primário) que deslocam temporariamente para cima o nível de preços, tendem a influenciar menos a dinâmica presente e futura da inflação. Nesse caso, há uma menor necessidade do BC elevar a taxa de juros, o que por sua vez gera menor variabilidade da atividade. Em outras palavras, há uma redução do choque secundário dos preços na economia, o que permite uma maior acomodação da política monetária. Segundo Greenspan: em um ambiente de baixa inflação há uma preferência em cortar custos a remarcar preços. Especula-se que esse seja um dos motivos pelos quais a inflação não disparou nos Estados Unidos com a escalada no preço do petróleo.

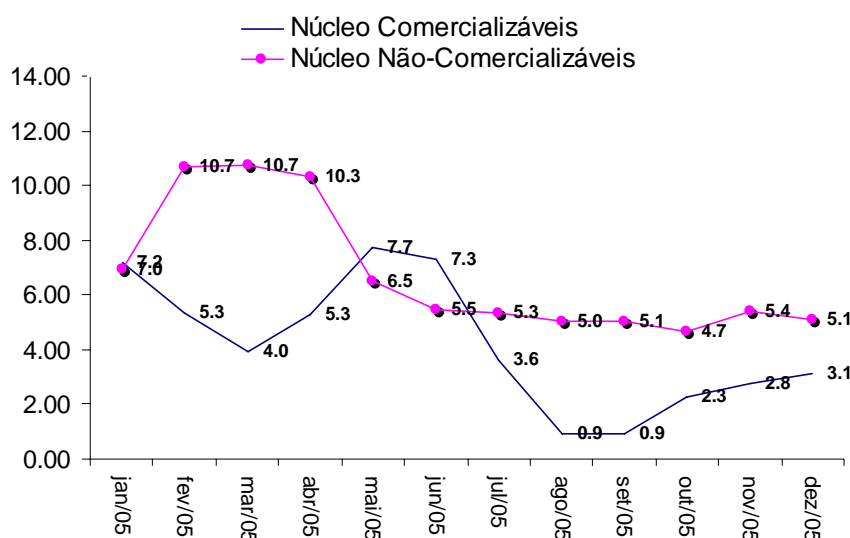
Em todo caso, é necessário um horizonte mais amplo a fim de se concluir que o Banco Central está, de fato, mais tolerante com o centro da meta. Estima-se que o teste relevante será em 2007, aonde deverá haver uma menor influência de fatores considerados temporários tais como: a apreciação cambial, um ambiente de baixo crescimento da atividade e redução induzida dos IGP's. Em 2006 não há fatores críticos que ameacem o teto da meta de inflação – a taxa de câmbio tende a seguir apreciando e os preços administrados estão com uma trajetória definida. Há de se monitorar uma tentativa de recomposição de margens do setor de alimentos e de serviços.

Por fim, há uma grande expectativa em relação às próximas decisões do Banco Central. Se a política monetária continuar atuando discriminando os fatores temporais dos permanentes, que significa manter as reduções de 75 pontos na taxa de juros, poderemos especular que já estamos, pelo menos sobre a ótica do Banco Central, na inflação de equilíbrio de longo prazo. No entanto, vale lembrar que a meta anual de 4,5% exigirá sempre uma queda extra dos preços dos comercializáveis ou administrados uma vez que os serviços (não-comercializáveis) crescem a um ritmo persistente de 6,6%.

- Inflação Contemporânea

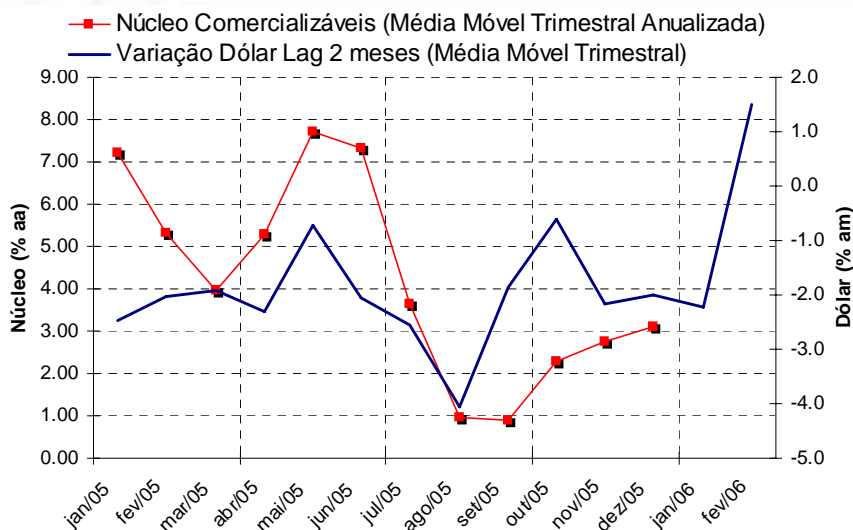
A inflação cheia vem acelerando recentemente por conta fatores temporários, típicos da estação. Entretanto, a análise do núcleo mostra um quadro diferente. A tendência da inflação está crescendo por conta de um avanço do núcleo dos comercializáveis (vide Gráfico 3). Talvez, essa constatação seja um fator adicional por trás da decisão do Banco Central de reduzir o ritmo de compra de dólares.

**Gráfico 3 – Metodologia do Núcleo Desagregado
Comercializáveis x Não Comercializáveis**



Essa relação cartesiana entre a tendência dos comercializáveis e o dólar pode ser vista no Gráfico 4. Esta mesma figura demonstra que haverá uma pressão adicional de comercializáveis nos próximos meses. Essa constatação corrobora nossa expectativa de um primeiro trimestre pressionado.

Gráfico 4 – Variação do Dólar (Defasada 2 meses) x Núcleo Comercializáveis

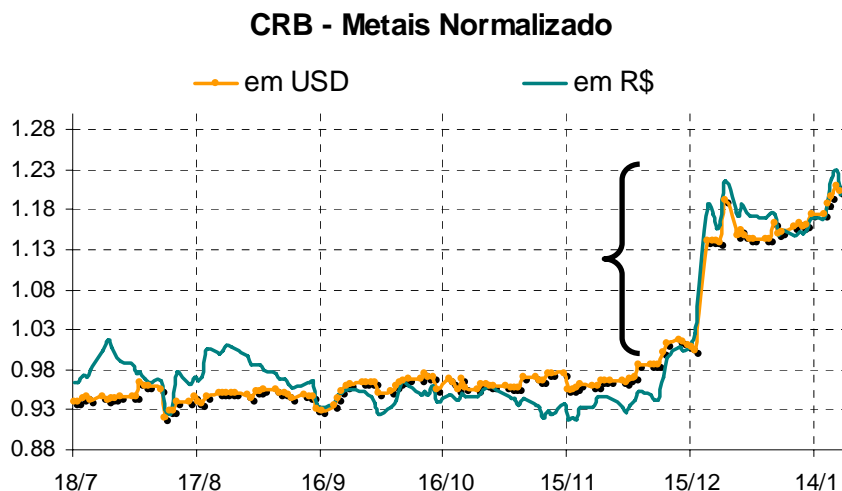


A inflação de alimentos no atacado mostra que há uma tentativa de recuperação de margens, mas parece não encontrar respaldo na demanda. Em dezembro diversos alimentos de origem vegetal aumentaram significativamente seus preços – arroz, feijão, cebola, ovo etc... No entanto, em virtude de uma demanda ainda fraca tiveram que retornar aos preços anteriores, contratando um nível de preços agrícola no atacado menor para fevereiro.

Na prática, o que vem pressionando o atacado são as commodities metálicas e derivados de petróleo. As cotações desse commodities no mercado internacionais subiram desde dezembro do ano passado 26% em dólares e 28,5% em reais. Esse aumento adicional é o

resultado das intervenções do BC no dólar. O Gráfico 5 mostra o índice de commodities CRB metais em dólares e em reais (normalizado).

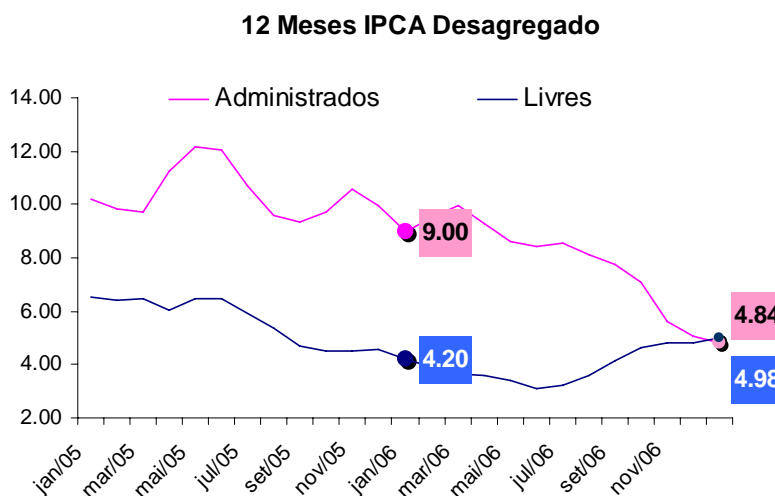
Gráfico 5 – Commodities Metálicos CRB



- Projeção 2006

O Grupo de Conjuntura estima que o IPCA termine o ano de 2006 em 4,85%. Esse valor é decomposto em 4,9% de livres e 4,8% de administrados (Gráfico 6).

Gráfico 6 – Inflação e Projeção em 12 meses



Havíamos mencionado anteriormente que no primeiro trimestre o IPCA deve acumular 1,75%. Portanto já haveria uma defasagem na projeção central do Banco Central (modelo que utiliza SELIC e taxa de câmbio constante). De acordo com o relatório de inflação dezembro, o IPCA acumularia aproximadamente 1,3% - valor 0,45% abaixo do que acreditamos ocorrer efetivamente.

Portanto, assumindo que não haja mudança nas premissas, o modelo do BC deve estar apontando um IPCA de 4%. Se levarmos em consideração que a taxa SELIC recuou 0,75% no período e o câmbio avançou, a projeção deve se situar próximo de 4,1%. Esse número só será conhecido de fato no próximo relatório. Entretanto, a mensagem mais

importante é que está se fechando o espaço para reduções expressivas de taxa de juros, caso seja mantido o arcabouço original de política monetária, exibido nos últimos anos.

No entanto, como a última decisão de acelerar o corte foge de um padrão histórico do Banco Central, os próximos movimentos estão, em nossa avaliação, completamente indefinidos. A ata que precede a decisão de janeiro é falha na comunicação, pois não antecipa a mudança de atitude em relação ao desvio da meta, exibida na última corte de juros. A mensagem mais repetida na ata era a importância dos ganhos da política monetária para a estabilidade da atividade futura. Entretanto, soa como incompatível acelerar o corte quando a inflação cheia está acelerando, influenciando as expectativas e se descolando da meta para os próximos 12 meses. O Grupo de Conjuntura entende que haveria espaço para o corte, não possuímos uma visão tão conservadora do centro da meta, de tal sorte que uma maior flexibilização não ameaçaria o intervalo superior. A questão é que o desenho da política monetária recente não era compatível com essa decisão. Acreditamos que essa atitude deva ser interpretada como uma falha de comunicação, que pode ter sido provocada por uma mudança de diagnóstico sobre a inflação, não antecipada pelo mercado.

O argumento de quem acreditava no corte maior era baseado na fragilidade da atividade. Entretanto, esse ponto de vista não é compartilhado pelo Banco Central. Não há menção na ata de uma atividade estagnada. Pelo contrário, a ata mostra uma mudança de perfil do crescimento desejável – acomodação de bens duráveis e aceleração de não-duráveis baseada no rendimento.

Finalmente, a redução das intenções de compra de dólares pelo BC pode estar associada também (além dos preços comercializáveis) com a dinâmica das expectativas inflacionárias. Sabemos que essas duas variáveis guardam elevada relação positiva e isso poderia acomodar esse canal considerado fundamental para a convergência da inflação para as metas de longo prazo.

Tabela 1 – Projeção da Inflação nos Trimestres

		IE/UFRJ		Banco Central		
		No Trimestre (%)	Acum. em 12 meses (%)	Relatório dez/04	Relatório mar/05	Relatório dez/05
2005	4o Tri	1,7	5,7	5,3	5,5	5,7
2006	1o Tri	1,7	5,6	5,0	5,0	5,2
	2o Tri	0,8	5,0	4,9	4,6	4,7
	3o Tri	1,2	5,5	4,4	4,1	4,8
	4o Tri	1,1	4,9	4,0	3,8	3,8

fonte : Banco Central

Crédito

Antonio Luis Licha e Eduardo Bastian

O estoque de crédito continua crescendo a taxas elevadas, mas ao analisar a expansão dos recursos livres vemos que está acontecendo uma mudança na margem da sua estrutura. Na Tabela 1 podemos observar que a taxa de crescimento do crédito para Pessoa Física está crescendo a uma taxa menor nos últimos 6 meses (com uma desaceleração do crédito Pessoal), a qual está sendo compensada por uma pequena aceleração na taxa de crescimento do crédito para Pessoa Física. No caso do crédito para Pessoa Física, o menor crescimento deve estar associado a um ciclo próprio, com uma desaceleração após taxas muito elevadas. Em relação à Pessoa Jurídica, a aceleração pode estar associada a melhoras nas expectativas de crescimento do nível de atividade e nas taxas de juros. De qualquer forma, este processo começou a se destacar no último trimestre do ano e, portanto, é preciso continuar a analisar se ele se consolidará ao longo de 2006.

Tabela 1: Taxas de Crescimento Real* (%)

	Recursos Livres			
	Total	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	
			Total	Pessoal
Em 6 meses** (dez05/jun05)	17,78	13,72	22,94	25,30
Em 12 meses (dez05/dez04)	18,82	11,06	29,65	38,51

*Deflator: IPCA

**Taxas anualizadas

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Crédito a Pessoa Física: Desempenho 2005

O ano de 2005 foi marcado por uma forte expansão do crédito, a qual se refletiu tanto no crédito à Pessoa Física quanto no segmento pessoa jurídica. Segundo dados do Banco Central, a relação crédito sobre PIB atingiu 31,3% no final de 2005, o maior patamar desde 1995. No processo de crescimento o destaque foi o crédito à Pessoa Física, o qual foi o principal responsável pelo expressivo desempenho registrado no ano que se encerrou.

A tabela 2 fornece os valores mensais deflacionados do estoque de crédito por diferentes modalidades. A partir dela, pode-se entender melhor as características do ciclo expansivo de 2005. A tabela mostra que, ao longo do ano, todas as modalidades cresceram e, com a exceção do cheque especial, todas apresentavam em dezembro um estoque bem superior ao registrado em janeiro. Neste contexto, o destaque foi a modalidade crédito pessoal, a qual teve um crescimento real da ordem de 35% entre janeiro e dezembro de 2005. Outro segmento que apresentou uma expansão significativa foi o de aquisição de bens (exceto veículos) que apresentou um crescimento de 32% para o mesmo período. Estes dados são bastante positivos, pois mostram que o ciclo expansivo foi impulsionado por modalidades de prazo maior e taxas menores, o que resulta em uma melhora no perfil do endividamento. De fato, o segmento crédito pessoal atingiu em dezembro uma participação relativa de 41% sobre o estoque total de crédito, registrando um crescimento de quase 3% em 2005. No caminho inverso, a modalidade cheque especial teve uma queda de 2% na sua participação, enquanto o segmento cartão de crédito apenas manteve a sua participação em aproximadamente 7,3%.

Tabela 2: Valores Mensais dos Estoques de Crédito por Diferentes Modalidades - Em bilhões de reais
(A preços de dez/05 corrigido pelo IPCA)

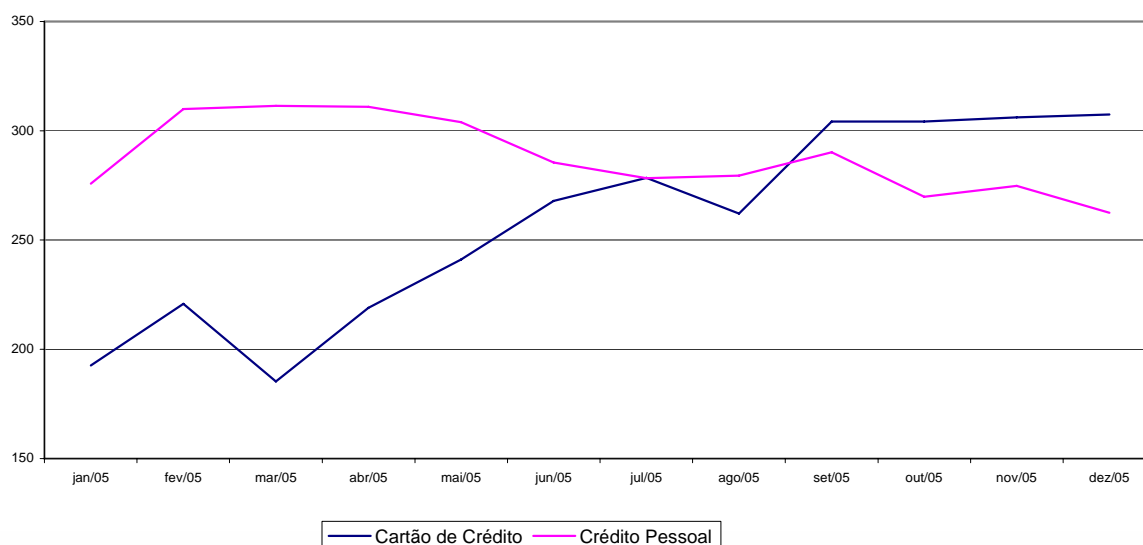
	Saldos consolidados das operações de crédito c/ recursos livres - cheque especial	Saldos consolidados das operações de crédito c/ recursos livres - crédito pessoal	Saldos consolidados das operações de crédito c/ recursos livres - aquisição de outros bens - pessoa física	Saldos consolidados das operações de crédito c/ recursos livres - Cartão de crédito-pessoa física	Saldos consolidados das operações de crédito c/ recursos livres - Total pessoa física
jan/05	10567	44781	7375	8711	116987
fev/05	11006	46942	7271	9384	120577
mar/05	11365	49371	7306	9121	124054
abr/05	11315	51265	7423	9739	127193
mai/05	11741	52976	7790	9798	130789
jun/05	11496	54041	8143	9941	133216
jul/05	11327	55699	8582	10224	136419
ago/05	11909	57299	9142	10376	140944
set/05	11897	58566	9163	10847	143865
out/05	12018	59405	9215	10786	145521
nov/05	11957	60454	9510	10910	148620
dez/05	10435	60481	9754	10850	147680

Fonte: Banco Central

No entanto, para obter um panorama mais completo é preciso observar os dados de novas concessões, uma vez que eles fornecem uma idéia sobre quais modalidades de crédito têm sido mais recorridas em novos empréstimos. O gráfico 1 provê uma boa *proxy* para esta questão, pois compara os valores mensais das médias diárias deflacionadas das concessões de duas modalidades: crédito pessoal e cartão de crédito. Pelo gráfico, pode-se observar que o segmento crédito pessoal apresentou uma fase inicial de expansão, a qual foi acompanhada por declínio no segundo semestre e queda mais acelerada nos últimos dois meses. Por outro lado, o segmento cartão de crédito cresceu de forma forte e quase ininterrupta entre março e setembro e, desde então, apresenta estabilidade. Este cenário não é muito positivo, pois indica que os novos empréstimos têm sido tomados em uma modalidade de crédito com prazos e taxas piores. Noutros termos, esta informação pode sugerir um certo grau de esgotamento da expansão do crédito pessoal. Se as médias diárias de concessões estão em queda e o estoque permanece alto, isto indica que os novos empréstimos não têm sido feitos

predominantemente com crédito pessoal e que, além disso, existem ainda muitas dívidas pendentes nesta modalidade. Por estas razões, os tomadores estão recorrendo a empréstimos mais onerosos.

Gráfico 1: Concessões - Médias Diárias Deflacionadas



Em síntese, a tabela 2 mostra que o ano de 2005 foi muito positivo, tendo havido expansão da oferta de crédito a Pessoa Física e uma melhora no perfil de endividamento. Todavia, o gráfico 1 mostra que as novas dívidas têm sido feitas em modalidades piores de crédito. Trata-se de uma informação que não coloca dúvidas sobre o bom desempenho de 2005, mas que pode sinalizar que 2006 não será tão promissor. As evidências não são suficientes para se afirmar que o ciclo de crédito está se esgotando, porém podem indicar que a expansão se dará, de agora em diante, de uma forma mais moderada. No próximo mês, a seção *Crédito* explorará o tema do crédito consignado, dando, assim, continuidade à análise realizada neste mês.

Política Fiscal

Margarida Gutierrez

A Dívida Pública Líquida como percentual do PIB encerrou o ano de 2005 num patamar idêntico ao do ano anterior, alcançando 51,7% do PIB em dezembro depois de ter alcançado o pico em setembro de 2002 (63,6%).

Essa dívida se refere ao setor público consolidado e inclui o governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central, estados e municípios e empresas estatais).

Apesar do rigoroso ajuste fiscal, garantindo um superávit primário acumulado de R\$ 93,51 bilhões de janeiro a dezembro de 2005 e da apreciação cambial de 12,0% em 2005, a manutenção da relação Dívida Pública/PIB deve-se sobretudo aos maiores encargos financeiros que incidiram sobre a dívida consolidada .

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 2005, o aumento da dívida pública foi de R\$ 45,488 bilhões. O exercício fiscal, apesar de ter garantido um superávit primário extraordinário de R\$ 93,505 bilhões, aumentou a dívida em R\$ 63,640 bilhões, pelo pagamento de juros (internos e externos) no valor de R\$ 157,145 bilhões. Os ajustes patrimoniais, por outro lado, reduziram a dívida em R\$ 21,414 bilhões, basicamente pelo efeito câmbio acima mencionado (Tabela 1).

Tabela 1: Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida Pública (R\$ Milhões)

	2001	2002	2003	2004	2005 jan/dez
Juros Internos	72.112	96.975	126.045	111.198	143.218
Juros Externos	14.332	17.029	19.160	17.058	13.927
Varição Cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao	19.182	76.662	-22.715	-3.335	-4.554
Varição Cambial sobre o estoque (em reais) da dívida externa líquida	18.250	71.317	-24.884	-5.720	-15.906
Esqueletos	18.465	14.286	604	6.516	3.262
Privatizações	-980	-3.637	0	-753	-954
Superávit Primário	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505
Total	97.704	220.241	32.037	43.851	45.488

Nota: O valor de -954 nas privatizações de 2005 (jan/dez) refere-se a venda de ações do Bco Nossa Caixa

Fonte: Banco Central

Atualmente, a dívida pública é decomposta da seguinte forma: 39,3% do PIB é dívida de natureza fiscal e 12,3% do PIB é dívida originada pelos ajustes patrimoniais, destacando-se dentre estes, o ajuste via câmbio, que corresponde a uma dívida de 10,4% do PIB. O reconhecimento de dívidas contraídas no passado (esqueletos), cuja incorporação à dívida pública foi iniciada em 1996, representa 5,3% do PIB (Tabela 2).

Tabela 2: Composição da Dívida Líquida do Setor público (% PIB)

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

Fonte: Banco Central

Se na trajetória decrescente do principal indicador de solvência das contas públicas os resultados não foram brilhantes, no campo do gerenciamento da dívida e de mudança no seu perfil foram obtidos avanços significativos.

Destacamos em primeiro lugar, a expressiva redução da dívida interna cambial, que representava 37,0% da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna em dezembro de 2002 e em dezembro de 2005 tinha um peso relativo de apenas 1,1% (Tabela 3).

Esta queda é observada ao longo dos 3 últimos anos (na verdade, foi iniciada em maio de 2003, com a decisão do Banco Central de não rolar mais integralmente o principal da dívida interna cambial e foi, a partir de então, ganhando intensidade) e só foi possível devido à tendência de apreciação da taxa de câmbio em todo o período. A redução gradativa da dívida interna cambial se deu, em uma primeira fase (2003 e 2004), apenas com os resgates líquidos de títulos cambiais nas datas de vencimento e, num segundo momento (a partir de fevereiro de 2005), adicionalmente com a colocação de swaps cambiais reversos.

Os swaps cambiais reversos são contratos lançados pelo Banco Central no mercado futuro de juros em que a Autoridade Monetária assume posição credora em câmbio (juros mais a variação cambial) e devedora em taxa de juros. Assim, de um lado, o BC paga ao investidor o CDI projetado hoje para uma determinada data e o BC recebe juros em dólar (variação cambial). Se os juros mais a variação cambial forem superiores, no período entre o início do contrato e o seu vencimento, que os juros em reais projetados hoje, ganha o BC e ganha a diferença; caso contrário, ganha o investidor e ganha a diferença.

Os leilões de swaps reversos foram inicialmente lançados em fevereiro de 2005 semanalmente (uma vez por semana) e interrompidos em 16 de março, sendo retomados a partir de 18 de novembro, desta vez diariamente e com uma intensidade enorme.

Segundo o Banco Central, o objetivo desta estratégia é acelerar a queda da dívida indexada ao câmbio, mas evidentemente, isto só é possível em um ambiente sem pressões cambiais altistas, já que a sua colocação gera um efeito sobre a taxa de câmbio no sentido da desvalorização do real, principalmente tendo em vista o volume gigantesco desses contratos. Em 2005, o Banco Central comprou U\$ 20,37 bilhões em swaps reversos e no mês de janeiro (até o dia 27, inclusive), as compras já totalizaram U\$ 6,61 bilhões.

Em nov/05, dez/05 e jan/06 os juros em U\$ dos swaps reversos se situaram entre 4,5% e 4,8% ao ano, enquanto que os juros em reais estavam sendo projetados entre 15% e 17% ao ano, respectivamente, para vencimentos em 2006, 2007 e 2008. O ganho para o investidor é quase garantido em um ambiente de apreciação cambial associado a juros altos.

Considerando os resgates líquidos de títulos e swaps cambiais e a colocação dos swaps cambiais reversos (com os quais o Banco Central é credor em câmbio), o montante de dívida interna cambial resgatada foi de U\$ 8,81 bilhões em 2003, U\$ 27,8 bilhões em 2004 e U\$ 26,5 bilhões em 2005.

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), a dívida líquida cambial interna representava em dezembro apenas 0,6% do endividamento (Tabela 4).

Segundo informações do Banco Central, em 23 de janeiro a dívida interna cambial federal foi zerada.

A redução da dívida cambial: custos e benefícios

Muito se tem discutido sobre os custos e benefícios associados à redução da dívida cambial, em particular, da dívida interna.

Os efeitos positivos são bastante conhecidos, cabendo destacar a redução da vulnerabilidade da dívida pública às variações da taxa de câmbio e a contribuição para a queda do risco Brasil, o que se traduz em menor custo de captação de recursos no mercado internacional para empresas brasileiras e governo.

Em épocas de apreciação cambial, os custos decorrentes são basicamente de 2 tipos: troca-se uma dívida cambial (mais barata) por uma dívida que paga a Selic (mais cara); e perde-se, parte do efeito de um ajuste patrimonial que seria redutor da dívida cambial quando expressa em reais.

Em dezembro de 2005, a dívida decorrente de ajustes patrimoniais cambiais sobre a dívida cambial interna e sobre a totalidade da dívida externa representava 10,4% do PIB (Tabela 2). Este valor é função do estoque da dívida cambial a cada momento e da variação cambial. Quando parte da dívida está sendo resgatada, então a variação cambial incidirá sobre um estoque menor. Assim, em períodos de apreciação cambial, a queda no valor do estoque da dívida decorrente do ajuste patrimonial cambial, evidentemente, será menor.

Esse custo só não ocorreria se os resgates de dívida cambial ocorressem à taxa de câmbio em que a mesma foi contratada.

A título de ilustração, fizemos uma estimativa desse custo. A dívida líquida cambial (interna e externa) em dezembro de 2002 era de R\$ 343.632,12 bilhões. Se este valor tivesse sido integralmente rolado até dezembro de 2005, a dívida teria sido reduzida para R\$ 240.381,13 bilhões apenas pelo efeito ajuste cambial. A diferença seria de R\$ 103.250,99 bilhões (que de acordo com o PIB de dezembro de 2005 estimado pelo BC daria 5,32% do PIB). No entanto, na prática, a redução de dívida decorrente da apreciação cambial caiu de 17,6% do PIB em dezembro de 2002 (R\$ 279.429,92 bilhões) para 10,4% do PIB em dezembro de 2005 (R\$ 201.867,22 bilhões). A diferença é de apenas R\$ 77.562,69 bilhões (o que equivalia a 4,00% do PIB em dezembro de 2005). A menor redução da dívida, na prática, ocorreu porque o ajuste patrimonial câmbio passou a incidir sobre uma parcela de dívida cambial menor (dados os resgates líquidos de swaps e títulos cambiais, a colocação de swaps reversos e as compras de US\$ no mercado de câmbio à vista pelo BC). Essa estimativa tem uma limitação importante: provavelmente, a apreciação cambial efetivamente ocorrida no período considerado teria sido menor na ausência da estratégia de reduzir o endividamento público cambial.

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 27,9 em dezembro de 2005. Este aumento reflete, sobretudo, um ambiente macroeconômico de controle do processo inflacionário e de perspectiva de queda dos juros básicos.

No entanto, a redução da dívida cambial foi substituída por uma dívida indexada à Selic, conforme os dados da Tabela 3. E isto reduz a eficácia da política fiscal, em particular do superávit primário, em garantir uma trajetória declinante da Dívida Pública/PIB. Em períodos em que a Autoridade Monetária é obrigada a subir os juros, em um regime de metas inflacionárias, para garantir o seu cumprimento, o déficit nominal pode subir muito com conseqüências perversas sobre o endividamento público, independentemente do resultado primário.

Daqui para frente, é pois fundamental 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 3: 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	41,1	37	46,2	2,2
dez/03	35,3	22,1	50,1	12,5
dez/04	46,2	9,9	52,4	20,1
dez/05	41,6	1,1	53,3	27,9

Fonte: Banco Central e Tesouro Nacional

Tabela 4: Perfil da Dívida Pública

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

Fonte: BC

Política Fiscal

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses encerrados em dezembro (receitas e despesas sem incluir o pagamento de juros), o superávit primário totalizou R\$ 93,5 bilhões (4,84% do PIB). No ano, as contas primárias consolidadas superaram largamente a meta estabelecida de um superávit de R\$ 83,5 bilhões, o correspondente a 4,25% do PIB. Esse resultado acima da meta foi gerado no âmbito do governo federal, já que os entes estaduais e municipais obtiveram apenas um resultado levemente superior à meta estabelecida de 1,10% do PIB. As estatais federais obtiveram um desempenho inferior à meta de 0,77% do PIB, mas que, como mencionado, foi largamente compensado pelo maior superávit primário do governo federal (Tabela 5).

Tabela 5: Necessidade de Financiamento do Setor Público
Fluxo em 12 meses; (+) = déficit; (-) = superávit

	R\$ milhões							%PIB						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Nominal	56.284	39.806	42.789	61.614	79.030	47.144	63.641	5,78	3,66	3,62	4,61	5,22	2,66	3,29
Juros Nominais	87.372	77.963	86.443	114.004	145.203	128.256	157.145	8,97	7,18	7,31	8,52	9,59	7,25	8,13
Primário	-31.087	-38.157	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-3,19	-3,51	-3,69	-3,91	-4,37	-4,58	-4,84
1-Governo Central (Gov Federal, BC e INSS)	-22.672	-20.431	-21.980	-31.920	-38.743	-52.385	-55.741	-2,33	-1,88	-1,86	-2,39	-2,56	-2,96	-2,88
2-Estatais Federais	-6.406	-10.174	-7.571	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-0,66	-0,94	-0,95	-0,47	-0,63	-0,51	-0,68
3-Governos Regionais	-2.105	-6.026	-10.471	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-0,21	-0,55	-0,89	-0,79	-0,91	-0,99	-1,10
4-Estatais Regionais	96	-1.526	-3.634	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	0,01	-0,14	-0,31	-0,26	-0,26	-0,13	-0,17

Fonte:BC

Este resultado excepcional reflete, sem dúvida, o reconhecimento pelas autoridades econômicas da importância da disciplina fiscal para garantir uma trajetória declinante da relação Dívida Pública/PIB. No entanto, por trás dos grandes números escondem-se algumas questões que devem ser, daqui para frente, o foco central de orientação da política fiscal. 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 2005, no entanto, novamente houve uma piora significativa do ajuste fiscal, pois os gastos primários aumentaram como proporção do PIB passando de 17,82 em 2004 para 18,40 em 2005, induzidos fortemente por um aumento dos gastos pagamentos previdenciários e de outras despesas de custeio. Por outro lado, os investimentos (incluídos nas despesas primárias) caíram de 0,62% do PIB para 0,51% do PIB (Tabela 6). Desconsiderando os efeitos da inflação, os gastos primários se elevaram 8,76% em relação a 2004 (Tabela 7).

Isto nos permite concluir que, para os próximos anos, o grande desafio da política fiscal é garantir superávits primários com cortes de gastos correntes, abrindo espaço para a recuperação dos investimentos típicos de governo (infraestrutura básica) e para aqueles gastos que, inevitavelmente, são prioritários (saúde e educação).

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (PLO)
Receitas Primárias Brutas	20,52	21,6	21,78	22,71	24,52	23,56	24,19	25,31	24,48
Arrecadação Tributária Federal	14	14	14,63	15,15	16,65	16,03	16,2	16,98	16,25
Despesas Primárias	16,51	16,47	17,11	17,77	18,35	17,56	17,82	18,4	18,22
Pessoal e Encargos	5,32	5,24	5,36	5,45	5,68	5,16	5,09	4,78	4,63
Pagamentos Previdenciários (INSS)	5,66	5,8	6	6,28	6,55	7,05	7,18	7,57	7,46
Outras Despesas Obrigatórias	1,63	1,64	1,78	1,6	1,97	2	1,79	2,58	2,22
Despesas Discricionárias	3,90	3,78	3,98	4,43	4,16	3,33	3,82	3,79	3,92
* Investimentos	0,91	0,71	0,92	0,75	0,75	0,41	0,62	0,51	0,69
* Saúde	1,44	1,61	1,63	1,65	1,65	1,56	1,63	1,89	1,92
Resultado Primário	0,86	2,03	1,3	1,34	2,21	2,24	2,81	2,72	2,45

Fonte: Ministério do Planejamento, Fazenda e Previdência

Tabela 7: Evolução das Principais Receitas e Despesas Primárias - Governo Central
 Taxa real de variação (%)
 (Deflator - IPCA médio)

	99/98	00/99	01/00	02/01	03/02	04/03	05/04
Receitas Primárias Brutas	8,88	4,91	7,73	9,18	-2,85	10,37	8,87
Despesas Primárias	-0,1	5,25	9,2	5,69	-3,45	10,43	8,76

Fonte: STN / Ministério da Fazenda

Setor Externo

Cecília Rutkoski Hoff

O saldo da balança comercial no ano passado superou todas as projeções iniciais, alcançando US\$44,7 bilhões (US\$118,3 bilhões de exportações e US\$73,5 bilhões de importações). Embora inegavelmente positivo – um recorde histórico – este resultado foi obtido sob condições especiais, pouco relacionadas com um aumento do esforço exportador na economia brasileira. Na verdade, o saldo comercial continuou crescendo ao longo de 2005 porque as importações tiveram um crescimento inferior ao esperado (devido, principalmente, à desaceleração do nível de atividade), e porque os preços das exportações mantiveram uma trajetória favorável (o que também foi uma surpresa, dada a forte elevação nos preços internacionais que já havia ocorrido em 2003 e 2004). Ambos fatores compensaram a clara perda de dinamismo do quantum exportado, notadamente, das vendas de manufaturados.

Saldo Comercial Acumulado em 12 meses

	Exportações (US\$ bi)	Var.% em 12 meses	Importações (US\$ bi)	Var.% em 12 meses	Saldo (US\$ bi)
dez-04	96,5	32,0	62,8	30,1	33,7
mar-05	101,5	31,0	65,6	30,3	35,8
jun-05	106,8	28,1	68,5	26,9	38,3
set-05	112,9	24,7	71,7	22,5	41,2
dez-05	118,3	22,6	73,5	17,1	44,8

Fonte: MDIC/Secex.

Como pode ser observado na tabela 1, a despeito da significativa apreciação cambial, as importações tiveram uma forte desaceleração. Esta desaceleração pode ser creditada, em parte, à queda no nível de atividade (a taxa de crescimento do PIB em 2005 deve ficar mais próxima de 2,0% do que dos 3,5% anteriormente projetados), mas também pode ser consequência do aumento da tributação sobre importações (a partir de maio de 2004, entrou em vigor a cobrança de PIS/Cofins sobre importações, com alíquotas de 1,65% e 7,6%, respectivamente). As exportações, por sua vez, desaceleraram mais lentamente do que era esperado, por vários motivos: o aumento da produção nacional de petróleo e derivados, somados aos preços externos favoráveis, elevaram significativamente as vendas externas de gasolina, óleos combustíveis e petróleo em bruto a partir de julho de 2005; a manutenção do ritmo de crescimento da demanda externa, que permitiu não somente o aumento do quantum exportado, mas também o repasse para os preços das perdas ocasionadas pela apreciação cambial em alguns produtos manufaturados; a evolução ainda favorável dos preços internacionais das commodities não petróleo, que aumentaram, em média, o valor dos embarques de produtos básicos e semimanufaturados.

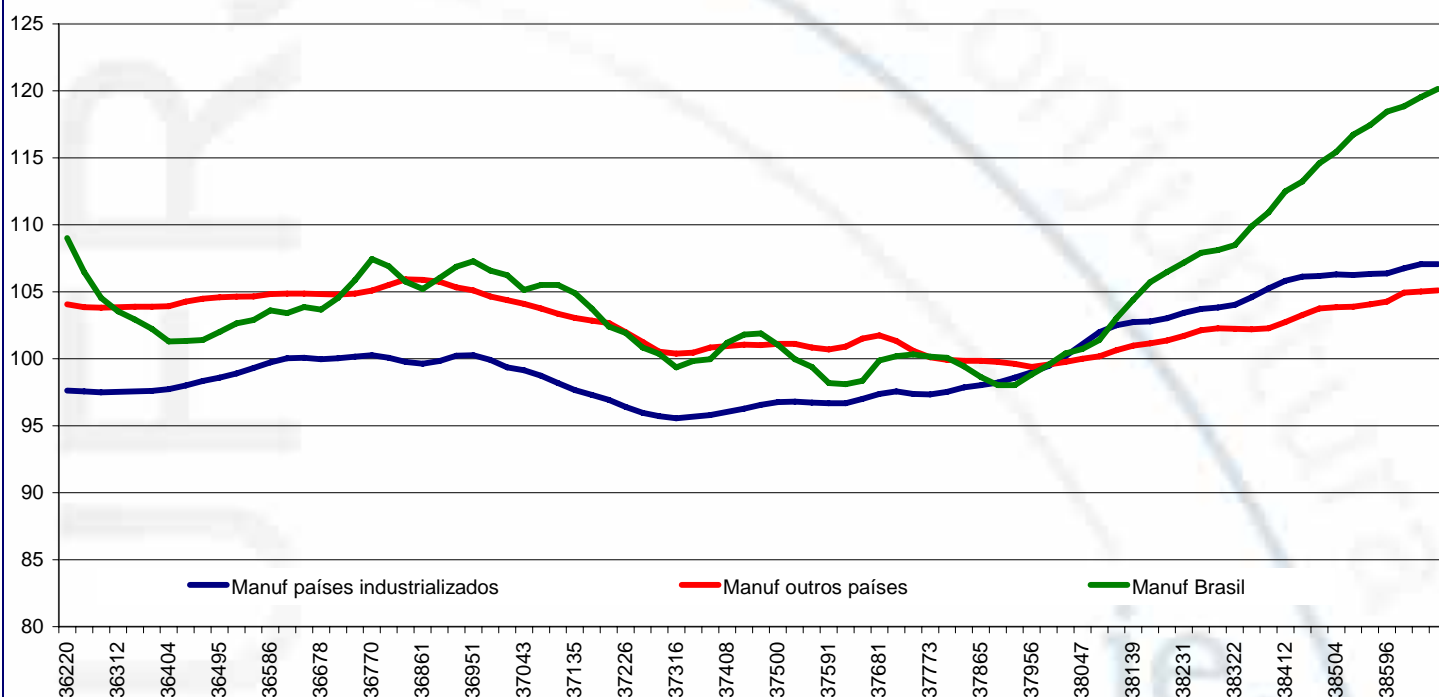
Taxa de Crescimento das Exportações em US\$ e em Quantum

	Total		Manuf.		Básicos		Semi	
	US\$	quantum	US\$	quantum	US\$	quantum	US\$	quantum
2004	32,0	19,2	33,5	26,1	34,7	13,8	22,7	7,2
crescimento ao longo do ano	29,1	16,6	37,7	25,9	14,2	6,3	23,2	1,9
carry-over	2,3	2,3	-3,0	0,0	17,9	7,0	-0,4	5,1
2005	22,6	9,3	23,0	11,0	21,8	6,6	18,9	6,3
crescimento ao longo do ano	20,6	5,3	12,9	1,7	38,8	11,1	17,1	12,0
carry-over	1,7	3,8	8,9	9,1	-12,3	-4,0	1,5	-5,1

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

A tabela 2 mostra a taxa de crescimento das exportações totais e por fator agregado em valor e em quantum. Nota-se que a desaceleração das exportações em quantum tem sido mais significativa do que em valor, pois os preços têm desempenhado um papel importante na manutenção das receitas externas. As exportações de muitos produtos básicos e semimanufaturados têm sido de fato bastante favorecidas pelos preços internacionais das commodities, seja porque o aumento destes preços têm o efeito direto de aumentar as receitas para um mesmo volume embarcado, seja porque neste caso há um efeito indireto adicional de estímulo ao próprio volume embarcado (dado que estes setores são tomadores de preços no mercado internacional). Por outro lado, a desaceleração das exportações de manufaturados em quantum mostrada na tabela é preocupante, e a evolução favorável dos preços neste caso não traz tanto alento. Como pode ser observado, a maior parte do crescimento destes produtos em 2005 se deveu a um efeito puramente estatístico (carry-over), o crescimento “real” do quantum das exportações de manufaturados ao longo de 2005 foi de apenas 1,7%. Além disso, o aumento de preços, que permitiu um desempenho melhor das exportações de manufaturados em valor, tem sido superior ao aumento dos preços mundiais destes produtos (gráfico 1). Ou seja, ao contrário dos básicos e semimanufaturados, é possível que parte da desaceleração do volume de vendas de manufaturados se deva à perda de competitividade, derivada de aumentos de preços superiores aos dos concorrentes mundiais.

Preços das Importações Americanas de Produtos Manufaturados Provenientes de Países Industrializados e Outros⁽¹⁾ x Preços das Exportações Brasileiras de Manufaturados (Jan/04 = 100)



(1) Proxy para a evolução dos preços das importações mundiais de produtos manufaturados.

É bastante provável que este aumento dos preços de manufaturados decorra da tentativa dos exportadores de repassar aos importadores parte da perda com a receita cambial. E isso implica que, em última análise, a apreciação cambial tem sido responsável pela desaceleração nas vendas de manufaturados – e das exportações como um todo, dado que manufaturados pesam cerca de 60% da pauta. A tabela 3 mostra a evolução das exportações brasileiras vis-à-vis o comércio mundial em quantum e reforça esta percepção, na medida que mostra uma perda de dinamismo das exportações brasileiras em relação ao crescimento da demanda mundial. Se em 2005 a taxa de câmbio real efetiva média permitiu um crescimento do quantum exportado pouco superior ao crescimento da demanda mundial, a manutenção em 2006 da taxa de câmbio nos níveis atuais deve permitir no máximo um crescimento do quantum das exportações brasileiras em linha com o crescimento em quantum do comércio mundial, projetado em 7,6% pelo FMI. Não é um resultado ruim, mas indica que as exportações estão adquirindo uma dinâmica perigosa. A rigor, têm se tornado cada vez mais dependentes dos preços internacionais das commodities, e portanto, cada vez mais suscetíveis a reversões.

Evolução das Exportações Brasileiras vis-à-vis Comércio Mundial
(tx de crescimento % em relação ao ano anterior, dados em quantum)

	Comércio Mundial ⁽¹⁾ (a)	Exportações Brasil (b)	(a)/(b)	Índice de Tx de Câmbio Real Efetiva ⁽²⁾
2000	13,2	11,0	0,84	100,0
2001	-0,3	9,6	-	124,0
2002	3,7	8,6	2,33	137,1
2003	5,6	15,7	2,80	142,1
2004	10,9	19,2	1,76	139,8
2005	7,0	9,3	1,33	114,0
2006 ⁽³⁾	7,6	7,3	0,96	105,8

(1) Dados e projeções do FMI.

(2) Média do ano, 2000=100.

(3) Projeções do Grupo de Conjuntura. Para a taxa de câmbio, a hipótese é de manutenção do nível atual.

Fontes: FMI (WEO), MDIC/Secex, Funcex e Banco Central do Brasil.

Isso implica que uma queda na demanda externa e nos preços internacionais das exportações, somada ou não a uma retomada da atividade doméstica, pode comprometer seriamente o saldo comercial alcançado até agora. Vale ressaltar, no entanto, que as perspectivas para a economia mundial em 2006 são bastante favoráveis, e por isso não se espera uma queda brusca no saldo comercial este ano, mesmo com a taxa de câmbio mantida no patamar atual (pelo contrário, a maioria das instituições projeta um saldo ainda em torno de US\$40,0 bilhões). Por outro lado, é bem verdade que, do ponto de vista da sustentabilidade das contas externas, há bastante espaço para reduções no saldo comercial nos próximos anos. A rigor, o risco maior não é esse (uma queda no saldo comercial é natural e esperada, caso a economia retome uma trajetória de crescimento sustentado). O risco maior é o de que a apreciação cambial excessiva induza uma diminuição dos investimentos nos setores exportadores, bem como dos esforços de internacionalização das empresas. Um movimento como este resulta numa perda dos mercados conquistados e do “espírito” exportador, e compromete não somente o saldo comercial a médio e longo prazo, mas o próprio potencial de crescimento da economia.

Seção COPPEAD

Maribel Suarez, Roberta Campos e Letícia Casotti

Cátedra L'Oréal: o que a parceria entre empresa e universidade pode trazer para o estudo do comportamento do consumidor?

No final de 2003, a L'Oréal iniciou uma parceria com o COPPEAD, através da doação de recursos para a criação de uma Cátedra na área de Comportamento do Consumidor. A existência deste tipo de parceria já é tradição nas universidades americanas e européias, mas, no Brasil, ainda é raro encontrar esse tipo de iniciativa, sendo o COPPEAD pioneiro na montagem de programas desta natureza.

Pelo menos dois fatos podem contribuir para o distanciamento entre empresas e universidades no Brasil. De um lado, uma parte da academia parece acreditar que a interferência das organizações privadas poderia macular a produção do conhecimento – algo que precisa ser “puro” e destituído de interesses mais práticos. Do outro, estão as empresas que esperam encontrar na aproximação com as universidades uma alternativa à contratação de serviços de consultoria, exigindo resultados e prazos, que, em alguns casos, não condizem com a natureza do trabalho acadêmico.

Num artigo para a revista *Semear*¹, o professor Everardo Rocha analisa a distância existente entre os estudos realizados pelas empresas e a academia, especialmente nas pesquisas na área de comportamento do consumidor. Nas chamadas pesquisas de mercado, o elogio da urgência - a pressa, nem sempre necessária, com que se iniciam e finalizam os estudos - termina por ampliar o risco da superficialidade. Assim, em nome da rapidez e da novidade, muitas vezes, inviabiliza-se o amadurecimento das idéias.

Outro imperativo comum a essas pesquisas diz respeito a obrigatoriedade de apresentar soluções que possam ser aplicadas de forma imediata. Assim, ao contrário do pensamento acadêmico que cultiva a busca de perguntas tanto quanto a de respostas, as pesquisas empresariais terminam deixando de lado dúvidas e contradições, para abraçar uma objetividade que nem sempre traz resultados efetivos.

Os comentários do professor Everardo Rocha nos servem aqui não como uma crítica – algo que escapa às possibilidades de análise e aprofundamento desse artigo – mas apenas para chamar a atenção para a lógica interna que permeia boa parte dos estudos de cunho empresarial. É evidente que o mercado dispõe de profissionais altamente capacitados tanto nas empresas que encomendam pesquisas quanto nas consultorias que fornecem serviços dessa natureza. Essa agilidade, além de inerente a um mercado altamente competitivo, também traz resultados efetivos, especialmente em determinadas

¹ Artigo “Cenas do consumo: notas, idéias, reflexões”, Revista *Semear*, nº 6. , 2002. Disponível no site , em 16/01/2006.

questões de pesquisa: por exemplo, quando já existem conhecimentos substanciais sobre a marca e a categoria e se deseja aferir atributos já definidos e ordenados pelo consumidor, quando se pretende verificar a eficiência de uma nova embalagem ou de um novo anúncio promocional, quando se quer estudar o impacto da localização de determinado produto na loja, promoções conjuntas, dentre outros aspectos.

Entretanto, quando é preciso abordar temas mais fundamentais - como critérios de referência ao se pensar determinadas marca; o papel de um produto na vida dos seus clientes, percepções a respeito de conceitos abstratos, como por exemplo, “beleza”, “luxo” - nem sempre os meios e os prazos convencionais conseguem dar conta da complexidade que é pesquisar o que as pessoas sabem e o que elas “não sabem, que sabem”.

Nesse contexto, o conhecimento desenvolvido pela área acadêmica em diversas áreas como a Psicologia, a Antropologia, a Sociologia e o próprio Marketing, pode trazer novos protocolos e metodologias capazes de dar conta de questões mais complexas. Sem a pressão por resultados de aplicação imediata, a pesquisa acadêmica é capaz de se “aventurar” por novos métodos, criticar com mais isenção erros e acertos nos caminhos de pesquisa, e assim gerar novas aplicações a serem colocadas em prática pelas empresas.

A Cátedra L'Oréal, como um núcleo de pesquisa dentro de uma escola de pós-graduação em Administração, tem se permitido trilhar um caminho sem muitos atalhos, num processo mais cuidadoso. Começamos nossas pesquisas fazendo perguntas que, talvez, pareçam abrangentes demais para as empresas: o que é beleza? como as mulheres constroem sua beleza? como essa visão pode ser traduzida pelas práticas de consumo? Refazer tais questões parece fazer sentido num contexto onde a vida e os papéis desempenhados pelas mulheres têm se transformado por completo nos últimos anos.

Cumprindo seu papel de experimentação, adotamos, em uma das pesquisas da Cátedra, uma metodologia pouco conhecida no Brasil. O Método dos Itinerários foi desenvolvido por Dominique Desjeux, professor da Universidade Paris V, e vem sendo utilizado por antropólogos e sociólogos franceses há vários anos para a investigação do consumo e dos consumidores. O método reflete na sua estrutura uma visão que vai além do momento da compra, para incluir toda a interação entre o consumidor e o bem antes e depois da aquisição. Sua proposta é observar os movimentos das coisas, os gestos realizados, os espaços e suas regras de ocupação. Assim, dá menos atenção ao discurso - explicações, justificativas, razões, palavras empregadas pelos entrevistados - preferindo extrair os dados das práticas banais e cotidianas. Na pesquisa sobre beleza, por exemplo, as entrevistadas percorriam junto com as entrevistadoras os diferentes cômodos das casas, revelando onde eram comprados, como e onde eram usados, guardados e jogados fora os produtos de higiene e beleza.

No total, foram entrevistadas 27 mulheres, de classe A, da zona sul carioca. Foram quase 60 horas de entrevistas, analisadas ao longo do ano de 2005. Os resultados estão em fase de finalização e serão apresentados num livro a ser lançado nesse ano.

Esse trabalho só foi possível na medida em que a L'Oréal teve, na implementação desta Cátedra, uma postura absolutamente salutar de aproximação com a academia. Em primeiro lugar, a empresa manteve, ao longo dos últimos dois anos, uma relação de

isenção e respeito, que viabilizou a escolha de temas de pesquisas, cujo foco não está numa decisão imediata da empresa, mas numa reflexão cujas implicações podem estar no longo prazo.

Além disso, a empresa se alinha ao COPPEAD no entendimento de que o conhecimento gerado por uma escola precisa ser público. Assim, todos os trabalhos desenvolvidos pela Cátedra estão à disposição da comunidade científica e empresarial. A publicação dos resultados de pesquisas em livros e congressos é resultado dessa preocupação por tornar acessíveis trabalhos que podem contribuir para o desenvolvimento de profissionais e empresas deste setor no país.

Se muito se falou sobre o conhecimento que a academia pode gerar para as empresas, é preciso finalizar esse artigo com as contribuições que uma iniciativa como a da L'Oréal é capaz de trazer para a Universidade. A primeira delas diz respeito ao acesso a recursos, sempre escassos nas universidades brasileiras. Com a doação da L'Oréal foram adquiridos novos livros, equipamentos e viabilizada a participação em congressos nacionais e internacionais. Pela Cátedra foram contratadas duas novas pesquisadoras, o que é fundamental não apenas para a formação de futuros profissionais de pesquisa autônomos, mas também para a oxigenação da própria escola, através do debate das idéias apresentadas nos novos trabalhos. Por fim, a troca de experiências com os profissionais da L'Oréal, através de palestras na escola e a participação em bancas de trabalho, contribui para aproximar e colocar a formação oferecida pelo COPPEAD em sintonia com as necessidades do mercado empresarial.

Esse tipo de parceria, portanto, parece ser fundamental para que se formem profissionais e se desenvolvam pesquisas que, mais do que reproduzir o que se tem discutido fora do país, consigam pensar a realidade do nosso país e as particularidades do consumidor brasileiro.