

Economia & Conjuntura

Apresentação

Antonio Licha

Os mercados financeiros mundiais apresentaram uma forte volatilidade a partir da elevação da taxa de juros básica realizada pelo Federal Reserve no dia 10 de maio. As incertezas ante a inflação americana promoveram algumas especulações sobre futuras elevações nessa taxa de juros que afetou as decisões dos investidores internacionais. Os ajustes de carteira afetaram os títulos dos países emergentes promovendo efeitos de contágio sobre os mercados cambiais e mercados financeiros domésticos. No Brasil, esses efeitos se refletiram no aumento do Risco País, a queda do Ibovespa, o aumento dos juros de longo prazo (de 1 ano) e o aumento da taxa de câmbio. Consideramos que a turbulência dos mercados financeiros não deve se prolongar por muito tempo de forma que não deve afetar significativamente nossas projeções sobre inflação, crescimento e saldo comercial. De qualquer forma, deve-se permanecer atento sobre o novo nível para o qual vão a convergir os mercados financeiros (notadamente, o novo valor para o qual a taxa de câmbio deve convergir).

A nossa hipótese sugere que a turbulência pode ter efeitos benéficos sobre a dinâmica da economia brasileira, pois permitiria corrigir a valorização da taxa de câmbio sem custos elevados para o Banco Central. Como é destacado no Panorama Macroeconômico essa valorização já tem começado a provocar alguns perdas no comércio internacional brasileiro, especialmente quando analisamos o comportamento em quantum das exportações. Por outro lado, dado que antes da turbulência financeira as expectativas sobre taxa de inflação encontravam-se ligeiramente abaixo da meta proposta para este ano, uma desvalorização suave (pequeno aumento da taxa de câmbio média do ano) não deve promover aumentos na taxa de inflação que tornem necessária uma mudança de rumo na política monetária.

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

Estagiários

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

Contato

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

Índice

	Página
Panorama Macroeconômico	6
Projeções do Grupo de Conjuntura	16
Nível de Atividade Industrial	17
Investimento	22
Inflação	25
Crédito	32
Política Fiscal	35



Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Nas últimas semanas, houve um aumento sensível da aversão ao risco no mundo, alimentado por incertezas quanto aos rumos da política monetária dos EUA. E isso acabou resultando em ajustes significativos nos preços de ativos financeiros das economias emergentes. No caso brasileiro, como se percebe na tabela 1, o risco-País, o dólar e as taxas de juros longas sofreram uma forte alta desde 10 de maio (data em que o Fed elevou a taxa de juros básica norte-americana para 5% e a turbulência financeira teve início), e, além disso, estas variáveis têm se mostrado bastante voláteis. Em que medida o desempenho da economia brasileira será afetado pela piora recente do cenário externo para as economias emergentes?

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança					Indicadores do Cenário Externo		
	Risco Brasil (a) ⁽¹⁾	Risco dos Emergentes (b) ⁽¹⁾	(a)/(b) (%)	Taxa de Câmbio Nominal	Swap de 1ano PréxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante ⁽³⁾	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
17/jan/2006 ⁽²⁾	294	237	24,05	2,29	15,94	10,84	4,33	64,90
07/mar/2006 ⁽²⁾	229	197	16,24	2,17	15,10	10,23	4,72	61,17
18/abr/2006 ⁽²⁾	231	189	22,22	2,13	14,58	9,99	4,98	72,51
10/5/2006	216	175	23,43	2,06	14,64	10,07	5,13	72,44
30/5/2006 ⁽²⁾	280	216	29,63	2,32	15,68	11,02	5,08	71,05
31/5/2006	269	212	26,89	2,30	15,48	10,83	5,12	70,41

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

A variável-chave que determinará a influência do cenário externo sobre a economia brasileira será o comportamento da taxa de câmbio, pelo seu impacto potencial sobre a inflação e, em decorrência, sobre a taxa de juros. A atividade econômica tem sido sempre extremamente sensível à trajetória da taxa de juros. Caso a taxa de câmbio permaneça nos próximos meses em níveis muito acima dos vigentes antes do início da atual turbulência, as pressões inflacionárias daí decorrentes poderiam levar a uma reversão da trajetória de queda da taxa Selic. E isto acabaria tendo reflexos negativos sobre o crescimento do PIB. Contudo, este cenário adverso parece muito pouco provável. No que se refere ao cenário externo, a percepção dominante entre os analistas é de que se trata de uma turbulência passageira, não devendo ocorrer nem uma redução muito forte da liquidez para as economias emergentes, nem tampouco uma desaceleração significativa do crescimento mundial. Sendo assim, a tendência, como se examinará mais adiante, é que a taxa de câmbio se acomode em patamar compatível com a manutenção da inflação sob controle. E, neste caso, a taxa Selic continuaria sendo reduzida, viabilizando o cenário de crescimento expressivo do PIB ao longo de 2006, que vem sendo previsto pelo Grupo de Conjuntura.

Até o momento, a evolução da atividade econômica vem sendo compatível com o crescimento do PIB projetado para este ano pelo Grupo de Conjuntura – crescimento de 4%, com expansão do PIB trimestral ao longo do ano (quarto trimestre 06/quarto trimestre 05) um pouco acima de 5%. Como se percebe na tabela 2, a produção industrial e as vendas do comércio varejista tiveram um crescimento significativo no primeiro trimestre- de, respectivamente, 1,2% e 2,3% relativamente ao quarto trimestre de 2005, e de 4,6% e 5,0% quando comparado com o primeiro trimestre de 2005. É verdade que, como mostra o gráfico 1, o crescimento da indústria e do comércio foi interrompido recentemente (medidas por médias móveis trimestrais, tanto a produção industrial quanto as vendas do comércio, recuaram ligeiramente entre fevereiro e março). Mas nada sugere que isto venha a significar uma interrupção mais duradoura do crescimento. Mantida a perspectiva de queda gradual da taxa Selic, a atividade econômica deverá voltar a crescer em breve, e a tendência é que a economia cresça a um bom ritmo no restante do ano, como sempre ocorreu em períodos de queda da taxa de juros. Além da redução da taxa de juros, outros fatores também contribuirão para o crescimento nos próximos meses: a firme expansão em curso da massa salarial, a continuidade do aumento do crédito, o impacto significativo do aumento do salário mínimo sobre as transferências de renda do governo federal (benefícios previdenciários e programas assistenciais) e os estoques mais ajustados na indústria e as expectativas mais favoráveis dos empresários em relação ao comportamento da atividade econômica no futuro próximo (dados revelados pela sondagem mais recente da FGV junto à indústria).

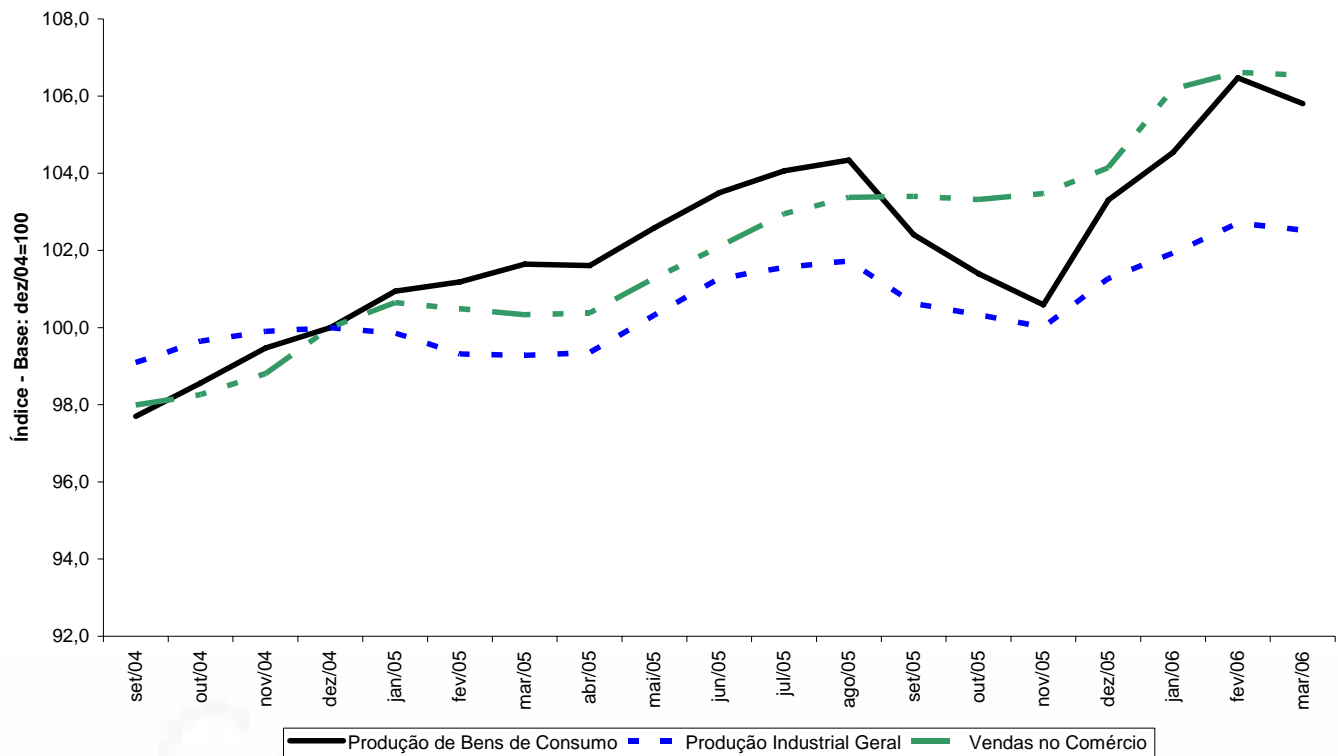
Tabela 2: Produção Industrial e Vendas do Comércio Varejista

	Var % em Relação ao Trimestre Imediatamente Anterior*			Var % em Relação a igual Período do Ano Anterior		
	3º tri/05	4º tri/05	1º tri/06	4º tri/05	1º tri/06	abr05/mar06
I) Indústria Geral	-0,6	0,6	1,2	1,3	4,6	3,3
Bens de Capital	0,6	2,1	0,5	4,2	9,2	5,1
Bens Intermediários	-0,7	0,2	0,8	-0,2	2,8	1,2
Bens de Consumo	-1,0	0,9	2,4	2,7	6,4	5,9
Duráveis	-4,1	0,1	8	5,0	14,9	12,2
Não-Duráveis	-0,4	0,6	1,6	2,1	4,0	4,3
II) Vendas no Comércio	1,3	0,7	2,3	4,6	5,0	4,7

Fonte: IBGE

*série com ajuste sazonal

Gráfico 1: Produção Industrial e Vendas no Comércio Varejista



O ritmo de crescimento ao longo do ano dependerá, sobretudo, da trajetória da taxa de juros (da taxa Selic e das taxas longas). E esta, por sua vez, vai depender basicamente do comportamento da inflação. Como se percebe na tabela 3, a inflação (IPCA) recuou em abril para 4,6% (taxa acumulada em 12 meses), com a alta nos preços livres tendo caído para 3,2% e nos preços administrados para 8,0%. Contudo, a inflação nos preços administrados, favorecida pelo bom comportamento dos IGPs, ainda deverá recuar para cerca de 4,5% (projeção atual do Copom e do mercado para a alta destes preços em 2006). Assim, haverá um bom espaço para que mesmo com um aumento da inflação nos preços livres daqui para frente, o IPCA não ultrapasse 4,5%, o centro da meta definida para este ano. As perspectivas para a inflação em 2006 são, portanto, bastante favoráveis. E tudo indica que o Copom prosseguirá reduzindo a taxa Selic nos próximos meses, contribuindo deste modo para a continuidade do crescimento do PIB.

Tabela 3: Inflação (IPCA e IPA-DI) - Var % em 12 Meses

	IPCA						IPA		
	Índice Geral	Preços Livres			Preços Administrados	Total	Industrial	Agrícola	
		Total	Comercializáveis	Não-Comercializáveis					
dez/03	9,3	7,8	8,7	6,7	13,2	6,3	6,9	4,5	
mar/04	5,2	5,3	5,0	5,8	4,7	8,8	4,1	2,2	
set/04	6,7	6,5	6,1	7,0	7,2	14,2	17,2	6,8	
dez/04	7,6	6,5	6,3	6,8	10,2	14,7	19,5	2,6	
abr/05	8,1	6,4	6,2	6,8	12,1	11,4	14,2	4,1	
dez/05	5,7	4,3	2,7	6,4	9,0	-1,0	0,9	-6,3	
mar/06	5,3	3,9	2,5	5,5	8,7	-2,7	1,0	-13,2	
abr/06	4,6	3,2	1,4	5,3	8,0	-3,1	0,1	-12,5	

Fonte: IBGE e Banco Central

O problema é que a desinflação ocorrida de meados do ano passado para cá foi produzida, em boa medida, por um fator espúrio: a apreciação cambial excessiva. Devido sobretudo a este fator, a inflação (12 meses) nos bens comercializáveis recuou fortemente (para 1,4% em abril), os preços agrícolas no atacado vêm apresentando uma deflação acentuada (queda de 12,5% destes preços nos 12 meses encerrados em abril), e o recuo em curso da inflação nos preços administrados também se deve indiretamente à taxa de câmbio (pela sua influência nos IGPs). Como a taxa de câmbio em torno de R\$ 2,15 (com viés de queda) que vinha sendo observada neste ano até a recente turbulência externa (iniciada em 10 de maio) não parece sustentável a mais longo prazo, fica a dúvida sobre como se comportará a inflação diante de uma desvalorização cambial.

É razoável admitir que uma desvalorização moderada, com a taxa de câmbio permanecendo entre R\$ 2,20 e R\$ 2,30 no restante deste ano, não exercerá nenhum impacto relevante sobre a inflação - até porque os preços vigentes na economia atualmente não devem ter tomado como referência a taxa de câmbio abaixo de R\$ 2,20 observada nestes primeiros meses do ano (que, de modo geral, era percebida como não sustentável). Por outro lado, um deslocamento muito rápido e duradouro da taxa de câmbio nos próximos meses para uma faixa bem mais elevada, entre R\$ 2,40 e R\$ 2,70, já teria um impacto não desprezível sobre a inflação (e, em consequência, teria reflexos negativos sobre a trajetória da taxa de juros e o crescimento do PIB). Todavia, é bastante improvável que um cenário de desvalorização cambial desta magnitude venha a ocorrer neste ano. Os fundamentos positivos da economia brasileira (em particular, das contas externas), o nível bastante elevado das taxas de juros domésticas, e o contexto internacional de liquidez ainda abundante para as economias emergentes (mesmo que em processo de redução gradual pelo aumento da aversão ao risco no mundo) tenderão provavelmente a manter a taxa de câmbio abaixo de R\$ 2,30 (e talvez até de R\$ 2,20) no restante do ano. Neste cenário - considerado o mais provável pelo Grupo de Conjuntura - a meta de inflação para 2006 (4,5%) será atingida, e isto será compatível com a continuidade de redução da taxa Selic, viabilizando um crescimento expressivo do PIB ao longo do ano.

Se uma desvalorização cambial forte seria, no curto prazo, prejudicial ao desempenho da economia - pelo seu impacto negativo sobre a inflação, a taxa de juros e o crescimento -, também é verdade que a apreciação cambial já foi longe demais. E, caso não seja gradualmente revertida, a apreciação da moeda nacional poderá trazer prejuízos sérios para a economia brasileira mais adiante. Em primeiro lugar, ao afetar negativamente as exportações em volume, contribuir para o deslocamento da produção doméstica por bens importados e desestimular os investimentos na produção de bens comercializáveis, a apreciação cambial poderá vir a ser um fator relevante de contenção da atividade econômica no futuro. Em segundo lugar, num contexto internacional de menor crescimento da economia mundial e preços de commodities menos favoráveis do que atualmente, o câmbio apreciado poderá levar a uma piora mais rápida da balança comercial e da conta corrente do que vem sendo previsto. E isto aumentará o risco de uma desvalorização cambial brusca mais à frente, que empurraria para cima a inflação e a taxa de juros, abortando o crescimento.

Não obstante a apreciação cambial, o desempenho da balança comercial continua sendo bastante positivo, com o saldo acumulado em 12 meses permanecendo em torno de US\$ 45 bilhões desde o final de 2005. Além disso, como evidencia a tabela 4, as exportações continuam crescendo a um bom ritmo: taxa de crescimento em 12 meses

de 19% (abril de 2006) e taxa acumulada no ano (até abril) de 16,5 %. O problema é que este comportamento positivo das exportações vem dependendo cada vez mais da evolução favorável dos preços dos bens exportados, que vem amortecendo a desaceleração do crescimento das exportações em valor. Em volume, esta desaceleração tem sido bastante mais acentuada, como se percebe na tabela 4, com a taxa de crescimento em 12 meses do quantum exportado tendo recuado de 19,2% em dezembro de 2004 para 5,9% em abril de 2006. E no acumulado deste ano até abril, a taxa de crescimento das exportações em quantum não passou de 4,4%.

Tabela 4: Taxas de Crescimento das Exportações e das Importações

	Exportações		Importações	
	US\$ Bilhões	Quantum	US\$ Bilhões	Quantum
Variação Percentual em 12 meses				
dez/04	32,0	19,2	30,1	18,1
dez/05	22,6	9,3	17,1	5,9
abr/06	19,0	5,9	18,8	8,3
Variação percentual acumulada no ano (jan a abr 06)				
	16,5	4,4	24,6	15,4

Fonte: MDIC e FUNCEX

Como, segundo a estimativa mais recente do FMI, o comércio mundial deverá crescer 8% em volume neste ano, tudo indica que em 2006 as exportações brasileiras crescerão menos em quantum do que as exportações mundiais – ao contrário do que vinha acontecendo nos anos anteriores. Mas, conforme evidencia a tabela 5, já em 2005 a desaceleração do crescimento das exportações brasileiras havia sido bem superior à do comércio mundial. E este comportamento negativo das exportações brasileiras vis-à-vis as exportações mundiais em 2005 e 2006 é um indicador forte dos efeitos negativos da apreciação cambial sobre as nossas exportações nos dois últimos anos. Examinada em perspectiva histórica, a taxa de câmbio real efetiva atual (deflacionada pelo IPCA e por índices de preços ao consumidor dos nossos principais parceiros comerciais) ainda se encontra em nível bem razoável: média do primeiro quadrimestre de 2006 apenas 2% abaixo do nível de junho de 1994 (que, por sua vez, é muito próximo da taxa real efetiva média entre o final dos anos 80 e o final de 2004). Todavia, a julgar pela desaceleração acentuada das exportações em quantum desde 2004, e pelo seu crescimento bastante modesto neste ano – e inferior ao das exportações mundiais – parece evidente que a taxa de câmbio atual está excessivamente apreciada, e precisará ser corrigida no futuro.

Tabela 5: Crescimento das Exportações do Brasil e do Mundo

	Brasil		Mundo (b)	(a) / (b)	Taxa de Câmbio Real Efetiva Médias Móveis 12 Meses jun/94=100
	Manufaturados	Total (a)			
I) Var % em 12 meses					
dez/98	2,0	3,5	4,8	0,7	70,71
dez/99	4,2	7,7	5,4	1,4	105,97
dez/00	17,9	11,0	12,9	0,9	97,48
dez/01	1,3	9,6	-0,3	-	120,87
dez/02	5,2	8,6	3,7	2,3	133,66
dez/03	20,9	15,7	6,0	2,6	138,49
dez/04	26,1	19,2	10,7	1,8	136,26
dez/05	11,0	9,3	7,2	1,3	111,11
abr/06	6,4	5,9	8 ⁽¹⁾	0,7	104,59 ⁽²⁾
II) Var % acum no ano					
jan-abr/06	4,8	4,4	-		97,98 ⁽³⁾

(1)Projeção do FMI para 2006

(2)Taxa de Câmbio Real Efetiva de março de 2006 (média móvel de 12 meses)

(3)Taxa de Câmbio Real Efetiva média no 1º trimestre

De todo modo, no que se refere às importações, embora a taxa de crescimento (12 meses) do quantum importado venha subindo neste ano (tabela 6), seu comportamento ainda parece muito mais influenciado pela evolução da atividade econômica (produção industrial) do que pela apreciação cambial. Como se percebe no gráfico 2, a trajetória da taxa de crescimento em 12 meses das importações (totais e de bens intermediários) em quantum vem acompanhando de perto a da produção industrial. E no caso específico das importações de bens intermediários, a correlação estreita entre a evolução destas importações e da produção industrial aparece ainda com mais nitidez no gráfico 3, que mostra o comportamento destas variáveis (médias móveis trimestrais dessazonalizadas) de meados de 2004 até agora. Não há, portanto, nenhuma indicação até agora de que o câmbio apreciado esteja levando a um descolamento muito significativo entre as importações e a atividade econômica – como ocorreria se o aumento das importações estivesse se dando em detrimento da produção doméstica. Assim, por enquanto, o impacto negativo da apreciação cambial sobre a atividade econômica parece basicamente concentrado no desempenho cada vez pior das exportações em volume. Outro efeito temido da apreciação cambial sobre o crescimento, o deslocamento da produção doméstica por importações, ainda parece relativamente pouco importante (embora possa vir a ocorrer com intensidade crescente se a taxa de câmbio permanecer excessivamente apreciada).

Tabela 6: Crescimento das Importações e da Produção Industrial - Var % em 12 meses

	Importações (quantum)		Produção Industrial ©	(a) / ©	(b) / ©
	Bens Intermediários (a)	Total (b)			
dez/04	21,0	18,1	8,3	2,5	2,2
jun/05	14,7	12,8	6,7	2,2	1,9
dez/05	6,0	5,4	3,1	1,9	1,8
mar/06	8,3	6,9	3,3	2,6	2,1
abr/06	8,3	8,3	-	-	-

Fonte: IBGE, Funcex

Gráfico 2: Var % em 12 Meses das Importações e Produção Industrial

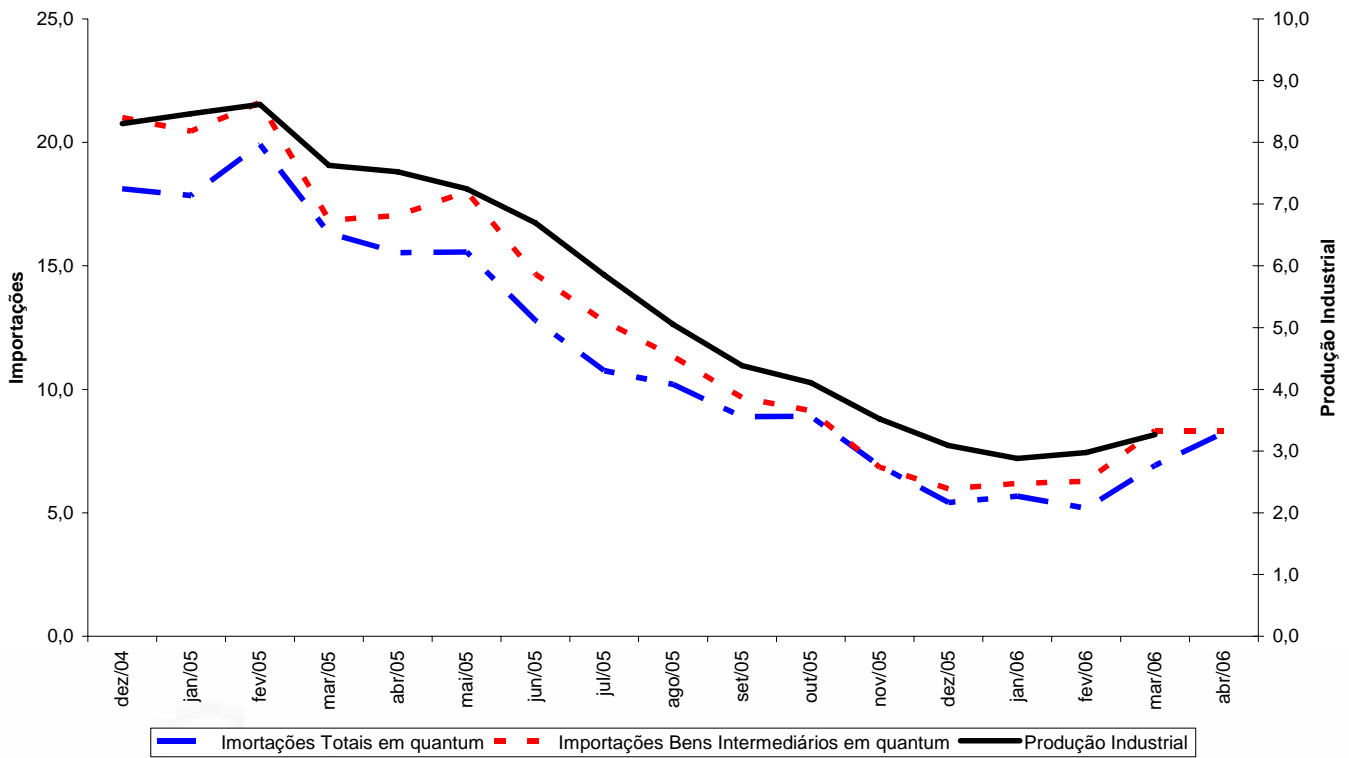
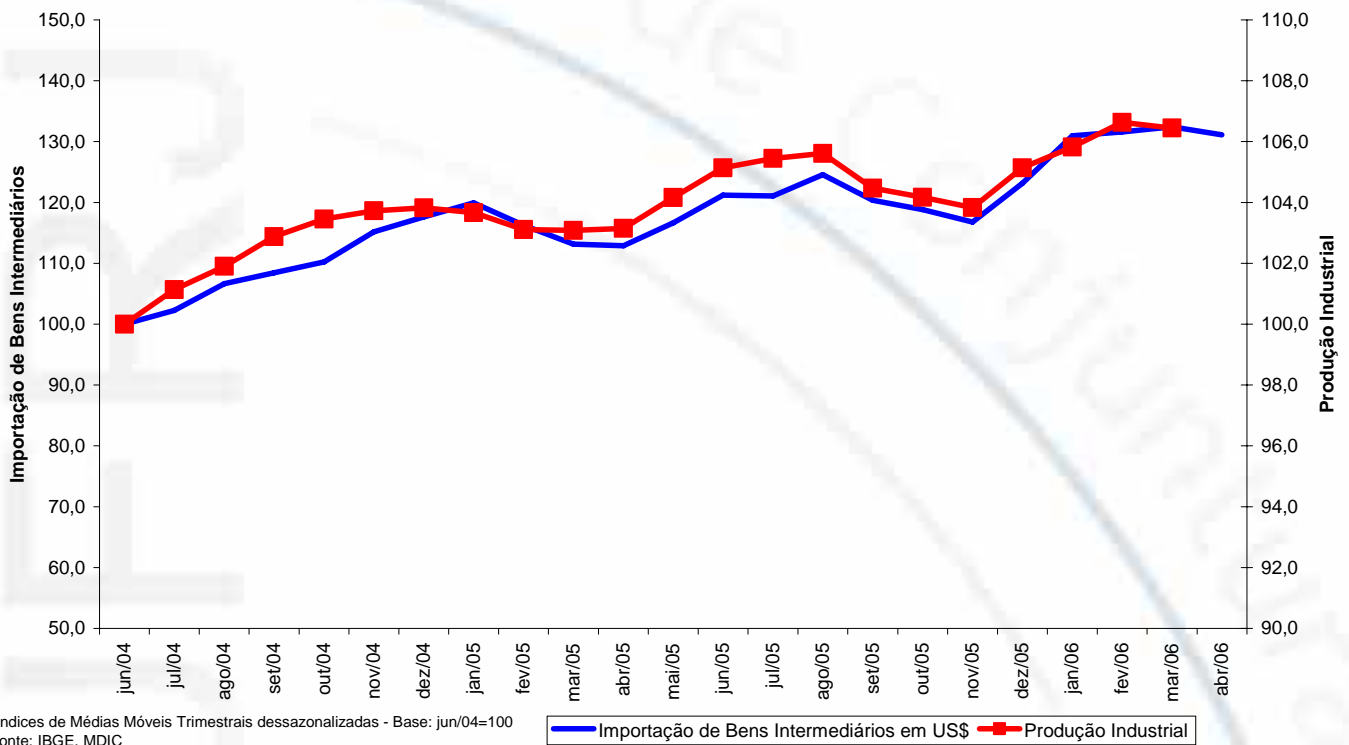


Gráfico 3: Produção Industrial x Importação de Bens Intermediários*



*Índices de Médias Móveis Trimestrais dessazonalizadas - Base: jun/04=100
Fonte: IBGE, MDIC

A despeito do impacto negativo da apreciação cambial sobre o volume exportado, e da contribuição das exportações líquidas para o crescimento do PIB passar a ser negativa a partir deste ano – ao contrário do que vinha ocorrendo nos anos anteriores –, isto não impedirá a economia de crescer a um bom ritmo em 2006 e nos anos imediatamente seguintes, se for possível compatibilizar controle da inflação com redução gradual da taxa de juros. Em 2006, não obstante a turbulência atual, é improvável que o comportamento da inflação e da taxa de juros afete negativamente de forma relevante a atividade econômica, a ponto de frustrar o cenário projetado de crescimento do PIB a um bom ritmo ao longo do ano. Mas para os anos seguintes (2007/2008), os riscos já são maiores. Que fatores poderiam levar a uma reversão da trajetória da taxa de juros, comprometendo o crescimento? Qual o risco, em particular, de uma elevação muito forte da taxa de juros, como ocorreu por diversas vezes entre 1995 e 2003 e fez com que a economia alternasse neste período ciclos de expansão e de recessão?

Devido à melhora substancial dos fundamentos da economia brasileira –superávit em conta corrente, aumento das reservas internacionais, forte redução da relação dívida externa / exportações, virtual eliminação da exposição cambial da dívida pública, etc –, o risco da economia brasileira voltar a se defrontar com crises de confiança da intensidade observada até 2003 parece muito baixo. Mas o risco de altas moderadas da taxa de juros nos próximos anos, que levem não a uma recessão, mas a uma desaceleração significativa do crescimento como em 2005, não pode ser descartado. Em princípio, a elevação da taxa de juros poderia ocorrer como resposta a pressões inflacionárias de dois tipos: i) descompasso entre oferta e demanda por conta do baixo crescimento do produto potencial; ii) choques de oferta (em particular, o choque proveniente de uma desvalorização cambial significativa).

Pelo menos até 2007, o risco de pressões inflacionárias mais fortes por restrições ao crescimento eventualmente impostas pelo baixo produto potencial não parece alto. O investimento vem reagindo bastante bem neste início de ano, o nível de utilização capacidade instalada da indústria não se encontra muito elevado (segundo a CNI, estava em 81,1% em março contra 82,3% no mesmo mês de 2005), e na eventualidade de uma expansão mais forte da demanda, a indústria dispõe de alguma margem de manobra no curto prazo para aumentar a produção, via mais horas extras, aumento do número de turnos, e investimentos marginais para aumento de produtividade. Assim, não deverá ser por restrições de oferta que a economia estará impedida de crescer entre 4% e 4,5% no futuro próximo. O principal risco de elevação da inflação e da taxa de juros nos próximos anos parece ser outro: o de uma desvalorização cambial mais forte do que a atualmente esperada pela maioria dos analistas (e a turbulência recente representa um sinal de alerta sobre este risco).

Embora não seja o cenário mais provável para 2007/2008, é possível que a combinação de um cenário externo bastante menos favorável que o atual para as economias emergentes com incertezas sobre o comportamento da economia brasileira acabe levando a uma desvalorização cambial significativa neste período. Num contexto de redução de liquidez para as economias emergentes, crescimento mundial mais baixo, e menor demanda do mundo por commodities, as fragilidades da economia brasileira ficariam mais expostas. Se a nossa economia não tiver se preparado adequadamente para esta mudança da situação internacional, reduzindo suas fragilidades, o câmbio será pressionado e a desvalorização cambial acabará se refletindo em alta da inflação e da taxa de juros, e em desaceleração do crescimento.

Um aspecto importante a se ter em conta é que mesmo com saldos muito elevados na balança comercial e conta corrente em equilíbrio, a economia brasileira poderá estar vulnerável a crises de confiança e a desvalorizações cambiais bruscas. Na verdade, o grau de vulnerabilidade externa de uma economia depende de um conjunto bem mais amplo de variáveis do que a situação da conta corrente do balanço de pagamentos, tais como o nível e trajetória da relação dívida pública/PIB, a evolução dos indicadores de solvência externa, a capacidade de crescer que a economia vem demonstrando, o comportamento da inflação, etc

No caso da economia brasileira, dois desafios parecem particularmente importantes atualmente para reforçar a sua blindagem contra crises de confiança no futuro : i) melhorar a qualidade do ajuste fiscal ; ii) corrigir a apreciação cambial (ainda que de forma bem gradual para não pressionar a inflação)

A economia brasileira apresenta indicadores fiscais (relações dívida pública/PIB, carga tributária/PIB, gasto corrente/PIB e composição da dívida pública) bem piores do que os das principais economias emergentes. Além disso, os superávits primários elevados obtidos nos últimos anos, que tem sido essenciais para manter sob controle a relação dívida/PIB, tem sido conseguidos via aumento em simultâneo da carga tributária e dos gastos correntes do governo, e pela contenção do investimento público - padrão de ajuste fiscal, ao que tudo indica, já esgotado. Por estas razões, a melhora da qualidade do ajuste fiscal (centrado na contenção das despesas correntes) constitui, hoje, um desafio fundamental para a política econômica. Somente desta forma será possível dar sustentabilidade aos superávits primários elevados, e, ao mesmo tempo, abrir espaço para a redução da carga tributária e o aumento do investimento público. Em abril, o governo anunciou, através da LDO, sua intenção de reduzir em 0,1 ponto percentual a cada ano as despesas correntes do Governo Central no período 2007/2009. Mas a LDO adotou como premissa uma estimativa bastante otimista de crescimento do PIB neste período, de 5%aa em média. Assim, a contenção das despesas correntes em % do PIB prevista na LDO representa, na verdade, manter as despesas correntes crescendo perto de 5 % aa, em termos reais. Resta saber se , de fato, o governo manterá o compromisso de conter as despesas correntes em % do PIB na hipótese (provável) do PIB crescer menos do que 5 % aa em média nos próximos anos.

No que se refere à apreciação cambial, o aspecto mais preocupante até agora, conforme assinalado anteriormente, vem sendo o seu efeito negativo sobre o crescimento das exportações em quantum, que em 2006 já deverá ficar abaixo da expansão do comércio mundial. Graças ao comportamento dos preços dos bens exportados, as exportações em valor continuam crescendo a um bom ritmo. Mas num contexto menos favorável para os preços das commodities exportadas pelo país e de menor expansão do comércio mundial, a taxa de crescimento das nossas vendas externas tenderia a sofrer forte desaceleração. Por outro lado, mantido um crescimento do PIB em torno de 4 % aa – o que requer algo entre 5 % e 6 % aa de aumento da produção industrial - , a tendência é que o quantum de importações cresça entre 10% e 15% aa. Neste caso, se a taxa de crescimento das exportações recuar muito (pelo seu mau desempenho em volume e preços já não mais tão favoráveis), o saldo comercial poderá cair com relativa rapidez. Mesmo que o saldo ainda permaneça elevado nos próximos anos, sua evolução fortemente negativa na margem seria um indicador de fragilidade das contas externas, que aumentaria o risco de uma correção abrupta da taxa de câmbio em algum momento

à frente. Evitar que uma apreciação cambial excessiva deixe a economia vulnerável a um cenário deste tipo constitui, portanto, um desafio importante para a política econômica.

De qualquer forma, o cenário externo mais provável para os próximos dois ou três anos continua sendo o de crescimento da economia mundial a taxas expressivas, preços de commodities elevados (beneficiando as nossas exportações) e redução apenas moderada da liquidez para as economias emergentes. Nestas condições, a taxa de câmbio deverá se comportar de maneira compatível com o controle da inflação e a continuidade de uma redução lenta da taxa de juros – ou seja, não haveria nenhuma desvalorização cambial brusca. E com a inflação bem comportada e os juros em queda, a tendência é que o PIB continue crescendo a um bom ritmo (em torno de 4% aa). Mas para a economia crescer a taxas mais elevadas e se preparar melhor para uma eventual virada do contexto internacional nos próximos anos, dois desafios, entre outros, terão de ser enfrentados: a melhora da qualidade do ajuste fiscal (via redução das despesas correntes do governo) e a correção gradual da apreciação cambial excessiva atual.

Projeções do Grupo de Conjuntura

	2006	
	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	4,32	4,40
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,59	4,00
Saldo Comercial (US\$ bi)	40,50	41,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	9,00	8,70
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	2,20	2,25
Média do Ano	2,17	2,20
Taxa Selic		
Acumulada no ano	15,34	15,25
Final do Ano	14,25	14,00

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

*Segundo levantamento do BC junto ao mercado divulgado em 29/05/2006 (Relatório de Mercado).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

A indústria em março – estabilidade em patamar elevado

O desempenho da indústria nos últimos meses tem sido frustrante para os que esperam uma trajetória linear e, portanto, um sinal claro de um movimento contínuo, ascendente ou descendente. As oscilações têm sido freqüentes e quando isso acontece temos de olhar com atenção não a ponta da série mas os índices trimestrais (ex: de média móvel). Mas antes de chegarmos nos índices trimestrais cabe analisar os últimos resultados.

O índice mês/mês anterior com ajuste sazonal registra em março queda de -0,3%. Todas as categorias de uso, exceto bens intermediários (0,2%), apontaram retração: bens de consumo duráveis (-5,1%), bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-3,3%) e bens de capital (-2,2%)

Tabela 1
Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Brasil - março 2006

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	-2,2	10,1	9,2	5,1
Bens Intermediários	0,2	3,1	2,8	1,2
Bens de Consumo Duráveis	-5,1	11,4	14,9	12,2
Bens de Consumo Semidurável e Não Duráveis	-3,3	6,1	4	4,3
Indústria Geral	-0,3	5,2	4,6	3,3

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

Esses resultados seriam preocupantes se os setores em retração, não tivessem nos últimos quatro meses alternado taxas positivas com negativas. Por exemplo, bens de consumo duráveis cresceu em dezembro (17,9%) e fevereiro (6,7%) e apontou queda em janeiro (-4,9%) e março (-5,1%).

Analisando-se o índice trimestre/trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, verifica-se que o nível de produção em janeiro-março de 2006 foi superior ao de outubro-dezembro de 2005 em todas as categorias de uso (tabela 2).

Tabela 2

Categorias de Uso	Indicadores da Produção Industrial por Categoria de Uso				2006
	Taxas Trimestrais * - série com Ajuste Sazonal				
	2005				
	Jan-Mar	Abr-Jun	Jul-Set	Out-Dez	Jan-Mar
Bens de Capital	-1,4	3,3	0,6	2,1	0,5
Bens Intermediários	-1,4	1,9	-0,7	0,2	0,8
Bens de Consumo Duráveis	2,5	8,7	-4,1	0,1	8,0
Bens de Consumo Semiduráveis e Não Duráveis	2,8	-0,3	-0,4	0,6	1,6
Indústria Geral	-0,3	1,9	-0,6	0,6	1,2

* Base: trimestre anterior

Fonte : IBGE-PIM-PF

A melhor marca ficou com bens de consumo duráveis (8,0%), exatamente o setor com maior queda no confronto março/fevereiro de 2006. As variações para as demais categorias de uso foram: bens de consumo semiduráveis e não duráveis (1,6%), bens intermediários (0,8%), bens de capital (0,5%), ficando a indústria geral com um incremento de 1,2%.

Outra informação importante que nos dá esse índice trimestral é que a trajetória recente da indústria é de crescimento e, mais do que isso, é de aceleração desse crescimento. De outubro-dezembro de 2005 a janeiro-março de 2006, com exceção de bens de capital, todas as categorias de uso mais que dobraram sua taxa de crescimento.

O índice de média móvel trimestral, na série com ajuste sazonal, mostra que a contração em março foi muito pequena na indústria geral (-0,2%) e inexistente na principal categoria de uso (0,0% em bens intermediários). Nos demais setores as diminuições foram de: bens de capital (-2,1%), bens de consumo duráveis (-1,2%) e bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-0,7%).

A indústria fechou o trimestre com um incremento de 4,6% frente a igual período do ano anterior. Essa comparação também mostra uma aceleração do crescimento pois no último trimestre de 2005 a variação desse índice foi de 1,3% (tabelas 3 e 4).

Tabela 3

Indicadores da Produção Industrial - 2005/2006		
Bens de Capital e Bens Intermediários		
(Base: igual período do ano anterior = 100)		
Setores selecionados	Out-Dez	Jan-Mar
Indústria Geral	1,3	4,6
Bens de Capital	4,2	9,2
para indústria	-7,8	0,4
para agricultura	-40,2	-17,5
para transporte	0,8	-1,3
para energia	54,0	45,2
para construção	39,3	21,4
para uso misto	4,6	17,3
Bens Intermediários	-0,2	2,8
Petróleo e gás	13,6	12,7
Extr. minerais ferrosos	10,8	16,8
Têxtil - Intermediários	-6,7	4,9
Embalagens	-4,9	1,0
Azubos e fertilizantes	-8,5	-0,5
Insumos para a construção civil	2,9	6,9
Cimento e clínquer	9,2	10,7
Celulose	6,6	5,2
Metalurgia básica	0,1	-1,6

Tabela 4

Indicadores da Produção Industrial - 2005/2006		
Bens de Consumo Duráveis e Bens de Consumo Semi e não Duráveis		
(Base: igual período do ano anterior = 100)		
Setores selecionados	Out-Dez	Jan-Mar
Indústria Geral	1,3	4,6
Bens de Consumo Duráveis	5,0	14,9
Automóveis	11,9	12,6
Eletrodomésticos	-6,4	13,9
Linha Branca - Excl. forno microondas	-12,5	8,9
Linha Marrom	4,1	38,2
Celulares	7,9	31,3
Mobiliário - Duráveis	0,4	3,5
Bens de Consumo Semi e não Duráveis	2,1	4,0
Abate de bovinos e suínos	-1,8	0,3
Leite e laticínios	7,5	5,8
Bebidas	3,6	10,6
Calçados	-11,2	-4,3
Farmacêutica - Semi e Não Duráveis	21,3	15,1
Álcool e gasolina (carburantes)	-2,8	7,5
Semiduráveis	-5,7	-1,8

Ainda nesta comparação é visível a aceleração do crescimento em todas as categorias de uso. Vejamos, por subsetor, o que explica esse desempenho.

Bens de capital passa de um incremento de 4,2% em outubro-dezembro contra igual trimestre do ano anterior para 9,2% em janeiro-março. Essa melhora não se deve à aceleração do crescimento de seus subsetores e sim à diminuição da queda ou retomada do crescimento em alguns de seus segmentos. No primeiro caso temos bens de capital para agricultura que diminuiu a menos da metade sua contração, que passa de -40,2% em outubro-dezembro para -17,5% no trimestre seguinte. Já bens de capital para a indústria retoma o crescimento com 0,4% em janeiro-março contra -7,8% no trimestre anterior.

Em bens intermediários a melhora no desempenho no primeiro trimestre de 2006 (2,8% contra -0,2% em outubro-dezembro) deve-se a situações variadas. Insumos para construção civil mais que dobra seu incremento (de 2,9% para 6,9% em janeiro-março), extração de minerais ferrosos acelera seu aumento de produção (de 10,8% para 16,8%), têxtil volta a registrar variação positiva (4,9% contra -6,7% em outubro-dezembro) e adubos e fertilizantes diminui drasticamente sua queda (de -8,5% para -0,5% em janeiro-março).

Bens de consumo duráveis triplica sua taxa de crescimento do último trimestre de 2005 (5,0%) para o primeiro de 2006 (14,9%). Esse movimento é explicado principalmente pela significativa melhora na performance de eletrodomésticos (-6,4% em outubro-dezembro para 13,9% em janeiro-março) e celulares (7,9% e 31,3% respectivamente). Também contribuiu a aceleração do crescimento de mobiliário (de 0,4% para 3,5% respectivamente) e automóveis (11,9% para 12,6% respectivamente).

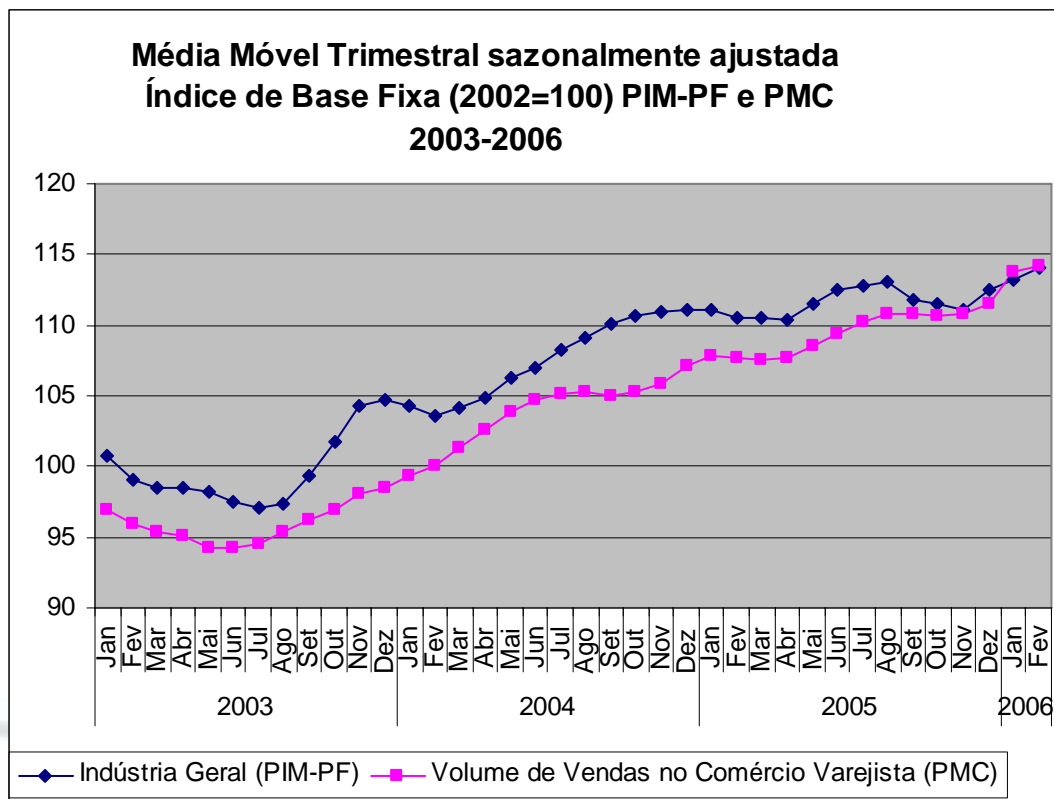
Bens de consumo semi e não duráveis duplica sua taxa de crescimento do último trimestre de 2005 (2,1%) para o primeiro de 2006 (4,0%). Aqui os destaques foram a significativa desaceleração da queda de semiduráveis (-5,7% no último trimestre de 2005 para -1,8% no primeiro trimestre de 2006), a expressiva aceleração do incremento de bebidas (de 3,6% para 10,6% respectivamente) e a variação positiva de álcool e gasolina (7,5% em janeiro-março contra -2,8% em outubro-dezembro).

O desempenho desses subsetores assinala uma sensível melhora dos segmentos industriais associados à agricultura e construção civil e também de segmentos de bens de consumo sensíveis às condições de crédito, tais como eletrodomésticos e mobiliário, e ao nível de renda da população (ex: bebidas). Setores exportadores não alcançaram marcas tão expressivas, como foi o caso de celulose, que tem pequena desaceleração de crescimento (de 6,6% em outubro-dezembro para 5,2% no trimestre seguinte) e metalúrgica básica, que passa de 0,1% em outubro-dezembro para -1,6% no trimestre seguinte.

Portanto, o quadro da indústria no início de 2006 é de estabilização do patamar produtivo, num nível elevado, de tal forma que as comparações com o início de 2005 mostram crescimento nos três meses até aqui apurados. A perspectiva é que se mantenha o incremento de produção frente ao ano anterior, uma vez que a massa salarial está em expansão, o crédito continua crescendo e a inflação está caindo. Reforçam esse cenário positivo o recente aumento do salário mínimo e a continuidade da trajetória de queda dos juros. Vale destacar ainda que nunca nos últimos anos (gráfico

1) foi tão próxima a evolução da produção industrial e das vendas no comércio, o que sugere que a indústria estaria com baixos níveis de estoque e que o mercado interno ganha importância na explicação da dinâmica industrial em 2006.

Gráfico 1



A esse respeito, os números sobre o desempenho do comércio varejista em março, segundo dados da Pesquisa Mensal do Comércio do IBGE, confirmam a relevância da demanda doméstica neste ano: o volume de vendas ficou praticamente inalterado entre março e fevereiro deste ano, na série livre de sazonalidade, com taxa de -0,1%. Em relação a março de 2005 houve aumento de 3,0% e o primeiro trimestre, ante igual período de 2005, fechou com taxa de 5,0% de expansão.

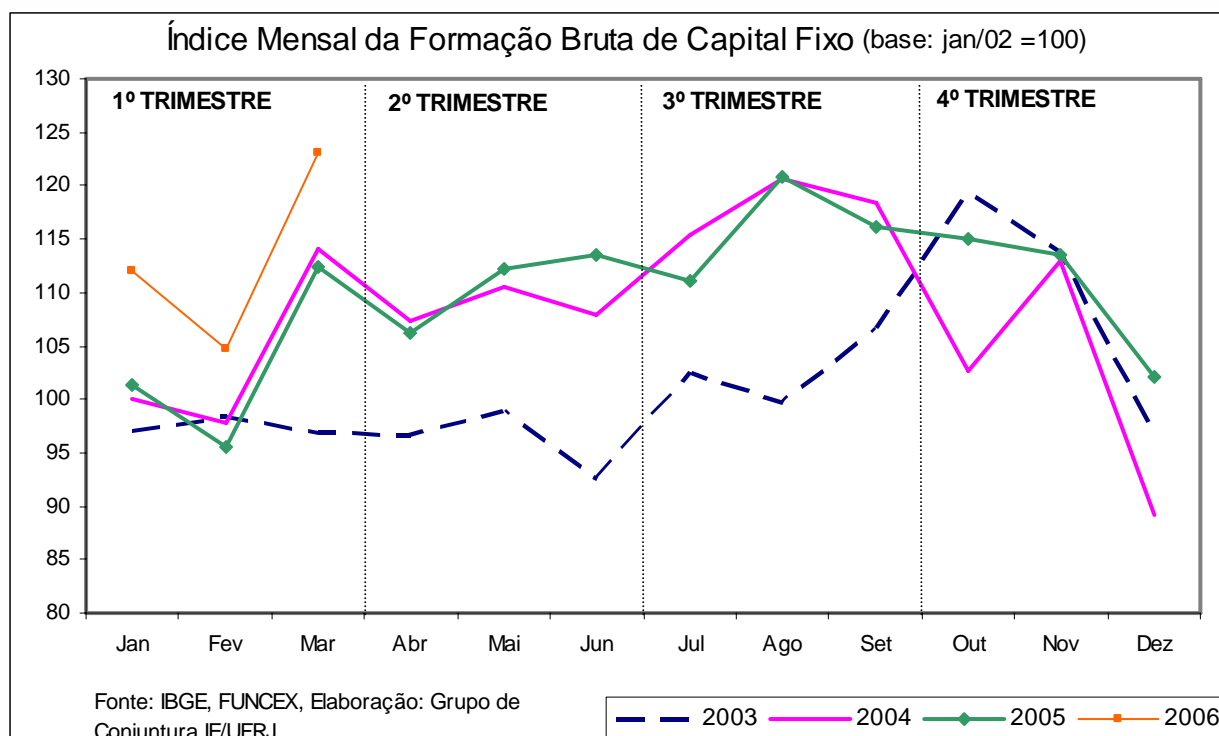
Como o desempenho da indústria está sendo determinado pelo mercado interno e não pelo externo, os impactos da valorização cambial tendem a se concentrar em alguns setores, pelo menos no curto prazo. Também do lado das importações, até aqui não se observam sinais de expressiva penetração de importações prejudicando, de forma generalizada, a indústria nacional. Note-se que setores sensíveis como bens de capital e têxtil tiveram melhora no seu desempenho.

Investimento

Rafael Barroso

No final deste mês de maio, o IBGE divulga os resultados das contas nacionais do primeiro trimestre de 2006. Juntamente com o crescimento do PIB, outra boa notícia deve ser o resultado do investimento. A Formação Bruta de Capital Fixo, segundo os nossos cálculos deve crescer 9,9% em comparação com o trimestre homólogo de 2005 e 4,7% na série com ajuste em comparação com o trimestre anterior.

Gráfico 1



O Gráfico 1 mostra o desempenho do nosso índice de FBCF mensalmente. Chama atenção, como já destacado no boletim passado, que o desempenho da FBCF neste começo de ano tem sido melhor que em 2004, ano que por suas características tem servido de benchmark de comparação para o desempenho esperado desse ano.

**Tabela 1 - Índice FBCF e Componentes
(Taxa de variação)**

	1T06/ 1T05 (%)
Absorção BK	14,4
Produção	9,2
Exportação	8,0
Importação	33,6
Construção Civil	6,9

Fonte: IBGE, Funcex. Elaboração: Grupo de Conjuntura

A Tabela 1 mostra a composição do crescimento. A maior contribuição para o crescimento foi dos bens de capital, que responderam por 57%, restando à construção civil os outros 43%. Isso ocorreu apesar da maior participação da construção civil na composição da FBCF. Ademais, o crescimento da construção civil foi também vigoroso, o que só torna o crescimento de máquinas e equipamentos mais impressionante ainda.

Tabela 2 - FBCF- Máquinas & Equipamentos - Origem da Produção

	Nacional	Importado
1999	52,04	47,96
2000	57,68	42,32
2001	57,81	42,19
2002	63,29	36,71
2003	71,87	28,13

Fonte: IBGE

Configura-se ainda, como exibido na Tabela 2, uma nova mudança na composição do investimento em bens de capital em termos da origem da produção: nacional ou importada. Os dados do IBGE, que só estão disponíveis até o ano de 2003, mostram que por conta da desvalorização, a produção nacional vinha respondendo por uma parcela cada vez maior do investimento. A partir de 2005, por conta da valorização cambial principalmente, a situação passou a se inverter com a importação de bens de capital crescendo mais rapidamente do que a produção nacional. Em 2005, a importação em quantum de bens de capital cresceu 21,4%, enquanto a produção nacional cresceu apenas 3,6%, fato que se repetiu no primeiro trimestre deste ano. Dado esses números, a expectativa é que essa composição volte a uma composição mais equilibrada como se verifica historicamente no período pós-abertura comercial.

Preço do Investimento

Um outro sinal positivo do investimento nesse começo de ano tem sido a redução do seu preço relativo medido pelas três índices acompanhados pelo Grupo de Conjuntura. Os índices de preço da construção civil, bens de capital importados e máquinas, equipamentos e veículos vêm apresentando queda, assim como o resto dos preços da economia. Porém, os preços do investimento vêm caindo numa proporção maior que os demais bens, em grande parte pela maior influência do dólar sobre os primeiros.

Gráfico 2

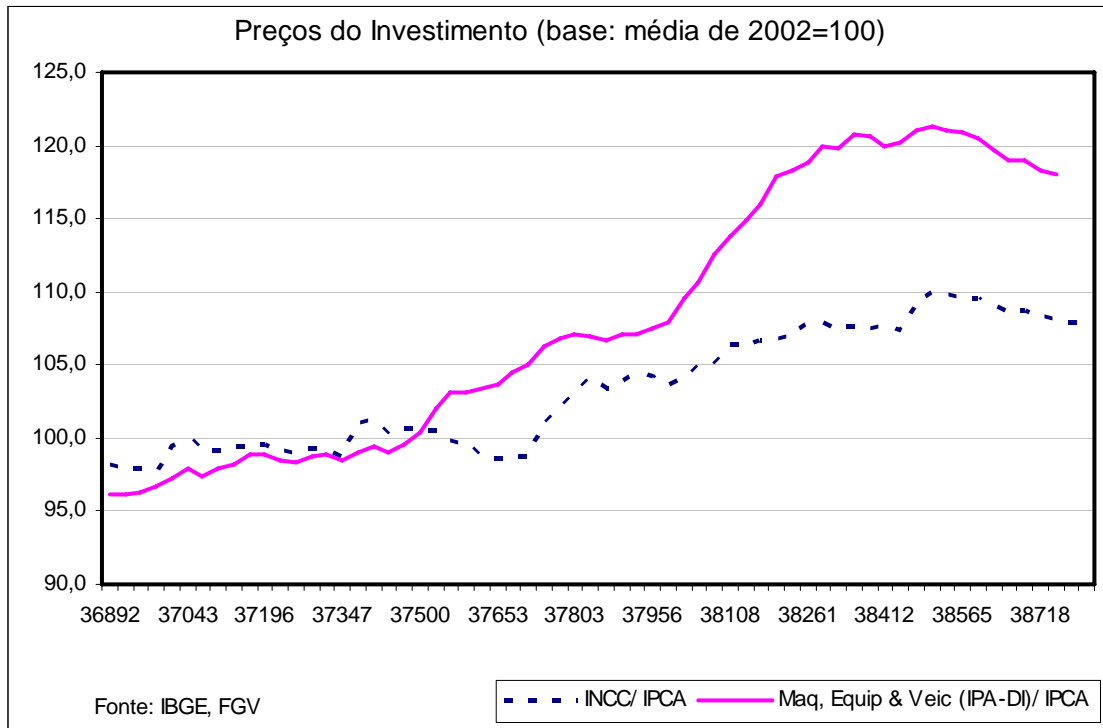
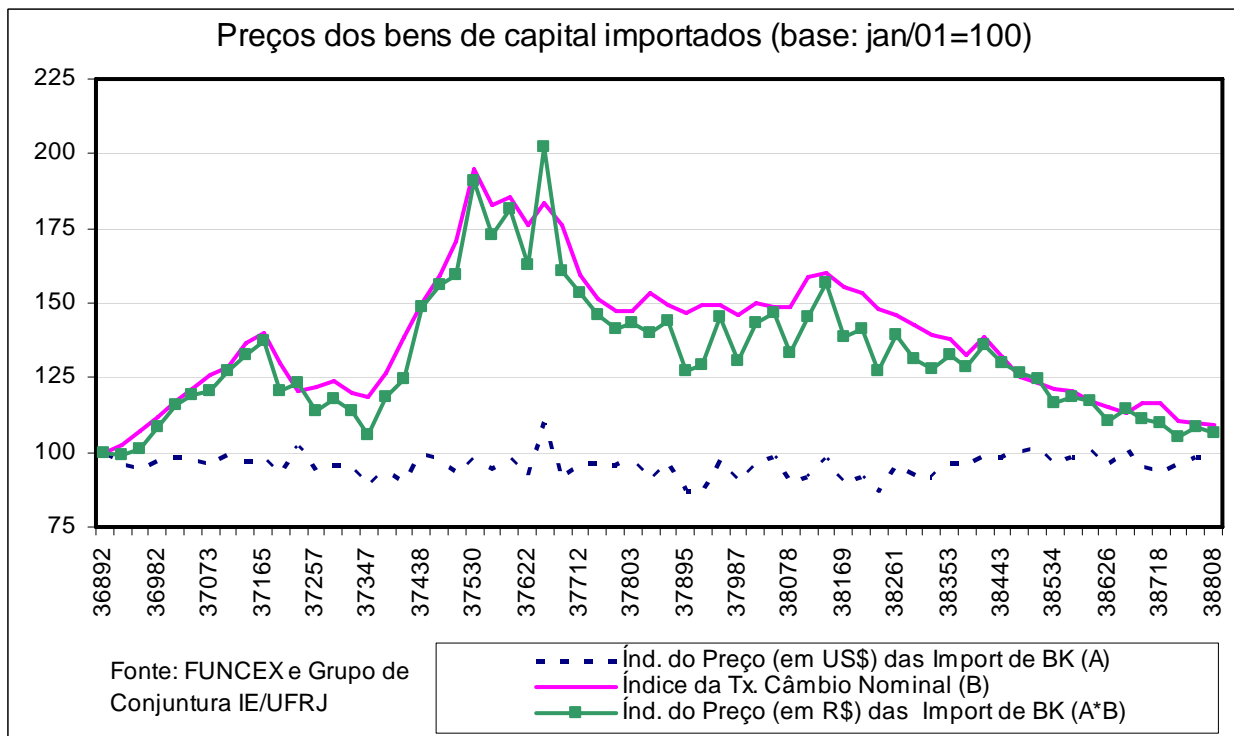


Gráfico 3



Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Introdução: Inflação de Bens e Serviços

Uma decomposição importante do núcleo da inflação foi proposta pelo economista Stephen Cecchetti. Seu estudo consiste na distinção entre o preço de bens e serviços. Em seu último trabalho os números mostravam que o núcleo do CPI crescia a uma taxa de 3,1% (4% de serviços e 1% de bens).

A metodologia atribui maior peso ao setor de serviços (70%). Este setor carrega maior persistência inflacionária, visto que é menos influenciado por fatores temporários (tais como taxa de câmbio e atividade).

Se replicarmos essa desagregação para o IPCA¹, temos que o núcleo cresce a um ritmo de 5,3%² (70% de core serviços 6,4% e 30% de bens 2,9%). Os principais resultados nos meses de 2006 são apresentados na Tabela 1. Acredita-se que apesar do núcleo estar acima da inflação em 12 meses (5,3%), sua tendência seja de queda.

Tabela 1 – Desagregação do Núcleo – Bens e Serviços

	Pesos	Principais Resultados						
		jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	3 meses(i)	YTD	YoY
IPCA		0,59	0,41	0,43	0,21	4,28	1,6	4,6
- Bens	34	0,16	-0,31	-0,11	-0,08	-1,98	0,5	2,9
- Serviços	66	0,85	0,79	0,70	0,39	7,80	2,8	7,1
CORE INFLATION								
- core	-	0,68	0,52	0,22	0,30	4,28	1,73	5,32
- Bens	18	0,39	-0,20	0,12	0,17	0,33	0,5	2,9
- Serviços	54	0,80	0,83	0,26	0,36	5,97	2,3	6,4

Elaboração: Grupo de Conjuntura

Fonte: IBGE

(i) anualizado

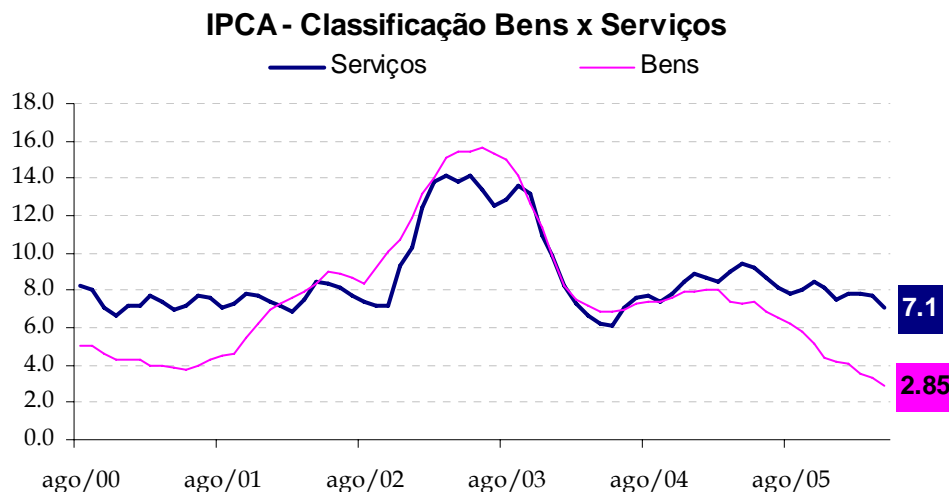
O Gráfico 1 abaixo mostra que a trajetória de bens (2,85% em 12 meses) segue declinante. A questão central é que esse resultado advém de fatores considerados temporários – nível de atividade contido, apreciação da taxa de câmbio e redução de margens (no setor industrial e agrícola).

¹ Os preços administrados são considerados serviços na metodologia.

² Utilizando os mesmos pesos do core CPI

Se acreditarmos que a trajetória de valorização do real está próxima do fim e que há uma recuperação mais intensa da atividade, fica difícil manter por um tempo maior, a trajetória de desaceleração de preços.

Gráfico 1 – Desagregação do IPCA Bens x Serviços



- Política Monetária

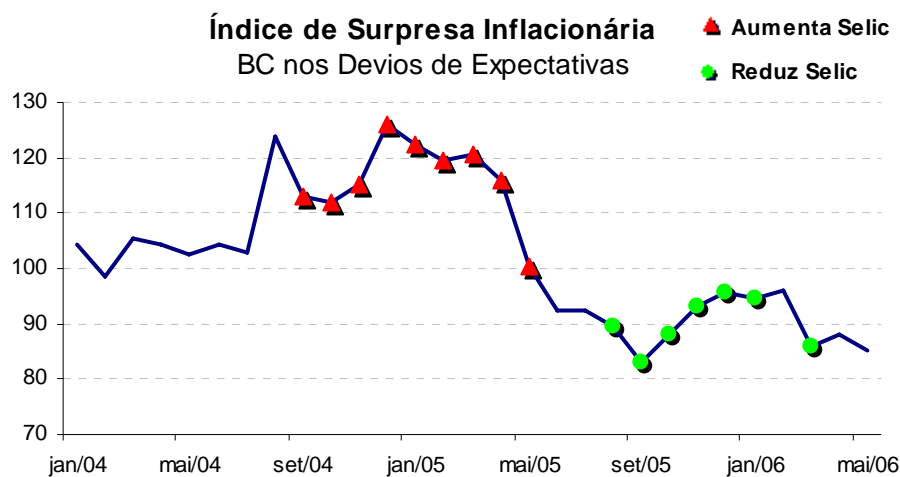
O Banco Central optou pela queda de 50 pontos da taxa SELIC na reunião de maio. O Grupo de Conjuntura acreditava que a ata espelhava uma queda de 50 pontos apenas na reunião seguinte.

A opção em reduzir a uma velocidade menor foi entendida como uma preocupação em relação à volatilidade do mercado e seus efeitos sobre o dólar no médio e longo prazo. Os números da inflação corrente não justificavam essa atitude - projetamos que o IPCA tenha avançado 0,10% em maio e o IGP-DI 0,14%.

Outra questão contida na ata se refere à política monetária estar operando no “escuro”. A preocupação central reside nos efeitos defasados da taxa de juros sobre a atividade. Nesse ponto discordamos da autoridade monetária. A expansão da atividade se concentra especialmente em investimentos (que tende a expandir a capacidade da economia) e o crédito já mostra sinais de desgaste.

O Banco Central tem atuado eficientemente a fim de conter as expectativas. Elaboramos um índice de surpresa inflacionária e constatamos que as reduções de juros vêm acontecendo na presença de níveis de preços menores do que o antecipado pelo mercado (base 100 do consenso Bloomberg para o IPCA e IGP-DI).

Gráfico 2 – Índice de Surpresas Inflacionárias x Taxa Selic



Elaboração: IE/UFRJ ; Fonte: Banco Central e IBGE

- Projeções

O Grupo de Conjuntura mantém a projeção de 4,35% para o IPCA em 2006 e 5,4% em 2007. O número mais elevado esperado no ano que vem é o resultado de nossas premissas sobre o dólar (2,45 em 2007) em um ambiente internacional mais conturbado (vide Anexo Volatilidade nos Mercados).

Em nosso cenário principal o FED encerra o aperto monetário em 6% gerando um desconforto para os principais ativos financeiros internacionais (commodities, bolsas e moedas).

ANEXO : VOLATILIDADE DOS MERCADOS

Carlos Thadeu de Freitas Gomes³

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho⁴

- Visão Geral

O excesso de liquidez gerado pelos déficits constantes no balanço de pagamento americano e as taxas de juros reais acomodáticas praticadas pelo Banco Central americano ao longo dos últimos anos ocasionaram exageros nos preços dos ativos (moedas, crédito, bolsas e commodities). A fim de evitar pressões inflacionárias no

³ Economista chefe da Confederação Nacional do Comercio (CNC)

⁴ Economista do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

futuro, os Bancos Centrais têm elevado suas taxas de juros desde setembro de 2004, reduzindo gradualmente estímulos para investimentos mais arriscados.

Os prêmios de risco, em particular dos países emergentes, diminuíram substancialmente ao longo dos últimos anos, sinalizando que qualquer mudança de percepção dos investidores poderia levar a movimentos abruptos nos preços dos ativos.

No caso do Brasil especificamente, o real tornou-se uma das commodities monetária mais desejadas, dada sua trajetória esperada de valorização. Entusiasmado pelo interesse dos investidores pelo real o tesouro brasileiro sentiu-se estimulado a alongar a dívida interna, mesmo sem a existência de mercados secundários líquidos. Logo, na ocorrência dos primeiros sintomas de desvalorização dos ativos denominados em real, sem portas de saídas imediatas, a ansiedade dos investidores foi potencializada pelos sucessivos aumentos da cotação do dólar e das taxas de juros futuras. No curto-prazo, a lição a tirar do excesso de volatilidade ocorrido nos preços dos títulos é que alongamento da dívidas serão somente bens sucedidos se forem permanentes, isto é, quando as certezas forem maiores que as dúvidas em relação aos fundamentos básicos da economia. Países desenvolvidos que tem dívidas maiores que a do Brasil, mas já que sedimentaram suas economias são mais poupados em momentos de volatilidade exagerada.

A combinação de taxas de juros reais excessivamente elevadas que recaem sob moedas sobre-valorizadas, junto com políticas fiscais de longo prazo ainda incertas, é combustível certo para alimentar a volatilidade na economia.

- A Existência de Bolhas

O equilíbrio dos preços dos ativos apesar de mostrar-se instável nos últimos dias, ainda não é consensual entre os participantes do mercado. Para um grupo esse movimento é baseado em fundamentos reais – choque positivo de oferta dado pelo crescimento da China que promove um super ciclo das commodities e ativos. Sob essa ótica, os atuais patamares se justificam, posto que os investidores apenas maximizam uma trajetória esperada (por exemplo: ouro, cobre, petróleo, alumínio, minério, bolsas de emergentes, prêmios de riscos, etc...).

Essa linha de argumentação é consistente com a permanência do atual equilíbrio até que a economia chinesa perca fôlego (estudos mostram que o mercado de trabalho chinês só mostrará desgaste em 2015). Análises retroativas costumam ser utilizada relacionando ciclos similares com o atual.

Os desajustes da economia americana dentro desse contexto não seriam fatores de restrição do crescimento mundial, uma vez que estaria garantida a permanência de farta liquidez mundial. Dessa forma, existe a possibilidade de um ajuste gradual de longo prazo dado por um “mix” de desaceleração, redução de gastos e desvalorização da moeda americana.

Por outro lado, há aqueles que acreditam que a atual correção tem um componente permanente muito intenso. A linha de argumentação é baseada nas baixas taxas de juros reais praticadas nos países desenvolvidos nos últimos anos. Esse nível “artificial” teria gerado bolhas nos ativos. Segundo essa análise, os prêmios de riscos de países

emergentes seriam um dos ativos especulados. De fato, se olharmos a relação cartesiana entre risco e classificação de risco (rating), há um claro desequilíbrio – O Brasil já obtém um nível de risco similar ao do México quando na proximidade de se tornar investment grade.

Diz-se que um preço de um ativo é uma bolha quando seu comportamento independe de seus fundamentos⁵. A possibilidade de um ativo entrar em trajetória de bolha surge quando as expectativas dos agentes formam um componente importante do preço (variação).

Freqüentemente no mercado surgem bolhas advindas de alocações ineficientes de recursos. Nesse sentido, teríamos grande incentivo a acreditar que a economia internacional está na presença de uma gama de bolhas já expostas anteriormente. Entretanto, essa afirmação pode ser precipitada. Existem, de fato, fundamentos para os ativos se comportarem positivamente, aí questionaríamos apenas a velocidade. Por exemplo, o preço do petróleo se baseia na limitação de oferta em conjunto de uma demanda crescente e conflitos geopolíticos. A mitigação de risco em países emergentes é justificada pela redução do passivo externo e vultuosos saldos em conta corrente.

Antes de acreditar que um ativo sofre de bolha devemos extinguir todos os argumentos econômicos. Sob esse aspecto não daria para caracterizar muito dos atuais preços, como sendo desviado de qualquer fundamento.

Segundo Garber (Tulipmania) nos tempos modernos é muito difícil o consenso sobre a existência de uma bolha em um determinado ativo. Em um ambiente de vasta informação sempre existirão justificativas para se tangenciar essa suspeita.

Entretanto, uma condição para que um ativo sofra de bolha consiste na crença que ela exista. Acreditamos que parte da volatilidade nos mercados seja explicada por essa crença.

Em todo caso, há uma convergência por muitos que os preços estão exuberantes. Também se aceita que há desequilíbrios mundiais que se não são os responsáveis isoladamente, contribuem intensamente para os exageros dos mercados (excessos de liquidez advindo da economia americana). Nesse sentido é provável que esse equilíbrio permaneça por muito tempo, a não ser que as expectativas dos agentes se revertam, antecipando o axioma mais importante da existência de bolhas – a crença generalizada que ela exista.

- Política Monetária Americana – Trajetórias

O FED vem trabalhando a taxa básica a fim de sair de um nível acomodaticio para neutro. Entretanto, o valor final de equilíbrio nem eles conhecem – só saberão quando estiverem sobre ele (Greenspan). Desde o início do ano as elevações vêm surpreendendo o mercado - medido nos mercados de juros futuros. Antes, muitos acreditavam que a taxa poderia parar em 3,75%, depois 4%, 4,25%, 4,5%, 4,75% e finalmente 5%. Na maioria dos casos, o momento de correção de expectativa trouxe alguma forma de

⁵ Flood, Robert P, Garber, Peter M; Market Fundamentals versus Price-Level Bubbles: The First Tests

turbulência no mercado. No entanto, o otimismo logo era retomado pois havia a crença que 5% era o que havia de mais pessimista.

Contudo, níveis acima de 5% parecem causar desconforto entre os investidores. Essa percepção ganha força na constatação que os prêmios fecharam nos principais mercados – crédito, moedas e commodities. O gatilho da crise na semana passada foi dado pela probabilidade superior a 60% da taxa básica (Fed Funds) alcançar 5,25%(medido pelo contrato de junho/2006). Na medida que foram sendo divulgados índices de atividade mais contidos e o PCE dentro do esperado, essa probabilidade foi cedendo, e isso acalmou os mercados.

Gráfico – Probabilidade do Fed Funds de alcançar 5,25%

Contrato Futuro de juros – junho/2006

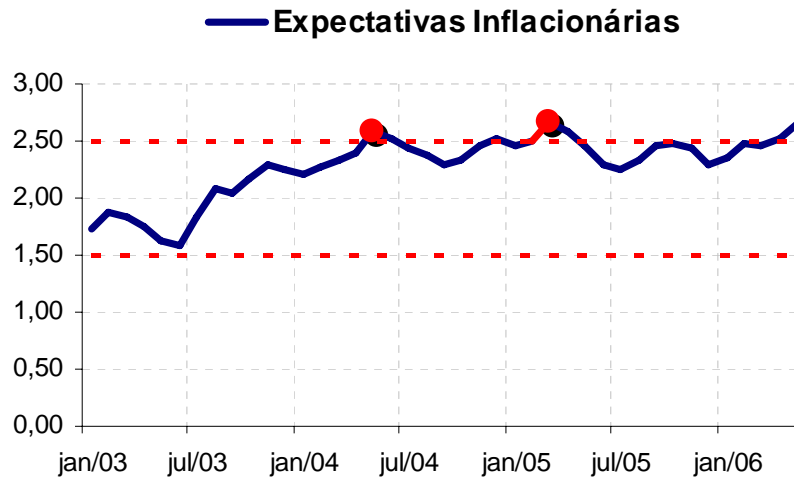


- Expectativas

Uma vez descartadas as pressões de curto prazo (PCE em linha com estimativas), a grande preocupação fica centrada em relação às expectativas. A diferença entre os títulos pré-fixados de 10 anos e os pós, indexados a inflação, mostram uma inflação de longo prazo fora da zona confortável (entre 1% e 2%).

Gráfico – Expectativas Inflacionárias

Diferença entre os títulos de 10 anos e os pós ligados a inflação



Qual seria o papel do Banco Central nesse momento? Responder a esse desvio ou esperar os efeitos defasados da política monetária? Stephen Cecchetti, um dos economistas mais estudiosos da inflação americana, acha que o núcleo da inflação permanecerá pressionado⁶. Segundo sua análise, os principais componentes do núcleo deverão acelerar, liderado pelos aluguéis residenciais. Sua conta mais simples utiliza a desagregação do núcleo em serviços e bens. As contas mostram que a inflação subjacente de serviços cresce a uma taxa anualizada de 4% e de bens 1%. Agregando os números teríamos um núcleo do CPI em uma tendência acima de 3,1% (70% de serviços e 30% de bens).

Entretanto, nessa mesma análise Stephen argumenta que o Fed deve dar uma pausa em 5%. Isso porque a resposta dos juros sobre a atividade seria superior a inflação, justificando um “tempo” para sentir os efeitos do início do processo de aperto monetário. Vale lembrar que o mandato nos Estados Unidos também contempla desvios da atividade do potencial.

⁶ Inflation Update: April 2006

Crédito

Eduardo Bastian & Frederico Felipe Medeiros

O total de crédito do Sistema Financeiro alcançou o nível de R\$ 623,9 bilhões em março de 2006, revelando um crescimento de 13,56% em termos reais frente a março do ano passado. Devido às expressivas taxas de crescimento das operações de crédito a relação Crédito/PIB alcançou o nível de 31,6%, ficando 5,4 pontos percentuais abaixo do máximo histórico de fevereiro de 1995. De fato, apesar de haver uma desaceleração das taxas de crescimento das operações de crédito, principalmente relacionada à carteira de pessoa física, este ponto de máximo não se encontra em um horizonte muito longínquo, especialmente porque as operações totais de crédito vêm apresentando taxas de crescimento muito superiores às taxas de crescimento do PIB.

Tabela 1

Taxa de Crescimento Real⁽¹⁾ (%)

	Total do Crédito	Recursos Livres			Recursos Direcionados
		Total	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	
em seis meses ⁽²⁾ (mar06/set05)	14,91	14,43	10,75	18,83	11,87
em 12 meses (mar06/mar/05)	13,56	16,36	8,73	26,42	6,28

Notas: (1) Deflator IPCA (2) Taxas anualizadas

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura da UFRJ

Como já havia sido apontado nas últimas cartas de conjuntura o processo de expansão do crédito à pessoa física vem apresentando um padrão contínuo de desaceleração, apesar de a carteira do segmento ainda estar crescendo a taxas elevadas. Os dados da tabela 1 expressam bem este movimento: enquanto a taxa de crescimento real em doze meses foi de 26,42%, a taxa em 6 meses foi de 18,83%. Esta tendência de desaceleração deve ainda continuar por algum tempo, quer seja pelo nível da inadimplência crescente - como será observado mais adiante - quer seja pela base de comparação elevada dos períodos anteriores.

Por sua vez, crédito à pessoa jurídica tem crescido gradativamente, apesar de a valorização do câmbio provocar uma queda em termos reais das operações referenciadas em moeda estrangeira. Segundo os dados da tabela 1, pode-se perceber um aumento na taxa de crescimento real do crédito à pessoa jurídica com recursos livres, uma vez que a taxa em 6 meses foi de 10,75% contra 8,73% registrados para o período de 12 meses. Esta expansão deve prosseguir com o crescimento da atividade econômica nos próximos

trimestres e pelos baixos níveis de inadimplência da carteira de crédito de recursos livres destinados à pessoa jurídica⁷

Sinal Amarelo para a inadimplência de Pessoa Física

Durante os últimos meses, o aumento da inadimplência tem sido um tema recorrente nas análises sobre crédito à pessoa física. Na edição de novembro de 2005, a seção Crédito abordou o tema e concluiu que, naquele momento, a inadimplência não era um fator preocupante dentro do ciclo de crédito de pessoa física. No entanto, a análise concluiu também que era preciso ter cautela e que se fazia necessário acompanhar com atenção a evolução dos dados nos meses seguintes. Neste contexto, a seção Crédito deste mês irá rever a questão da inadimplência e fazer alguns novos exercícios para melhor compreender qual é o cenário presente no que tange à esta questão. Em particular, buscar-se-á responder à seguinte questão: será que o nível de inadimplência de 7,21% da carteira de Pessoa Física dentro do Sistema Financeiro está elevado⁸?

O maior nível de inadimplência da carteira de crédito de recursos livres para pessoa física deu-se em maio de 2002 (8,44% de inadimplência). Portanto, acima da inadimplência de março deste ano. Porém, na verdade a série sofreu influências positivas das operações de crédito consignado, as quais puxaram para baixo o nível de inadimplência da carteira total. Para que seja possível comparar os 7,21% de março de 2006 com os 8,44% de maio de 2002 fazem-se necessários alguns ajustes na série. É preciso expurgar, ao menos em parte⁹, os efeitos do crédito consignado sobre os indicadores de crédito pessoal, já que o Banco Central não disponibiliza séries de inadimplência sobre crédito consignado. Neste contexto, retira-se o crédito consignado da carteira de crédito de pessoa física, pois a febre do consignado só ganhou força com sua regulamentação no segundo semestre de 2003. Noutros termos, o exercício revela qual seria o nível de inadimplência de pessoa física excluindo o crédito consignado (doravante, crédito ex-consignado).

Fizeram-se três expurgos da carteira de crédito à Pessoa Física segundo três hipóteses. A primeira hipótese era de que o crédito consignado tinha inadimplência zero (e que é considerada por muitos analistas). Na segunda trabalhou-se com inadimplência de 2% para a carteira de crédito consignado e na terceira – muito pessimista – com inadimplência de 4,25% (mínimo histórico da carteira de crédito pessoal). O gráfico 1 revela com mais clareza os resultados do exercício.

A linha superior em vermelho indica qual seria o nível de inadimplência de pessoa física ex-consignado se o crédito consignado estiver apresentando um nível de inadimplência de 0% ou bem próximo de zero. Nota-se que o nível de inadimplência em março na série ajustada – 8,54% – estaria em um nível maior do que o máximo da série histórica disponibilizada pelo Banco Central, que foi de 8,44% como mencionado acima, ou seja, a carteira de Pessoa Física apresenta a maior taxa de inadimplência dos últimos seis anos se excluirmos o crédito consignado da carteira.

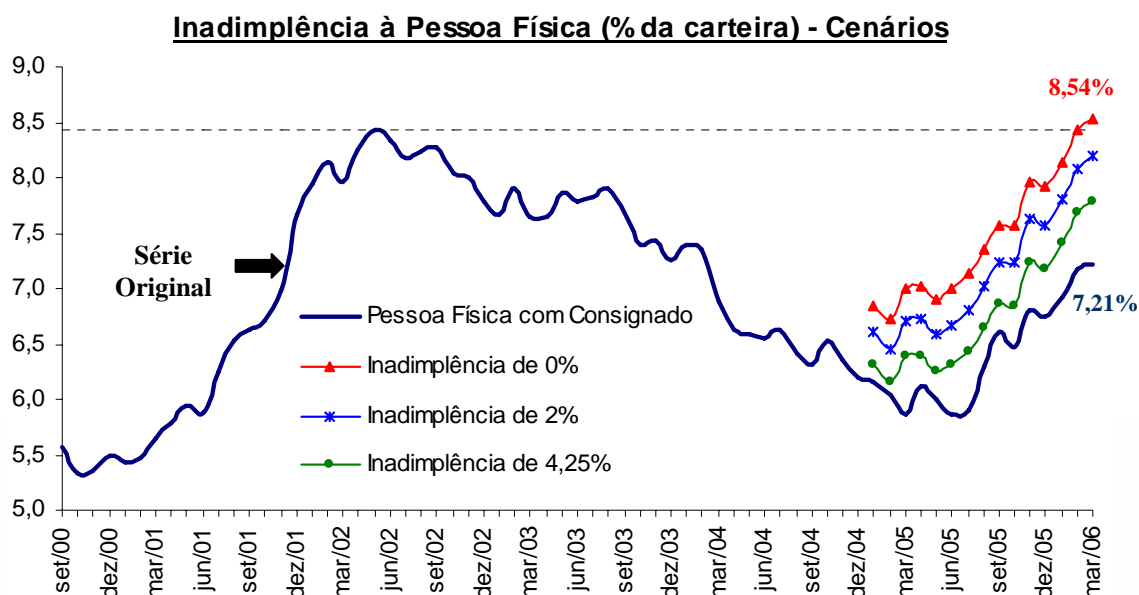
⁷ Em março de 2006, a taxa foi de 2,2%.

⁸ A análise está toda baseada nos dados de inadimplência acima de 90 dias.

⁹ Os expurgos levaram em conta somente o crédito consignado das treze maiores instituições financeiras com carteira de crédito pessoal. Efetuamos tal correção na carteira de crédito de pessoa física para que pudéssemos comparar dois pontos no tempo ou amenizar uma “quebra estrutural” da série da carteira de crédito à pessoa física que aconteceu com a regulamentação do crédito consignado.

Sob a hipótese de que o crédito consignado apresenta uma inadimplência de 2% - linha azul intermediária - o nível de inadimplência na série ajustada se situaria próximo de 8,29%, 13% acima dos 7,21% registrados em março. Mesmo com uma hipótese mais pessimista sobre a inadimplência para o crédito consignado a carteira de crédito à pessoa física apresentaria um nível de inadimplência de 7,79%, acima dos 7,21% atuais.

Gráfico 1



É preciso reforçar que a simulação acima levou em consideração apenas o crédito consignado ofertado pelos treze maiores bancos que trabalham com crédito pessoal, ou seja, restaram R\$ 10,6 bilhões - em março deste ano - ofertados por outros bancos e cooperativas de crédito que não puderam entrar no exercício. Caso fosse possível incluir este volume de crédito consignado no exercício, o nível de inadimplência de Pessoa Física ex-consignado seria bem superior ao máximo histórico de maio de 2002. Por conseguinte, o crédito consignado aparenta estar escondendo parte da inadimplência do crédito à pessoa física, a qual provavelmente é a maior dos últimos seis anos. Esta evidência pode ser corroborada pela constatação do aumento das Provisões para Créditos de Liquidação Duvidosa contidas nas demonstrações financeiras do primeiro trimestre de 2006, divulgadas pelos principais bancos.

Em síntese, o exercício procurou mostrar que a economia não apresenta hoje um cenário favorável no que concerne às taxas de inadimplência para pessoa física. Existem alguns atenuantes para esta tendência de alta dos níveis de inadimplência como, por exemplo, crescimento da economia e da massa de rendimentos reais do trabalho que deve se verificar nos próximos meses. Além disto, o fato de o crédito consignado ter sido um dos principais segmentos no recente ciclo expansivo minimiza um pouco a constatação de que a inadimplência nas demais categorias do crédito à pessoa física esteja em um patamar tão elevado. Não obstante, estas observações não obscurecem o fato de que a inadimplência está em níveis elevados. Na verdade, se a situação em novembro demandava alguma cautela, o momento presente exige uma dose consideravelmente maior de atenção.

Política Fiscal

Margarida Gutierrez

Os resultados fiscais e o Decreto de Execução Orçamentária para 2006: a urgência de reformas

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas, inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 76,606 bilhões em março (3,87% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 86,809 bilhões (4,39% do PIB e, portanto, acima da meta fixada para o ano de 4,25% do PIB). A maior contribuição foi do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) que gerou um superávit de R\$ 50,098 bilhões (2,53% do PIB).

Tabela 1: Necessidade de Financiamento do Setor Público
Fluxos em 12 meses

	R\$ Milhões								% PIB							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (março)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (março)
Nominal	56 284	39 806	42 789	61 614	79 030	47 144	63 641	76 606	5,78	3,66	3,62	4,61	5,22	2,67	3,29	3,87
Juros Nominais	87 372	77 963	86 443	114 004	145 203	128 256	157 145	163 415	8,97	7,18	7,31	8,52	9,59	7,26	8,13	8,27
Primário	-31 087	-38 157	-43 655	-52 390	-66 173	-81 112	-93 505	-86 809	-3,19	-3,51	-3,69	-3,91	-4,32	-4,59	-4,84	-4,39
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-22 672	-20 431	-21 980	-31 920	-38 744	-52 385	-55 741	-50 098	-2,33	-1,86	-1,83	-2,37	-2,49	-2,97	-2,88	-2,53
-Emp. Est. Federais	-6 406	-10 174	-7 571	-6 319	-9 597	-8 937	-13 179	-13 667	-0,66	-0,94	-0,95	-0,47	-0,63	-0,51	-0,68	-0,69
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-2 105	-6 026	-10 471	-10 633	-13 822	-17 482	-21 323	-19 783	-0,21	-0,55	-0,89	-0,79	-0,91	-0,99	-1,10	-1,00
-Emp. Estat. Regionais	96	-1 526	-3 634	-3 518	-4 010	-2 308	-3 262	-3 261	0,01	-0,14	-0,31	-0,26	-0,26	-0,13	-0,17	-0,16

Fonte: BC

(+) = déficit; (-) = superávit

Embora os resultados obtidos sejam robustos e compatíveis com a meta de superávit primário fixada para este ano, por trás dos grandes números esconde-se um ajuste fiscal insustentável no tempo, uma vez que tem sido garantido por um aumento de receitas e, portanto, tem sido compatível com gastos primários crescentes em relação ao PIB. O Decreto de Execução Orçamentária de 2006 mantém esse padrão, conforme discutimos a seguir.

Nos últimos anos, o Orçamento do governo central, que dispõe sobre as expectativas de gastos e receitas desta esfera pública, passou a definir efetivamente os eixos da política fiscal para o próximo ano. Existem, atualmente, as seguintes etapas no processo de elaboração do Orçamento:

- a formulação do Plano Plurianual, que deve ser encaminhado ao Congresso até o dia 31 de agosto do primeiro ano do mandato presidencial, onde se definem os parâmetros, metas e investimentos prioritários que vão nortear a formulação dos orçamentos nos próximos anos;
- a Lei de Diretrizes orçamentária (LDO) que estabelece os parâmetros básicos para o Projeto de Lei Orçamentária (meta de superávit, teto de receitas e despesas; PIB, inflação câmbio, taxa Selic, etc) e é elaborada pelo Executivo em

abril e mandada para ser aprovada pelo Congresso e, uma vez aprovada ou feitas as modificações até junho, serve de ponto de partida para o Executivo elaborar

- o Projeto de Lei Orçamentária (PLO), com o qual se faz uma primeira proposta das receitas e gastos para o próximo ano;
- a Lei Orçamentária, definida pelo Congresso, que contem as alterações parlamentares relativas ao PLO e define os limites máximos de gasto para cada órgão e, por último,
- o Decreto de Execução Orçamentária, no qual o governo federal, com base no teto estipulado pelo Congresso, define as estimativas de receitas e gastos que vão compor efetivamente o Orçamento da União.

Normalmente, este processo termina no final de fevereiro de cada ano, e aí começa a vigorar o Decreto de Execução Orçamentária, que a cada bimestre vai sendo reavaliado em função de novas estimativas de receitas e gastos do governo central. Mas neste ano, somente em maio, chegou-se à última etapa.

Os parâmetros macroeconômicos adotados na LDO, no PLO e no Decreto de execução Orçamentária para 2006 estão relacionados abaixo:

Item	PLO	LO	Decreto
PIB - crescimento real (%)	4,50	4,50	4,50
PIB - nominal R\$ bilhões	2.138,00	2.109,90	2.106,70
IPCA médio (%)	4,58	4,60	4,50
IGP-DI médio (%)	5,09	4,86	2,36
Salário mínimo – R\$	321,00	350,00	350,00
Câmbio (R\$/US\$ - Média do Ano)	2,90	2,33	2,16

Fonte: LDO, LO e Decreto de Execução Orçamentária de 2006/Ministério

A Tabela 2 apresenta as receitas e despesas estimadas em cada uma dessas etapas para o ano de 2006.

Tabela 2: Receitas e Despesas Orçadas (2006)

	PLO		LO		Decreto de Execução Orçamentária	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
1. Receita Total	523,3	24,48	545,9	25,87	543,5	25,8
1.1 Receita Administrada pela SRF	347,4	16,25	364,5	17,27	358,4	17,01
1.2 Arrecadação líquida INSS	120,5	5,64	123,7	5,86	121,9	5,79
1.3 Receitas não Administradas	55,6	2,6	55,2	2,62	60,6	2,88
1.4 FGTS			2,8	0,13	2,8	0,13
1.5 Incentivos Fiscais	-0,2	-0,01	-0,2	-0,01	-0,2	-0,01
2. Transferências Estados e Municípios	84,8	3,97	90,1	4,27	89,6	4,25
3. Receita Líquida (1-2)	438,5	20,51	455,8	21,6	454	21,55
4. Despesas Primárias	389,5	18,22	407,1	19,3	404,3	19,19
4.1 Pessoal e Encargos Sociais	99	4,63	104,3	4,94	105,1	4,99
4.2 Benefícios da Previdência	159,6	7,46	162,8	7,72	165,1	7,84
4.3 Outras Despesas Obrigatórias	47,5	2,23	42,6	2,02	50,9	2,42
4.4 Despesas Discricionárias	83,4	3,9	97,4	4,62	83,1	3,94
5. Resultado Primário Verdadeiro	52,4	2,45	48,7	2,3	48,7	2,35
Governo Central (fiscal e seguridade)						
6. Resultado Primário Fictício (fiscal e seguridade)	-	-	51,7	2,45	52,6	2,5
7. Resultado Primário estatais federais	15,00	0,70	14,80	0,70	17,90	0,85
8. Resultado Primário Fictício União (6 + 7)	-	-	66,5	3,15	70,5	3,35
9. Resultado Primário (Verdadeiro União)	67,3	3,15	66,5	3,15	67,5	3,2
10. Resultado Primário Estados e Municípios	23,5	1,1	23,2	1,1	18,9	0,9
11. Resultado Primário Consolidado Verdadeiro (9+10)	90,9	4,25	86,7	4,1	86,5	4,1
12. Resultado Primário Consolidado Fictício (8+10)	-	-	89,7	4,25	89,5	4,25

Fonte: Ministério do Planejamento

A comparação entre a Lei Orçamentária, votada pelo Congresso, e o Decreto de Execução Orçamentária para 2006 evidencia a pequena margem de manobra que o Executivo tem para alterar a composição dos gastos e, portanto, para aumentar a qualidade do ajuste fiscal, abrindo espaço para os investimentos públicos, sem que necessariamente tenha que recorrer ao aumento da carga tributária.

Qualquer ajuste de despesa só pode ser feito em alguns itens das despesas discricionárias (livres de destinação), já que os demais itens ou são obrigatórios, por lei ou Constituição, ou são gastos rígidos, dificilmente sujeitos a cortes, como gastos com saúde, educação e Bolsa Família, por exemplo. Na verdade, o baixo poder discricionário do Executivo é fruto de um processo, que há vários anos, engessa cada vez mais o orçamento e torna grandes as despesas obrigatórias.

Assim, o contingenciamento de R\$ 14,3 bilhões foi todo realizado em cima das despesas alocadas para o Poder Executivo que, segundo a Lei Orçamentária (aprovada pelo Congresso) totalizaria R\$ 92,1 bilhões em um total de despesas primárias de R\$ 404,3 bilhões.

O contingenciamento de R\$ 14,3 bilhões foi distribuído da seguinte forma: R\$ 8,75 bilhões a menos para os investimentos (que passaram de R\$ 24,25 bilhões previstos na Lei Orçamentária para R\$ 15,5 bilhões, o que equivale a apenas 0,74% do PIB) e R\$ 5,315 bilhões a menos para custeio, totalizando R\$ 78,5 bilhões como limite de gastos a serem realizados pelos ministérios. Com o contingenciamento, as despesas discricionárias alocadas para o Executivo ficaram distribuídas da seguinte forma: R\$ 7,8 bilhões para educação; R\$ 10,3 bilhões para desenvolvimento social e combate à fome; R\$ 36,1 bilhões para saúde; R\$ 3,0 bilhões para ciência & tecnologia e pesquisa da Embrapa e R\$ 23,1 bilhões para as demais.

Uma novidade no Orçamento de 2006 é a exclusão de R\$ 3,0 bilhões do cálculo do superávit primário do governo central, a serem gastos com investimentos em infraestrutura (estradas, portos, sistemas de irrigação e de água). Esta exclusão faz parte de um Projeto Piloto do Brasil com o FMI que prevê a destinação de R\$ 9,0 bilhões em 3 anos (R\$ 2,8 bilhões em 2005, R\$ 3,0 bilhões em 2006 e R\$ 3,2 bilhões em 2007) a serem gastos com infraestrutura e excluídos do superávit primário fixado como meta para o ano. Para 2006, a meta de superávit primário fixada de 4,25% do PIB significa um superávit efetivo de 4,11% do PIB. Trata-se, no entanto, apenas de um artifício contábil, pois na trajetória da Dívida Pública/PIB, principal indicador de solvência das contas públicas, o que importa não é o superávit primário descontado, mas aquele efetivamente realizado

Todos sabemos que desde que o regime de metas fiscais foi implementado em 1999, o ajuste tem se caracterizado por um incremento das receitas e não por um corte de gastos públicos.

Na realidade, o que se observou foram crescentes superávits primários acompanhados, inclusive, de um incremento dos gastos primários (gastos não financeiros), sendo que 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 e dos gastos com investimentos. Em 2004, retomamos a tendência original e, novamente, o aumento das despesas primárias (não financeiras), como proporção do PIB, é compatível com um aumento do superávit primário, já que as receitas também se elevam.

Para 2006, como evidenciam os dados que constam do Decreto de Execução Orçamentária, o quadro não é diferente, conforme os dados da Tabela 3.

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (Decreto)
I. Receitas Primárias Brutas	20,05	21,5	21,34	22,56	23,78	22,92	23,75	25,21	25,8
II. Transferências a Estados e Municípios	3,12	3,58	3,66	3,84	4,17	3,87	3,82	4,33	4,25
III. Receita Líquida (I – II)	16,93	17,92	17,69	18,72	19,61	19,05	19,93	20,87	21,55
IV. Despesas Primárias	16,11	15,85	15,78	16,91	17,25	16,52	17,13	18,16	19,19
IV.1 Pessoal e Encargos	4,89	4,89	4,89	5,21	5,28	4,87	4,74	4,76	4,99
IV.2 Pagamentos Previdenciários INSS	5,84	6,01	5,97	6,28	6,54	6,88	7,12	7,54	7,84
IV.3 Custeio e Capital	5,38	4,94	4,92	5,41	5,43	4,77	5,27	5,87	6,36
Despesa Capital Investimentos	0,89	0,71	0,92	1,22	0,75	0,41	0,51	0,52	0,74
VIII. Resultado Primário Governo Central	0,55	2,33	1,86	1,83	2,37	2,49	2,97	2,88	2,5

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

A mudança desse padrão requer pelo menos 2 ajustes nada fáceis:

- uma nova rodada de reformas previdenciárias que privilegiem a introdução da idade mínima para o regime do INSS e a desvinculação dos benefícios previdenciários ao salário mínimo (atualmente, de cada 3 benefícios concedidos, 2 são pagamento de acordo com o piso previdenciário que, por determinação constitucional, corresponde ao valor do salário mínimo);
- o estabelecimento de regras que, de fato, limitem o crescimento dos gastos correntes como proporção do PIB

É evidente que mudar a qualidade do ajuste fiscal, de forma a permitir a ampliação dos investimentos públicos sem a contrapartida de elevação da arrecadação ou de queda do superávit primário, requer tempo e exige uma mobilização do governo junto ao Congresso e à sociedade brasileira, tarefa difícil porque obriga a discussão das reformas fiscal e previdenciária, mas que deveria constar da prioridade deste e dos próximos governos.

- A Dívida Pública: uma nova agenda que se impõe

Ao longo dos 3 últimos anos, o Banco Central e o tesouro Nacional promoveram mudanças importantes no perfil do endividamento público, aumentando a participação

da dívida em títulos pré fixados e vinculados a índices de preços e reduzindo, de forma impressionante, a participação da dívida corrigida pela taxa de câmbio.

Atualmente, considerando apenas a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna. O Tesouro Nacional é credor em câmbio em uma proporção correspondente a 1,52% da sua dívida, enquanto que em dezembro de 2002, a dívida cambial representava 33,6% (Tabela 4). Se considerarmos a dívida do setor público como um todo (União, estados/municípios e empresas estatais) e descontarmos os respectivos créditos, a dívida cambial representa apenas 2,2% da dívida líquida, correspondendo, basicamente, à dívida externa (Tabela 5).

Esta mudança radical protege os indicadores fiscais (resultado nominal e Dívida/PIB) e a própria política fiscal dos efeitos de uma eventual crise cambial, detonada por um contexto internacional menos favorável.

Mas, a contraface da redução da dívida cambial foi o aumento da parcela da dívida indexada à taxa Selic que representava 41,9% da dívida mobiliária federal interna em dezembro de 2002 e passou para 47,4% em março de 2006, o que cria 2 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.

Os esforços daqui para frente para garantir o perfil ideal de endividamento público deverão se concentrar, portanto, na substituição da dívida corrigida pela Selic em favor dos títulos vinculados a índices de preços e a juros pré-fixados.

Tabela 4: Indicadores do Perfil da Dívida Pública (%)

Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna				
	Curto Prazo (vencimento menor que um ano)	Correção Câmbial	Corrigida pela SELIC	Pré- fixada
dez/02	41,1	33,6	41,9	1,9
dez/03	35,3	20,8	47,3	11,8
dez/04	46,2	9,3	49,5	19
dez/05	41,6	1,1	52,1	27,2
jan/06	40,6	-0,5	49,7	25,2
fev/06	38,4	-1,3	49,1	26,8
mar/06	40,1	-1,52	47,42	27,51

Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional.

Tabela 5
Composição da Dívida Líquida do Setor Público

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/05	jan/06	fev/06	mar/06
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	57,2	51,5	51,6	51,8	51,7
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	95,3	96,6	97,4	98,3
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	0,6	0,6	0,6	0,5
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61	72,9	94,7	96	96,8	97,8
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	4,7	3,4	2,6	1,7
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	45,6	39	27,1	5,3	4	3,2	2,2

Fonte: Banco Central

