

# Economia & Conjuntura

# Apresentação

## Antonio Licha

Os dois destaques do último mês foram a divulgação do PIB trimestral, que permite mostrar o comportamento do nível de atividade, e das exportações brasileiras. Em relação ao PIB, a tendência subjacente em relação à taxa de crescimento da economia brasileira é de 4%. Mas efeitos estatísticos (como o carry over) podem fazer que a taxa de crescimento em 2007 seja superior a essa tendência. Para 2008 espera-se que o crescimento acompanhe essa tendência.

O destaque negativo continua sendo a indústria de transformação que apresenta taxas de crescimento muito baixas (inferior a 2%). Como o Grupo de Conjuntura tem destacado, a apreciação cambial deve ser a principal responsável por este fraco desempenho.

O destaque positivo é o bom desempenho apresentado, na margem, pelo quantum exportado. A aceleração do crescimento das exportações em volume tem sido generalizada, ocorrendo não apenas nas exportações de básicos e semi-manufaturados (estimuladas por preços favoráveis), mas também nas de manufaturados, e nas exportações das diferentes categorias de uso (exceto nos bens de consumo duráveis, onde o desempenho das exportações ainda não deu sinal de melhora). Na seção Setor Externo são levantadas algumas hipóteses sobre esta reação das exportações em quantum, mas ela ainda precisa ser mais bem analisada.

Esta Carta aborda também outros temas. Na seção Política Fiscal é analisada a composição da Dívida Pública e na seção Investimento os setores onde os investimentos estão sendo realizados. Por último, na seção Indústria é apresentada a análise sobre a acomodação da atividade industrial em abril e o debate recente sobre industrialização.

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



# Equipe do Grupo de Conjuntura

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

## **Editor Responsável**

Antonio Luis Licha – [lica@ie.ufrj.br](mailto:lica@ie.ufrj.br)

## **Conselho Editorial**

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

## **Colaboradores**

- Caio C. L. P. da Silveira - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho - [thadeu@ie.ufrj.br](mailto:thadeu@ie.ufrj.br)
- Cecília Rutkoski Hoff - [cissahoff@ie.ufrj.br](mailto:cissahoff@ie.ufrj.br)
- Frederico Felipe Medeiros - [fredfmedeiros@yahoo.com.br](mailto:fredfmedeiros@yahoo.com.br)
- Margarida Gutierrez - [margarida@ie.ufrj.br](mailto:margarida@ie.ufrj.br)
- Paulo Gonzaga - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Silvio Salles - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)

## **Estagiários**

- Marcos Felipe Casarin
- Marianna Fernandes de Souza Costa
- Camila Guimaraes Rocha

## **Contato**

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

# Índice

	Página
<b>Panorama Macroeconômico</b>	<b>6</b>
<b>Projeções do Grupo de Conjuntura</b>	<b>16</b>
<b>Nível de Atividade Industrial</b>	<b>17</b>
<b>Investimento</b>	<b>23</b>
<b>Inflação</b>	<b>28</b>
<b>Política Fiscal</b>	<b>31</b>
<b>Setor Externo</b>	<b>38</b>

# Panorama Macroeconômico

## Caio Prates

Apesar do cenário externo um pouco mais conturbado em junho – devido, em particular, à mudança da percepção do mercado em relação à trajetória da taxa de juros nos EUA, refletida na alta das taxas de juros longas americanas –, o comportamento dos indicadores de confiança, apresentados na tabela 1, permaneceu bastante positivo. O principal destaque da conjuntura neste mês foi a divulgação do PIB do primeiro trimestre pelo IBGE. Além disso, também merece destaque o excelente desempenho da balança comercial nos últimos meses, desta vez também influenciado positivamente por uma surpreendente recuperação do quantum exportado – fato que, sem dúvida, reforça o quadro atual de apreciação cambial. O desempenho recente do PIB, as perspectivas de crescimento no futuro próximo e a evolução das exportações e das importações em volume são examinados a seguir.

Tabela 1 - Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança					Indicadores do Cenário Externo		
	Risco Brasil (a) <sup>(1)</sup>	Risco dos Emergentes (b) <sup>(1)</sup>	(a)-(b) (%)	Taxa de Câmbio Nominal	Swap de 1ano PrêxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante <sup>(3)</sup>	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
17/10/2006 <sup>(2)</sup>	213	187	26	2,14	13,29	8,88	4,77	60,94
28/11/2006 <sup>(2)</sup>	227	201	26	2,19	12,9	8,38	4,50	61,21
23/01/2007 <sup>(2)</sup>	187	167	20	2,14	12,37	8,02	4,81	55,10
6/03/2007 <sup>(2)</sup>	195	187	8	2,12	12,00	7,92	4,53	61,39
17/4/2007 <sup>(2)</sup>	155	162	-7	2,04	11,64	7,72	4,68	65,93
5/6/2007 <sup>(2)</sup>	144	152	-8	1,94	11,01	7,36	4,98	70,45
27/06/2007	158	171	-13	1,95	10,85	7,08	5,08	70,53

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil.

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

O resultado do PIB no primeiro trimestre de 2007 manteve praticamente estável a taxa de crescimento do PIB no acumulado de quatro trimestres (contra os quatro trimestres anteriores), que passou de 3,7% em 2006 IV para 3,8% em 2007 I. Além disso, as taxas de crescimento no primeiro trimestre contra o trimestre imediatamente anterior (0,8%) e contra igual trimestre em 2006 (4,3%) ficaram um pouco abaixo do esperado pela maioria dos analistas. Ainda assim, as projeções para o crescimento do PIB em 2007 não foram afetadas negativamente por estes resultados: a projeção do mercado encontra-se atualmente em 4,25% (ligeiramente acima do que se previa antes da divulgação do PIB trimestral) e a do Grupo de Conjuntura foi mantida em 4,5%. O destaque negativo no comportamento do PIB vem sendo o baixo crescimento do indústria, em particular da indústria de transformação. Mesmo com a melhora

esperada para o seu desempenho nos próximos trimestres, a tendência é que a indústria continue sendo a principal restrição para um crescimento mais forte do PIB neste e no próximo ano.

Como evidencia a tabela 2, vem ocorrendo um nítido contraste entre o comportamento do PIB e da indústria no ciclo atual (iniciado em setembro de 2005) e no anterior (de junho de 2003 a setembro de 2004) de redução da taxa de juros básica. No ciclo anterior, seis trimestres após a taxa Selic começar a cair (2004 IV), o crescimento do PIB acumulado em quatro trimestres atingiu 5,7%. No ciclo atual, passado o mesmo número de trimestres (2007 I), esta taxa de crescimento foi de apenas 3,8%. Mesmo com um ambiente macroeconômico, por diversos indicadores (taxa de juros e inflação mais baixas, expansão das vendas do comércio e da massa salarial muito maiores, e aumento da previsibilidade da economia) mais favorável para o crescimento do que o de 2004, o PIB vem crescendo em 2007 menos do que naquele ano.

**Tabela 2 - Crescimento do PIB pela ótica da oferta**

	var % últimos quatro trim/quatro trim imediatamente anteriores					var % acumulada no ano	
	2004 IV	2005IV	2006 IV	2007 I	2007 abr <sup>1</sup>	2007 I	2007 abr
I) PIB	5,7	2,9	3,7	3,8	-	4,3	-
Agropecuária	2,3	1,0	4,1	5,5	-	2,1	-
Indústria	7,9	2,2	2,8	2,3	-	3,0	-
Extrativa Mineral	4,3	9,8	6,0	3,8	-	4,1	-
Transformação	8,5	1,1	1,6	1,5	-	2,8	-
Construção Civil	6,6	1,2	4,6	3,5	-	2,4	-
Prod. e distrib.de eletricidade, gás e água	8,4	5,0	3,6	3,8	-	3,9	-
Serviços	5,0	3,4	3,7	3,8	-	4,6	-
II) Indústria Geral (PIM/PF)	8,3	3,1	2,8	2,7	3,3	3,8	4,3
Extrativa Mineral	4,3	10,2	7,4	5,7	5,7	5,6	5,6
Transformação	8,5	2,7	2,6	2,5	3,1	3,7	4,3
Insumos típicos da construção civil	5,7	1,3	4,5	3,3	4,0	2,2	3,5

Fonte: IBGE

(1) var % 12 meses encerrados em abril contra 12 meses anteriores.

Examinando-se o PIB pela ótica da oferta (tabela 2), a principal diferença entre os comportamentos do PIB em 2004 IV e 2007 I (taxas de quatro trimestres) reside no desempenho da indústria de transformação. Enquanto em 2004 IV a indústria de transformação cresceu 8,5%, em 2007 I seu crescimento não passou de 1,5%. Portanto, este setor de atividade – não por acaso o mais sensível à apreciação cambial – vem tendo um desempenho pífio no período atual, afetando negativamente o crescimento do PIB. De todo modo, a tendência é que a indústria de transformação tenha um desempenho melhor nos próximos trimestres por conta da forte expansão das vendas do comércio varejista neste ano, e de uma expansão um pouco maior das exportações de manufaturados em quantum no período recente (não obstante o câmbio apreciado). Uma indicação da melhora do desempenho da indústria de transformação já pode ser percebido nos dados da PIM-PF do IBGE, apresentados na tabela 2. Embora a indústria de transformação nas Contas Nacionais venha tendo um crescimento bem mais modesto do que na PIM (por diferenças conceituais e de ponderação entre os setores da indústria nas duas séries do IBGE), as taxas de crescimento em 12 meses da indústria nas CNs e na PIM costumam caminhar na mesma direção. Assim, a aceleração em curso do crescimento da indústria de transformação na PIM tende a se refletir positivamente nos próximos resultados deste setor nas Contas Nacionais. Mas, mesmo com a aceleração esperada do crescimento da indústria de transformação ao

longo do ano, sua taxa de expansão em 2007 no conceito Contas Nacionais deverá ficar abaixo de 4% - resultado inegavelmente modesto quando comparado com seu desempenho em 2004 e quando se tem em conta o aquecimento da demanda doméstica em 2007.

Como os resultados trimestrais do PIB costumam ser muito voláteis, optou-se na tabela 3 por apresentar a evolução do PIB em taxas semestrais, para que se tenha uma idéia mais clara da evolução recente da atividade econômica e do que esperar no restante do ano. De acordo com esta tabela, a taxa semestre/igual semestre do ano anterior manteve-se em 4,6% nos seis meses encerrados em março. E o fato desta taxa semestral estar bem acima da taxa de crescimento nos doze meses encerrados no mesmo mês de março pode ser tomado como uma indicação de um viés de alta para a taxa de doze meses - note-se na tabela 3 que em períodos em que a taxa semestral ficou muito acima da taxa de doze meses (como em junho de 2004), a taxa de doze meses acabou se acelerando, e o inverso ocorreu quando a taxa semestral ficou bem abaixo da de doze meses (como em dezembro de 2004 e junho de 2005).

**Tabela 3 - PIB: Taxa de crescimento semestral**

	var % anual PIB	var % semestre / mesmo semestre do ano anterior					var % semestre/semestre imediatamente anterior PIB
		PIB	Indústria		Serviços	Agropecuária	
			Total	Transformação			
2004							
jun	3,5	6,4	10,8	13,5	4,8	4,7	4,3
dez	5,7	5,0	5,3	4,2	5,2	-1,2	0,9
2005							
jun	3,9	2,8	2,2	1,0	3,6	-0,2	1,9
dez	2,9	3,1	2,1	1,1	3,1	2,8	1,2
2006							
jun	2,9	2,8	1,9	0,2	3,7	-2,5	1,5
dez	3,7	4,6	3,6	2,9	3,7	14,1	3,1
2007							
mar	3,8	4,6	3,3	3,0	4,2	6,1	2,8

Fonte: IBGE.

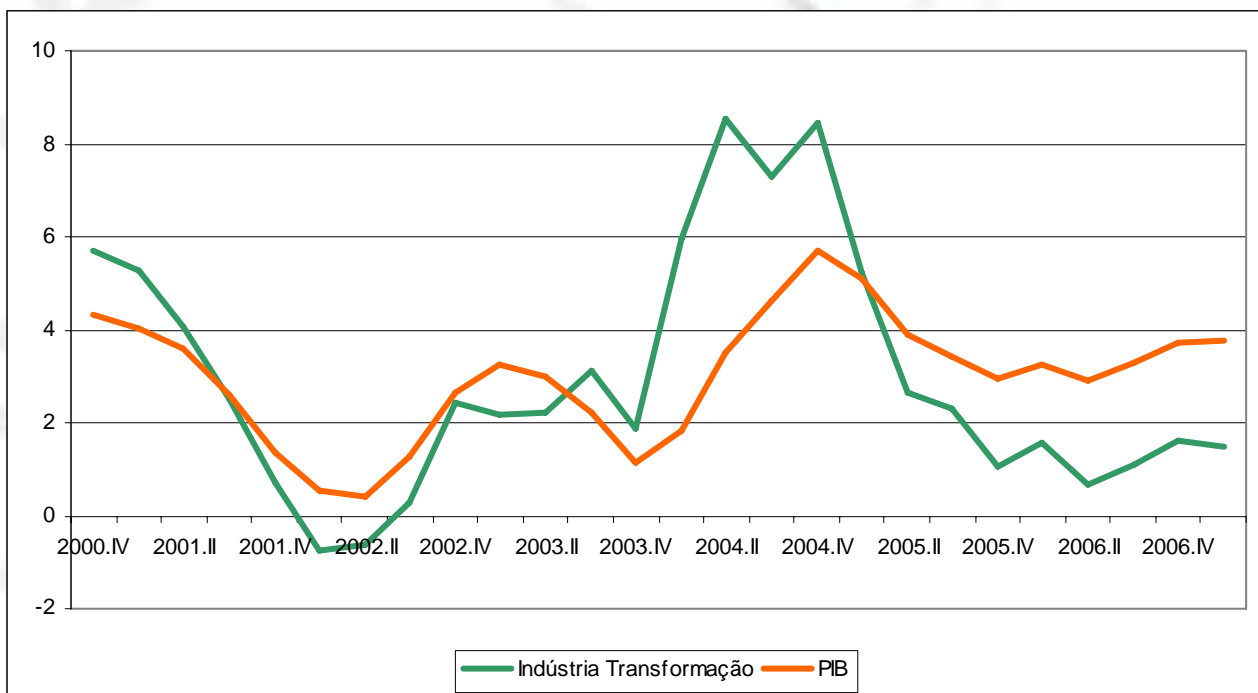
Outro aspecto a destacar na tabela 3 refere-se a evolução da taxa semestre contra semestre imediatamente anterior (com base na série dessazonalizada do PIB). Como esta taxa foi bem elevada no segundo semestre de 2006 (3,1%), mesmo com uma desaceleração do crescimento no primeiro semestre de 2007 (relativamente ao segundo semestre de 2006) para 1,9%, como projeta o GC, a taxa primeiro semestre 07/primeiro semestre 06 subirá para 5%. Por sua vez, para o segundo semestre de 2007, a expectativa do GC é de um crescimento de 2,1% (contra o semestre anterior). Desta forma, a taxa semestre/igual semestre do ano anterior cairia de 5% no primeiro semestre para 4% no segundo semestre de 2007, daí resultando o crescimento anual de 4,5% previsto para este ano. Assim, o crescimento do PIB ao longo deste ano (entre os segundos semestres de 2006 e de 2007) seria mais baixo (4%) do que a taxa anual de 4,5%, com o desempenho no ano sendo beneficiado por um "carry over" favorável de 2006 para 2007. Já a eventual manutenção para 2008 de um crescimento médio semestre/semestre imediatamente anterior em torno de 2%, como se espera que ocorra em 2007, puxaria para perto de 4% o crescimento do PIB no próximo ano. Portanto, um crescimento mais expressivo do PIB em 2008, de cerca de 5%, somente seria possível

com uma boa aceleração no ano que vem da taxa média semestre/semestre imediatamente anterior prevista para este ano.

Tomado-se o PIB pela ótica da oferta, a principal restrição a uma aceleração do crescimento do PIB no próximo ano, para perto de 5%, parece ser o desempenho da indústria de transformação requerido para este resultado. A indústria de transformação representa atualmente pouco mais de 18% do PIB, mas responde por cerca de 60% da indústria no conceito Contas Nacionais e influencia de forma relevante o comportamento do setor serviços. Assim, a tendência é que um crescimento mais vigoroso do PIB, de cerca de 5%, somente seja possível com uma expansão da indústria de transformação pelo menos próxima desta taxa.

É verdade que a taxa mais recente de crescimento do PIB (no acumulado de quatro trimestres), referente a 2007 I, mostra um descolamento acentuado entre o crescimento do PIB e do setor serviços (3,8%), de um lado, e o da indústria (2,3% para a indústria como um todo e apenas 1,5% para a indústria de transformação), de outro lado. Contudo, como se percebe no gráfico 1, o descolamento atual entre as taxas de crescimento do PIB e da indústria de transformação é claramente atípico – em períodos anteriores em que o crescimento do PIB (quatro trimestres) foi igual ou maior do que os 3,8% atuais (2007 I), a indústria de transformação sempre cresceu mais do que o PIB. Como o padrão de crescimento que vem se delineando no contexto atual de câmbio apreciado é diferente do observado nas retomadas anteriores do crescimento – mais apoiado agora no setor serviços, na indústria extrativa mineral, construção civil e agropecuária do que na indústria de transformação -, é razoável imaginar que desta vez a aceleração do crescimento não terá a liderança destacada da indústria de transformação (como sempre ocorreu em períodos de crescimento vigoroso). Mas continua sendo improvável que um crescimento do PIB de 5% possa ser obtido com a indústria de transformação crescendo pouco (menos do que 4,5%). O problema é que, devido sobretudo à apreciação cambial, parece difícil que no futuro próximo o crescimento da indústria de transformação requerido para o PIB crescer 5% seja atingido.

Gráfico 1 - PIB e Indústria de Transformação: taxa de crescimento acumulada em quatro trimestres



No que se refere ao comportamento do PIB pela ótica da demanda (tabela 4), a diferença principal entre as taxas de crescimento (no acumulado de quatro trimestres) em 2004 IV e 2007 I reside no desempenho das exportações e das importações de bens e serviços. Neste período houve uma queda expressiva na taxa de crescimento das exportações (de 15,3% para 4,2%) e um aumento na das importações (de 14,4% para 19,1%) – mudanças certamente muito influenciadas pela apreciação cambial ocorrida de 2004 para cá.

**Tabela 4 - Crescimento do PIB pela ótica da demanda**

	var % últimos quatro trim/quatro trim imediatamente anteriores				var % semestre/igual semestre ano anterior
	2004 IV	2005IV	2006 IV	2007 I	2006 IV - 2007 I
i) PIB	5,7	2,9	3,7	3,8	4,6
Consumo das Famílias	3,8	4,5	4,3	4,8	5,5
Consumo do Governo	4,1	1,9	3,6	3,4	3,2
FBCF	9,1	3,6	8,8	7,7	8,4
Exportação	15,3	10,1	4,7	4,2	5,4
Importação	14,4	9,3	18,1	19,1	2,2

Fonte: IBGE

(1) var % 12 meses encerrados em abril contra 12 meses anteriores.

Um aspecto muito positivo no desempenho recente do PIB tem sido o comportamento do investimento, que vem crescendo a um ritmo bem superior ao do PIB, influenciado positivamente pela melhora do ambiente para o investimento no país - redução do risco Brasil, aumento da previsibilidade da economia brasileira evidenciado pelo comportamento favorável de taxas de juros longas, redução do custo do financiamento para o investimento, queda dos preços de bens de capital importados devido à apreciação cambial, etc. Embora a taxa de crescimento (quatro trimestres) da FBCF tenha recuado de 8,8% em 2006 IV para 7,7% em 2007 I, a tendência é que esta taxa volte a subir nos próximos trimestres. Os dados mais recentes sobre o consumo aparente de bens de capital e a produção industrial de insumos típicos da construção civil (uma boa aproximação do desempenho da construção civil no PIB) apontam nesta direção, e o GC estima que a FBCF fechará o ano com uma expansão em torno de 9,5%. Como a relação FBCF/PIB atual é muito baixa (16,8% em 2006), esta taxa ainda terá de subir significativamente (possivelmente para algo entre 20 e 21% do PIB) para que o PIB possa crescer em torno de 5% aa de forma sustentável. E isto significa que, durante alguns anos, o investimento terá de crescer bem mais do que o PIB. Por enquanto, este requisito vem sendo atendido. Resta saber se este comportamento favorável do investimento será mantido nos próximos anos.

Outro destaque no desempenho do PIB pela ótica da demanda vem sendo o vigor do crescimento da demanda doméstica (consumo + investimento + variação de estoques). Como evidencia a tabela 5, a demanda doméstica cresceu 5,5% no acumulado de quatro trimestres (contra os quatro trimestres anteriores) encerrado em 2007 I, taxa superior, inclusive, ao seu aumento de 5,3% em 2004 IV. Assim, se o atual crescimento do PIB (3,8% em 2007 I) continua sendo bem inferior ao de 2004 (5,7%) não é por insuficiência de demanda doméstica, mas porque, por alguma razão, a produção de bens e serviços encontra-se mais travada no período recente, e não vem respondendo com a mesma força de 2004 à expansão da demanda.

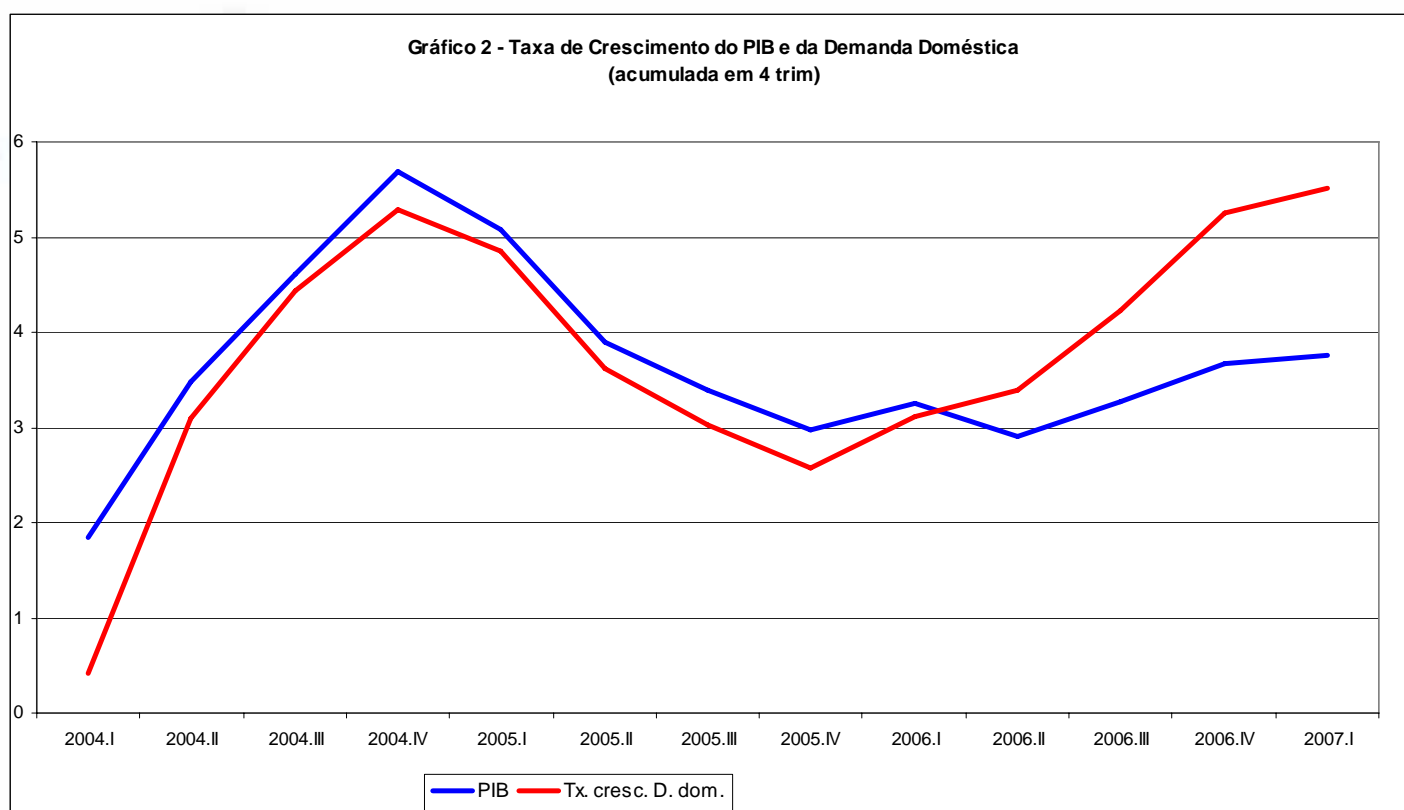
**Tabela 5 - Contribuição ao crescimento**

	Demanda Doméstica (a)	Exportações Líquidas (b)	PIB (c) = (a) + (b)	Taxa de Crescimento da Demanda Doméstica
2004	5,13	0,55	5,68	5,28
2005	2,48	0,49	2,97	2,58
2006	5,05	-1,38	3,67	5,25
2007 <sup>1</sup>	5,32	-1,56	3,76	5,51

Fonte: IBGE. Elaboração Grupo de Conjuntura

(1) Acumulado nos quatro trimestres encerrados no 1º trim 2007.

O comportamento do PIB e da demanda doméstica (taxas de crescimento acumuladas em quatro trimestres) de 2004 para cá aparece com nitidez no gráfico 2. Por este gráfico, percebe-se o crescimento expressivo da demanda doméstica em 2004 e no período recente, em resposta à redução da taxa de juros. No entanto, enquanto em 2004 o crescimento do PIB foi até superior ao da demanda doméstica (devido a contribuição positiva para o crescimento das exportações líquidas), ao longo de 2006 e no primeiro trimestre de 2007, o PIB tem crescido muito menos do que a demanda doméstica.



O descompasso entre a demanda doméstica e o PIB significa que parte da expansão da demanda está sendo atendida pelo maior crescimento das importações (relativamente ao das exportações). Em boa medida, este desequilíbrio entre demanda e produção reflete uma diferença entre as taxas de crescimento da demanda e da produção de bens industriais. E o fato da produção industrial estar crescendo menos do que a demanda

por bens industriais – ao contrário do que ocorreu em 2004 – poderia, em tese, decorrer dos seguintes fatores: i) perda de competitividade da indústria nacional desde 2004; ii) insuficiência de capacidade produtiva no período atual, com a indústria operando no período recente com grau mais elevado de utilização de capacidade do que em 2004; iii) aumento no período recente da demanda (e das importações) de bens de conteúdo tecnológico mais elevado não produzidos no país. Destes fatores, o primeiro – a perda da competitividade externa da indústria – parece ser, de longe, o mais importante. E sob o aspecto “perda de competitividade”, o principal fator que diferencia a situação atual da de 2004 é a apreciação cambial ocorrida desde então.

Por certo, além do câmbio apreciado, outros fatores responsáveis pelo chamado custo Brasil – a carga tributária bastante elevada em comparação com a de países com renda per capita numa mesma faixa da brasileira, os custos decorrentes de ineficiências de infra-estrutura, o custo trabalhista muito alto, as taxas de juros extraordinariamente elevadas, etc – prejudicam a competitividade da economia nacional. Mas estes fatores já estavam presentes na economia brasileira em 2004 e não impediram o vigoroso crescimento da indústria naquele ano. O fato novo de 2004 que afetou negativamente a competitividade externa da indústria foi a apreciação cambial, daí a sua relevância na explicação do baixo crescimento atual da indústria de transformação e do descompasso hoje existente entre o crescimento da demanda e da produção de bens industriais.

Em princípio, a redução do custo Brasil seria uma alternativa preferível a uma taxa de câmbio mais desvalorizada para efeito de melhorar a competitividade externa da indústria nacional. O problema é que um alívio substancial e em prazo relativamente curto do custo Brasil, que tornasse dispensável uma taxa de câmbio mais desvalorizada, não parece factível. É mais razoável imaginar que o aumento da competitividade da indústria terá de se apoiar numa combinação de câmbio mais desvalorizado e medidas para redução do custo Brasil.

A contraface do crescimento da demanda doméstica bem acima do PIB no período recente tem sido o crescimento em volume das importações de bens e serviços muito acima do das exportações. E este comportamento recente das importações e das exportações de bens e serviços representou uma mudança significativa na trajetória destas variáveis vis-à-vis o resto do mundo. De fato, como evidencia a tabela 6, ao contrário do que vinha ocorrendo nos anos anteriores, a partir de 2006 as exportações brasileiras de bens e serviços em volume passaram a crescer bem menos do que o comércio mundial e as exportações dos emergentes. Por sua vez, as nossas importações de bens e serviços em volume passaram a crescer bem mais do que as do mundo e dos emergentes, não obstante o crescimento do PIB do Brasil continuar sendo inferior ao da economia mundial e, sobretudo, ao das economias emergentes. A combinação destes resultados (exportações, importações e PIB no Brasil e no mundo) é uma indicação clara da perda de competitividade da economia brasileira no período recente. E neste período a principal mudança capaz de afetar a competitividade da economia nacional foi a apreciação cambial – embora a desvalorização do dólar nos últimos anos tenha sido generalizada no mundo, esta desvalorização foi particularmente intensa em relação ao Real.

**Tabela 6 - Taxas de crescimento do PIB e das Exportações de bens e serviços: comparações internacionais**

	var % anual					
	1999-2002	2003-2006	2004	2005	2006	2007 I
I) Brasil						
Exportações de bens e serviços <sup>1</sup>	9,0	10,0	15,3	10,1	4,7	4,2 <sup>2</sup>
Importações de bens e serviços <sup>1</sup>	-4,2	9,8	14,4	9,3	18,1	19,1 <sup>2</sup>
PIB	2,1	3,4	5,7	2,9	3,7	3,8 <sup>2</sup>
II) Emergentes						
Exportações de bens e serviços <sup>1</sup>	6,9	11,8	14,6	11,2	10,6	10,4 <sup>3</sup>
Importações de bens e serviços <sup>1</sup>	5,9	13,4	16,4	12,1	15,0	12,5 <sup>3</sup>
PIB	4,8	7,4	7,7	7,5	7,9	7,5 <sup>3</sup>
III) Mundo						
Comércio Mundial de bens e serviços <sup>1</sup>	5,3	8,1	10,6	7,4	9,2	7,0 <sup>3</sup>
PIB	3,5	4,9	5,3	4,9	5,4	4,9 <sup>3</sup>

Fonte: FMI e IBGE

(1) em volume

(2) taxa acumulada em quatro bimestres

(3) Projeção do FMI para o ano de 2007

Apesar da diferença entre as taxas de crescimento das exportações e das importações em quantum permanecer bastante acentuada, um fato relevante da conjuntura vem sendo a surpreendente recuperação das exportações. Na verdade, tanto a quantidade exportada quanto a importada vem crescendo mais nestes primeiros meses de 2007 do que se previa anteriormente. Mas a surpresa maior vem sendo a melhora do desempenho das exportações em volume, não obstante a apreciação cambial ter se acentuado ainda mais neste ano. Como indica a tabela 7, a taxa de crescimento (12 meses) das exportações em valor vem se mantendo elevada, mas a novidade dos últimos meses é que este resultado tem sido obtido com a desaceleração da taxa de aumento dos preços dos bens exportados e a elevação da taxa de crescimento do quantum exportado. Por sua vez, como se percebe na tabela 8, a aceleração do crescimento das exportações em volume tem sido generalizada, ocorrendo não apenas nas exportações de básicos e semimanufaturados (estimuladas por preços favoráveis), mas também nas de manufaturados, e nas exportações das diferentes categorias de uso (exceto nos bens de consumo duráveis, onde o desempenho das exportações ainda não deu sinal de melhora).

**Tabela 7 - Balança Comercial**

	Fluxo em 12 meses - em US\$			var % em 12 meses					
	X	M	Saldo	Exportações			Importações		
				US\$	Quantum	Preço	US\$	Quantum	Preço
dez/04	96.475	62.782	33.693	32,01	19,22	10,74	30,09	18,12	10,14
dez/05	118.308	73.550	44.758	22,63	9,30	12,18	17,15	5,41	11,15
dez/06	137.471	91.398	46.073	16,20	3,32	12,46	24,27	16,11	7,01
abr/07	144.731	97.997	46.734	16,86	4,72	11,40	24,15	18,42	5,04
mai/07	148.104	100.496	47.608	19,15	6,83	11,35	25,86	20,31	4,67

Fonte: FUNCEX

**Tabela 8 - Evolução das taxas de crescimento da Indústria, das Exportações e das Importações**

	var % em 12 meses					var % acumulado no ano	
	dez/04	dez/05	dez/06	abr/07	mai/07	jan-abr 2007	jan-mai 2007
I) Indústria Geral (a)	8,3	3,1	2,8	3,3		4,3	
Extrativa mineral	4,3	10,2	7,4	5,7		5,6	
Transformação	8,5	2,7	2,6	3,1		4,3	
Bens de Capital	19,7	3,6	5,8	8,5		15,4	
Bens Intermediários	7,4	1,0	2,1	2,9		4,2	
Bens de Consumo Duráveis	21,8	11,4	5,8	3,4		3,0	
Bens de Consumo Não-Duráveis	4,0	4,6	2,7	2,5		2,0	
II) Exportações (quantum)							
Totais	19,2	9,3	3,3	4,7	6,8	8,8	10,9
Manufaturados (b)	26,1	11,0	2,1	2,4	3,7	4,4	6,5
Bens de Capital	71,1	18,5	-0,6	0,7	1,9	8,5	9,6
Bens Intermediários	12,0	7,1	4,5	8,8	7,2	16,6	8,9
Bens de Consumo Duráveis	30,4	11,6	-7,3	-11,8	-10,0	-11,2	-9,0
Bens de Consumo Não-Duráveis	15,1	8,0	-2,8	3,7	6,3	15,7	16,7
III) Importações (quantum)							
Totais (c)	18,1	5,4	16,1	18,4	20,3	22,1	23,1
Bens de Capital	10,2	21,4	24,0	25,7	26,7	32,0	31,7
Bens Intermediários	21,0	6,0	15,7	17,2	19,4	19,7	22,3
Bens de Consumo Duráveis	27,9	35,7	73,5	68,6	65,1	50,3	49,1
Bens de Consumo Não-Duráveis	7,7	9,5	14,0	20,9	20,2	27,2	23,8
(b)/(a)	3,1	3,5	0,8	0,7		1,0	
(c)/(a)	2,2	1,7	5,8	5,6		5,1	

Fonte: IBGE e FUNCEX

A reação em 2007 das exportações em quantum ainda precisa ser mais bem analisada. Mas, por ser generalizada, parece razoavelmente consistente – e não apenas proveniente do impacto positivo da alta dos preços de algumas commodities sobre o quantum exportado destes bens. Em vista disso, o GC reviu para 6,5% o crescimento das exportações de bens e serviços no PIB de 2007, o que, combinado com uma expansão das importações de 20% (também um pouco maior do que a anteriormente prevista), resultaria numa contribuição negativa das exportações líquidas para o crescimento do PIB de 1,4 ponto percentual (menor um pouco do que os 1,6 ponto percentual de contribuição negativa das exportações líquidas no PIB de 2007 I indicado na tabela 5).

De todo modo, mesmo com a recente melhora das exportações em volume, é bastante improvável que, com a taxa de câmbio vigente, a diferença significativa atualmente existente entre as taxas de crescimento das importações e das exportações em quantum venha a se estreitar muito no futuro próximo. Assim, é de se esperar que a contribuição fortemente negativa das exportações líquidas para o crescimento do PIB (e sua contrapartida, o crescimento da demanda doméstica bem acima do PIB) continue caracterizando o desempenho da economia brasileira. Por outro lado, visto sob a ótica da oferta, a tendência é que o crescimento do PIB permaneça relativamente contido – mais para 4/4,5% em 2008 do que para os 5% esperados pelo governo – devido ao crescimento ainda provavelmente moderado da indústria de transformação e sua influência indireta sobre o PIB como um todo.

# Projeções do Grupo de Conjuntura

## Projeções 2007

	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	3,60	3,80
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	4,30	4,50
Saldo Comercial (US\$ bi)	42,05	43,90
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	1,91	1,95
Média do Ano	1,99	1,99
Taxa Selic		
Acumulada no ano	11,84	11,90
Final do Ano	10,75	10,50

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

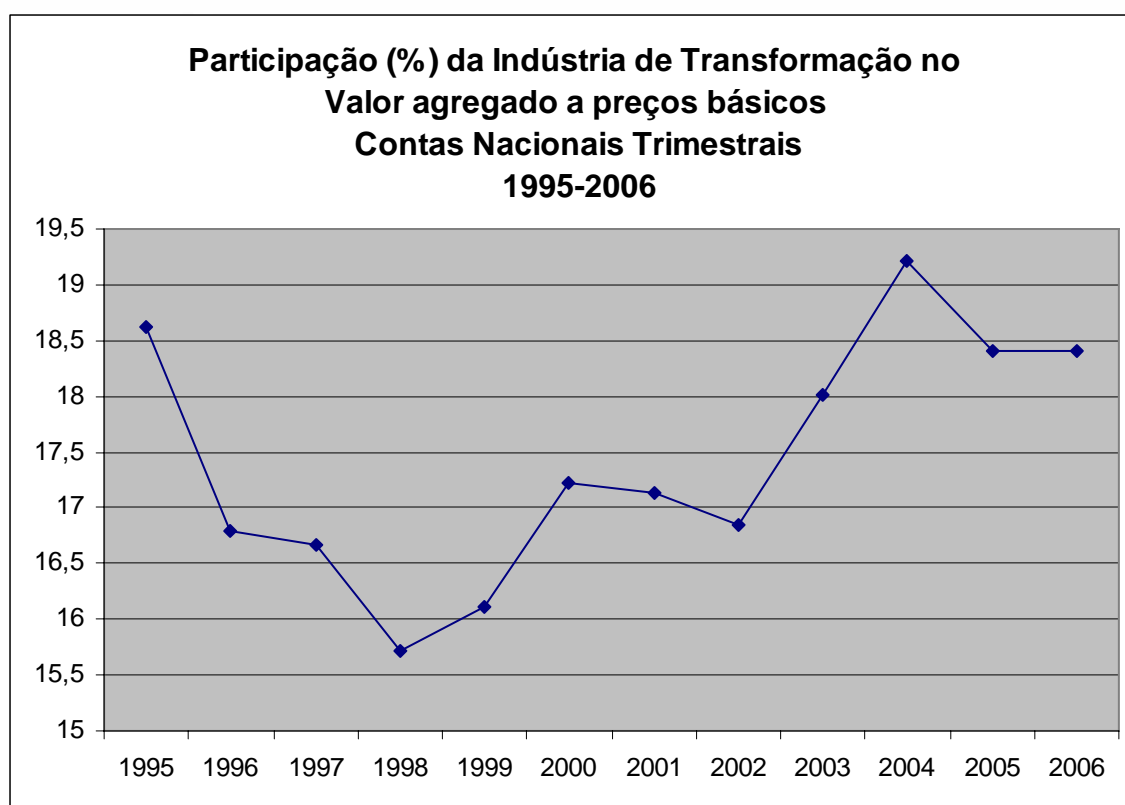
\*Segundo levantamento do BC junto ao mercado realizado em 22/06/2007 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## A acomodação da atividade industrial em abril e as discussões sobre industrialização

A variação de -0,1% na produção industrial em abril, após seqüência de seis resultados positivos, antes de indicar o início de uma fase de declínio no ritmo industrial sugere mais um momento de acomodação, que não altera a trajetória de crescimento do índice de média móvel trimestral (gráfico 1).



As demais comparações temporais (em relação a abril de 2006 o aumento é de 6,0%; e o acumulado no primeiro quadrimestre fica 4,3%); a liderança de bens de capital no processo de crescimento; e o conjunto de indicadores sobre o lado real da economia (mercado de trabalho; renda; vendas no varejo; e inflação), reforçam o cenário de manutenção do crescimento econômico ao longo do ano. Os resultados da indústria em abril permitem duas leituras. A pessimista é calcada nos dados do índice mês/mês

anterior da série base fixa com ajuste sazonal. A otimista toma como base a variação contra igual período do ano anterior. Veremos que essa aparente “contradição” do movimento desses dois índices ocorre com certa frequência e que não há nada de anormal nisso e, portanto apenas uma das duas leituras, a otimista, está correta.

Em abril o índice mês/mês da série base fixa com ajuste sazonal registrou queda de -0,1%, com isso interrompeu uma seqüência de seis meses de crescimento ininterrupto da produção industrial, de outubro de 2006 a março de 2007. Das quatro categorias de uso, apenas bens semiduráveis não duráveis registrou incremento nessa comparação (0,8%). Os demais resultados, todos negativos, foram: Bens de Consumo Durável (-1,4%), Bens de Capital (-1,2%) e Bens Intermediários (-0,6%) (tabela 1).

Tabela 1  
Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso  
Brasil - abril 2007

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	-1,2	17,4	15,4	8,5
Bens Intermediários	-0,6	5,3	4,2	2,9
Bens de Consumo Duráveis	-1,4	5,4	3,1	3,4
Bens de Consumo Semiduráveis e Não Duráveis	0,8	4,3	2	2,5
<i>Indústria Geral</i>	<i>-0,1</i>	<i>6</i>	<i>4,3</i>	<i>3,3</i>

\*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

Esse é o segundo mês consecutivo de contração em Bens de Capital e a abril também marca a primeira queda no ano de Bens de Consumo Durável. Esses dois setores são tradicionalmente as “locomotivas” de uma expansão industrial.

A trajetória de crescimento da indústria estaria em cheque? A resposta é não. É muito difícil a indústria crescer sem interrupções por muitos meses consecutivos, mesmo porque não estamos num contexto de crescimento acelerado ou milagre econômico. Portanto, é natural que existam momentos de acomodação, dentro da trajetória de crescimento, em especial em Bens de Capital e Bens de Consumo Durável, que são os “carros-chefes” da expansão. Uma evidência que a queda desse mês foi pouco significativa está no fato do índice base fixa sazonal, média móvel trimestral, continuar apresentando acréscimo de produção. Note-se também que uma variação negativa de apenas -0,1% seria mais apropriadamente chamada de estabilidade do que de contração.

Já as comparações com igual período são todas positivas e mostram aceleração do crescimento. No índice acumulado em 12 meses o incremento é de 3,3% e essa taxa se eleva para 4,3% no acumulado no ano que abarca o período menor e mais recente de tempo, atingindo 6,0% no confronto abril 2007/abril 2006 - indicador mensal.

Os resultados por subsetores (tabelas 2 e 3) são bastante ilustrativos mostrando um grande dinamismo nos setores de bens de capital e construção civil. Com exceção de bens de capital de uso misto, todos os demais segmentos de bens de capital mostram aceleração de crescimento em abril em relação ao primeiro trimestre do ano. Dois

resultados chamam a atenção: bens de capital para agricultura passa de uma taxa de 13,1% no trimestre janeiro-março para 39,4% em abril. Bens de capital para construção nos mesmos períodos passa de 6,6% para 23,3%.

Tabela 2  
Indicadores da Produção Industrial – 2006  
Bens de Capital e Bens Intermediários  
(Base: igual período do ano anterior = 100)

Setores selecionados	1º Tri	Abril	1º Quadri
<b>Indústria Geral</b>	<b>3,8</b>	<b>6</b>	<b>4,3</b>
<b>Bens de Capital</b>	<b>14,8</b>	<b>17,4</b>	<b>15,4</b>
para indústria	15,9	23,2	17,7
para agricultura	13,1	39,4	19,1
para transporte	9,5	13,3	10,5
para energia	12,5	20,6	14,4
para construção	6,6	23,3	10,7
para uso misto	18,3	12,8	17
<b>Bens Intermediários</b>	<b>3,8</b>	<b>5,3</b>	<b>4,2</b>
Petróleo e gás	2,6	-0,7	1,8
Extr. minerais ferrosos	7,9	10,4	8,5
Têxtil - Intermediários	-0,1	3,2	0,7
Refino de Petróleo	-1,4	-0,2	-1,1
Aubos e fertilizantes	15	19,9	16,2
Insumos para a construção civil	2,2	7,4	3,5
Cimento e clínquer	2,4	12,6	4,9
Celulose	1,5	-4,3	0
Metalurgia básica	9,1	7,2	8,6

Fonte: IBGE-PIM-PF

Tabela 3  
Indicadores da Produção Industrial – 2006  
Bens de Consumo Durável e Semi e não Durável  
(Base: igual período do ano anterior = 100)

Setores selecionados	1º Tri	Abril	1º Quadri
<b>Indústria Geral</b>	<b>3,8</b>	<b>6</b>	<b>4,3</b>
<b>Bens de Consumo Duráveis</b>	<b>2,3</b>	<b>5,4</b>	<b>3,1</b>
Automóveis	1	6,6	2,4
Eletrodomésticos	5,4	9,4	6,5
Linha Branca - Excl. forno microondas	16,7	16,9	16,8
Linha Marrom	-24,3	-14,8	-21,7
Celulares	-8,9	-12,9	-10,1
Mobiliário - Duráveis	12,8	11,1	12,4
<b>Bens de Consumo Semi e não Duráveis</b>	<b>1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>2</b>
Abate de bovinos e suínos	8,4	14,5	9,8
Abate de aves	5,5	28,7	10,4
Leite e laticínios	-2,5	-11,1	-4,6
Bebidas – Semi e Não Duráveis	5,6	10,7	6,8
Calçados	-10,7	0,5	-8
Farmacêutica - Semi e Não Duráveis	-4,9	0,1	-3,7
Álcool e gasolina (carburantes)	0,4	-0,4	0,2
Semiduráveis	-4,3	2,6	-2,6

Fonte: IBGE-PIM-PF

Em bens intermediários os subsetores associados à construção civil e agricultura também são destaque. Insumos para construção civil passa de 2,4% no primeiro trimestre para 7,4% em abril. Cimento e clínquer tem evolução de 2,4% para 12,6%, respectivamente, nos mesmos períodos, e adubos e fertilizantes evolui de 15,0% para 19,9% também nos mesmos períodos.

Cabe assinalar, um fato que tem sido pouco destacado pelos analistas, que algumas importantes commodities industriais apresentam em abril desaceleração de crescimento ou decréscimo de produção. Esse foi o caso de petróleo e gás (de 2,6% primeiro trimestre para -0,7% em abril), celulose (2,4% para -4,3% respectivamente) e metalúrgica básica (9,1% para 7,2% respectivamente). No caso dos dois últimos, certamente o Real valorizado explica, pelo menos em parte esse desempenho. Já o desempenho de Petróleo e gás reflete paralisações programadas em algumas plataformas e, portanto, não tem a ver com câmbio.

Em bens de consumo duráveis o destaque positivo são automóveis, que passam de 1,0% para 6,6% e que têm no mercado interno sua base de crescimento, uma vez que as exportações físicas do setor, segundo a Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores, recuaram 12,8% no período janeiro-abril de 2007, frente a igual período de 2006, enquanto o licenciamento de veículos novos, “proxy” da demanda interna, avançou 14,9% no mesmo período. No campo negativo os eletrodomésticos da linha marrom continuam com significativos decréscimos de produção, embora o resultado de abril (-14,8%) seja melhor do que o do acumulado janeiro-março (-24,3%). Neste segmento, as estatísticas mostram um crescimento no varejo e uma queda na produção doméstica, ou seja, há uma crescente presença de importados. Além disso, cabe lembrar que a base de comparação esteve influenciada pelo esperado aumento da demanda por televisores em função da Copa do Mundo em 2006. Em bens de consumo semi e não duráveis são muitas as melhoras significativas. Abate de aves (de 5,5% para 28,7%), abate de bovinos e suínos (8,4% para 14,5%), bebidas (5,6% para 10,7%).

Apesar de calçados e têxtil estarem sendo fortemente afetados pela penetração das importações, especialmente da China e registrarem fortes reduções no nível de emprego, os resultado de abril foram animadores. Calçados que apresentava queda de -10,7% na produção no primeiro trimestre, se recupera em abril, quando registra incremento de 0,5% frente a abril de 2006. Têxtil cresce no acumulado do ano (1,4%), embora bem abaixo da média nacional (4,3%).

A evolução do PIB registra menor dinamismo nos últimos trimestres, na série com ajuste sazonal (tabela 4).

Tabela 4  
 PIB com ajuste sazonal –trimestre em relação ao trimestre anterior (%)  
 2006-2007

Setor	2006			2007
	Abr-Jun	Jul-Set	Out-Dez	Jan-Mar
PIB	-0,4	2,7	1,1	0,8
Por setor de atividade				
Agropecuária	0,0	5,9	0,5	-2,4
Indústria	-2,0	3,5	0,9	0,3
Serviços	0,3	1,3	1,1	1,7
Por Componentes da Demanda Final				
Consumo Famílias	2,1	1,2	1,7	0,9
Consumo Governo	-0,2	0,4	-0,2	3,5
FBKF	-1,6	4,6	1,8	2,1
Exportação	-4,0	10,0	-1,2	1,2
Importação (-)	1,9	8,3	3,8	4,1

Fonte: IBGE - Contas Nacionais

A variação sobre o trimestre anterior passa de 2,7% em julho-setembro de 2006 para 0,8% em janeiro-março de 2007. Essa perda de dinamismo foi determinada pelo menor crescimento da agropecuária e da indústria no recorte por setor de atividade. Por componente da demanda final é difícil determinar a direção da evolução devido ao comportamento oscilante de seus subsetores.

Em relação a igual trimestre do ano anterior (tabela 5) a oscilação das taxas é menor no período recente e se destaca o consumo das famílias que vem apontando taxas crescentes nos últimos trimestres: 4,3% em julho-setembro, 5,0% em outubro-dezembro, atingindo 6,0% em janeiro-março de 2007. A taxa desse trimestre foi a maior desde o primeiro trimestre de 2000 e foi determinada pela continuidade do aumento da massa salarial e do crédito ao consumidor. As importações continuam tendo uma variação bem superior a das exportações (19,9% contra 5,9% no último trimestre) mostrando que a demanda externa tem contribuído negativamente para o crescimento do PIB, que tem seu incremento sustentado pelo mercado interno.

Tabela 5  
 PIB–trimestre em relação ao mesmo trimestre do ano anterior (%)  
 2006-2007

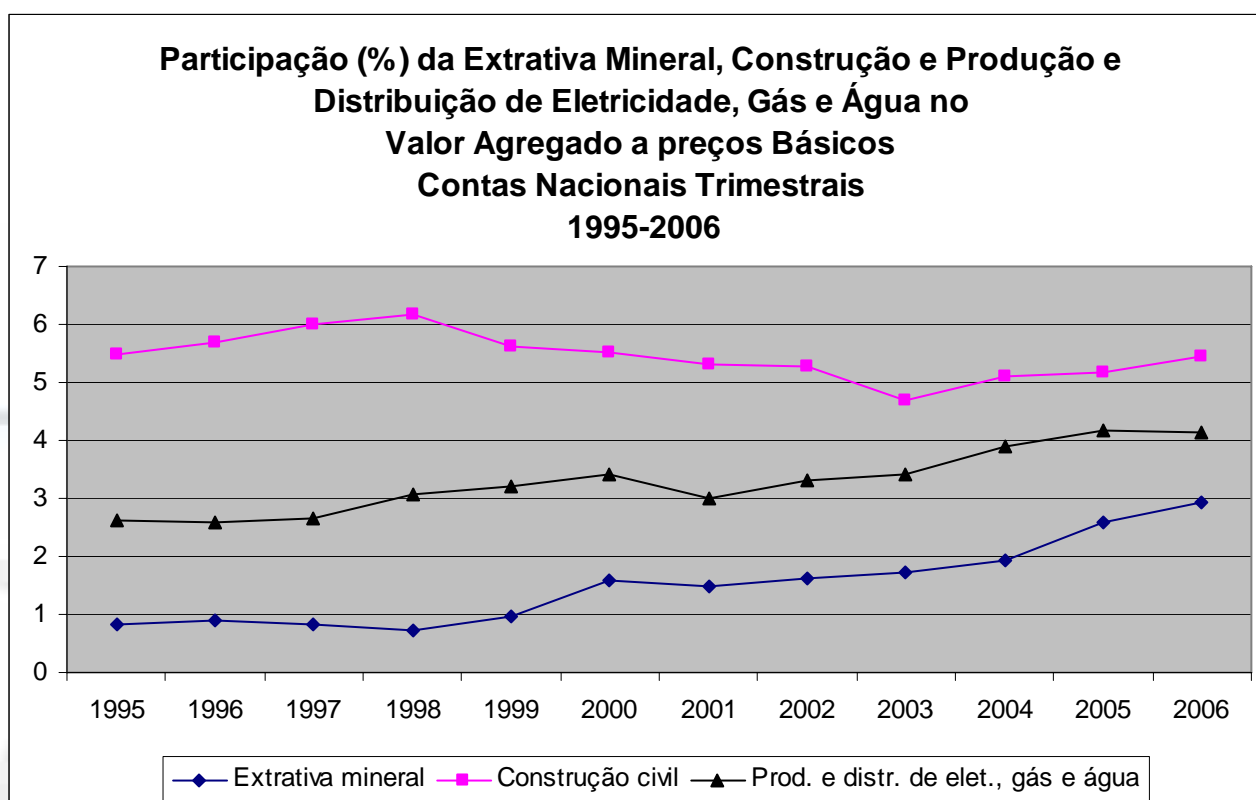
Setor	2006			2007
	Abr-Jun	Jul-Set	Out-Dez	Jan-Mar
PIB	1,5	4,5	4,8	4,3
Por setor de atividade				
Consumo Famílias	4,1	4,3	5,0	6,0
Consumo Governo	3,7	3,7	2,3	4,0
FBKF	5,5	8,3	9,6	7,2
Exportação	-1,7	7,3	4,9	5,9
Importação (-)	13,3	20,3	22,6	19,9

Fonte: IBGE - Contas Nacionais

No primeiro trimestre de 2007, contra igual período em 2006, novamente a indústria de transformação (2,8%) cresceu menos que o PIB (4,3%). Isso reforça o movimento, iniciado em 2005, de perda de participação da indústria de transformação no PIB (gráfico 1) também conhecido como processo de desindustrialização. A indústria de

transformação representava 19,2% do PIB em 2004 e passa para 18,4% em 2006. Note-se que esse movimento também ocorreu durante o Plano Real quando a moeda local estava valorizada, tendo sido revertido em 1999 quando a política cambial mudou. Como estamos novamente com o câmbio valorizado é de se esperar que o processo de desindustrialização continue.

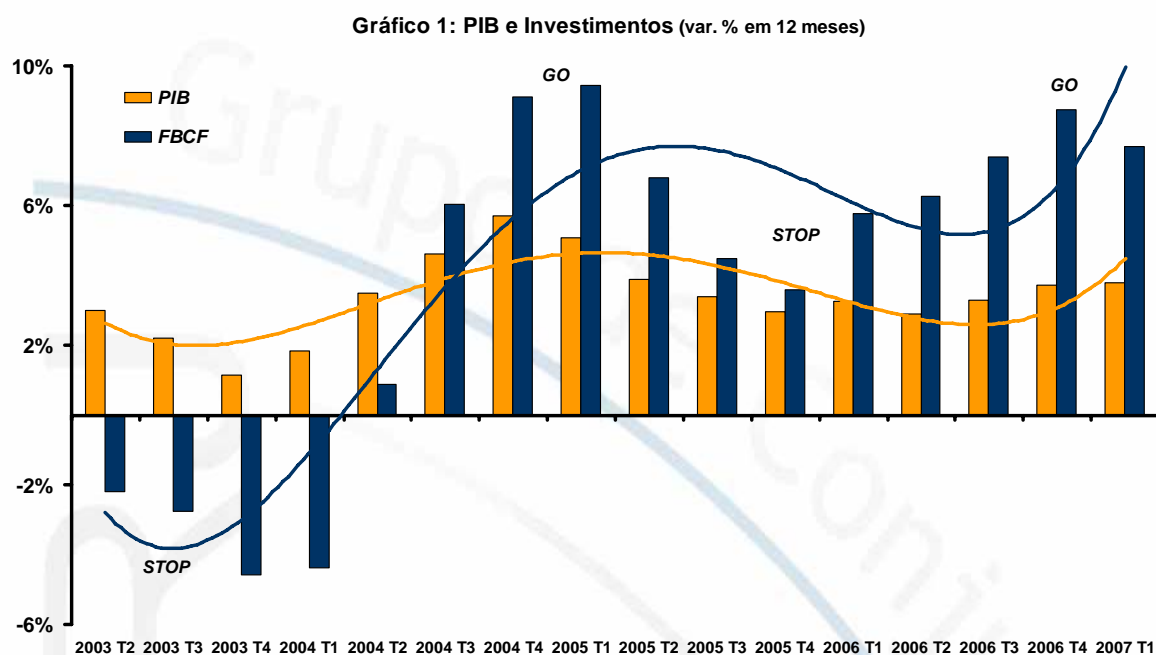
Note-se que os demais componentes da indústria, na definição das contas nacionais, têm ganhado participação no PIB (gráfico 2). A extrativa mineral nos últimos dez anos mais que triplicou seu peso no PIB, passando de 0,8% em 1995 para 2,9% em 2006. A produção e distribuição de eletricidade, gás e água aumentou sua participação de 2,6% em 1995 e 4,1% em 2006. Apenas a construção civil tem tido uma evolução oscilante, mas mesmo assim tem ganhado peso nos últimos anos, passando de 4,7% em 2003 para 5,4% em 2006.



# Investimento

**Marcos Felipe Casarin**

Na última Carta de Conjuntura, publicada em 9 de Maio, nossa preocupação foi analisar os impactos do novo sistema de contas nacionais (SCN referencia 2000) na conjuntura doméstica de investimento. Na atual edição, nossa atenção estará voltada para os resultados do crescimento do PIB do primeiro trimestre de 2007, analisando suas fontes e implicações para a economia. Em seguida, partimos para o monitoramento do cenário interno, com especial atenção para os setores de construção civil e produção de bens de capital. Por último, a análise da contribuição do setor externo para o crescimento do investimento nos serve para ajudar a entender de que forma está se dando este recente aumento na taxa de investimento.



Nos doze meses encerrados em março de 2007, a Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) cresceu 7,7%, ante uma expansão de 3,8% da economia, indicando um aumento na taxa de investimento – como % do PIB. É um resultado expressivo sob diversos aspectos. Dentre eles, destaca-se por ser o décimo segundo trimestre consecutivo de crescimento deste componente, que sugere uma expansão da capacidade produtiva da economia para os próximos anos. Outro fato estilizado relevante é a contribuição de 1,3 p.p. da FBCF para a expansão de 3,8% da demanda agregada no período, conforme podemos observar no Gráfico 2.

Na edição anterior, também foi discutido um eventual alargamento do PIB potencial brasileiro como consequência de um período recente de acumulação de capital, ocasionado pelo ciclo de expansão dos investimentos que está em curso. Souza Júnior (2007) atualizou a decomposição de Solow para a economia brasileira após a revisão

das contas nacionais e verificou que as expansões do PIB e PIB potencial foram superiores às estimadas anteriormente (com base no SCN referência 1985), apesar da redução da taxa de investimento verificada entre as duas séries. Combinação de maior crescimento do PIB e menor participação do capital no crescimento significa que os outros componentes - força de trabalho e produtividade - mais do que compensaram a perda com a redução da taxa de investimento. Em especial, a elevada participação da PTF no crescimento foi influenciada pela nova composição da FBCF que está em curso, com as máquinas já representando quase a metade do investimento total, apontando para uma modernização da estrutura produtiva. A evolução das estimativas de Souza Junior (2007) se encontram no Gráfico 3.

Gráfico 2: PIB pela Ótica da Demanda - Contribuição para o Crescimento (12 meses encerrados em 2007 T1)

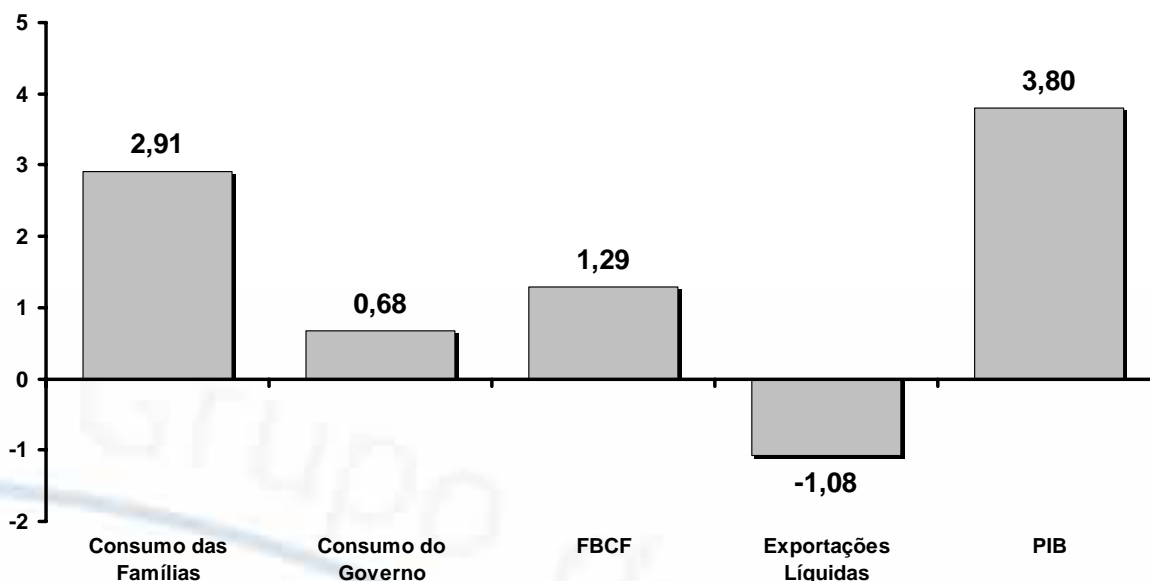
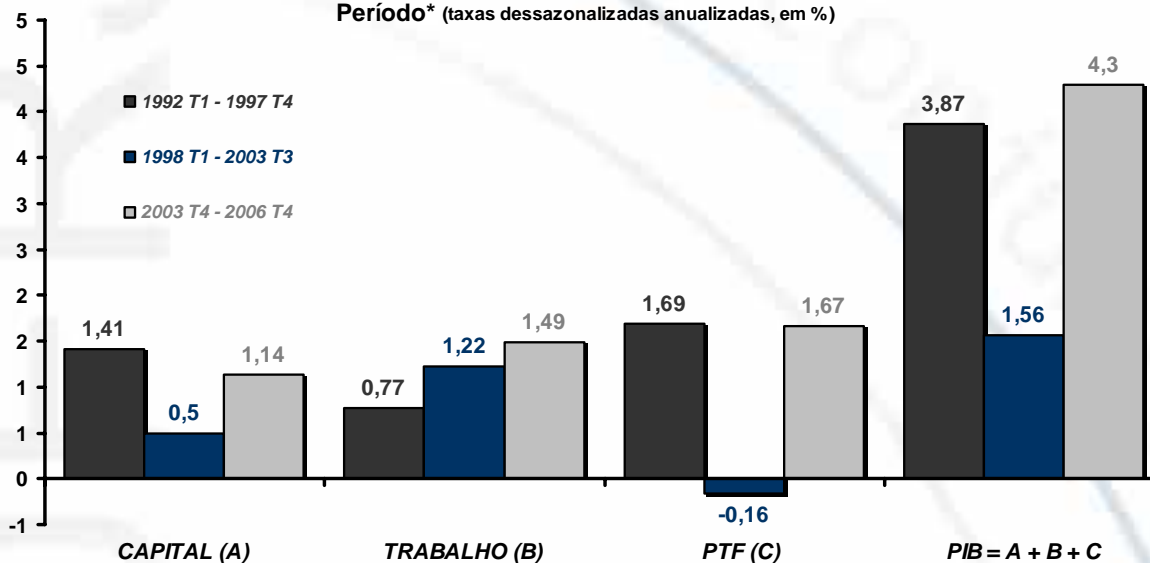


Gráfico 3: Contribuições para o Crescimento Econômico entre Trimestres, por Período\* (taxas dessazonalizadas anualizadas, em %)

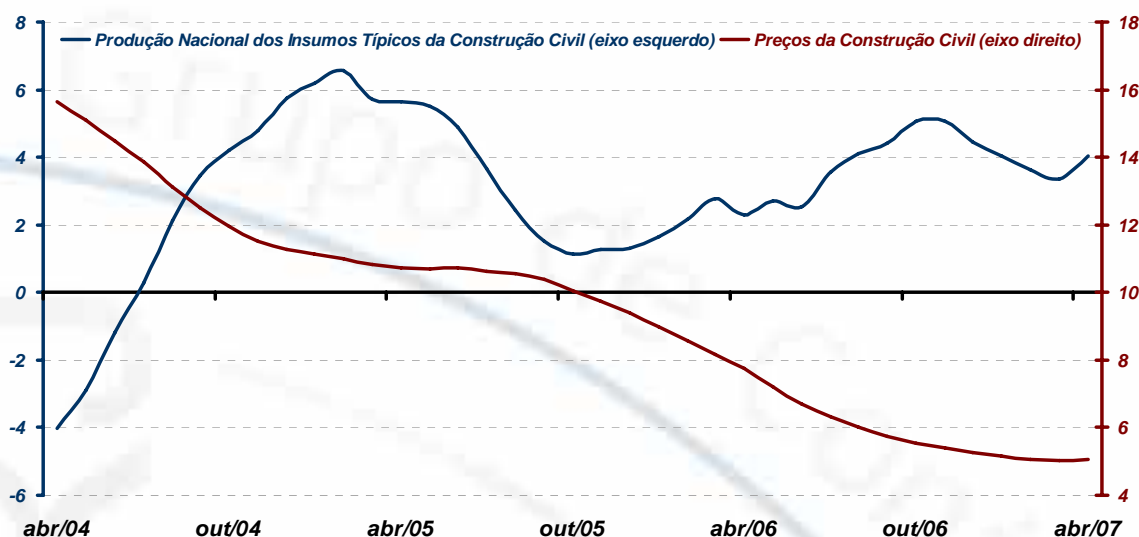


Fonte: Souza Junior, J. R. C. *Estimativa de Produto Potencial para a economia brasileira: atualização utilizando o sistema de contas nacionais referência 2000*. IPEA, Boletim de Conjuntura (Junho 2007)

Não podemos esquecer que o aumento do PIB potencial não deixa de representar um alívio para a política monetária no curto prazo. Conhecida medida de antecipação de riscos de aceleração da inflação, o hiato do produto está variando em torno de zero segundo as estimativas do autor. Isto significa que, o ritmo de crescimento atual gira em torno do potencial, portanto para elevar esse ritmo e atingir o ambicionado crescimento de 5% ao ano, o governo ainda precisa estimular o aumento da produtividade e dos investimentos se não quiser comprometer as metas de inflação.

Passemos agora ao monitoramento do cenário doméstico e voltemos a atenção para o setor de construção civil. A produção nacional dos insumos típicos da construção civil, nos doze meses encerrados em abril deste ano, cresceu 4% frente ao mesmo período do ano anterior, enquanto o índice de preços do setor utilizado como referência, o INCC da FGV, encontra-se estabilizado em torno de 5%, patamar pouco superior à inflação ao consumidor (3,2%). A recente expansão do crédito habitacional e os crescentes ganhos reais de renda da população ocupada constituem dois importantes gatilhos para o setor. Acredita-se que, ao longo do ano, os impulsos fiscais do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) somar-se-ão aos dois estímulos anteriores, até que se confirme a percepção de que o setor realmente passa por fase de intensa recuperação.

Gráfico 4: Construção Civil - Produção vs. Preços (var. % em 12 meses)



Ainda no front interno, falta analisarmos o desempenho da produção nacional de bens de capital, capturada pela PIM-PF do IBGE. Conforme antecipamos anteriormente, a participação das máquinas na FBCF vem aumentando substancialmente nos últimos anos e estima-se que este percentual já esteja em 50% do investimento total. O cenário atual aponta para uma indústria nacional aquecida inserida num contexto de preços domésticos comportados e cadentes. O Gráfico 5 ajuda a corroborar este raciocínio.

Uma forma de identificar quais os setores da economia que mais estão se beneficiando do vigor da indústria de máquinas e equipamentos, é através da série especial de bens de capital da PIM-PF. O resultado desta desagregação nos mostra uma produção doméstica robusta e diversificada, com especial destaque para o setor de energia elétrica. Este é um resultado bastante expressivo, já que um dos maiores gargalos do crescimento brasileiro no curto e médio prazo é o risco energético. Este resultado

otimista vale para todas as categorias de bens de capital, exceto para as máquinas agrícolas. A recuperação do setor à crise do último biênio ainda não se consolidou. Por fim, a produção de bens de capital, tanto para fins industriais quanto para a construção, está apresentando aceleração no período mais recente (Gráfico 6 e Tabela 1).

Gráfico 4: Bens de Capital - Preços vs. Produção (var. % em 12 meses)

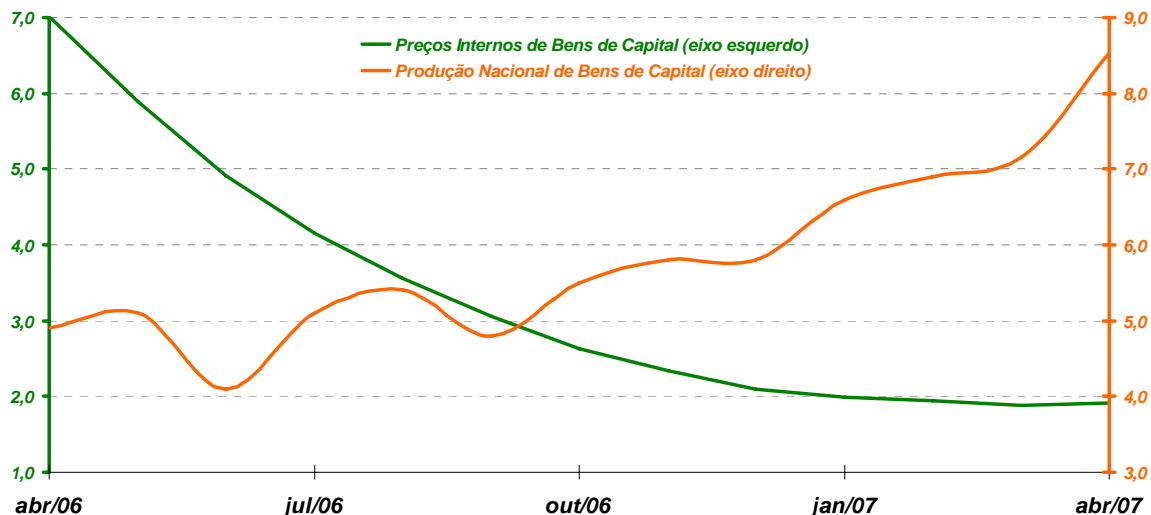
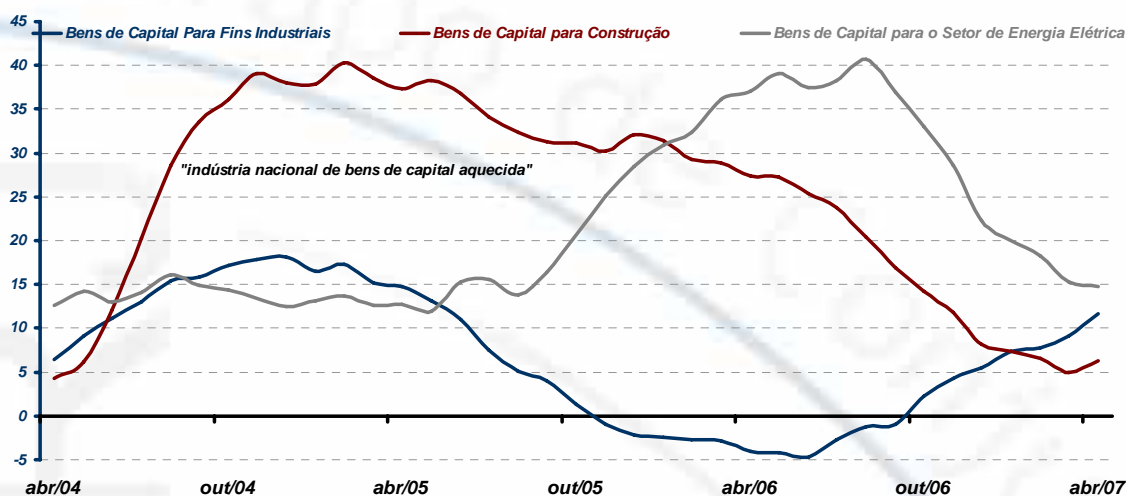


Gráfico 6: Produção Nacional de Bens de Capital por Categorias (var. % em 12 meses)



O cenário externo é de extrema importância para a atual conjuntura do investimento. Isto se deve às consequências impostas pela mudança da curva de cambio sobre as demais variáveis da economia, em especial, sobre os preços (em reais) das máquinas importadas, e sobre o volume importado. Os dados do mês de maio mostram um crescimento de 26,7% do quantum importado de bens de capital. Resultado fortemente influenciado por um efeito-preço que deixou as máquinas importadas 6,5% mais baratas, em média, nos últimos doze meses frente aos doze meses imediatamente anteriores, movimento que se segue, ano a ano, desde o segundo semestre de 2004, (Gráfico 7). A explosão da compra de máquinas no exterior é uma das causas da recente redução da participação da construção civil no cálculo da FCBF, em detrimento de uma maior participação da absorção interna de bens de capital.

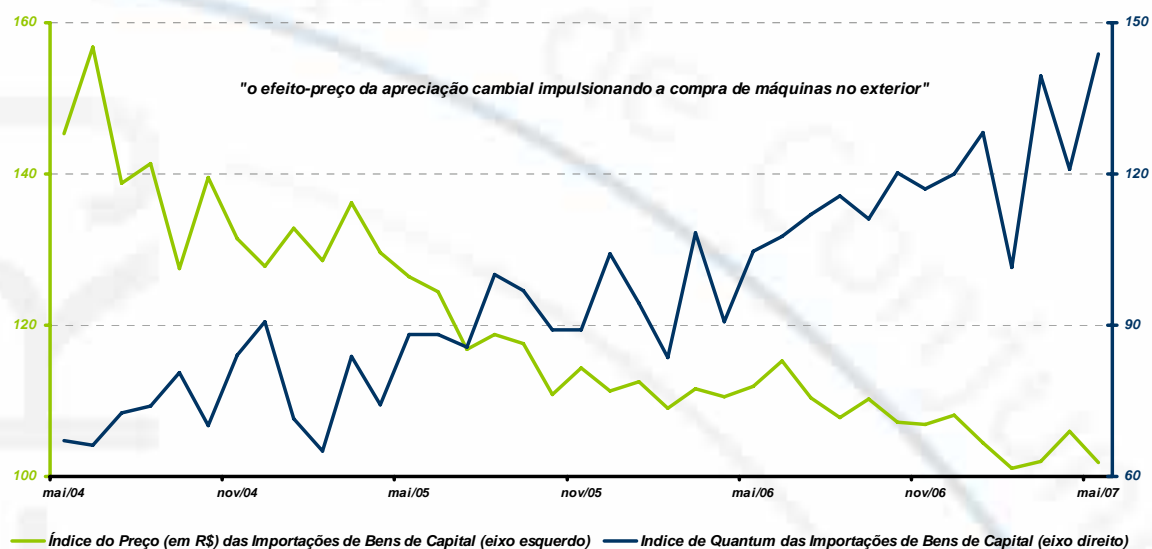
Tabela 1: Formação Bruta de Capital Fixo (var% em 12 meses)

	dez/04	dez/05	dez/06	fev/07	mar/07	abr/07	mai/07
Produção de Bens de Capital	3,6	3,6	5,8	6,9	7,2	8,5	-
Produção de Bens de Capital para fins Industriais	18,1	-2,2	5,5	7,7	9,1	11,6	-
Produção de Bens de Capital Agrícolas	6,4	-37,7	-16,5	-11,2	-8,9	-4,3	-
Produção de Bens de Capital para Construção	38	32	8,2	6,6	5	6,3	-
Produção de Bens de Capital para o Setor de Energia Elétrica	12,5	28,3	22,2	18,3	15,2	14,8	-
Produção de Bens de Capital para Equipamentos de Transporte	25,6	6,6	-1,6	0	0,9	2,5	-
Produção de Bens de Capital para de Uso Misto	14,8	3,4	11,6	12,4	12	12,5	-
Quantum das Exportações de Bens de Capital	71,1	18,6	-0,6	-0,3	-0,4	0,9	0,7
Quantum das Importações de Bens de Capital	10,2	21,4	24	24,4	24,1	25	26,7
						5,9	5,7
Apreciação Cambial (R\$/US\$)	5,0	16,8	10,6	8,7	7,1	4,1	-
Construção Civil	5,7	1,3	4,5	3,7	3,3	-	-
Formação Bruta de Capital Fixo	9,1	3,6	8,7	-	7,7	-	-

Fonte: IBGE, Funcex, BC

Após a análise dos cenários interno e externo do investimento, fica claro como está se dando o movimento de aumento do produto potencial. Ele ocorre devido a uma melhoria na “qualidade” do investimento, dada, sobretudo, via a importação de máquinas mais baratas e de tecnologia mais avançada, que trazem impactos positivos tanto no estoque de capital quanto na produtividade total dos fatores (PTF). Inclusive, há estimativas de que 60% do crescimento da PTF se dá via absorção de novas tecnologias incorporadas em bens de capital.

Gráfico 7: Importação de Bens de Capital - Preços vs. Quantum (Índice jan/01 = 100)



# Inflação

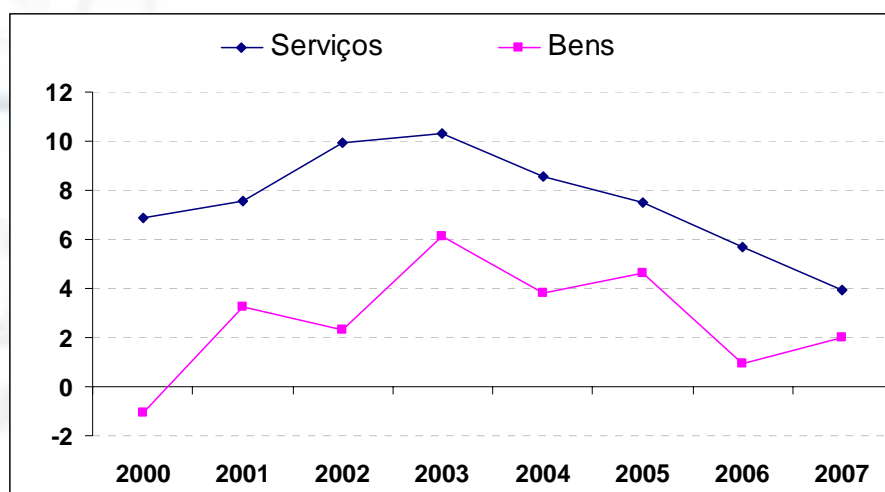
**Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho**

## Inflação de Serviços e o Papel da Apreciação Cambial

A inflação no Brasil encontra-se em um nível muito próximo do verificado nos países de primeiro mundo. A apreciação cambial exerceu um papel importante em reduzir os preços dos bens (especialmente os comercializáveis). Essa redução no preço dos bens foi observada em diversos países uma vez que a desvalorização do dólar é uma tendência global. Além disso, se somam os efeitos deflacionários das importações da China, país com menor custo de produção unitário.

Gráfico 1 – Inflação de Bens x Serviços

Acumulado no ano



Diversos trabalhos científicos abordam a teoria de Balassa-Samuelson como uma tentativa de entender o avanço relativo dos preços de serviços em relação a bens. O principal fator de ajuste nesse caso é o salário.

Segundo a teoria, há um avanço significativo da produtividade de transacionáveis sobre não-transacionáveis. Esse diferencial de produtividade é explicado pela maior participação do fator capital em relação ao trabalho. O mundo passou por um avanço expressivo na produtividade da produção de bens de capital advindo do progresso tecnológico e dos ganhos de escala. Nesse mesmo período não houve um aumento proporcional da produtividade do fator trabalho.

Uma vez que a produtividade no setor de transacionáveis é superior, há um aumento de salário nominal. Esse incremento pressiona os salários no setor de não-transacionáveis (dado um mesmo nível de produtividade e supondo equalização de salários), o que leva a um aumento de custo relativo entre os setores.

A taxa de câmbio nominal exerce dois efeitos nesse modelo:

- (i) Aumenta a produtividade do setor de transacionáveis através de aquisição de bens de capital.
- (ii) Aumenta a concorrência via maior presença de produtos importados.

Em suma, quanto maior a produtividade do setor de bens transacionáveis, maior o aumento de custo relativo, o que gera aumento do preço relativo entre bens e serviços (representados pelos setores transacionáveis x não-transacionáveis).

De modo geral, acredita-se que uma apreciação cambial tende em um primeiro momento a reduzir a inflação geral tanto de transacionáveis quanto não-transacionáveis. Esta última se desacelera devido a um nível geral menor de preços (além da maior influência do IGP nos administrados). No entanto, em uma segunda etapa, os bens não-transacionáveis tendem a subir devido a um aumento de custo relativo.

Essa teoria pode ser estendida à conjuntura macroeconômica recente brasileira. A apreciação cambial está impactando em um primeiro momento, o nível de preços como um todo (mesmo que com maior intensidade no setor de bens) - o IPCA foi reduzido até o patamar de 3% acumulado em 12 meses.

Entretanto, devido ao maior crescimento interno (impulsionando a massa de salários) e uma possível recomposição de margens do setor de serviços (p/ cobrir maiores custos relativos) pode estar ocorrendo uma mudança na tendência. A inflação de serviços está acelerando e ao mesmo tempo os preços de bens são menos influenciados pela taxa de câmbio (na margem). Vale mencionar que os preços das commodities internacionais mantêm a trajetória de alta, e isso termina por reduzir os efeitos da apreciação.

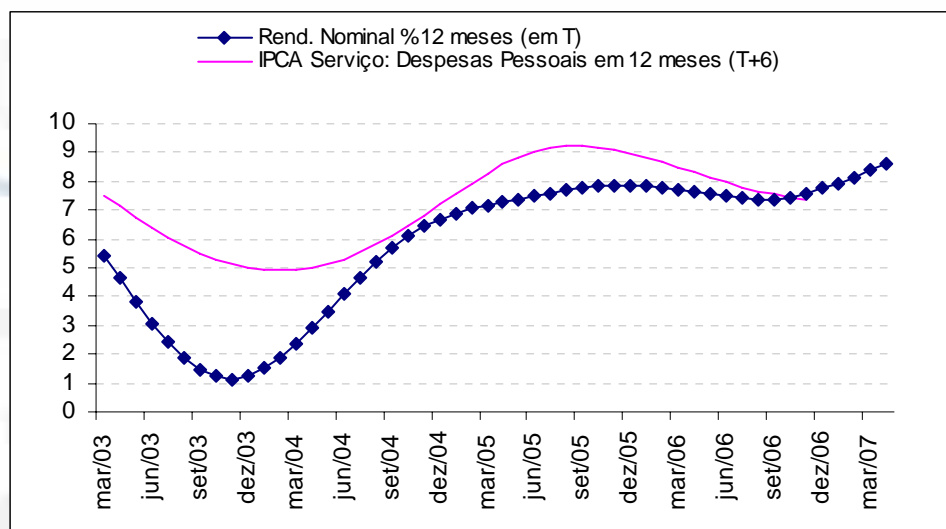
As duas últimas atas do Banco Central se referem à queda dos bens transacionáveis como uma oportunidade de flexibilizar com maior intensidade a política monetária. Na prática, o Banco Central entendeu que o movimento de apreciação cambial tem um elevado componente permanente e, portanto, os bens transacionáveis permitem que a inflação permaneça na meta mesmo com um estímulo maior a atividade econômica (apesar da UCI estar nos níveis máximos históricos).

O recado do modelo Balassa Samuelson para economia brasileira nesse momento é bem claro – existe a possibilidade da economia brasileira estar no meio do processo de desequilíbrio, onde a apreciação cambial já reduziu em nível os preços dos serviços e, pode de agora em diante, intensificar os custos relativos de produção em favor dos bens transacionáveis. Nesse caso os preços dos serviços tendem a acelerar tendo como pano de fundo um crescimento expressivo da massa de salários.

Uma das conclusões é que o Banco Central não deve olhar indiscriminadamente a taxa de cambio nominal:

- (i) O repasse tem sido decrescente nos últimos anos (21% em 2004; 16% em 2005; 6% em 2006 – vide Desagregação da inflação nos Relatórios Trimestrais do Banco Central);
- (ii) Os preços das commodities internacionais sobem a uma taxa maior do que a apreciação nominal do câmbio;
- (iii) Há um esgotamento da influência positiva do câmbio sobre os preços dos serviços. A inflação desse setor deverá começar a acelerar pela questão dos custos relativos e o crescimento da massa salarial.

Gráfico 2 - Rendimento Nominal Efetivo x Inflação de Serviços (Despesas Pessoais)



# Política Fiscal

**Margarida Gutierrez**

## **Política Fiscal e Dívida Pública**

A política fiscal: o aumento de receitas garante superávits primários crescentes

Os resultados primários excepcionais obtidos ao longo deste ano estão sendo sustentados mais uma vez pela contínua elevação da arrecadação, mantendo-se, assim, o mesmo padrão observado nas contas do setor público desde que a disciplina fiscal foi implementada em 1999, exceção feita ao ano de 2003 em que o excedente primário consolidado foi garantido por uma redução significativa dos gastos primários em relação ao PIB.

Os fluxos acumulados em 12 meses encerrados em abril mostram um superávit primário consolidado (receitas e despesas sem incluir o pagamento de juros) robusto de R\$ 100,47 bilhões (4,22% do PIB), conforme a Tabela 1. O governo central (Tesouro Nacional, Banco Central e INSS) obteve um esforço primário de R\$ 56,14 bilhões (2,36% do PIB), os estados e municípios obtiveram, conjuntamente, um resultado surpreendente de R\$ 25,15 bilhões (1,06% do PIB), as empresas estatais federais foram responsáveis pela geração de um excedente de R\$ 13,62 bilhões (0,57% do PIB) e as estatais municipais e estaduais, por R\$ 5,56 bilhões (0,24% do PIB).

Os elevados superávits primários associados à queda dos juros que incide sobre a dívida pública têm permitido uma redução do déficit fiscal (resultado nominal) que era de 3,01% do PIB nos 12 meses encerrados em 2006 para 2,25% do PIB em abril deste ano.

De acordo com os resultados acumulados no ano (até abril) e as alterações contidas no Decreto de Reprogramação Financeira referente ao 2º bimestre do 2007, verificamos que, com exceção das empresas estatais federais, cuja meta para o ano é de 0,72% do PIB, todas as demais esferas de setor público obtiveram resultados primários muito superiores às respectivas metas (Tabela 2), sugerindo que este ano não haverá dificuldades para o cumprimento das metas fiscais. Mesmo que as estatais federais mantenham a baixa performance durante o resto do ano, isto pode ser perfeitamente compensado pelo maior resultado primário do governo central (de acordo com o artigo 2º da Lei de Diretrizes Orçamentárias 2007) de forma a garantir a meta fixada de 2,82% do PIB para a União.

Tabela 1  
Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ milhões								% PIB							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 abr	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 abr
Nominal	39.806	42.789	61.614	79.030	47.144	63.641	69.883	53.647	3,37	3,29	4,17	4,65	2,43	2,96	3,01	2,25
Juros nominais	77.963	86.443	114.004	145.203	128.256	157.145	160.027	154.115	6,61	6,64	7,71	8,54	6,61	7,32	6,89	6,47
Primário	-38.157	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.144	-100.469	-3,24	-3,35	-3,55	-3,89	-4,18	-4,35	-3,88	-4,22
1.Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-51.352	-56.141	-1,73	-1,69	-2,16	-2,28	-2,7	-2,6	-2,21	-2,36
2. Estatais Federais	-10.174	-7.571	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-13.544	-13.615	-0,86	-0,58	-0,43	-0,56	-0,46	-0,61	-0,58	-0,57
3.Governos Regionais	-6.026	-10.471	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.715	-25.152	-0,51	-0,8	-0,72	-0,81	-0,9	-0,99	-0,85	-1,06
4.Estatais Regionais	-1.526	-3.634	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-5.534	-5.561	-0,13	-0,28	-0,24	-0,23	-0,12	-0,15	-0,24	-0,24

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

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

	Janeiro/Abril		Meta Ano	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Resultado Primário Governo Central (fiscal e seguridade)	33,3	4,27	53	2,1
Resultado Primário estatais federais	2,3	0,3	18,1	0,72
Resultado Primário União	35,6	4,57	71,1	2,82
Resultado Primário Estados e Municípios (inclui as estatais)	15,1	1,94	24,7	0,98
Resultado Primário Consolidado	50,7	6,51	95,8	3,8

Fonte: Ministério do Planejamento/BC

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

De acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal (art.9º da Lei Complementar nº 101, de maio de 2000), a cada bimestre realiza-se uma revisão das projeções fiscais de forma a garantir para o ano o cumprimento da meta de resultado primário estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2006. Esta revisão é necessária em função dos resultados fiscais já obtidos ao longo do ano e de eventuais mudanças nos parâmetros utilizados na LDO para as projeções de receitas e despesas primárias (PIB, índices de preços, taxa Selic, taxa de câmbio, massa salarial nominal, preço do petróleo, reajuste do salário mínimo e reajuste dos demais benefícios previdenciários), incorporando

dados mais recentes do quadro macroeconômico. A última avaliação é de maio de 2007 e toma como base os resultados obtidos no ano até o mês de abril e uma atualização dos parâmetros, já descritos, para o restante do ano. A principal mudança é a projeção do PIB para 2007, em função da revisão metodológica feita pelo IBGE, conforme mostramos no quadro abaixo:

Comparativo das Projeções de Parâmetros		
Parâmetros	Decreto 6.076 (abril 2007)	Reprogramação (maio de 2007)
IPCA acumulado (%)	4,5	3,6
IGP-DI acumulado (%)	4,39	3,51
PIB real (%)	4,5	4,5
PIB – R\$ bilhões	2.256,60	2.520,10
Taxa Over-Selic Média	12,31	12,11
Taxa de Câmbio Média	2,2	2,05
Reajuste do Salário Mínimo	8,57	8,57
Reajuste dos Demais Benefícios Previdenciários	2,99	3,3

Fonte: Ministério do Planejamento

O aumento das receitas estimadas (R\$ 2,3 bilhões) foi compensado pelo crescimento das despesas obrigatórias projetadas. O Quadro a seguir sintetiza essas alterações:

Discriminação	Variação em relação ao decreto 6.076 de 10/04/07
R\$ milhões	
1. Receita Primária Total, exceto Arrecadação Líquida do INSS	1.480,80
2. Transferências a estados e municípios	-819,4
3. Receita Líquida	2.300,20
4. Despesas Obrigatórias, exceto Benefícios Previdenciários	2.202,00
5. Déficit do RGPS	128,1
6. Impacto da Mudança da Metodologia de Cálculo do PIB na meta de Resultado Primário	6.115,40
7. Ajuste Necessário ( - 3 + 4 + 5 + 6)	6.145,30

Fonte: Decreto de Reprogramação  
Financeira/maio de 2007  
/Ministério do Planejamento

A Tabela 3 mostra a evolução das principais receitas e despesas primárias do governo central no período recente, sendo que a previsão para 2007 já contempla as modificações introduzidas pelo Decreto de Reprogramação Financeira de maio.

As receitas totais acumuladas em 12 meses encerrados em abril deste ano atingiram o nível recorde de 23,78% do PIB.

Por outro lado, os gastos primários acumulados em 12 meses também atingiram o patamar recorde de 17,35% do PIB. No grupo das despesas que mais cresceram em proporção do PIB estão as previdenciárias, e os gastos sociais (LOAS/RMV, abono salarial e seguro-desemprego), diretamente vinculadas ao salário mínimo.

Para 2007, o continuado aumento das receitas garante o cumprimento da meta de superávit primário. No entanto, trata-se de um ajuste fiscal insustentável já que a sua continuidade requer a contínua elevação da arrecadação do governo central.

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Abr 07/mai 06	2007 2 <sup>a</sup> Reavaliação
1. Receitas Primárias Brutas	18,74	19,66	19,93	20,77	21,66	20,98	21,61	22,74	23,39	23,78	23,82
2. Transferências a Estados e Municípios	2,91	3,28	3,42	3,53	3,8	3,54	3,48	3,91	3,99	4,07	4
3. Receita Líquida (1-2)	15,83	16,38	16,51	17,23	17,86	17,44	18,13	18,83	19,39	19,71	19,82
4. Despesas Primárias	15,04	14,49	14,73	15,57	15,71	15,13	15,59	16,37	17,25	17,35	17,72
4.1 Pessoal e Encargos	4,56	4,47	4,57	4,8	4,81	4,46	4,31	4,29	4,52	4,57	4,69
4.2 Pagamentos Previdenciários INSS	5,45	5,5	5,58	5,78	5,96	6,3	6,48	6,8	7,13	7,23	7,28
4.3 Custeio e Capital	5,03	4,44	4,51	4,9	4,86	4,26	4,69	5,17	5,49	5,55	5,75
4.3.1 Benefícios Assistenciais (LOAS e RMV)	-	-	-	-	-	0,26	0,39	0,43	0,5	0,56	0,55
Resultado Primário	0,51	2,13	1,74	1,68	2,16	2,28	2,7	2,6	2,21	2,36	2,1

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

**• A mudança de Perfil da Dívida Pública: o alargamento da curva de rendimento dos Títulos Públicos Pré Fixados**

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

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

O Gráfico 1 ilustra essa mudança. Podemos distinguir três fases que caracterizaram o gerenciamento da dívida pública mobiliária federal interna.

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

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

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

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

Os títulos corrigidos pela Selic (LFTs) surgiram em meados dos anos 80 e se constituíram em um ativo que garantia uma remuneração real positiva combinada com pronta liquidez em um contexto de alta e crescente inflação. No entanto, quando parte expressiva da dívida pública paga a Selic, surgem dois tipos de constrangimento de política econômica: um, de natureza fiscal, na medida em que vincula diretamente o resultado nominal (medida de déficit público que inclui o pagamento de juros) às decisões de política monetária (quando a taxa Selic sobe, o resultado nominal piora e a Dívida Pública/PIB se eleva); o outro se refere à perda de eficácia da política monetária pois, ao remunerar parcela importante de sua dívida à taxa Selic, o Tesouro Nacional estará gerando um efeito-renda em direção oposta a uma decisão de política monetária.

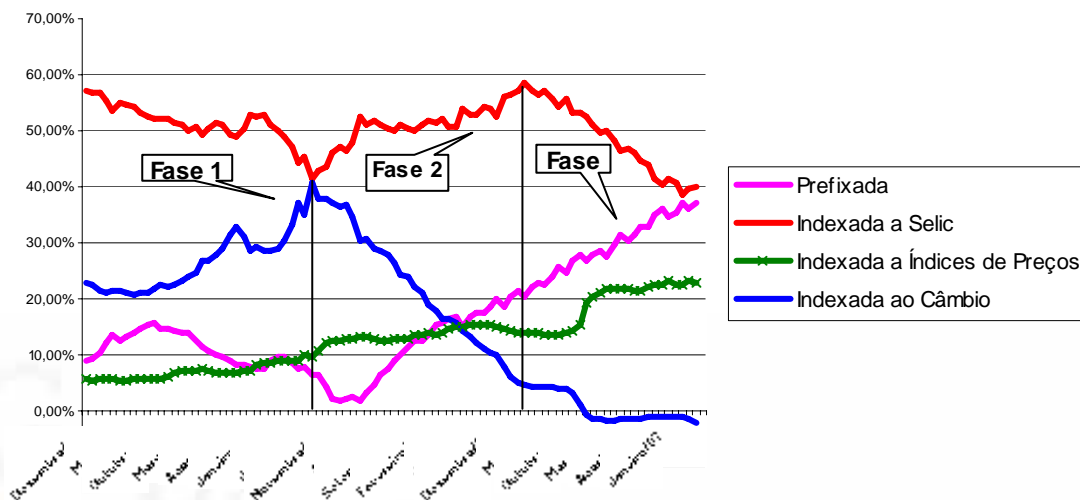
Outro fato positivo no perfil da dívida pública é que além da queda das taxas de juros que incidem sobre a mesma, o governo tem conseguido alargar os prazos dos novos títulos colocados em mercado. Como é sabido, pelo menor risco de solvência e pela maior liquidez dos ativos envolvidos, a curva de rendimentos dos títulos públicos condiciona a estrutura a termo da taxa de juros dos demais títulos do mercado financeiro, contribuindo para o alargamento dos prazos e para a redução das taxas de juros nos mercados de crédito e de capitais.

Para ilustrar esse movimento, analisamos as condições (em termos de prazos e de taxa de juros) em que as LTNs (títulos prefixados) foram colocadas em 2 momentos recentes: maio e junho deste ano. Assumimos, nessas circunstâncias, que em cada um desses momentos poderíamos derivar uma curva de rendimentos (taxas de juros e prazos de vencimento) para esse título.

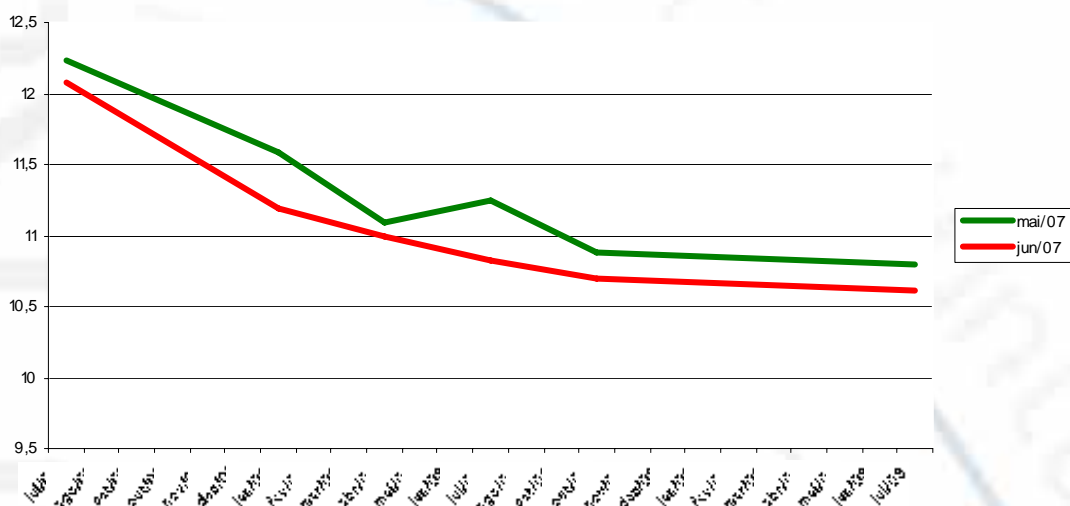
Como podemos observar no Gráfico 2, a curva de rendimentos das LTNs em junho está abaixo da de maio, em consequência da queda da taxa básica de juros. Verificamos também que ambas estão invertidas para um horizonte de dois anos, sinalizando a

perspectiva de novas quedas nas taxas de juros de curto prazo, e que os juros embutidos em uma LTN de vencimento em julho de 2009 está em 10% ao ano, em termos nominais.

**Gráfico 1**  
**Perfil da Dívida Pública (%)**



**Gráfico 2**  
**Curva de Rendimentos - LTN**



# Setor Externo

## Cecília Hoff

Os dados do comércio exterior brasileiro continuam muito positivos, apesar da intensificação da apreciação cambial e da dependência do resultado das exportações em relação à evolução dos preços. Isto tem induzido uma nova revisão das projeções de mercado para o saldo comercial em 2007. Como mostra a tabela 1, nos doze meses encerrados em maio de 2007 as exportações acumularam US\$ 148,1 bilhões, um crescimento de 19,1% em relação aos 12 meses anteriores, ao passo que as importações acumularam US\$ 100,5 bilhões, um crescimento de 25,8% em relação ao mesmo período. Isto equivale a um saldo acumulado de US\$ 47,6 bilhões. Além disso, nota-se uma continuação da tendência de crescimento quando são analisados os dados mais recentes: no trimestre encerrado em maio as exportações alcançaram o nível anualizado de US\$ 159,9 bilhões e as importações US\$ 110,6 bilhões (dados ajustados sazonalmente), o que equivale a um saldo de US\$ 49,3 bilhões. Isto significa que se as exportações se mantiverem no nível atual, o resultado de 2007 poderá ficar em torno de US\$ 155,0 bilhões, podendo ser ainda maior se houver crescimento na margem. Ou seja, ao que tudo indica, o desempenho ainda positivo das exportações deverá compatibilizar um forte crescimento das importações (num ritmo superior a 30% no resto do ano) com um saldo comercial superior a US\$ 40,0 bilhões este ano.

### Saldo Comercial Acumulado em 12 meses

(US\$ bilhões)

	Exportações	var.%( <sup>1</sup> )	Importações	var.%( <sup>1</sup> )	Saldo
dez/06	137,5	16,2	91,4	24,2	46,1
jan/07	139,2	15,8	93,4	24,9	45,7
fev/07	140,5	16,0	94,7	25,0	45,8
mar/07	142,0	15,2	96,5	24,4	45,5
abr/07	144,6	16,8	98,0	24,1	46,6
mai/07	148,1	19,1	100,5	25,8	47,6
dez/07 <sup>P</sup>	158,9	15,6	115,0	25,8	43,9

<sup>P</sup> Projeção.

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

Fonte: MDIC/Secex.

É claro que uma parte significativa deste desempenho positivo das exportações está associado ao comportamento favorável dos preços no mercado internacional, que tem compensado a apreciação cambial. Mas será que esta dependência em relação aos

preços indica uma fragilidade dos resultados? É certo que o aumento dos preços eleva o valor exportado, na medida que aumenta a receita por unidade exportada, e pode implicar em perdas de receita caso haja uma reversão nestes preços. Mas há também os efeitos do aumento dos preços no quantum exportado, que em geral são desconsiderados, e dependem de como estes preços são formados no mercado internacional. Mais especificamente, um aumento dos preços das commodities tende a afetar positivamente o valor exportado de básicos e semi-manufaturados tanto porque aumenta a receita por unidade exportada, quanto porque induz o aumento do quantum exportado (tem um efeito semelhante ao de uma depreciação da taxa de câmbio real). Mas isto só acontece porque nestes casos os produtores são tomadores de preços no mercado internacional, ou seja, o aumento de preços ocorre de forma exógena e não afeta a competitividade dos exportadores nacionais. Já no caso dos produtos manufaturados, os exportadores podem conseguir ou não compensar a apreciação cambial com aumentos de preços. Em geral os exportadores que conseguem fazê-lo contam com a conjuntura internacional favorável e com algum grau de diferenciação nos produtos, mas o fazem às custas de perda de competitividade. Já nos setores intensivos em trabalho, cuja concorrência internacional (a chinesa, principalmente) não permite aumentos de preços, o prejuízo com a queda da taxa de câmbio é totalmente absorvido pelos exportadores, o que acaba reduzindo o quantum exportado.

Neste caso, ambos movimentos de aumento de preços apontam para uma certa fragilidade do resultado das exportações. No caso dos preços das commodities, porque o movimento cíclico de aumento de preços poderá se reverter caso haja uma desaceleração da economia mundial. No caso dos preços de produtos manufaturados (os que não estão sujeitos à disciplina da concorrência internacional), porque os aumentos podem estar sendo obtidos às custas de perda de competitividade e podem levar a uma redução no quantum exportado em prazos mais longos.

De todo modo, esta fragilidade não parece estar presente num horizonte de médio prazo. Em primeiro lugar, porque o comércio internacional continua crescendo e não há perspectiva de desaceleração da economia chinesa, o que tende a manter a demanda por commodities elevada, e, portanto, seus preços<sup>1</sup>. Em segundo lugar, porque se sabe que por enquanto o aumento nos preços dos manufaturados tem sido viabilizado pela demanda internacional aquecida, principalmente dentro da América Latina, onde exportadores nacionais têm vantagens competitivas importantes de proximidade<sup>2</sup>, e não necessariamente têm levado à perda de competitividade dentro destes mercados. Além do mais, os exportadores de manufaturados com algum valor agregado em geral também contam com um elevado componente importado nos seus produtos, o que anula parte das perdas nas receitas associadas à apreciação cambial. Isto é, a redução dos custos dos componentes importados faz com que o aumento dos preços no mercado internacional requerido para manter a rentabilidade das exportações seja relativamente menor, o que também minimiza perdas de competitividade. Neste caso, não há perspectiva, pelo menos num prazo mediano, de

<sup>1</sup> As projeções do FMI (World Economic Outlook, abril de 2007) apontam para um crescimento do PIB mundial de 4,9% em 2007 e 2008; e para um crescimento do volume do comércio mundial de 7% e 7,4% em 2007 e 2008, respectivamente.

<sup>2</sup> Valor Econômico, 22/maio/2007.

queda nas receitas e volumes exportados destes produtos. Ainda resta, porém, o fraco desempenho dos manufaturados intensivos em trabalho. Mas como o desempenho positivo dos demais produtos tem mais do que compensado o desempenho negativo destes nas contas externas, as implicações negativas da apreciação cambial sobre estes setores devem ser avaliadas, pelo menos a médio prazo, em termos de emprego e especialização produtiva.

A tabela 2 mostra as taxas de crescimento das exportações em valor e quantum para períodos encerrados em abril de 2007. Nota-se que nos últimos doze meses a maior parte do crescimento das exportações se deve ao comportamento dos preços, dado que o crescimento em quantum ficou bem abaixo do crescimento em valor (4,6% em quantum contra 16,9% em valor, o que tem implícito uma variação de 11,7% dos preços). Este resultado se deve principalmente ao crescimento do volume exportado de produtos básicos, dado que os manufaturados apresentaram um resultado pífio em quantum (2,4%). Na margem (quadrimestre encerrado em abril em relação ao quadrimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal), porém, se observa um aumento do crescimento em quantum tanto dos básicos quanto de manufaturados, o que é bastante positivo. De todo modo, ainda é prematuro tomar estes resultados como uma indicação de reversão da tendência de queda que vem sendo observada na análise de períodos mais longos. Com os resultados dos próximos meses o cenário deverá ficar mais claro.

**Var. % das Exportações em Valor e Quantum - Abr/07**

(var.% anualizada em relação ao período imediatamente anterior)

	Total		Básicos		Manuf.		Semi.	
	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum
12 meses	16,9	4,7	20,2	10,1	14,1	2,4	27,0	4,6
Semestre <sup>(1)</sup>	22,8	17,1	51,3	40,8	13,0	8,4	17,4	10,2
Quadrimestre <sup>(1)</sup>	28,0	26,5	60,8	39,2	21,6	24,2	2,7	4,2

(1) Dados ajustados sazonalmente.

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

A tabela 3 mostra as taxas de crescimento das importações em valor e quantum, também para períodos encerrados em abril de 2007. Percebe-se um crescimento consistente das importações tanto em doze meses quanto na margem. Além do mais, na média, o efeito dos preços tem sido pequeno nas importações (o resultado em valor é bem próximo do resultado em quantum). Destaca-se o crescimento das compras de bens intermediários, que apresentam uma aceleração na margem, e de bens de capital. Para estes últimos, a combinação de câmbio apreciado com queda de preços no mercado internacional tem sido extremamente estimulante para as importações, também podendo ser considerada positiva para a economia, na medida em que está associada ao aumento dos investimentos e à modernização produtiva. Mais preocupante é o crescimento verificado nas compras de bens de consumo. A participação destes produtos na pauta de importações está crescendo (embora ainda

seja relativamente pequena, cerca de 13,5% nos últimos doze meses), e o crescimento destas compras pode estar indicando substituição de produção doméstica por externa.

#### Var. % das Importações em Valor e Quantum - Abr/07

(var.% anualizada em relação ao período imediatamente anterior)

	Total		Intermediários		BK		BCD		BCND	
	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum
12 meses	25,8	18,4	25,1	17,2	21,9	25,7	45,6	68,6	35,4	20,9
Semestre <sup>(1)</sup>	19,1	23,4	18,6	18,7	21,0	40,2	10,3	18,8	44,4	30,3
Quadrimestre <sup>(1)</sup>	32,1	34,3	33,5	25,3	39,0	73,0	-12,7	-8,0	65,0	30,8

(1) Dados ajustados sazonalmente.

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Em suma, apesar da apreciação cambial, os resultados do comércio exterior brasileiro ainda são muito positivos. E embora os dados apontem algumas fragilidades que podem implicar em uma queda mais acentuada do saldo comercial no longo prazo (como a dependência do resultado das exportações em relação aos preços e o crescimento das importações de bens de consumo), o resultado tende a se manter elevado (em torno de US\$ 40,0 bilhões anuais) num horizonte de médio prazo.

Isto significa que o componente “estrutural” da apreciação cambial, isto é, o fluxo cambial positivo no mercado primário de câmbio, deve continuar contribuindo para manter a taxa de câmbio apreciada. Vale notar, também, que embora a taxa de câmbio nominal tenha sofrido uma apreciação praticamente ininterrupta desde meados de 2004, a taxa de câmbio real efetiva (que importa para o comércio internacional) tem se mantido relativamente estável desde meados de 2006. Isto implica que, pelo menos no período recente, a apreciação do real tem acompanhado a das demais moedas. Ou seja, a apreciação que deve ser corrigida para evitar os possíveis problemas que podem surgir nas contas externas no longo prazo, na esteira de uma desaceleração mais forte da economia mundial, é a apreciação da taxa de câmbio real efetiva ocorrida entre 2004 e 2005. Neste caso, dado que não há no horizonte previsível nenhum fator que impeça a taxa de câmbio de se consolidar no patamar atual – o fluxo cambial deve continuar elevado e as intervenções do Banco Central se mostrarem eficazes apenas para evitar apreciações maiores — a única forma de recuperar a forte apreciação dos anos anteriores é tornando o real um ativo menos atrativo aos olhos dos investidores, isto é, reduzindo a taxa de juros de forma mais rápida.