

Economia & Conjuntura

Apresentação

Antonio Licha

Os desequilíbrios provocados pelo aumento da demanda agregada doméstica acima da taxa de crescimento do produto começam a se manifestar no saldo comercial da economia brasileira que mostra sinais de forte deterioro. O saldo comercial menor (e o déficit da conta corrente) deve gerar uma mudança na tendência de apreciação do real em relação ao dólar. Uma pergunta interessante é quando essa mudança vai acontecer. A nova dinâmica do mercado de câmbio deve afetar o fluxo de capitais para o Brasil (devido ao reaparecimento do risco cambial) e afetar a trajetória da taxa de inflação, que vem sendo contida pela apreciação cambial.

Desta forma, novos desafios deverão ser colocados à política econômica brasileira especialmente num contexto de forte aceleração de demanda interna. O problema é como corrigir a apreciação cambial sem gerar pressões inflacionárias que provoquem aumentos nas taxas de juros e redução da taxa de crescimento.

Outro ponto importante da conjuntura é a incerteza em relação ao crescimento da economia e do comércio mundial, notadamente do comportamento dos preços das *commodities* (agrícolas, metálicas e combustíveis) que têm sido determinantes na dinâmica da economia brasileira.

Assim, a emergência de novas tendências na economia brasileira e mundial representa um desafio para a análise macroeconômica e são o pano de fundo desta Carta de Conjuntura.

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



Equipe do Grupo de Conjuntura

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

Editor Responsável

Antonio Luis Licha – lica@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

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

Colaboradores

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

Estagiários

- Camila Guimarães Rocha

Secretaria

- Sidenir Pereira da Silva

Contato

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

Índice

	Pagina
Panorama Macroeconômico	6
Projeções para 2008	15
Nível de Atividade Industrial	16
Investimento	22
Inflação	29
Política Fiscal	35
Setor Externo	42

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Nestes primeiros meses de 2008, houve um nítido aumento das preocupações com a crise financeira nos Estados Unidos e seus eventuais reflexos sobre a economia mundial. Mas, até agora, a economia brasileira praticamente não foi afetada por esta crise iniciada em julho do ano passado. A expansão do nível de atividade segue robusta e, segundo diversos indicadores, a taxa de crescimento do PIB (no acumulado de 4 trimestres), que fechou 2007 em 5,4%, continua em aceleração. Entre as variáveis mais relevantes para a atividade econômica, o destaque negativo tem sido a trajetória das taxas de juros longas, em particular do swap pré x DI de um ano, que teve alta expressiva no período recente (tabela 1). Contudo, este aumento da taxa de juros decorreu, em boa medida, de fatores internos: a percepção de um aumento do risco inflacionário por conta do aquecimento da demanda, reiteradamente apontado pelo Banco Central. Por certo, a crise nos Estados Unidos também tem contribuído para a alta da taxa de juros, mas seu impacto negativo tem sido maior nas taxas de juros de prazo mais longo (de 3 anos para cima), devido a influência dos investidores estrangeiros sobre estas taxas.

Tabela 1 - Indicadores de Confiança

	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
17/7/2007 ²	155	168	-13	1,86	10,71	6,94
4/12/2007 ²	231	255	-24	1,82	11,62	7,37
22/1/2008 ²	276	297	-21	1,80	12,03	7,40
4/3/2008 ²	258	284	-26	1,67	11,89	7,32
31/03/2008	284	308	-24	1,75	12,69	7,96

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil.

(1) EMBI+ do J.P. Morgan

(2) Véspera reunião do COPOM

Outro aspecto negativo do desempenho recente da economia brasileira tem sido a rapidez da redução do saldo da balança comercial (e, em decorrência, da deterioração da conta corrente). Mas isto tampouco tem a ver com o cenário externo. O principal entre este e uma piora da balança comercial seria uma eventual queda dos preços das exportações brasileiras. Contudo, tem ocorrido justamente o contrário: um forte aumento dos preços dos bens exportados pelo país. A redução do saldo comercial vem decorrendo basicamente da aceleração do crescimento das importações (por conta do aquecimento da atividade econômica e também do aumento de preços de bens importados), e não da desaceleração das exportações.

Os principais canais através dos quais a crise nos EUA poderá afetar a economia brasileira são: i) uma queda dos preços das commodities no mundo, afetando negativamente os preços das nossas exportações e, em decorrência, o desempenho da balança comercial/conta corrente; ii) uma redução significativa do fluxo de capitais para o país, proveniente de um aumento da aversão ao risco no mundo e da piora da conta corrente derivada da queda dos preços das commodities. A combinação de redução de preços das commodities e aumento da aversão ao risco resultaria numa desvalorização cambial significativa, que pressionaria a inflação, empurraria para cima a taxa de juros, e desaceleraria o crescimento. Contudo, até agora, nada disso está acontecendo. Como evidencia a tabela 2, os preços das commodities (índice CRB) continuaram subindo firmemente do início da crise nos EUA em julho até fevereiro. E o recuo recente destes preços parece muito mais um ajuste – após uma alta muito forte e com claro componente especulativo nos dois primeiros meses do ano – do que o início de uma queda mais drástica dos preços das commodities. Isto provavelmente só ocorrerá na hipótese de uma desaceleração muito expressiva do crescimento da China, algo que, por enquanto, não está no horizonte. Por sua vez, a economia brasileira continua contando com financiamento externo abundante, que se traduziu, como mostra a tabela 2, na continuidade de julho para cá do longo ciclo de apreciação cambial pelo qual o país vem passando, e do aumento vigoroso das reservas cambiais neste período.

Tabela 2 - Indicadores do Cenário Externo

	Cenário Externo						Brasil			
	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$	Índice de Preço de Commodities - CRB			Taxa de câmbio Euro/US\$	Índice de preço das Exportações	Taxa de câmbio R\$/US\$	Reservas Internacionais (em US\$ bilhões)	
			Total	Alimentos	Metais					
2007										
jun	5,03	71,41	100,00	100,00	100,00	0,74	100,00	1,93	147,1	
dez	4,03	93,85	103,13	105,42	105,83	0,68	111,38	1,77	180,3	
2008										
jan	3,60	92,21	106,33	112,76	104,80	0,67	114,52	1,76	187,5	
fev	3,51	100,10	116,92	126,98	117,80	0,66	114,89	1,68	192,9	
mar	3,41	100,30	112,33	117,97	118,44	0,63	-	1,75	195,2	

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil.

Embora o risco de um agravamento da crise financeira nos EUA e de uma desaceleração forte da economia mundial continue obviamente presente, o cenário básico do GC para a economia brasileira permanece tendo como premissa que este cenário externo adverso não se concretizará. Apesar da recessão nos EUA, a economia mundial ainda crescerá a um ritmo razoável em 2008, graças ao bom desempenho das economias emergentes (em particular, da China), e os preços das commodities exportadas pelo país – variável chave para determinar o grau de contágio da crise nos EUA sobre a economia brasileira – permaneceriam em nível elevado.

De todo modo, o crescimento vigoroso em curso da economia brasileira vem sendo acompanhado por um descompasso bastante acentuado entre demanda doméstica e PIB. E este padrão de crescimento aponta para um déficit em conta corrente muito elevado em poucos anos (mesmo num cenário externo benigno, sem queda dos preços das nossas exportações) e pode trazer problemas para o controle da inflação. No horizonte de 2008, não parece haver nenhuma dificuldade para financiar o déficit em conta corrente (um pouco superior a 1% do PIB) que ocorrerá. E os riscos inflacionários parecem muito mais associados à possibilidade de que altas de preços, provenientes de choques de oferta, se disseminem devido ao aquecimento da demanda do que ao descompasso demanda/PIB e ao estreitamento do hiato do produto (não obstante as reiteradas advertências do Banco Central sobre este risco). Mas, sobretudo pelo seu

impacto fortemente negativo sobre a conta corrente a mais longo prazo, o padrão de crescimento atual não é sustentável. O crescimento do PIB em 2007, os riscos associados ao desequilíbrio demanda/PIB, o desempenho recente da economia brasileira (nível de atividade, inflação e balança comercial) e as perspectivas para 2008 são examinados a seguir.

O crescimento do PIB em 2007 acabou sendo bem expressivo, atingindo 5,4% - a taxa projetada pelo GC na Carta de Conjuntura de dezembro. E veio acompanhado por dois resultados muito positivos: i) forte expansão do investimento (de 13,4%), elevando o PIB potencial; ii) inflação no centro da meta (4,5%), não obstante o choque de oferta (alimentos) ocorrido no ano passado.

A aceleração do crescimento do PIB em 2007 decorreu basicamente da vigorosa expansão da demanda doméstica (consumo + investimento) de 7,1%, como indica a tabela 3. Mas é interessante notar nesta tabela que, mesmo com o câmbio tendo se apreciado ainda mais em 2007, a participação das importações líquidas de bens e serviços no atendimento do aumento da demanda doméstica recuou de 27% em 2006 para 21% em 2007. Em decorrência, o % do aumento da demanda doméstica suprido pelo PIB elevou-se, neste período, de 73% para 79%. E este fato – a maior participação do PIB no atendimento do aumento da demanda – reforçou o impacto positivo da expansão da demanda doméstica sobre o crescimento do PIB no ano passado.

Tabela 3 - Contribuição ao crescimento do PIB

Contribuição ao crescimento				Taxa de cresc. acum em 4 trim		(c) / (a) + (b)	% do aumento da demanda dom. atendido	
Demanda Doméstica (a)	Exportações (b)	Importações (c)	Exportações Líquidas (d)=(b)-(c)	PIB = (a) + (d)	Demanda Doméstica		Pelo PIB / (a)	Pelas importações líquidas (e) / (d)
2004.IV	5,03	2,29	1,61	0,69	5,72	5,18	0,22	113,64
2005.IV	2,69	1,53	1,06	0,47	3,16	2,80	0,25	117,43
2006.I	3,13	1,48	1,26	0,22	3,35	3,25	0,27	106,98
2006.II	3,38	0,99	1,39	-0,40	2,98	3,52	0,32	88,08
2006.III	4,18	0,90	1,75	-0,85	3,33	4,34	0,34	79,66
2006.IV	5,16	0,71	2,11	-1,41	3,75	5,35	0,36	72,74
2007.I	5,42	0,63	2,20	-1,57	3,85	5,61	0,36	71,06
2007.II	6,00	1,16	2,32	-1,16	4,84	6,20	0,32	80,68
2007.III	6,56	0,93	2,34	-1,42	5,14	6,77	0,31	78,39
2007.IV	6,86	0,97	2,41	-1,45	5,42	7,07	0,31	78,93

Fonte: IBGE. Elaboração Grupo de Conjuntura

De todo modo, a demanda doméstica cresceu bem mais do que o produto em 2007, como já ocorrera em 2006. E este desequilíbrio macroeconômico vem sendo o aspecto mais negativo do desempenho recente da atividade econômica. O padrão de crescimento baseado num descompasso expressivo entre demanda doméstica e PIB gera dois problemas: i) tende a produzir uma piora acentuada da conta corrente a cada ano; ii) representa um risco para o controle da inflação.

A piora da conta corrente constitui a contraface do desequilíbrio demanda/produto. Com a demanda crescendo bem mais do que o produto tem-se um avanço significativo da demanda doméstica e uma redução correspondente das exportações líquidas em % do PIB a cada ano, que se reflete negativamente na conta corrente. Como se percebe na tabela 4, a participação da demanda doméstica no PIB subiu 1,4 ponto % em 2007 (de 97,1% para 98,5% do PIB). Caso as mesmas taxas de crescimento da demanda doméstica (7,1%) e do PIB (5,4%) em 2007 fossem mantidas em 2008, o % da demanda doméstica no PIB (a preços constantes de 2007) subiria para 100% - portanto, o das exportações líquidas cairia para zero e o déficit em conta corrente seria equivalente à

renda líquida enviada ao exterior. Uma piora da conta corrente desta magnitude, em torno de 1,5 ponto % do PIB a cada ano, não é sustentável. E isto torna bastante improvável que o padrão atual de crescimento baseado em taxas de expansão da demanda doméstica muito elevadas e bem acima do PIB possa ser mantido nos próximos anos.

Tabela 4 - Composição do PIB: Ótica da Demanda

	a preços correntes		a preços constantes de 2006	
	Demanda Doméstica	Exportações Líquidas	Demanda Doméstica	Exportações Líquidas
2006	97,08	2,92	97,88	2,12
2007	98,47	1,53	98,60	1,40
2008 ¹	100,01	-0,01	-	-

Fonte: IBGE

(1) % da demanda doméstica das exportações líquidas no PIB a preços constantes de 2007, supondo-se taxas de crescimento destas variáveis em 2008 iguais a de 2007 (respectivamente 7,1% e 5,4%).

Parte do descompasso demanda/produto resulta do aquecimento excessivo da demanda doméstica relativamente às possibilidades atuais de expansão do PIB dadas pelo produto potencial. Mas não se pode deixar de lado – como muitos fazem – a contribuição decisiva do câmbio apreciado para este desequilíbrio macroeconômico. Como mostra a tabela 3, a inversão entre as trajetórias das taxas de crescimento (no acumulado de 4 trimestres contra os 4 trimestres anteriores) começou no 2º trimestre de 2006, quando a taxa de crescimento da demanda doméstica começou a superar a do PIB. Só que, neste momento, a demanda doméstica estava crescendo apenas 3,5%. Ou seja, o descompasso demanda/PIB precedeu o aquecimento da demanda, que somente passou a ocorrer efetivamente ao longo de 2007. Portanto, pelo menos na sua origem, parece muito mais apropriado atribuir este descompasso à apreciação cambial ocorrida a partir do final de 2004, do que ao comportamento da demanda. Mesmo na situação atual, tentar-se reduzir o desequilíbrio demanda/PIB apenas via desaquecimento da demanda importaria um custo excessivo à atividade econômica, já que certamente a desaceleração da demanda também seria acompanhada (ainda que em menor escala) por redução do crescimento do PIB. Uma desvalorização cambial (moderada) continua sendo um ingrediente fundamental para a correção do desequilíbrio macroeconômico atual, justamente para permitir que o ajuste se faça também via estímulo à produção doméstica de bens comercializáveis e não apenas pela contenção da demanda destes bens. Mas, evidentemente, o grande problema é como compatibilizar a desvalorização cambial com o controle de inflação. Sobretudo no contexto atual de pressões inflacionárias latentes, a redução da taxa de juros – a medida mais eficaz para induzir uma desvalorização cambial – seria claramente inadequada. Assim, o desafio é tornar a política antiinflacionária menos dependente da taxa de juros (de preferência através de uma política fiscal mais apertada), de modo a se abrir espaço para que uma taxa de juros mais baixa e uma taxa de câmbio mais desvalorizada não comprometam o controle da inflação.

Outra preocupação com o descompasso demanda/PIB reside no seu impacto sobre a inflação. Mesmo admitindo-se que as estimativas usuais do PIB potencial têm subestimado enormemente o seu crescimento, a expansão da demanda doméstica em curso (7% em 2007 e em aceleração neste início de ano) encontra-se certamente muito acima do crescimento atual do produto potencial (provavelmente ainda abaixo de 5%). Até aqui, o descompasso demanda/PIB potencial vem-se refletindo num aumento significativo das importações líquidas de bens e serviços (portanto, na piora da conta

corrente) e num crescimento do PIB efetivo acima do PIB potencial (enquanto isto for possível). Mas a verdade é que, por enquanto, não há sinal de que este descompasso esteja pressionando a inflação de forma relevante.

Não obstante os riscos associados ao desequilíbrio demanda/produto, o comportamento muito favorável do PIB nos últimos meses e indicadores de que o nível de atividade segue intenso neste início de ano apontam, até o momento, para um crescimento novamente expressivo do PIB em 2008. Como mostra a tabela 5, as taxas de crescimento do PIB – tanto a de 12 meses quanto a semestral – aceleraram-se significativamente ao longo de 2007. E esta aceleração deixou um carry over muito positivo para 2008. Por conta disso, mesmo que o crescimento ao longo de 2008 (2º semestre 08/2º semestre 07) seja, como se espera, mais lento do que os 5,9% de 2007 (2º semestre 07/2º semestre 06), há boas chances do PIB em 2008 crescer mais de 5%. Na hipótese de um crescimento linear entre o 2º semestre de 2007 e o 2º semestre de 2008 – adotada nas simulações para 2008 da tabela 5 – bastaria um crescimento de 4,5% no 2º semestre (relativamente ao 2º semestre de 2007) para o crescimento do PIB em 2008 superar 5%. Mas se o PIB crescer mais no 1º semestre (relativamente ao 2º semestre de 2007) do que no 2º semestre (relativamente ao 1º semestre de 2008), como parece mais provável, o crescimento ponta a ponta (2º semestre 08/ 2º semestre 07) requerido para o PIB crescer 5% em 2008 será ainda inferior a 4,5%.

Outro aspecto favorável para o crescimento em 2008 é a extraordinária expansão do investimento. Desde 2004, a FBCF vem crescendo sempre mais do que o PIB, e em 2007 a diferença entre as duas taxas de crescimento se acentuou, chegando-se ao 2º semestre do ano passado com taxas de, respectivamente, 15,3% e 5,9%. Assim, o crescimento do PIB potencial vem se elevando significativamente. E isto aumenta a viabilidade de que um crescimento como o de 2007 – superior ao do PIB potencial – possa ser mantido em 2008, sem a emergência de pressões inflacionárias por descompasso demanda/produto.

Tabela 5 - Crescimento do PIB

	var % em relação a igual período do ano anterior	
	PIB	FBCF
2004	5,72	9,12
2005	3,16	3,63
2006	3,75	9,96
2º sem	4,77	10,47
2007	5,42	13,44
2º sem	5,90	15,31
2008		
hipótese I - 2º sem ano ¹	4,00	-
	4,71	-
hipótese II - 2º sem ano ¹	4,50	-
	5,09	-
hipótese III - 2º sem ano ¹	5,00	-
	5,47	-
hipótese IV - 2º sem ano ¹	5,50	-
	5,85	-

Fonte: IBGE. Elaboração Grupo de Conjuntura.

(1) Taxa obtida pela série dessazonalizada do PIB, supondo-se crescimento linear entre o 2º sem/07 e 2º sem/08.

A possibilidade de um crescimento elevado do PIB em 2008 (acima de 5%) é reforçada quando se examina o comportamento neste início de ano de indicadores relevantes do nível de atividade (tabela 6). De um modo geral, estes indicadores vêm sugerindo que a taxa de crescimento do PIB (no acumulado de 4 trimestres) ainda se encontra em aceleração. Caso, como parece plausível à luz dos dados atuais, o crescimento do PIB (4 trimestres) chegue ao final do 1º semestre próximo de 6%, terá de ocorrer uma desaceleração muito forte do PIB no 2º semestre para que a sua taxa de crescimento em 2008 fique abaixo de 5%.

Tabela 6 - Indicadores selecionados do nível de atividade

	var % 12 meses					
	mar/07	jun/07	set/07	dez/07	jan/08	fev/08
PIB	3,85	4,84	5,14	5,42	-	-
Indústria Geral	2,65	3,88	4,81	6,02	6,35	6,85
Vendas Comércio varejista	7,26	8,14	8,90	9,68	9,95	-
Crédito ¹						
total ²	17,16	17,40	18,02	19,19	19,61	19,97
recursos livres ²						
total	19,91	20,04	20,90	22,52	23,18	23,75
PF	22,98	22,17	22,77	24,26	24,80	25,33
PJ	17,18	18,12	19,18	20,91	21,69	22,29
Massa salarial real	5,65	6,16	6,54	5,97	5,82	5,56
Importação - quantum	17,90	20,43	21,14	22,01	22,12	23,63
Despesas Primárias do Governo Central ¹	9,90	10,33	8,47	9,27	10,93	10,67

Fonte: IBGE, BACEN e Tesouro Nacional

(1) Var % real. Deflator: IPCA

(2) saldo médio dos últimos 12 meses contra o dos 12 meses anteriores

Mas se os indicadores mais recentes do nível de atividade são muito positivos, também é verdade que as preocupações com a inflação vêm aumentando neste início de ano. O fator de maior preocupação reside no comportamento dos preços no atacado, que continuam em alta (variação % em 12 meses), como mostra a tabela 7. Após o forte choque de preços agrícolas em 2007, nos últimos meses um novo choque de oferta, desta vez em commodities industriais, vem elevando significativamente os preços industriais no atacado e o IPA total. Como esta alta dos preços no atacado vem ocorrendo em meio a uma expansão firme (e em aceleração) da demanda, há inevitavelmente risco de que as pressões de custo na indústria sejam repassadas para os seus preços finais, afetando negativamente o IPCA. Além disso, é possível que o longo ciclo de apreciação do câmbio observado nos últimos anos esteja chegando ao final. A piora acentuada (e bem acima do esperado pelo mercado) da balança comercial e da conta corrente neste ano e as incertezas no cenário externo poderão manter estável a taxa de câmbio nos próximos meses, mesmo com a elevação da taxa Selic. Assim, a taxa de câmbio deixaria de funcionar, via apreciação cambial, como importante amortecedor do impacto sobre a inflação da alta internacional de preços das commodities.

Tabela 7 - Inflação - var % 12 meses

	IPCA					IPA		
	Índice Geral	Alimentos e bebidas	Demais bens	Serviços	Administrados	Total	Industrial	Agrícola
dez/06	3,1	1,2	1,4	5,5	4,3	4,3	3,5	6,9
dez/07	4,5	10,8	2,0	5,2	1,7	9,4	4,4	24,8
jan/08	4,6	11,5	2,1	5,1	1,6	10,3	5,3	25,5
fev/08	4,6	11,3	2,1	5,2	1,6	10,6	6,2	23,9

Fonte: BACEN

De qualquer forma, a inflação nos preços ao consumidor (IPCA) continua bem comportada: no centro da meta definida e menor do que em boa parte das economias emergentes. A tabela 7, que apresenta o IPCA (variação em 12 meses) desagregado em bens (alimentos e demais itens), serviços e preços administrados, evidencia que: i) após ter-se elevado ao longo de 2007, chegando a 4,5% (centro da meta) em dezembro, a inflação vem permanecendo estável; ii) a alta da inflação em 2007 foi claramente associada ao aumento dos preços dos alimentos (choque de oferta); iii) nos demais bens, a inflação subiu ligeiramente, mas ainda se encontra em 2,1%; iv) nos serviços, a alta de preços (12 meses) tem mostrado resistência à queda, mas sem uma tendência clara de aceleração e ainda inferior aos 5,5% de 2006 (5,2% em fevereiro). Portanto, apesar dos riscos acima apontados, e do descompasso demanda / produto e possível estreitamento do hiato do produto – o risco para a inflação mais enfatizado pelo Banco Central – , o IPCA segue mostrando uma inflação sob controle, sem pressões inflacionárias de demanda relevantes.

Como, além do comportamento positivo do IPCA, as expectativas inflacionárias continuam bem ancoradas (em torno do centro da meta em 2008 e 2009), o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) da indústria tem-se mantido em nível elevado mais estável (em torno de 83%, segundo a CNI), o investimento continua crescendo vigorosamente (ampliando o produto potencial), e taxa de câmbio tende a permanecer estabilizada, os riscos inflacionários ainda não parecem suficientes para justificar a alta da taxa Selic. Mas, ao que tudo indica, a opção do Banco Central será mesmo por uma elevação preventiva da taxa de juros básica. A alta da taxa de juros, caso se confirme, reforçará o controle da inflação e (tal vez) reduza a velocidade de piora da conta corrente. Contudo, esta medida também traz riscos: i) poderá afetar negativamente o investimento ao gerar uma expectativa de expansão mais lenta da demanda (prejudicando o crescimento do produto potencial); ii) poderá resultar numa apreciação cambial adicional (sobretudo no caso de uma melhora do cenário externo), piorando por esta via o desempenho da conta corrente.

De todo modo, o principal destaque negativo no desempenho recente da economia brasileira não vem sendo a inflação, mas sim o comportamento da balança comercial (e por extensão da conta corrente). É preocupante que a balança comercial venha piorando rapidamente, a despeito do cenário internacional ainda extremamente benigno para os preços das nossas exportações – cujo aumento de preços no bimestre janeiro/fevereiro em relação ao mesmo período do ano passado foi de extraordinários 23,5% (tabela 8).

Tabela 8 - 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	96.678	62.782	33.896	32,07	19,09	10,90	30,02	18,26	9,95
dez/05	118.530	73.550	44.980	22,06	9,37	12,11	17,13	5,35	11,18
dez/06	137.808	91.351	46.457	16,26	3,34	12,50	24,11	16,13	6,87
dez/07	160.649	120.619	40.030	16,57	5,49	10,51	32,05	22,01	8,24
jan/08	162.942	124.484	38.458	16,80	5,00	11,35	33,34	22,12	9,11
fev/08	165.613	129.173	36.440	17,57	4,82	12,46	36,49	23,63	10,38
mar/08	165.337	131.191	34.146	16,15	-	-	35,93	-	-
var % acum no ano									
fev	-	-	-	23,51	1,97	21,21	54,49	30,68	18,11
mar	-	-	-	13,79	-	-	41,82	-	-

Fonte: FUNCEX

A redução do saldo comercial vem decorrendo basicamente da aceleração do crescimento das importações, cuja taxa de crescimento (12 meses) passou de 32% em dezembro para 35,9% em março. Esta aceleração foi impulsionada tanto por aumento de quantidades quanto de preços de bens importados. A elevação do quantum importado vem refletindo a aceleração da expansão da demanda doméstica - e também pode, em parte, estar associada a um aumento da participação dos bens importados no atendimento da demanda induzido pelo câmbio apreciado. Já o aumento dos preços das importações de correr da desvalorização do dólar em escala internacional e do aumento da inflação no mundo (impulsionado pela alta de preços das commodities).

A trajetória em curso das importações e das exportações aponta para uma redução do saldo da balança comercial e uma piora da conta corrente em 2008 bem maior do que se supunha. Parte da intensificação da redução do saldo comercial em 2008 relativamente ao ocorrido em 2007 deve-se a uma razão aritmética. De 2006 para 2007, o saldo recuou US\$ 6,5 bilhões (de US\$ 46,5 para US\$ 40,0 bilhões), com taxas de crescimento das exportações e das importações em 2007 de, respectivamente, 16,6% e 32%. Ocorre que, como em 2008 as taxas de crescimento incidem sobre importações mais elevadas e mais próximas das exportações, taxas de crescimento das exportações e das importações iguais às de 2007 reduziram bem mais o saldo (sua queda passaria de US\$ 6,5 bilhões em 2007 para US\$ 12 bilhões em 2008). É bem provável, porém, que a diferença entre as duas taxas em 2008 seja maior do que em 2007, como vem ocorrendo neste início de ano. Caso isto se confirme, a queda do saldo comercial se intensificará. Para o ano, as projeções do GC são de um saldo comercial de US\$ 20 bilhões (taxas de crescimento de 14,5% para as exportações e de 36,1% para as importações). Haveria, portanto, uma redução de US\$ 20 bilhões do saldo comercial, e uma piora um pouco maior da conta corrente (devido ao aumento da remessa de lucros e dividendos), que passaria de um superávit de US\$ 1,5 bilhões em 2007 para um déficit de US\$ 21,1 bilhões em 2008.

Em suma, a economia brasileira vem apresentando, neste início de ano, sinais de uma expansão robusta do nível de atividade. Ao que tudo indica, a taxa de crescimento do PIB (no acumulado de 4 trimestres), que atingiu 5,4% no 4º trimestre de 2004, continua em aceleração. Mas a elevação dos juros futuros e, em breve, da taxa Selic - já sinalizada pelo Banco Central - deverá daqui a algum tempo reverter esta trajetória do PIB, desacelerando o seu ritmo de crescimento.

O cenário básico do GC para 2008 passou a contemplar uma elevação da taxa Selic ao longo do ano de 1 ponto % (taxa Selic de 12,25% aa no final de 2008), enquanto se esperava anteriormente estabilidade ou pequena queda da taxa de juros básica durante o ano. Não obstante a elevação da taxa de juros, a expectativa do GC é de uma estabilidade da taxa de câmbio nos próximos meses, fechando o ano em R\$ 1,75. Neste cenário básico, a crise financeira nos EUA teria impacto moderado no resto do mundo, com as economias emergentes (em particular, a China) continuando a crescer a um bom ritmo e os preços das commodities exportadas pelo país permanecendo em nível elevado (ainda que não mais crescente). Mas, mesmo sem um agravamento maior do cenário externo, a piora acentuada da conta corrente (bem acima da esperada pelo mercado) e a maior aversão ao risco no mundo alimentada por incertezas sobre a economia mundial modificariam a situação do mercado de câmbio. A tendência de apreciação do câmbio até agora vigente seria interrompida, e a taxa de câmbio tenderia a permanecer estável nos próximos meses. Neste contexto, o aumento do diferencial juros internos/juros externos produzido pela elevação da taxa Selic não teria, portanto, o efeito indesejável de aumentar ainda mais a apreciação cambial.

Mesmo com a elevação da taxa de juros e a desaceleração esperada do crescimento mais à frente (2º semestre), o GC mantém, no seu cenário básico, a projeção de um crescimento do PIB em 2008 acima de 5% (5,3% na projeção mais recente, taxa muito próxima, portanto, dos 5,4% de 2007). Este resultado positivo decorreria, principalmente, dos seguintes fatores. Em primeiro lugar, o carry over muito favorável de 2007 para 2008 torna possível que a taxa anual do crescimento do PIB em 2008 seja superior à sua taxa de expansão ao longo do ano (2º semestre de 2008/ 2º semestre de 2007), ao contrário do que ocorreu em 2007 e 2006. Concretamente, mesmo com uma boa desaceleração do crescimento no 2º semestre (contra igual período do ano anterior) – recuo da taxa de crescimento semestral de 5,9% no 2º semestre de 2007 para algo entre 4,0% e 4,5% no 2º semestre de 2008 -, o PIB ainda poderá crescer um pouco mais de 5% neste ano. Em segundo lugar, pelas indicações recentes a taxa de crescimento do PIB (4 trimestres) ainda se encontra em aceleração, podendo, segundo projeções do GC, passar dos 5,4% obtidos no 4º trimestre de 2007 para perto de 6% no 2º trimestre de 2008. Caso isto se confirme, haveria espaço para que, mesmo com uma desaceleração acentuada do PIB no 2º semestre, o crescimento no ano fique acima de 5%. Em 3º lugar, como a elevação da taxa Selic deverá ser relativamente pequena, não é de se esperar que produza um impacto negativo muito forte sobre a atividade econômica – impacto que, ademais, deverá se concentrar no 2º semestre do ano, prejudicando apenas parcialmente o desempenho do PIB no ano.

Pelas razões acima, a expectativa do GC é que o crescimento do PIB continue sendo expressivo. Mas o forte descompasso entre a expansão da demanda doméstica e a do PIB (e sua contrapartida, a piora acentuada da conta corrente), que vem caracterizando o crescimento da economia brasileira no período recente será mantido em 2008. Assim, a mudança gradual deste padrão de crescimento (não sustentável a mais longo prazo) continuará sendo um dos principais desafios da política econômica.

Projeções para 2008

	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	4,47	4,70
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	4,60	5,30
Saldo Comercial (US\$ bi)	28,00	20,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	-10,00	-21,10
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	1,75	1,75
Média do Ano	1,74	1,75
Taxa Selic		
Acumulada no ano	11,63	11,70
Final do Ano	12,00	12,25

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

*Segundo levantamento do BC junto ao mercado realizado em 28/03/2008 (Relatório de Mercado).



Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga e Silvio Salles

A Indústria em janeiro e o PIB em 2007

Há dois meses que a indústria de bens de capital não cresce frente ao mês anterior, na série com ajustamento sazonal, e o índice de média móvel trimestral para o total da indústria registrou queda em janeiro (-0,3%), o que não se verificava desde julho de 2006. Mas esses dois movimentos não devem ser tomados como motivo de preocupação, pois nos diferentes indicadores de curto prazo a economia dá sinais que inicia 2008 em trajetória de crescimento. Exceto bens de capital, as demais categorias de uso apontam incremento frente ao mês anterior na série com ajustamento sazonal: bens de consumo duráveis (5,4%), bens intermediários (1,3%) e bens de consumo semiduráveis e não duráveis (1,2%). O conjunto da indústria cresceu 1,8% (tabela 1).

No confronto de janeiro de 2008 com igual mês de 2007 o aumento de produção foi de 8,5%, acima da média de 2007 (6,0%) e também do ritmo observado no último trimestre do ano passado (7,9%). Esses 8,5% são o segundo melhor resultado da série desde setembro de 2004. Todas as categorias de uso iniciaram o ano com resultados nessa comparação acima da média de 2007, exceto bens de capital. Comparando-se o indicador mensal de janeiro com o trimestral de outubro-dezembro de 2007 (out-dez 2007/out-dez 2006) (tabela 2) nota-se que a indústria e três das quatro categorias de uso aceleram seu ritmo de produção. Apenas o setor de bens de capital diminui seu ritmo, passando de 24,0% (4º trimestre 2007) para 14,7% (janeiro 2008). Mesmo assim, mantém taxas expressivas de expansão, que superam largamente a média da indústria geral. A perda de ritmo no setor de bens de capital foi determinada pelo sub-setor bens de capital de uso misto (20,5% para -1,0%) e pela forte desaceleração bens de capital para indústria (17,0% para 4,7% respectivamente). No caso do primeiro segmento, o resultado foi certamente influenciado pela contração dos bens de capital provenientes das atividades máquinas para escritório e equipamentos de informática (de 7,6% para -13,8% e material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações (35,9% para -14,1%) (tabela 3). Esses segmentos devem estar impactados pelo aumento das importações e no caso de informática aparentemente sua fase de elevado ritmo de incremento da produção terminou, o que era até certo ponto esperado, pois esse setor vinha crescendo a taxas muito elevadas, que são difíceis de sustentar por um longo período de tempo.

Há indícios de que o setor de bens de capital esteja próximo de perder dinamismo. A principal evidência disso é que dois (BK para fins industriais e de uso misto) de seus três principais setores, estão com crescimento, em bases anuais, estabilizado nos últimos meses. Apenas o setor de bens de capital de equipamentos de transporte continua acelerando seu ritmo de produção nessa comparação (gráfico 1).

Nas demais categorias de uso os destaques foram principalmente Petróleo e gás e adubos e fertilizantes em bens intermediários. Ambos os segmentos registraram taxas negativas no último trimestre de 2007 (-2,1% e -9,6% respectivamente) e apontaram incremento em janeiro de 2008 (2,8% e 15,5%). Vale destacar ainda o forte crescimento de celulares (25,2% em janeiro ante 6,4% no último trimestre de 2007) e continuidade da retração em abate de bovinos e suínos (-4,1% e -1,6% respectivamente).

O PIB acelerou seu crescimento, passando de 3,8% em 2006 para 5,4% em 2007. A maioria dos setores melhorou seu desempenho, com destaque para intermediação financeira (de 6,2% para 13,0% em 2007) e serviços de informações (de 2,5% para 8,0%). Mas o bom resultado global foi decorrente do desempenho dos setores de peso como a indústria de transformação (de 2,0% para 5,1%), comércio (de 5,1% para 7,6%) e agropecuária (4,2% para 5,3% respectivamente). Nas categorias de demanda final os destaques foram o consumo das famílias (4,6% em 2006 e 6,5% em 2007) e a formação bruta de capital fixo (10,0% e 13,4% respectivamente).

Na ponta da série, trimestre contra trimestre anterior com ajuste sazonal, há uma ligeira desaceleração de crescimento do terceiro trimestre de 2007 (1,8%) para o quarto de 2007 (1,6%), refletindo movimento nesse sentido verificado na formação bruta de capital fixo (de 4,6% para 3,4%) e a significativa mudança de sinal na agropecuária, que passa de 7,1% para -0,3% respectivamente.

O bom resultado para o PIB em 2007 reflete basicamente o efeito de um conjunto de fatores sobre o comportamento da demanda interna e sobre os investimentos: o aumento do emprego, da renda média e da oferta de crédito que em parte são produto da própria dinâmica do ciclo econômico – ex: crescimento da produção gera aumento do emprego – e em parte são produto de decisões de política econômica – ex: aumento do salário mínimo, expansão do programa bolsa família, juros estáveis.

Os resultados agregados sobre o PIB e sobre a atividade da indústria são bastante favoráveis, mas no detalhe é possível identificar sinais de alguma desaceleração, em especial no lado dos investimentos. Se confirmados pelos próximos resultados podem gerar alguma preocupação, uma vez que a demanda interna nesse início de ano dá sinais de continuar forte.. A perda de dinamismo do investimento aparece em alguns indicadores: na série com ajuste sazonal a formação bruta de capital fixo está em desaceleração há dois trimestres (4,9% 2º tri 2007, 4,6% 3º tri 2007 e 3,4% 4º tri 2007); bens de capital não cresce há dois meses na comparação mês/mês anterior (-0,2% dezembro 2007 e 0,0% janeiro de 2008). Nas séries contra igual período do ano anterior há desaceleração de bens de capital do quarto trimestre de 2007 (24,0%) frente a janeiro de 2008 (14,7%), com destaque para um segmento chave que é bens de capital para indústria (17,0% e 4,7% respectivamente). No recorte por atividade, apenas dois (BK veículos automotores e máquinas e equipamentos) dos seus seis segmentos estão acelerando seu ritmo produtivo. Esse movimento está presente em apenas dois (BK equipamentos de transporte e agrícola) dos seis subsetores. No entanto a desaceleração só é nítida em máquinas para escritório e equipamentos de informática e em bens de capital para outras atividades, dois segmentos que têm pouco peso. Predomina portanto, certa estabilidade nas taxas de crescimento, o que pode ou não ser prenúncio de um movimento de desaceleração. Portanto, cabe ficar atento ao desempenho desse setor nos próximos meses, dada sua importância como “fiador” da sustentabilidade do atual ciclo de crescimento da indústria.

Tabela 1
Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Brasil – janeiro 2008

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	0	14,7	14,7	19,2
Bens Intermediários	1,3	8	8	5,2
Bens de Consumo Duráveis	5,4	15,7	15,7	9,9
Bens de Consumo Semiduráveis e Não Duráveis	1,2	5,5	5,5	3,6
<i>Indústria Geral</i>	<i>1,8</i>	<i>8,5</i>	<i>8,5</i>	<i>6,3</i>

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

Setores selecionados	4º Tri/07	Janeiro/08
Indústria Geral	7,9	8,5
Bens de Capital	24,0	14,7
para indústria	17,0	4,7
para agricultura	63,0	76,8
para transporte	20,6	36,1
para energia	41,5	19,8
para construção	26,5	10,9
para uso misto	20,5	-1,0
Bens Intermediários	6,8	8,0
Petróleo e gás	-2,1	2,8
Extr. minerais ferrosos	14,0	11,3
Têxtil - Intermediários	3,0	-2,3
Refino de Petróleo	4,8	7,2
Alubos e fertilizantes	-9,6	15,5
Insumos para a construção civil	7,3	10,7
Celulose	13,5	7,6
Metalurgia básica	7,0	6,5
Bens de Consumo Duráveis	13,4	15,7
Automóveis	21,6	22,0
Eletrodomésticos	4,8	0,8
Linha Branca - Excl. forno micr	8,3	5,2
Linha Marrom	-0,4	2,9
Outros Eletrodomésticos	4,6	-9,6
Celulares	6,4	25,2
Mobiliário - Duráveis	-4,8	2,1
Bens de Consumo Semi e não D	4,1	5,5
Abate de bovinos e suínos	-1,6	-4,1
Abate de aves	4,5	7,5
Leite e laticínios	-3,6	1,8
Bebidas - Semi e Não Duráveis	6,3	7,4
Calçados	2,7	2,6
Farmacêutica - Semi e Não Duráveis	1,6	9,8
Álcool e gasolina (combustíveis)	12,2	13,9
Semiduráveis	7,7	10,7

Atividades	4º Tri/07	Janeiro/08	Pesos
Indústria Geral	7,9	8,5	
Bens de Capital	24,0	14,7	
Máquinas e equipamentos	33,5	22,8	27,1
Máquinas para escritório e equipamentos de informática	7,6	-13,8	6,8
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	35,3	14,6	10,1
Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações	35,9	-14,1	13,6
Veículos automotores	34,2	39,5	20,8
Outros equipamentos de transporte	-8,1	25,5	14,3
Bens Intermediários	6,8	8,0	
Indústrias Extrativas	6,1	7,9	11,7
Alimentos	5,2	3,2	6,7
Têxtil	3,0	-2,3	4,2
Celulose e papel	3,0	3,5	7,3
Refino de petróleo e produção de álcool	5,7	5,7	14,5
Outros produtos químicos	4,0	13,8	11,6
Borracha e plástico	11,6	11,0	5,5
Minerais não metálicos	6,1	10,3	6,4
Metalurgia básica	7,0	6,5	13,2
Produtos de metal	11,0	10,4	3,3
Veículos automotores	18,3	18,9	5,3
Bens de Consumo Duráveis	13,4	15,7	
Máquinas e Equipamentos	7,8	-0,5	18,9
Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações	3,8	16,1	18,9
Veículos automotores	21,6	22,0	48,1
Outros equipamentos de transporte	21,4	26,2	5,8
Mobiliário	-4,8	2,1	6,2
Bens de Consumo Semi e não Duráveis	4,1	5,5	
Alimentos	2,1	4,7	30,0
Bebidas	6,3	7,4	12,7
Fumo	2,3	2,2	2,3
Têxtil	20,4	10,4	2,2
Vestuário	9,2	15,9	4,2
Couros e Calçados	1,2	1,7	5,3
Edição e impressão	0,6	-2,3	10,0
Refino de petróleo e produção de álcool	12,2	13,9	12,9
Farmacêutica	1,6	9,8	6,6
Sabões, detergentes e artigos de perfumaria	0,9	1,7	5,8

Evolução do PIB por setor de atividade e componente da demanda final

Base: ano anterior (%)

2006 - 2007

Setores	2006	2007
Agropecuária	4,2	5,3
Extrativa Mineral	5,7	3,0
Indústria de Transformação	2,0	5,1
Construção	4,6	5,0
Prod. e distrib. de eletricidade, gás e água	3,3	5,0
Comércio	5,1	7,6
Transporte, armazenamento e correio	3,2	4,8
Serviços de Informações	2,5	8,0
Intermed. Financeira, prev. Complem. e Serv. Rel.	6,2	13,0
Outros Serviços	3,1	2,3
Ativ. Imobiliárias e aluguel	2,3	3,5
Adm. Saúde e Educação públicas	3,7	0,9
PIB	3,8	5,4
Componentes da Demanda Final		
Consumo das Famílias	4,6	6,5
Consumo do Governo	2,8	3,1
FBKF	10,0	13,4
Exportações	4,7	6,6
Importações	18,3	20,7

Fonte: IBGE - PIB trimestral

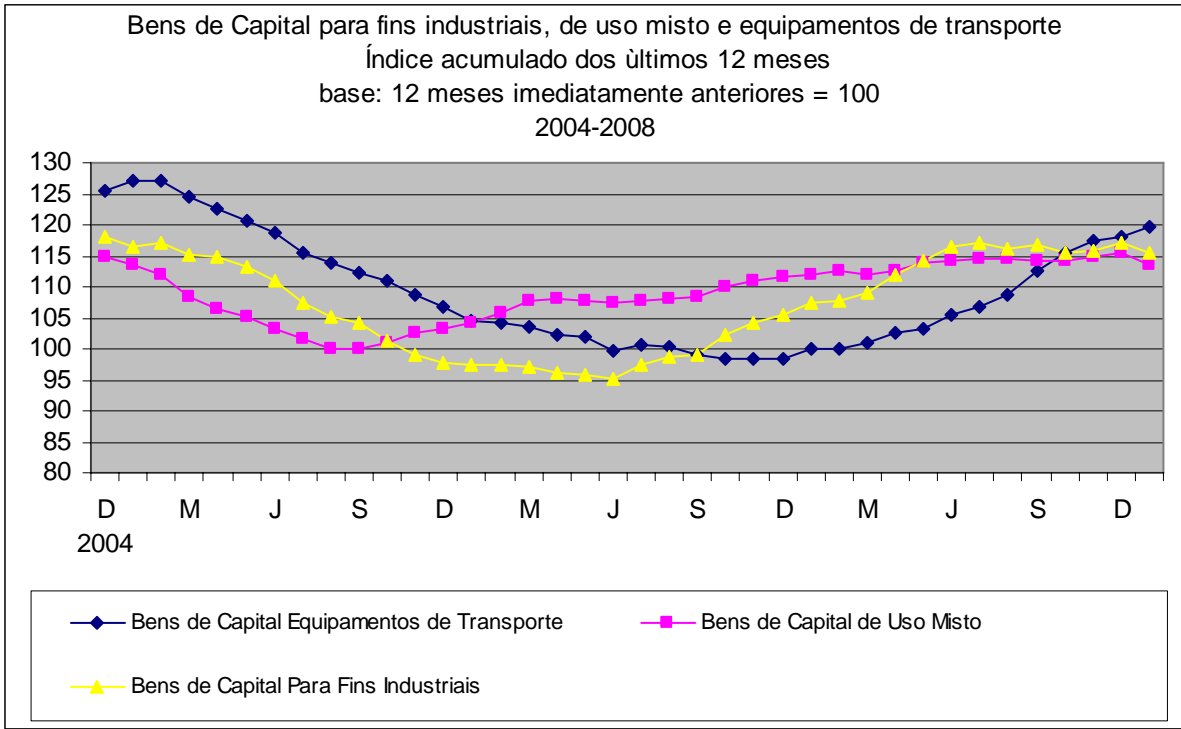
Índice de Base Fixa com ajuste sazonal

Base: trimestre imediatamente anterior (%)

2007

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

Fonte: IBGE - PIB trimestral



Investimento

Marcos Felipe Casarin

1. Conjuntura Internacional e Perspectivas

Desde de dezembro de 2007, quando foi divulgada a última edição deste boletim, a conjuntura internacional sofreu mudanças significativas. O que antes não passava apenas de um cenário provável tornou-se realidade: os EUA já estão à beira de uma recessão. Embora sua magnitude e duração permaneçam desconhecidas, o fato é que já podemos contar com um crescimento próximo a 1% para a economia americana neste ano de 2008. Resta saber quais serão os impactos desta nova conjuntura internacional para a economia brasileira, em especial, para a Formação Bruta de Capital Fixo – que compreende a evolução do consumo aparente de bens de capital e o desempenho do setor de construção civil.

Um crescimento da ordem de 1% nos EUA em 2008 trará como consequência alguma desaceleração na economia mundial, mesmo que a China – candidata a nova locomotiva do planeta – não seja afetada pela crise e continue experimentando taxas de expansão elevadas nos próximos trimestres. A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) já projeta, inclusive, crescimento próximo a 2% para a economia mundial neste ano, o que, segundo a instituição, acarretará em queda - ou, pelo menos, desaceleração - nos preços das commodities - que encontram-se em suas máximas históricas. A contrapartida desta piora nos termos de troca para o Brasil não será trivial. Mais da metade da nossa pauta exportadora está diretamente ligada a estes produtos, e uma queda em seus preços comprometerá grande parte do nosso saldo comercial, aumentando ainda mais nosso déficit em conta corrente¹.

Na esfera financeira, esta crise originada no mercado de crédito norte-americano tem provocado uma crescente volatilidade nos mercados de capitais, e o mercado brasileiro não é exceção. Em momentos como esse, as empresas encontram sérias dificuldades de se financiar colocando papéis tanto no mercado internacional, quanto no doméstico, reduzindo uma das mais importantes fontes de financiamento para investimentos. Em 2007, o mercado de capitais financiou, através de emissões primárias e secundárias de ações e debêntures, montante superior ao desembolsado pelo BNDES, até então maior financiador das empresas brasileiras. Para 2008, não se espera que o padrão verificado em 2007 se mantenha, justamente por conta das incertezas e da volatilidade elevada. Sendo assim, é possível que o investimento venha a desacelerar por conta da questão do financiamento.

Entretanto, o padrão de crescimento baseado na demanda interna que vigora desde 2006, quando inserido num contexto de deterioração do quadro externo, tem como vantagem ser pouco afetado por uma eventual redução na demanda por nossas exportações. A absorção doméstica (consumo + investimento) tem fundamentos suficientes para continuar crescendo a despeito de uma desaceleração na economia

1 Um exercício de simulação indica que o saldo comercial brasileiro sofreria uma redução de US\$ 20 bilhões (ou 2/3 do saldo esperado para 2008) caso os preços das commodities seguissem comportamento semelhante aos dos outros produtos manufaturados da nossa pauta.

americana e mundial. O investimento, em especial, terá como estímulo o dinamismo de um setor em franca recuperação, a construção civil, que exercerá papel crucial para mitigar os efeitos da crise externa sobre o financiamento das empresas.

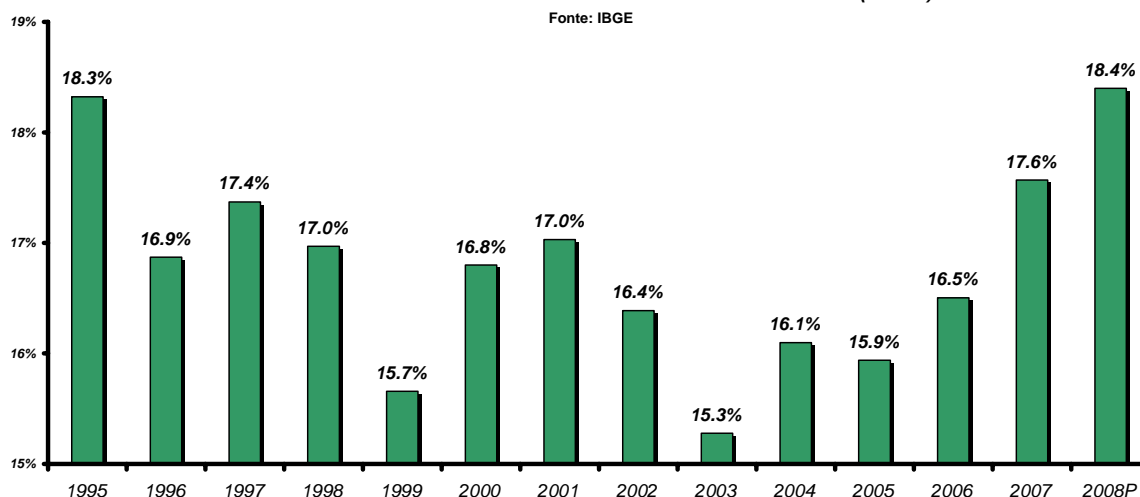
A construção civil residencial, que vinha de uma década de períodos de “*stop and go*”, agora encontra-se fortemente impulsionada pelo crescimento da ordem de 25% a.a. do crédito habitacional, que deslançou após a configuração de um ambiente macroeconômico mais estável e previsível. Isto sem falar nos avanços na legislação realizados em 2004 e 2005 que ampliaram a atratividade destas operações, estimulando os bancos a ofertar este tipo de crédito. Soma-se a este, o não desprezível impulso do investimento público, expressado pelo início das obras do PAC, que têm como objetivo expandir a infra-estrutura do país, eliminando importantes gargalos ao crescimento.

Como se sabe, uma das variáveis-chave para o sucesso deste modelo baseado na demanda interna são as importações, que têm tido papel crucial para garantir crescimento com estabilidade de preços. As empresas brasileiras estão aproveitando como nunca a valorização do Real para importar máquinas e equipamentos de países desenvolvidos, possibilitando aumento da produção sem grande elevação de custos, através da substituição de máquinas antigas por outras novas e mais produtivas. Ademais, a penetração no varejo de bens de consumo importados mais baratos tem sido capaz de acirrar a concorrência neste mercado, contribuindo de forma decisiva para retardar a decisão remarcar preços por parte dos comerciantes.

Por fim, é possível projetarmos para 2008 uma continuidade no ciclo de crescimento da FBCF – que já dura quinze trimestres –, porém com alguma desaceleração, por conta da deterioração do quadro externo e seus respectivos impactos acima mencionados. Como resultado, a taxa de investimento deverá atingir (ou até superar) o patamar de 18,4% do PIB, supondo taxas de crescimento de 5% para o produto, e a partir de 10% para o investimento² (Gráfico 1).

Gráfico 1: Taxa de Investimento Acumulada em 12 Meses (% PIB)

Fonte: IBGE

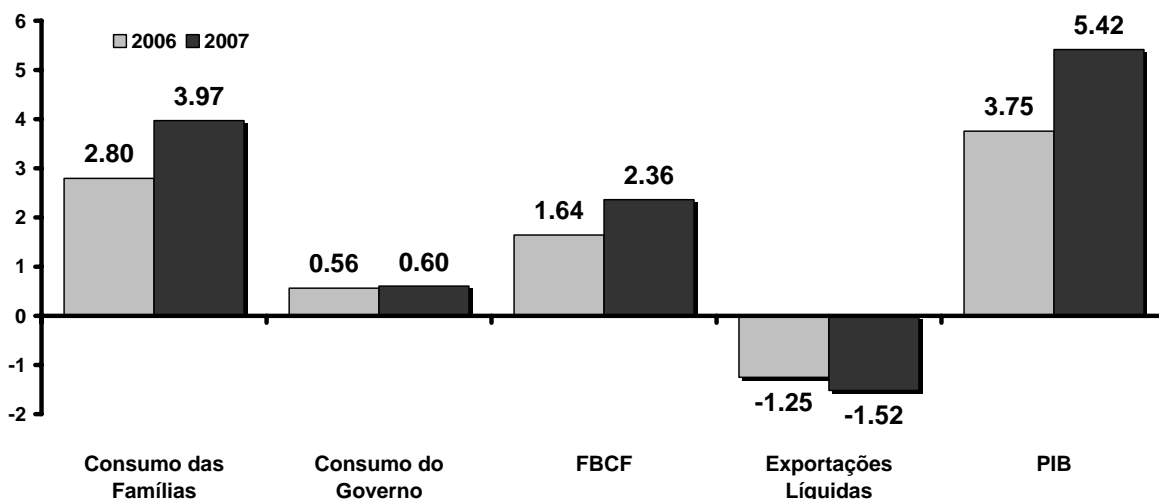


² O crescimento de 16% “ponta a ponta” no quarto trimestre de 2007 propicia um *carry-over* de 6% para 2008. Para o primeiro trimestre deste ano há fundamentos para acreditarmos em uma pequena aceleração da FBCF, puxada pelo consumo aparente de máquinas. Nos trimestres seguintes este componente deve desacelerar gradualmente por conta de menor aquecimento da produção interna e das importações. No entanto, a construção civil deve ter comportamento oposto, encerrando o ano com crescimento próximo de 7%. Neste cenário, a FBCF encerraria 2008 com crescimento variando entre 10% e 12%, onde a diferença, basicamente, ficaria por conta do tamanho da desaceleração da absorção de bens de capital.

2. Desempenho da FBCF nas Contas Nacionais em 2007

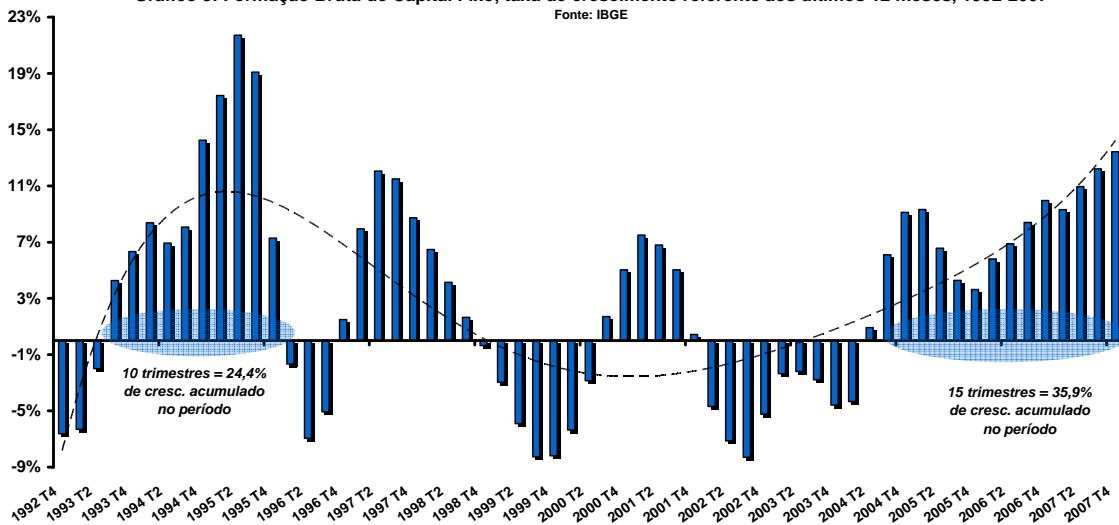
O mês de março de 2008 trouxe como notícia o excelente resultado do PIB de 2007: crescimento de 5,4%, puxado pela expansão de 13,4% do investimento, que contribuiu sozinho com 2,4 p.p. do crescimento do produto como um todo (Gráfico 2).

Gráfico 2: PIB pela Ótica da Demanda - Contribuição para o Crescimento Acumulado em 12 meses
Fonte: IBGE



O atual ciclo de crescimento da FBCF é o maior desde o início da série histórica, em 1991 (Gráfico 3). A sucessão de quinze trimestres consecutivos de crescimento³ resultou numa expansão acumulada de 36% sobre o nível verificado em 2004, o que significa ser não só o mais longo, como também o mais intenso ciclo de crescimento do indicador nos últimos dezesseis anos. Uma análise dos dados na margem também nos permite dizer que o investimento ainda encontra-se em fase de aceleração, já que a taxa de crescimento do último trimestre sobre o mesmo trimestre do ano anterior está em 16%, número superior à verificada no conceito de crescimento acumulado em doze meses (13,4%). Outra evidência de aceleração da FBCF é a manutenção de taxas de crescimento trimestral⁴ positivas pelo 11º trimestre consecutivo.

Gráfico 3: Formação Bruta de Capital Fixo, taxa de crescimento referente aos últimos 12 meses, 1992-2007
Fonte: IBGE

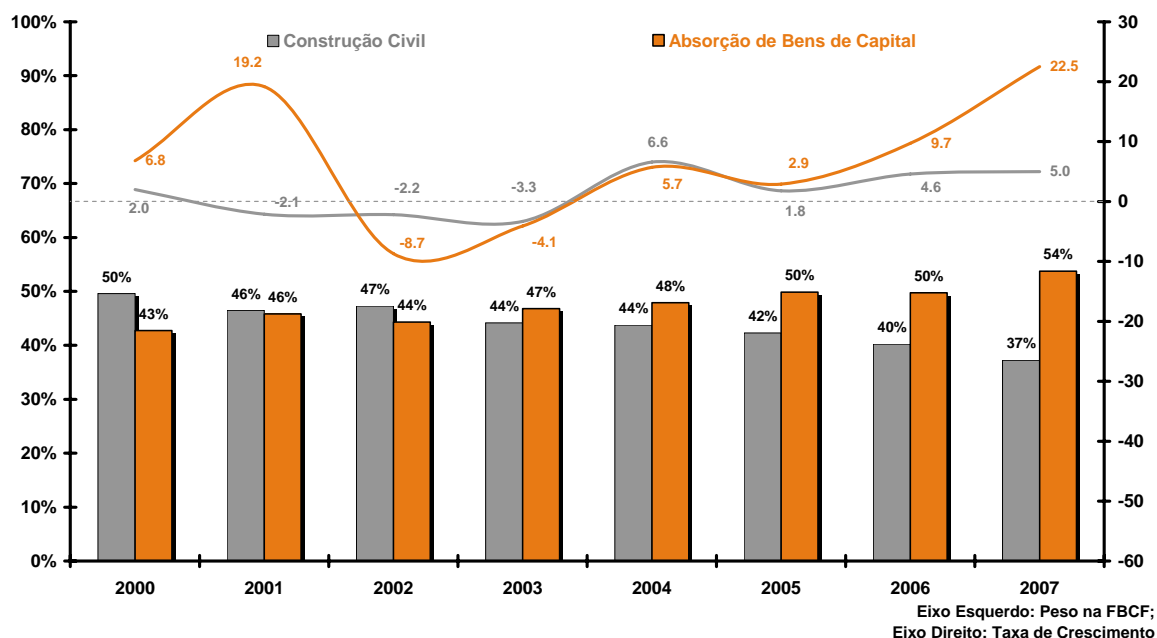


³ Conceito de taxa de crescimento acumulada em 12 meses (4 últimos trimestres).

⁴ Taxa de crescimento de cada trimestre sobre o trimestre imediatamente anterior da série com ajuste sazonal

Através da abertura do índice de FBCF entre absorção de bens de capital e construção civil⁵, podemos observar que o crescimento do investimento vem sendo puxado pelo consumo aparente de máquinas, que registrou crescimento de 22,5%, contribuindo com 12,1 p.p. da expansão de 13,4% do indicador em 2007. O resultado está atrelado ao excelente momento da indústria nacional, que somado ao impulso das compras externas, fez o peso dos bens de capital subir de 43% do total em 2000 para 54%, em 2007 (Gráfico 4). O outro lado deste avanço é a perda de importância da construção civil na composição do investimento, ocasionada por um longo período de baixo crescimento. No entanto, esperamos que a atividade da construção recupere parte da perda de peso dos últimos anos, já que a expectativa é de que o setor seja uma das locomotivas do crescimento econômico no próximo biênio⁶.

Gráfico 4: FBCF, Construção Civil vs. Absorção de Bens de Capital (2000-2007)
Fonte: IBGE



3. Monitoramento dos Indicadores Mensais

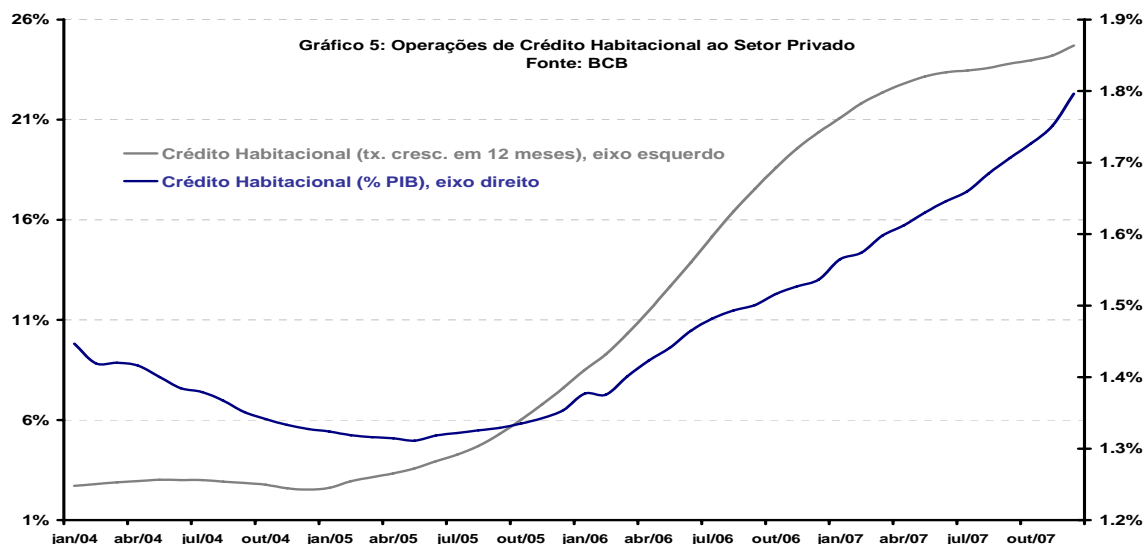
Segundo o IBGE, a produção nacional dos insumos típicos da construção civil (ITCC) cresceu 5,8% nos doze meses encerrados em janeiro deste ano. Podemos encarar este resultado como animador, pois finalmente ilustra uma aceleração no crescimento deste setor, como já vínhamos prevendo nas edições anteriores deste boletim⁷. Entretanto, um fato que pode preocupar os empresários da construção é o comportamento dos preços internos dos seus insumos. O aquecimento da atividade, com o início simultâneo de diversas obras públicas e privadas, pode ter causado algum descompasso entre oferta e demanda, exercendo pressão altista nos preços. Uma possível prova deste fenômeno foi

⁵ O terceiro componente - "Outros" - tem peso próximo a 9%, e incorpora basicamente serviços de investimento.

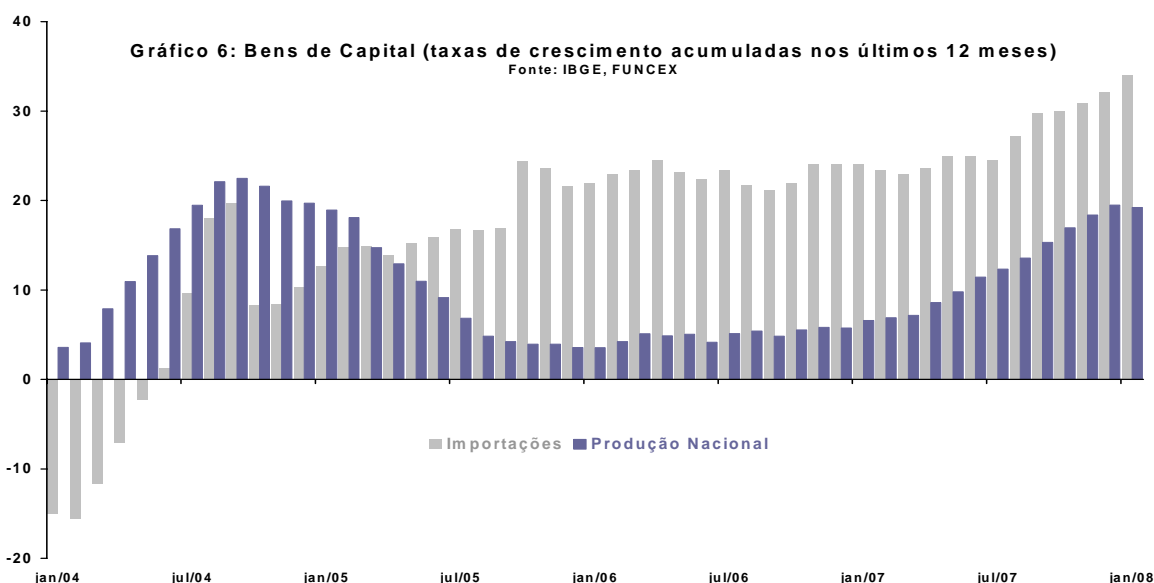
⁶ As simulações indicam que os efeitos da aceleração da construção civil só começarão a ser sentidos nos pesos da FBCF do ano de 2009.

⁷ Um dos principais termômetros para esta atividade, a produção nacional de cimento, calculada pelo Sindicato Nacional das Indústrias de Cimento (SNIC), já vinha crescendo a taxas próximas a 10% desde o segundo semestre do ano passado.

a elevação de mais de 20% no preço do cimento (no varejo) nos últimos doze meses, captada pelo IPCA, embora o INCC (FGV) ainda esteja abaixo dos 6%. Como foi abordado anteriormente, um dos principais motores desta recente expansão da construção civil é o crédito habitacional, que se reaproxima do patamar de 1,8% do PIB, alcançado pela última vez no ano de 2001 (Gráfico 5). Outro fator que corrobora a hipótese de aquecimento do setor é a geração recorde de empregos na atividade de construção (+16,4%, em 12 meses), conforme dados do CAGED.

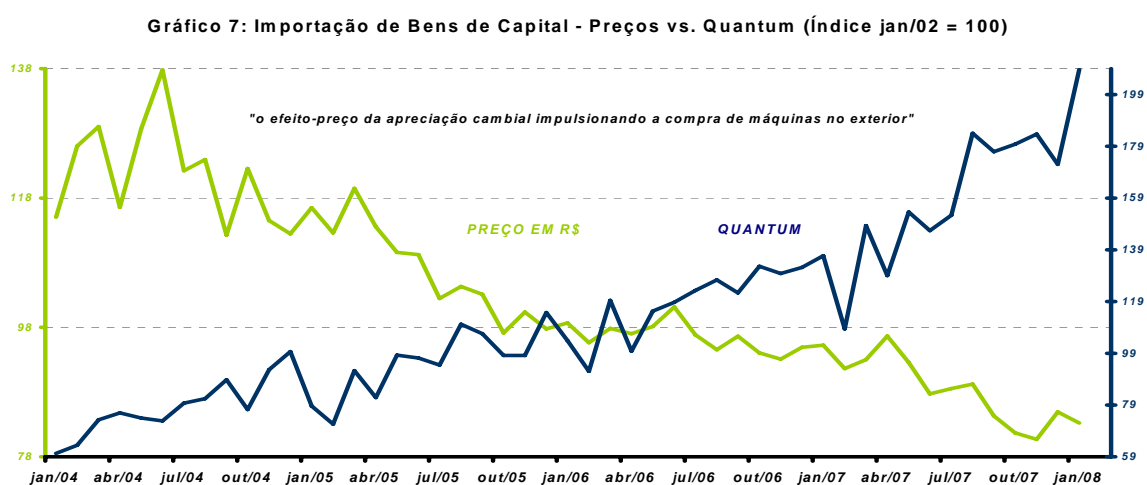


A principal locomotiva do investimento em capital fixo, o setor de bens de capital, encontra-se em seu melhor momento desde o início da década. O crescimento é generalizado. Crescem a produção nacional, as importações, e até as exportações. O bom momento da economia, ilustrado pelo pujante crescimento de 7,1% da absorção doméstica em 2007, tem exigido níveis de investimento cada vez maiores para atender as demandas de consumo das famílias e do governo. Com isso, as encomendas novas máquinas têm impulsionado a produção e as importações, que crescem a assustadores 55% ao ano, puxadas pelo efeito-câmbio positivo.



A produção nacional de bens de capital registrou uma leve desaceleração em janeiro deste ano, caindo de 19,9% para 14,7% na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Entretanto, é um fato que não traz grandes preocupações pois, além da magnitude ter sido pequena, as importações mais do que compensaram a queda, registrando aceleração de 30,1%, em dezembro, para 52,7% em janeiro⁸. Se por um lado o crescimento desenfreado das importações de máquinas constitui uma preocupação acerca de um possível arrefecimento da produção nacional, por outro existem motivos para continuarmos acreditando num aquecimento do mercado doméstico. Um bom termômetro para tal suposição é o ritmo de crescimento dos desembolsos do FINAME, uma espécie de financiamento direto e sem burocracias para uma lista de bens de capital produzidos internamente, oferecido pelo BNDES. Em 2007, tais desembolsos pularam do patamar de R\$ 12 bilhões para R\$ 20 bilhões (o que equivale a um incremento de 59%), e o montante liberado em janeiro deste ano superou em 33,5% o valor referente ao mesmo mês do ano anterior.

O comportamento dos preços internos de bens de capital, captado pelo IPA-DI de Máquinas, Equipamentos e Veículos (FGV) registrou inflação de 1,7% nos doze meses até fevereiro, após variar entre 2% e 3% durante todo o ano de 2007 - resultado fortemente influenciado pela queda de 9% dos preços de bens de capital importados (em R\$). O cenário atual, que combina demanda em alta com preços em queda, persiste altamente favorável a importação de máquinas e equipamentos, conforme mostra o Gráfico 7.



⁸ No conceito de taxa de crescimento em doze meses, a produção registrou desaceleração de 19,5%, em dez/07, para 19,2%, em jan/08. As importações tiveram comportamento oposto, subindo de 32,1% para 34,1%, no mesmo período (Gráfico 6).

4. Conclusão

O ano de 2007 reuniu uma combinação de diversos fatores de estímulo aos investimentos em capital fixo: (i) forte crescimento da demanda interna, em especial pelo consumo das famílias, puxado pela rápida expansão do crédito; (ii) farta disponibilidade de financiamento para novos investimentos nos mercados de capitais interno e externo; (iii) preços de máquinas cadentes e sem tendência de reversão; (iv) expectativa de continuidade do ciclo de crescimento econômico; e (v) ambiente macroeconômico altamente previsível, com reduzida volatilidade de câmbio, juros e inflação. Para 2008, o cenário somente não será tão favorável como o do ano anterior por conta do quadro externo, já que a possível escassez de financiamento atrelada à maior volatilidade também ajuda a reduzir o grau de previsibilidade. Os outros fatores positivos acima mencionados não deverão sofrer alterações significativas de comportamento, continuando a contribuir favoravelmente para o investimento. Por fim, imaginamos que a crise internacional terá pouco efeito sobre a nossa economia real, e que a magnitude do impacto dependerá, em grande medida, do comportamento dos preços das commodities ao longo do ano.

Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Inflação em 2008 – Projeção e Principais Temas

A projeção para o IPCA em 2008 é de variação de 4,7%. O número é resultado da trajetória esperada de 3,7% para os preços administrados e 5,22% para os livres.

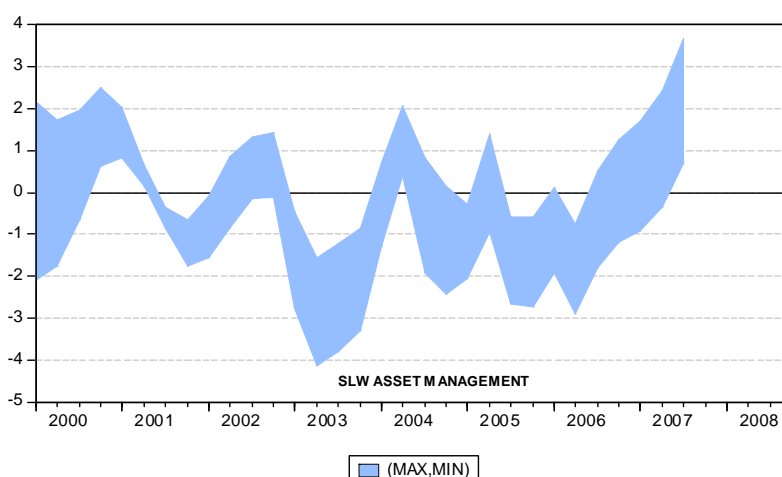
Nosso modelo de projeção assume como variáveis exógenas a taxa de câmbio e o hiato do produto(1) projetados em R\$/USD1,72 e 0,2% (projeção para o PIB de 4,0% e produto potencial de 3,8% através do filtro da Kalman – Gráfico 1) respectivamente.

A partir de modelagens não foi possível incorporar trajetórias para a continuidade do atual choque de oferta, leia-se o aumento do milho, soja e do trigo sobre a cadeia secundária de alimentos no IPCA. Entretanto, estimamos o repasse do atacado para o varejo de 80% dessa cadeia de preços. Assumindo que 40% dos alimentos do IPCA estão diretamente ou indiretamente associados com o choque de oferta, uma variação de 30% na cotação da cesta de milho, soja e trigo no mercado internacional traria um impacto de 0,35% no IPCA.

A taxa de câmbio por sua vez, tem subestimado a inflação de preços livres, uma vez que não tem incorporado com propriedade a mudança dos termos de troca (acreditamos que isso ocorra pelo efeito *portfolio* uma vez que a taxa de juros está fora do equilíbrio). Essas duas questões representam os principais fatores de risco geradores de surpresas positivas na inflação em 2008.

De qualquer forma, existem dúvidas consideráveis sobre a trajetória de inflação em 2008 que são muito difíceis de modelar e antecipar. A atual projeção do IPCA de 4,7% pode ser tornar conservadora se pesarem mais os fatores microeconômicos subjacentes na inflação:

Gráfico 1 – Intervalo Entre Metodologias do Hiato do Produto
Metodologias: Filtro de Kalman, HP, Linear, Beveridge Nelson e Filtro



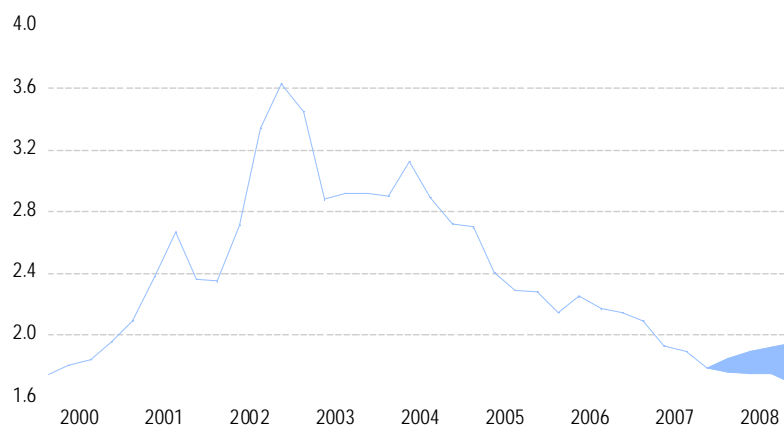
- **Concorrência setorial e poder de fixação de preço:** a crescente disputa pelo mercado interno reduzindo as margens dos produtores e do atacado. A experiência internacional demonstra que países que saem de um ambiente inflacionário e passam a conviver com maior estabilidade (medido como menor desvio padrão das observações mensais) melhoram o grau de concorrência do mercado. O efeito final sobre a economia é um menor poder de fixação de preço que ajuda a amortecer choques inflacionários. Essa constatação ganha ainda mais força com o câmbio apreciado e a maior propensão a importar.

- **Efeito riqueza e substituição (elasticidades cruzadas):** Há setores que encontram resistências a novos aumentos de preços como, por exemplo, o feijão, o leite e proteínas animais (variação em 2007 de 125%, 36% e 30% respectivamente). Os níveis atuais de preços, em alguns casos, já se encontram em patamares recordes em relação ao histórico. Elevações de preços adicionais podem ser seguidas por redução de consumo ou a preferência de produtos similares.

- **Taxa de câmbio e os avanços tecnológicos.** – A valorização do Real permitiu o investimento em máquinas e equipamentos que terminam em aumentar a produtividade da economia. Nesse caso, a redução de margens, advinda de choques de oferta, poderia ser compensada com ganhos de produtividade.

A taxa de câmbio deve ficar fechar o ano próximo de R\$ 1,7 devido ao aumento da aversão ao risco provocada pela crise americana (saída da conta financeira), menor vigor das contas externas (estimamos USD24 milhões de saldo comercial) e nossa expectativa de recuperação do dólar frente às moedas internacionais no segundo semestre do ano (quando o *Fed Funds* alcançar seu equilíbrio que acreditamos que seja 2%).

Gráfico 2 – Intervalo de Projeção da Taxa de Câmbio



Nosso cenário leva em consideração que os alimentos devem continuar a pressionar o IPCA, mas com menor intensidade. Porém, se persistir a trajetória de alta, especialmente nos preços dos cereais ou por efeitos climáticos, não podemos descartar um número acima de 5% para a inflação. Ainda assim, não seria uma variação aberrante em relação a países semelhantes ou até mesmo superiores ao Brasil em estabilidade de preços.

A trajetória de inflação em 12 meses estimada em nosso modelo não fica em nenhum momento do ano inferior a 4,5%, o que torna novos cortes da taxa SELIC um evento de baixa probabilidade. A projeção do Banco Central no Relatório Trimestral deve ser revista de 4,3% para 4,6% em março, corroborando o momento delicado que a inflação se encontra.

O Banco Central poderia entender que a inflação tem caráter temporário, advindo dos preços de alimentos e seguir cortando a taxa SELIC, porém entendemos que esse procedimento não seria correto, pois sabemos que a natureza do choque tem caráter de maior extensão (exceto que haja uma deterioração muito intensa da economia americana com impacto generalizado na atividade global). A literatura econômica mostra que no geral os choques de oferta na economia são bem conhecidos. A autoridade monetária tem informações para fazer a distinção entre a natureza e duração e o potencial impacto sobre a economia.

As commodities agrícolas provavelmente estão passando por um “super ciclo” assim como os preços dos metais desde 2002. Nesse caso, perseguir uma medida de núcleo seria uma forma de ignorar informação disponível sobre o futuro dos preços.

Tabela 1 – Projeção do IPCA Desagregada

	Pesos	nov/07	dez/07	jan/08	2005	2006	2007	2008
IPCA	100.0	<u>0.38</u>	<u>0.74</u>	<u>0.54</u>	<u>5.69</u>	<u>3.14</u>	<u>4.46</u>	<u>4.69</u>
Administrados	30.5	0.26	0.18	0.20	9.00	4.52	1.75	3.70
Livres	69.5	0.50	0.98	0.68	4.20	3.17	6.18	5.12
Duráveis	9.71	-0.16	0.03	0.20	3.05	-1.55	-0.45	1.00
Serviços	22.6	0.37	0.46	0.43	6.79	5.55	5.14	5.00
Não-Duráveis	27.0	0.84	1.90	1.31	3.09	2.36	10.25	6.95
Semi-duráveis	10.3	0.54	0.58	0.08	7.09	4.66	4.43	4.50

Fonte: IBGE

Elaboração: SLW Asset

A Estrutura a Termo x Política Monetária

O mecanismo de transmissão da política monetária para a estrutura a termo pode ser descrita da seguinte maneira : as expectativas de mudanças na taxa básica movem a curva de juros futura posto que o mercado antecipa os movimentos do Banco Central. No regime de metas de inflação o papel da comunicação é muito importante uma vez que influencia a estrutura a termo de juros com impactos sobre os custos de empréstimos para as firmas e famílias. A estrutura a termo tem o efeito final de influenciar o nível de atividade sem que nenhuma alteração de juros tenha sido realizada – apenas pela comunicação do Banco Central.

Esta dinâmica, descrita anteriormente sobre a estrutura a termo, é chamada de teoria das expectativas. Entretanto, estudos mostram que na maioria das vezes esse processo não ocorre. Na prática ocorrem mudanças na estrutura a termo por preferência de liquidez, falta de credibilidade do Banco Central e mudanças no grau de percepção de aversão ao risco.

No Brasil, as recentes elevações das taxas futuras de juros parecem estar relacionadas a um aumento da aversão ao risco. Apesar do Banco Central ter apertado o discurso nas últimas atas, a trajetória futura de inflação não parece ser consistente com um

recrudescimento na política monetária. A inflação fica ao longo do ano acima da 4,5%, porém não há por nenhum agente no mercado a expectativa de uma trajetória explosiva – em todos os casos o IPCA retorna para próximo de 4% em 2009.

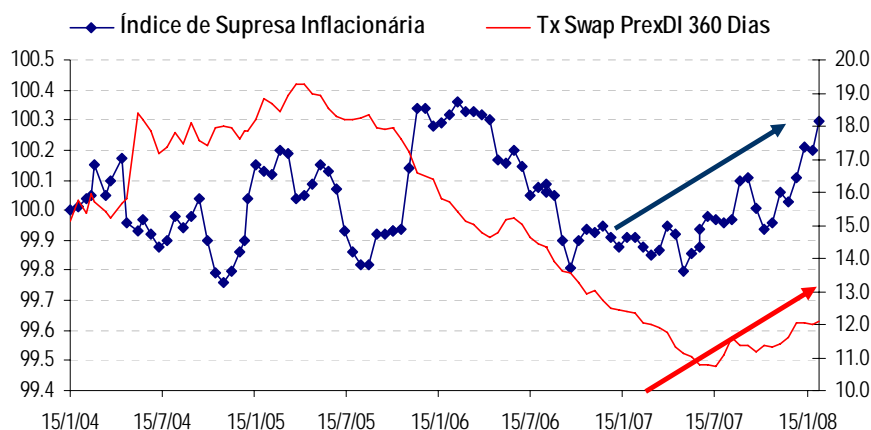
Findo o processo de convergência de uma economia com inflação moderada para baixa, parece mais razoável que o Banco Central amplie o horizonte de monitoramento da inflação para 18 ou 24 meses. Partindo desse pressuposto, a inflação estaria confortavelmente na trajetória da meta.

Existem estudos como o do economista Juan Manoel do Banco Central da Colômbia que demonstram que as flutuações da estrutura a termo estão muito mais relacionadas com as mudanças de aversão ao risco do que alterações da política monetária. Mesmo quando o aumento de aversão ao risco seja advindo de choques de oferta sobre os preços.

Existem diversos motivos para que haja um prêmio de risco embutido na taxa de juros: aumento de aversão ao risco, prêmio por liquidez e segmentação no mercado de títulos.

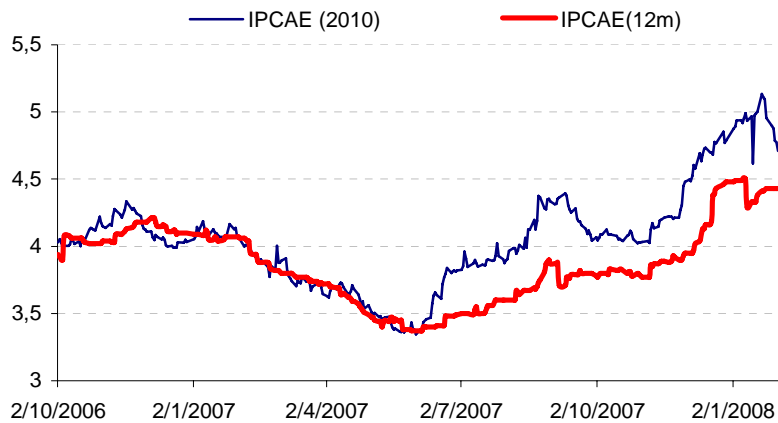
As taxas futuras de juros têm subido no Brasil recentemente. Acreditamos que grande parte desse movimento esteja associado com um aumento da aversão a risco advindo da crise na economia americana. Mesmo que essa crise tenha ocorrido em um momento onde a inflação está próxima da meta e o Banco Central tenha apertado na comunicação com o mercado (via as atas do Copom). O Gráfico 1 mostra exatamente esse efeito. Há um aumento da incerteza sobre a inflação, medido pelo crescimento do índice de surpresa inflacionária (medido como a diferença entre as projeções do IPCA e o IPCA-15 em série de base 100).

Gráfico 1 – Índice de Surpresa Inflacionária e Taxa do Swap PrexDI 360 dias



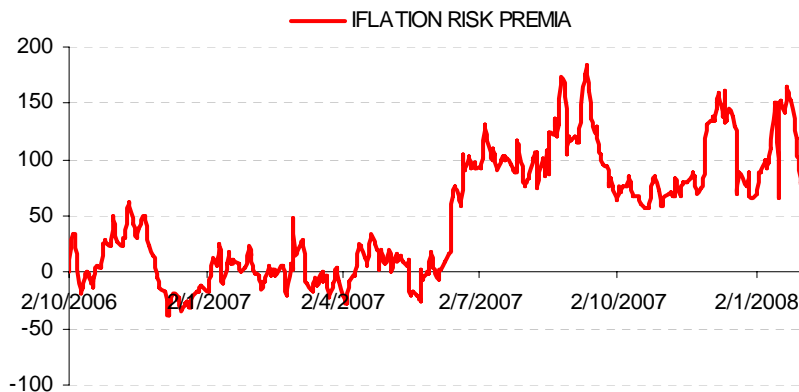
Uma forma de enxergar o aumento da aversão ao risco sobre a curva de juros é através da expectativa de inflação implícita nos títulos públicos indexados a inflação (NTN-B 2010). Teoricamente, a diferença entre as duas representa o aumento de aversão ao risco e um prêmio pelas incertezas inflacionárias. No Gráfico 2 temos essa relação. É possível notar que até o início de 2007 essa relação era muito próxima e há um descolamento a partir do segundo semestre daquele ano. Assumindo que não há uma descrença na política monetária (que poderia levar a um aumento do prêmio pela incerteza inflacionária) este descolamento está completamente associado à aversão a risco internacional vivida nos últimos meses.

Gráfico 2 – A Inflação Esperada Medida Pelo Focus e Através do Títulos Indexados a Inflação



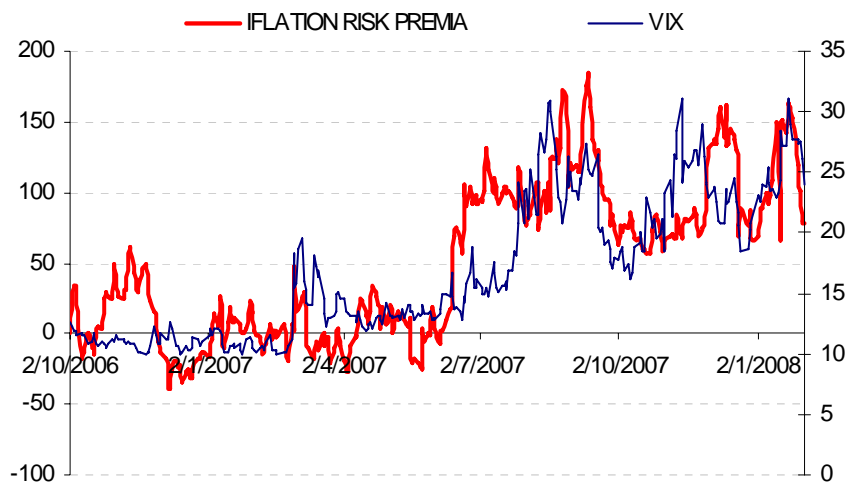
No Gráfico 3 temos a diferença entre a inflação a inflação esperada e a implícita como uma aproximação da aversão ao risco.

Gráfico 3 – Premio de Risco Implícito nos Títulos Indexados a Inflação



Relacionando o prêmio de risco com o índice de VIX da bolsa americana (volatilidade implícita do índice SP500 que está diretamente associado com o aumento das incertezas nos mercados) temos que há uma relação muito forte entre a aversão a risco internacional e o recente aumento das taxas futuras de juros.

Gráfico 4 – Aversão ao Risco e o Índice VIX



Em suma, existem fortes indícios para acreditar que o recente aumento na taxa futura de juros brasileira esteja associada a maior aversão ao risco internacional. Nesse caso há vultosos prêmios na compra dos títulos de prazos mais longos ou arbitragem dos spreads entre os contratos.

Política Fiscal

Margarida Gutierrez

Política Fiscal: CPMF é mais que compensada

Apesar da não renovação da CPMF, que implicou em uma perda de receitas previstas em torno de R\$ 40 bilhões para 2008, a arrecadação de impostos e contribuições federais aumentou muito. Com isso, o superávit primário consolidado nos últimos 12 meses encerrados em janeiro atingiu R\$ 106,8 bi (4,15% do PIB), superior à meta de 3,80% do PIB fixada para este ano. Como a arrecadação que mais cresceu foi a ligada à atividade econômica (IRPJ, CSLL, IPI e Imposto de Importação), ao que tudo indica, parece que o dinamismo da atividade econômica compensará o fim da CPMF (Tabela 1).

A maior parte do superávit primário gerado foi contribuição do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) totalizando R\$ 64,4 bilhões em janeiro (2,50% do PIB).

Os elevados esforços de caixa obtidos ao longo de 2007 associados à queda dos juros que incide sobre a dívida pública têm permitido uma contínua redução do déficit fiscal (resultado nominal) que era de 3,01% do PIB nos 12 meses encerrados em dezembro de 2006 e que em janeiro já alcançou o patamar de 2,02% do PIB (Tabela 2).

Tabela 1
Arrecadação das receitas federais
Jan/ Feb
A preço de fevereiro de 2008 (IPCA)

UNIDADE: R\$ MILHÕES

RECEITAS	2008 (A)	2007 (B)	Var. % (A)/(B)
IMPOSTO SOBRE IMPORTAÇÃO	2.433	1.814	34,11
I.P.I -TOTAL	5.875	5.028	16,87
IMPOSTO SOBRE A RENDA - TOTAL	32.928	24.862	32,44
I.RENDA-PESSOA FÍSICA	1.377	1.071	28,54
I.RENDA-PESSOA JURÍDICA	17.398	12.878	35,1
ENTIDADES FINANCEIRAS	3.972	2.505	58,54
DEMAIS EMPRESAS	13.426	10.373	29,44
IOF - I.S/ OPERAÇÕES FINANCEIRAS	2.815	1.212	132,26
ITR - I. TERRITORIAL RURAL	21	19	14,20
CPMF - CONTRIB. MOVIMENTAÇÃO FINANCEIRA	904	5.902	-84,69
COFINS-CONTRIB. P/ A SEGURIDADE SOCIAL	19.289	16.652	15,84
CONTRIBUIÇÃO PARA O PIS/PASEP	5.097	4.519	12,78
CSLL- CONTRIB. SOCIAL S/ LUCRO LÍQUIDO	8.078	6.267	28,89
CIDE-COMBUSTÍVEIS	1.345	1.368	-1,67
CONTRIBUIÇÃO PARA O FUNDAF	48	56	13,82
OUTRAS RECEITAS ADMINISTRADAS	973	1.135	-14,24
SUBTOTAL (A)	79.806	68.833	15,94
RECEITA PREVIDENCIÁRIA (B)	27.011	23.554	14,68
RECEITA ADMINISTRADA PELA RFB (C)=(A)+(B)	106.817	92.387	15,62
DEMAIS RECEITAS (D)	4.229	3.697	14,40
TOTAL GERAL DAS RECEITAS (E)=(C)+(D)	111.046	96.084	15,57

Fonte: SRF/ Ministério da fazenda

Tabela 2
Necessidade de Financiamento do Setor Público
(sem desvalorização cambial)
Fluxo em 12 meses

	R\$ milhões							% PIB						
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Jan	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Jan
Nominal	61.614	79.030	47.144	63.641	69.883	57.926	51.925	4,17	4,65	2,43	2,96	3,01	2,27	2,02
Juros nominais	114.004	145.203	128.256	157.145	160.027	159.532	158.737	7,71	8,54	6,61	7,32	6,89	6,25	6,17
Primário	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.144	-101.606	-106.812	-3,55	-3,89	-4,18	-4,35	-3,88	-3,98	-4,15
1. Governo Central	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-51.352	-59.439	-64.339	-2,16	-2,28	-2,70	-2,60	-2,21	-2,33	-2,50
2. Estatais Federais	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-13.544	-11.909	-12.594	-0,43	-0,56	-0,46	-0,61	-0,58	0,47	-0,49
3. Governos Regionais	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.715	-29.934	-29.628	-0,72	-0,81	-0,90	-0,99	-0,85	-1,17	-1,15
4. Estatais Regionais	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-5.534	-326	-252	-0,24	-0,23	-0,12	-0,15	-0,24	-0,01	-0,01

Fonte: BC

(+) = déficit; (-) = superávit

No entanto, os excelentes resultados experimentados nos últimos anos estiveram condicionados ao aumento da carga tributária.

Considerando a esfera de governo central, por exemplo, a participação dos impostos e contribuições arrecadados passou de 12,03% do PIB em 1998 para 17,28% do PIB em janeiro de 2008. Ao mesmo tempo, as despesas primárias que representavam 15,04% do PIB passaram a 17,95% no mesmo período.

Conforme os dados da tabela 3, as despesas que mais cresceram foram às relativas aos benefícios pagos pelo INSS e as classificadas como custeio (que envolvem desde gastos com transferências assistenciais como LOAS/RMV e Bolsa Família até o custeio propriamente dito da máquina pública). Os investimentos do governo central, por outro lado, embora tenham se elevado nos últimos 2 anos, ainda se encontram em patamares baixos, a julgar pela elevada carga tributária e pela reconhecida necessidade de ampliação da infraestrutura básica como forma de viabilizar a recente onda de investimentos privados.

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 Jan
Receitas Primárias Brutas	18,74	19,66	19,93	20,77	21,66	20,98	21,61	22,74	23,39	24,24	24,53
Impostos	7,40	7,61	7,39	7,48	7,96	7,39	7,25	7,76	7,79	8,40	8,74
Contribuições	4,63	5,68	6,6	6,83	7,53	7,63	8,29	8,46	8,25	8,55	8,54
2. Transferências a Estados e Municípios	2,91	3,28	3,42	3,53	3,8	3,54	3,48	3,91	3,98	4,14	4,18
3. Receita Líquida (1-2)	15,83	16,38	16,51	17,23	17,86	17,44	18,13	18,84	19,32	20,11	20,35
4. Despesas Primárias	15,04	14,49	14,73	15,57	15,71	15,13	15,59	16,38	17,22	17,84	17,95
4.1 Pessoal e Encargos	4,56	4,47	4,57	4,80	4,81	4,46	4,31	4,3	4,52	4,56	4,60
4.2 Pagamentos Previdenciários (INSS)	5,45	5,5	5,58	5,78	5,96	6,3	6,48	6,8	7,10	7,26	7,32
4.3 Custeio e Capital	5,03	4,52	4,59	4,98	4,94	4,36	4,8	5,29	5,60	6,03	6,03
4.3.1 Benefícios Assistenciais (LOAS E RMV)	0,12	0,14	0,17	0,21	0,23	0,26	0,39	0,43	0,5	0,56	0,56
4.3.2 Saúde	1,23	1,34	1,37	1,41	1,39	1,33	1,38	1,45	1,39	1,36	n.d
4.3.3 Investimentos	0,85	0,65	0,86	1,12	0,68	0,38	0,46	0,47	0,58	0,63	n.d
4.3.3 Educação	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	0,36	0,29	0,32	0,26	0,28	n.d
5. Resultado Primário do Governo Central (3-4)	0,77	1,89	1,78	1,67	2,15	2,31	2,54	2,46	2,1	2,27	2,4
Ajuste Metodológico	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-1,55	0,11	0,11	0,11	0,07	n.d
Discrepância Estatística	-0,26	0,24	-0,05	0,02	0,01	-0,03	0,05	0,02	-0,01	-0,01	n.d
Resultado Primário Governo Central	0,51	2,13	1,73	1,69	2,16	2,28	2,7	2,6	2,2	2,33	n.d

Fonte: STN/ Ministério da Fazenda

• **A Evolução do Perfil da Dívida Pública**

A Dívida Líquida do Setor Público (que inclui os passivos financeiros e desconta os ativos financeiros (reservas internacionais e demais créditos do setor público)) tem experimentado uma trajetória descendente desde 2003. Para esse resultado, contribuíram, além dos excelentes superávits primários obtidos ao longo dos últimos anos e a queda dos juros que incidem sobre a dívida pública (em decorrência da queda das taxas de juros na economia brasileira), o maior crescimento do PIB em 2007, afetando diretamente o denominador (gráfico 1).

Em 2003, iniciou-se um processo crescente de desdolarização da dívida pública e a partir de julho de 2006 o setor público consolidado já era credor cambial (Tabela 4).

Ao mesmo tempo, melhorias substanciais no perfil de endividamento público ocorreram com a redução da dívida Selicada em favor da dívida indexada a índices de preços e a préfixada, diminuindo a vulnerabilidade da dívida pública às decisões de política monetária, e com o alargamento dos prazos, tornando as rolagens da dívida menos vulneráveis aos acontecimentos do momento (gráficos 2 e 3).

No entanto, essa reestruturação da dívida teve custos fiscais, especialmente em um contexto de contínua apreciação cambial:

- a troca de uma dívida cambial por uma dívida corrigida em R\$ significou o pagamento de juros mais elevados e de ajustes patrimoniais cambiais que incidem desfavoravelmente sobre a dívida líquida (quando o setor público é credor em câmbio, apreciações do real aumentam a dívida líquida medida em R\$ porque reduzem os ativos cambiais, quando expressos em R\$).

- a mudança do perfil da dívida em favor dos préfixados em detrimento dos títulos Selicados também obrigou a um aumento das despesas com juros já que os papéis prefixados devem cobrir o risco de elevações na taxa básica de juros.

- as compras esterilizadas de U\$ pelo BC no mercado de câmbio também representam um custo fiscal, dado pelo diferencial entre os juros domésticos e internacionais, em um contexto de intensa apreciação cambial.

Por todos esses fatores, enquanto a Dívida Líquida Consolidada/PIB experimenta uma trajetória de queda, a Dívida Líquida Interna/PIB tem uma tendência oposta (gráfico 4).

Gráfico 1

Dívida Líquida Pública Consolidada (%PIB)

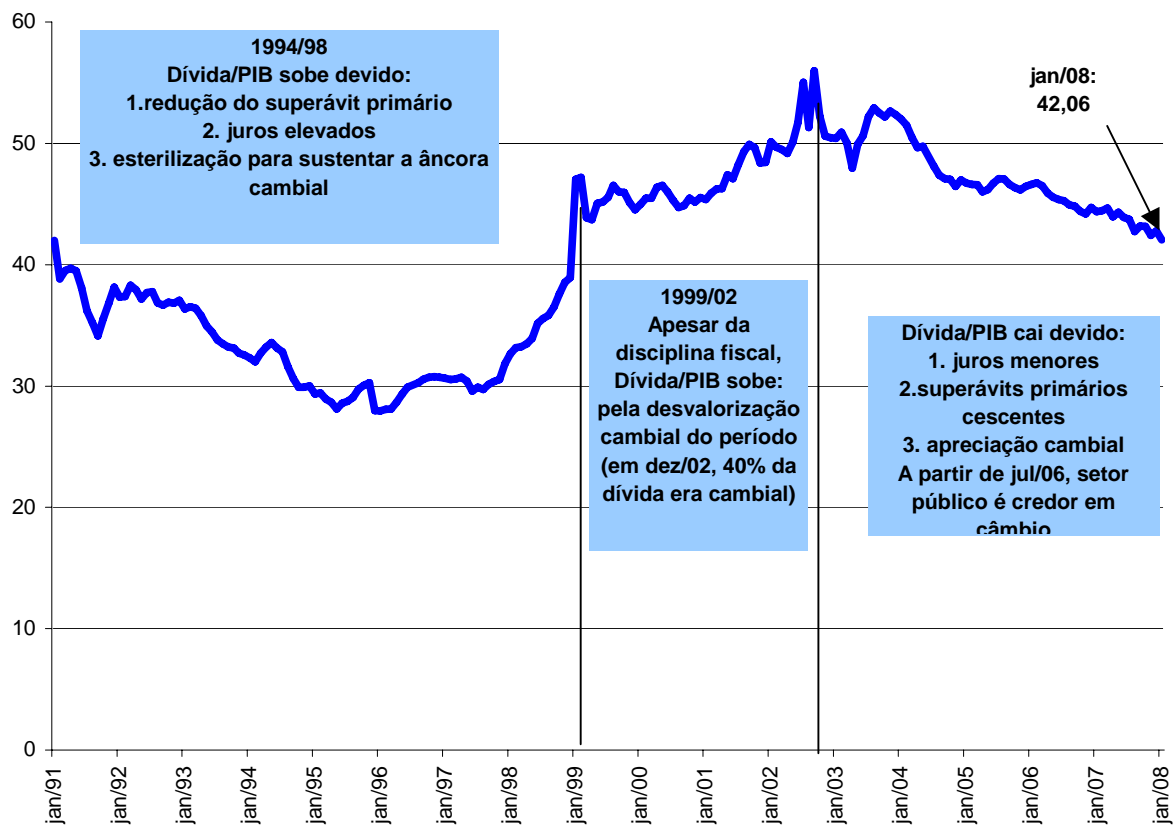


Gráfico 2

**Perfil da Dívida Pública Mobiliária Fdereal Interna
(participação relativa)**

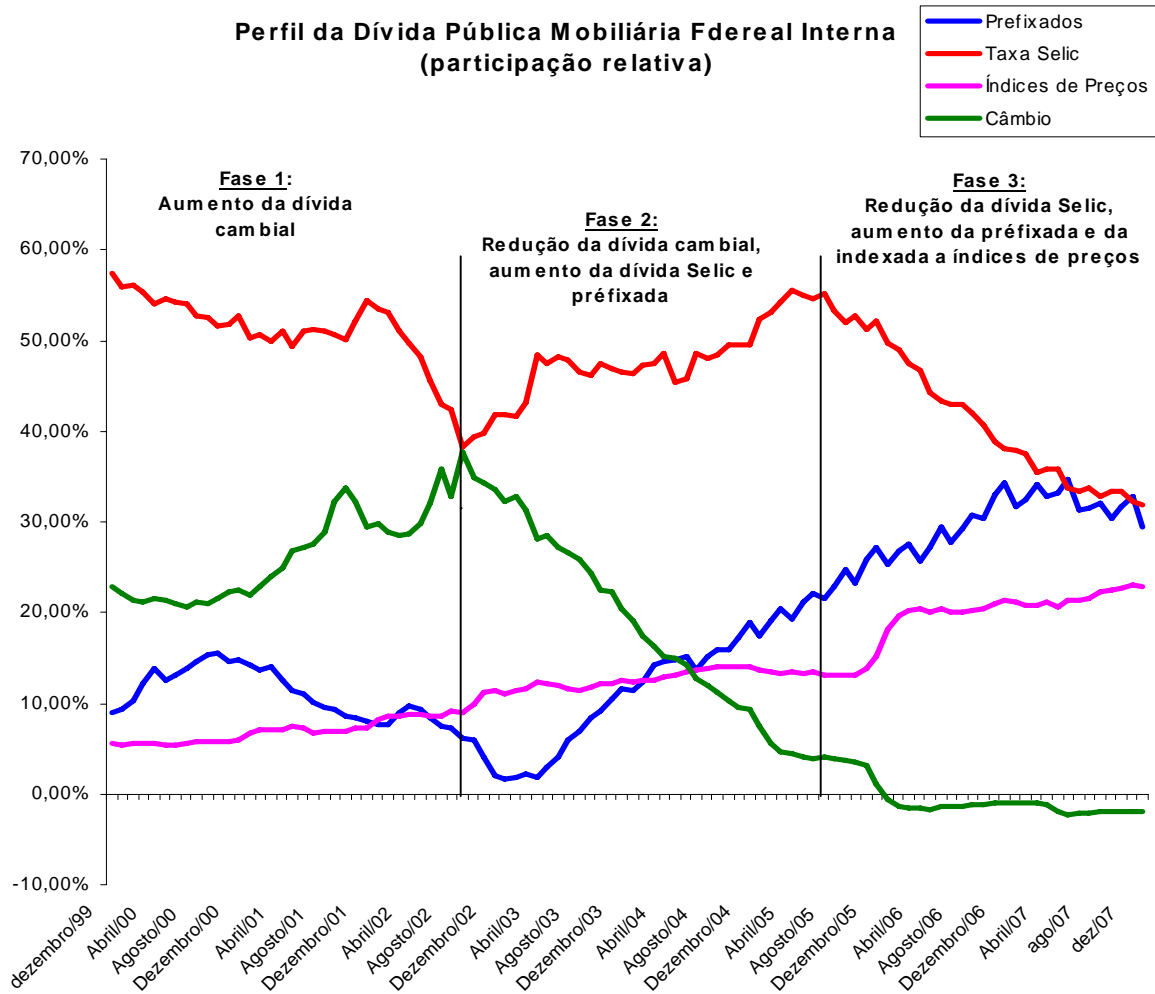


Gráfico 3

**Dívida Pública de Curto Prazo
- a vencer em até 12 meses
(% relativa na DPMFi)**

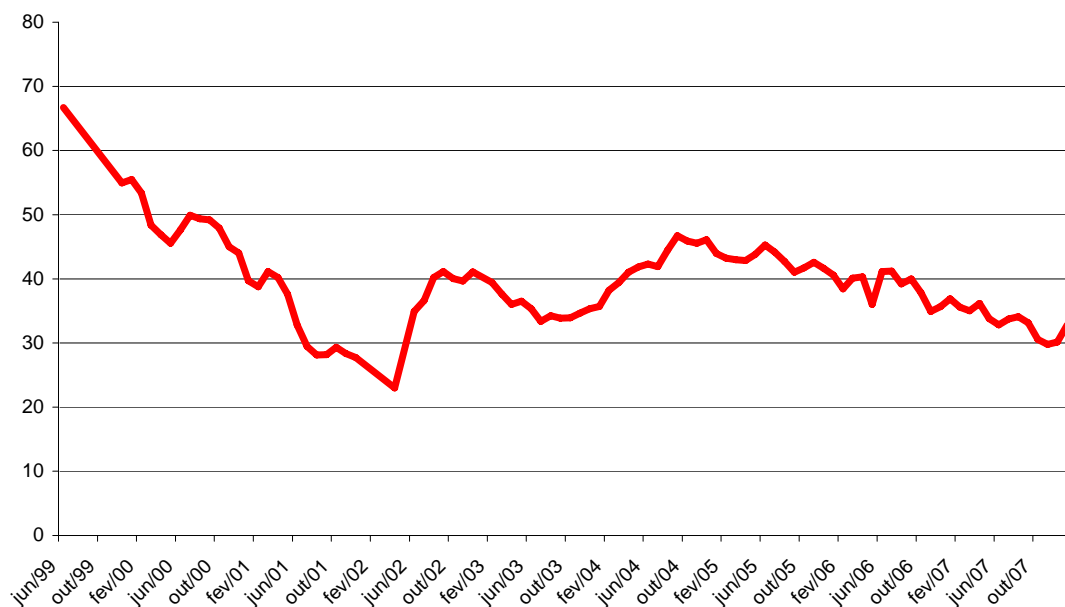


Gráfico 4

Dívida Líquida Interna e Externa Pública

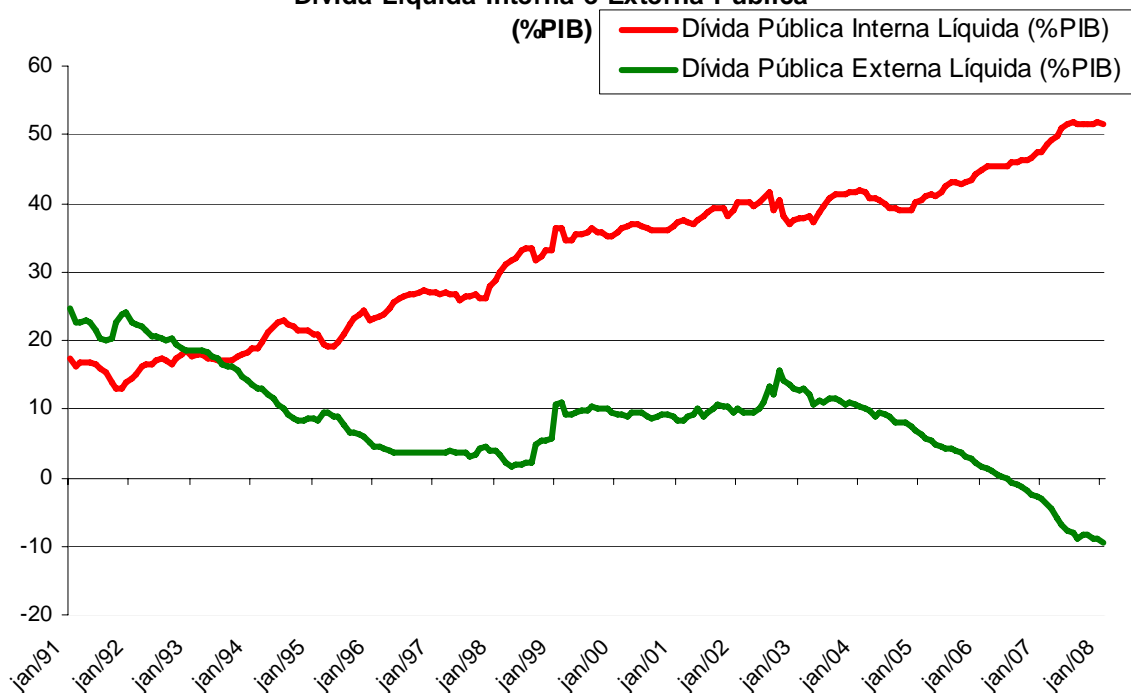


Tabela 4
Perfil da Dívida Pública
 (%PIB)

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	dez/07	dez/08
Dívida/PIB	44,53	45,54	48,44	50,46	52,36	46,99	46,52	44,91	42,78	42,06
Total da Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	85,5	95,3	106,6	112,0	123,1
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	2,3	0,6	-0,6	-0,3	-0,3
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61	72,9	83,2	94,7	107,2	122,3	123,4
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	14,5	4,7	-6,6	-22	-23,1
Dívida indexada ao câmbio	40,5	39,7	45,6	39	27,1	16,8	5,3	-7,1	-22,3	-23,5

Fonte: BC

Setor Externo

Cecília Hoff

A forte aceleração das importações nos primeiros dois meses do ano, o agravamento da crise americana e a possibilidade de queda nos preços das commodities provocaram uma nova revisão das projeções para o saldo comercial brasileiro em 2008. Neste contexto, é possível que o saldo comercial se reduza para um valor inferior a US\$ 20,0 bilhões (tabela 1). Não obstante, na conjuntura atual o único dos três fatores acima que está contribuindo decisivamente para a redução do saldo é o aumento das importações. Como as exportações continuam crescendo em valor, a diferença entre as taxas de crescimento das exportações e importações está aumentando e levando a um rápido encolhimento do saldo comercial. Nos doze meses encerrados em fevereiro as exportações mostraram um crescimento de 17,8% em relação aos doze meses anteriores, enquanto as importações cresceram 36,5% no mesmo critério de comparação. No acumulado do ano em fevereiro a taxa de crescimento das exportações em relação ao mesmo período do ano anterior se acelerou para 23,5% e a das importações para 54,6%. Na margem (trimestre encerrado em fevereiro em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal), as exportações cresceram num ritmo anualizado de 28,3%, enquanto as importações cresceram numa velocidade anualizada impressionante de 83,5%.

Tabela 1
Saldo Comercial Acumulado em 12 meses
(US\$ bilhões)

	Exportações	var.%(²)	Importações	var.%(²)	Saldo
dez/07	160,7	16,8	120,5	31,9	40,1
jan/08	162,9	17,0	124,4	33,2	38,5
fev/08	165,6	17,8	129,1	36,3	36,5
mar/08 ⁽¹⁾	165,7	16,6	133,5	38,4	32,2
dez/08 ^P	184,0	14,5	164,0	36,1	20,0

⁽¹⁾ Até a 3ª semana

⁽²⁾ Em relação aos 12 meses anteriores.

^P Projeção

Fonte: MDIC/Secex.

Neste sentido, as perspectivas para o resultado comercial só não são piores porque as exportações continuam crescendo – o que parece surpreendente, dada a magnitude da apreciação cambial. Mas esta aceleração é um reflexo dos aumentos nos preços, uma vez que em quantum houve uma desaceleração das vendas externas (tabela 2). No total das exportações, o crescimento dos preços foi de cerca de 21% nos dois primeiros meses do ano em relação ao mesmo período do ano anterior, enquanto o quantum exportado aumentou somente 2% (uma desaceleração em relação aos 4,8% de crescimento no acumulado em doze meses). O fenômeno do aumento dos preços pode ser observado em todas as classes de produtos, com destaque para as exportações de produtos básicos e semimanufaturados, cujos preços (na maioria commodities) tem aumentado na esteira

do crescimento da economia mundial, observado até recentemente. No caso dos manufaturados, alguns produtos também são commodities e se beneficiam dos aumentos nos preços internacionais, enquanto que para os demais, dois tipos de estratégias têm sido utilizadas para driblar a apreciação cambial e manter o volume de vendas externas: i) reajuste de preços no mercado internacional, estratégia válida para produtos e mercados diferenciados, ou ii) aumento da utilização de insumos importados para reduzir custos e manter a lucratividade das exportações.

Tabela 2
Exportações em Quantum e Preço

		(var. %)	
		Acumulado em 12 meses (fev/06)	Acumulado no Ano (fev/06)
Total	<i>quantum</i>	4,8	2,0
	<i>preço</i>	12,5	21,2
Básicos	<i>quantum</i>	8,4	-5,5
	<i>preço</i>	19,4	35,3
Semimanufaturados	<i>quantum</i>	0,4	4,6
	<i>preço</i>	10,5	16,1
Manufaturados	<i>quantum</i>	3,9	5,0
	<i>preço</i>	9,1	13,8

(¹) Variação anualizada do trimestre encerrado em fevereiro em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal.

Fonte: Funcex.

Mas este padrão de crescimento das exportações parece estar chegando ao fim. Na hipótese de uma desaceleração da economia mundial, os preços das commodities deverão se estabilizar ou cair levemente, podendo gerar um crescimento baixo ou mesmo nulo das exportações destes produtos até o final do ano. Na pior das hipóteses (de recessão mundial), estes preços podem despencar, piorando sensivelmente o resultado das exportações de commodities, que apresentariam uma taxa de crescimento negativa. Por outro lado, a estratégia de reajustar os preços dos manufaturados não commodities pode estar chegando ao fim, uma vez que provoca perda de competitividade e que o espaço para tais ajustes é menor quando a demanda cresce menos. Ademais, com a continuidade do crescimento da demanda doméstica, é possível que ocorra um redirecionamento destas vendas para o mercado interno. Confirmando-se a hipótese de desaceleração (e não de recessão) da economia mundial, é possível que o aumento das exportações puxadas pelos preços ainda ganhe uma sobrevida ao longo de 2008, se esgotando no final do ano ou início do ano que vem. De todo modo, é um padrão de crescimento concentrado e instável, no sentido de que pode piorar sensivelmente se o cenário internacional se agravar.

Apesar da vulnerabilidade do crescimento das exportações, seu desempenho tem sido fundamental para manter o saldo comercial ainda positivo em face do crescimento acelerado das importações. Como mostra a tabela 3, as importações apresentaram um forte crescimento em quantum nos doze meses encerrados em fevereiro, em todas as categorias de uso. No acumulado nos primeiros dois meses do ano o crescimento se acelerou em todas as categorias (exceto combustíveis), com destaque para as compras de bens de consumo duráveis, cujo aumento do volume importado foi de 92,3% nos dois primeiros meses do ano em relação ao mesmo período do ano passado. Como as compras destes bens (somados com os bens de consumo não duráveis) correspondem a

cerca de 13% da pauta de importações brasileira, o efeito deste aumento fica amortecido no resultado agregado. Mas se as compras destes produtos continuarem apresentando uma taxa de crescimento superior às demais, sua participação deverá aumentar em pouco tempo.

Tabela 3
Importações em Quantum e Preço

		(var. %)	
		Acumulado em 12 meses (fev/06)	Acumulado no Ano (fev/06)
Total	<i>quantum</i>	23,6	30,7
	<i>preço</i>	10,4	18,1
Bens de Capital	<i>quantum</i>	36,6	53,8
	<i>preço</i>	4,2	8,6
MP e Intermediários	<i>quantum</i>	22,2	33,5
	<i>preço</i>	10,0	14,5
BCD	<i>quantum</i>	57,1	92,3
	<i>preço</i>	1,3	6,2
BCND	<i>quantum</i>	14,7	19,4
	<i>preço</i>	14,7	13,2
Combustíveis	<i>quantum</i>	15,6	-1,2
	<i>preço</i>	17,9	48,5

⁽¹⁾ Variação anualizada do trimestre encerrado em fevereiro em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal.

Fonte: Funcex.

Observa-se também no início deste ano um aumento na taxa de crescimento dos preços em dólares das importações de modo geral, embora o aumento maior tenha ocorrido nos combustíveis (o que puxou os preços das importações agregadas para cima). A este respeito, deve ser notado que o aumento dos preços das importações ainda não foi suficiente para anular o efeito da apreciação cambial sobre o custo em reais das importações. Isto é, a variação dos preços das importações em reais ainda é negativa (tabela 4), o que indica que, a despeito do aumento dos preços em dólares, as importações ainda estão contribuindo para baratear custos e ancorar os preços domésticos.

Tabela 4
Preços das Importações em US\$ e R\$

	(var. %)			
	Acumulado em 12 meses (fev/06)		Acumulado no Ano (fev/06)	
	US\$	R\$	US\$	R\$
Total	10,4	-3,5	18,1	-2,3
Bens de Capital	4,2	-9,0	8,6	-10,2
MP e Intermediários	10,0	-3,9	14,5	-5,3
BCD	1,3	-11,4	6,2	-12,2
BCND	14,7	0,2	13,2	-6,4
Combustíveis	17,9	3,0	48,5	22,8

⁽¹⁾ Variação anualizada do trimestre encerrado em fevereiro em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal.

Fonte: Funcex.

O desempenho das exportações e importações como descrito acima implica em uma reversão significativa do saldo em transações correntes este ano, que poderá alcançar um déficit de US\$ 19,0 bilhões. Por enquanto, um déficit desta magnitude pode ser inteiramente financiado pelo ingresso de investimentos diretos. Mas este resultado pode ser pior se a desaceleração da economia mundial for mais forte e induzir uma queda os preços das commodities, que implicaria também em uma desaceleração da economia da América Latina, para onde estão sendo direcionadas boa parte das vendas de manufaturados brasileiros. De todo modo, no momento isto é apenas um risco. Na conjuntura atual os preços das importações ainda estão suficientemente baixos para, em conjunto com a apreciação cambial, baratear custos; os preços das commodities ainda estão num patamar elevado e devem permanecer próximos dele se a economia mundial sofrer uma desaceleração mas não entrar em recessão; e as exportações para mercados como o da América Latina, podem continuar crescendo se a desaceleração mundial não interromper o crescimento destes países.

Tabela 5
Saldo em Transações Correntes e Projeções

	2006	2007	2008 ^P
Balança Comercial	46,5	40,0	20,0
Exp	137,8	160,7	184,0
Imp	91,3	120,6	164,0
Serviços	-9,7	-12,7	-15,0
Rendas	-27,5	-27,9	-28,0
Transf. Unilaterais	4,3	4,1	4,0
Transações Correntes - Total	13,6	3,6	-19,0
Investimento Direto Líquido	-9,4	27,6	20,0

^P Projeção

Fonte: Banco Central do Brasil.