

Economia & Conjuntura

Apresentação

Antonio Licha

Dois temas têm dominado o debate sobre conjuntura no Brasil nestes últimos dois meses. Em primeiro lugar a divulgação pelo IBGE dos novos resultados sobre Contas Nacionais levou a revisar vários conceitos sobre solvência pública e externa da economia brasileira. Por outro lado, novos temas surgiram na análise da dinâmica macroeconômica. Em especial, deve-se discutir o papel que a Indústria (notadamente a de Transformação) cumpriu nos últimos anos como “motor” do nível de atividade e a nova dinâmica do setor Serviços. A compreensão desses temas é fundamental para a realização de projeções de curto prazo. O Panorama Macroeconômico inicia essa análise que deve-se prolongar por vários meses. Outro tema, importante para o médio prazo, é a nova estimativa da taxa de crescimento do PIB potencial.

O outro tema é o papel da apreciação cambial sobre o desempenho ruim da indústria nos últimos anos. O Grupo de Conjuntura já vem analisando este tema desde começo de 2006, mas novos dados são apresentados neste número.

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



Equipe do Grupo de Conjuntura

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

Editor Responsável

Antonio Luis Licha – lica@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

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

Colaboradores

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

Estagiários

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

Contato

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

Índice

	Página
Panorama Macroeconômico	6
Projeções do Grupo de Conjuntura	15
Nível de Atividade Industrial	16
Investimento	20
Inflação	24
Política Fiscal	28
Setor Externo	34

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

O cenário externo favorável e o maior otimismo em relação à economia brasileira – alimentado, em parte, pela revisão da série das Contas Nacionais pelo IBGE, que mostrou um crescimento do PIB acima do que se contava e melhorou o comportamento de indicadores de solvência, com destaque para a redução da dívida pública/PIB – vem se refletindo neste ano numa queda acentuada (e maior do que a da média dos emergentes) do risco País, assim como da taxa de câmbio e dos juros longos (tabela 1). A revisão da série do PIB pelo IBGE, as perspectivas de crescimento em 2007 à luz da nova série, e o impacto da apreciação cambial em curso sobre a atividade econômica são examinados a seguir.

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 PróxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante ⁽³⁾	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
17/10/2006 ⁽²⁾	213	187	26	2,14	13,29	8,88	4,77	60,94
28/11/2006 ⁽²⁾	227	201	26	2,19	12,9	8,38	4,5	61,21
23/01/2007 ⁽²⁾	187	167	20	2,14	12,37	8,02	4,81	55,10
6/03/2007 ⁽²⁾	195	187	8	2,12	12,00	7,92	4,53	61,39
17/4/2007 ⁽²⁾	155	162	-7	2,04	11,64	7,72	4,68	65,93
02/05/2007	153	163	-10	2,03	11,25	7,48	4,64	66,25

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil.

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Véspera do anúncio do PAC

A nova série do PIB, divulgada pelo IBGE no final de março, apresentou mudanças significativas em relação à série antiga, devido a: i) incorporação às Contas Nacionais de novos dados produzidos pelo próprio IBGE e por outras fontes, somente disponíveis na sua totalidade a partir do ano 2000; ii) aperfeiçoamentos metodológicos para o cálculo de determinados itens do PIB (sobretudo no setor serviços). Por conta destes fatores, o crescimento do PIB no período 2001-2006 foi maior do que se sabia (tabela 2). Além disso, a composição do PIB pelas óticas da oferta e da demanda se alterou, com aumento na participação do PIB do setor serviços (em detrimento da indústria e da agropecuária) e do consumo das famílias e do governo (com queda da FBCF, das exportações e das importações).

Tabela 2: Crescimento do PIB (pela ótica da oferta) - Séries Nova e Antiga

	variação % média anual							
	PIB		Indústria		Agricultura		Serviços	
	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga
2001-2006	2,9	2,3	2,6	2,3	4,3	4,2	3,0	2,0
2001-2003	1,7	1,2	0,9	0,7	6,2	5,3	2,0	1,3
2004-2006	4,1	3,4	4,3	3,9	2,5	3,1	4,0	2,6

Fonte: IBGE.

Um aspecto que vale a pena destacar na tabela 2 é que no período 2004-2006 – o primeiro triênio pós Real em que o crescimento não foi interrompido por crises de confiança e seus efeitos negativos sobre o risco Brasil, câmbio e juros –, o PIB cresceu, em média, 4,1% aa. Assim, no período recente, a economia vem crescendo acima dos 3-3,5% usualmente estimados, com base em métodos econométricos, para o crescimento do produto potencial na economia brasileira. E a idéia muito difundida antes da divulgação da nova série do PIB de que, na ausência de profundas reformas, a economia brasileira estaria condenada a um desempenho medíocre (os 3-3,5% de expansão do produto potencial) parece ainda mais questionável quando se tem em conta as perspectivas favoráveis para o crescimento do PIB e para a inflação em 2007 e 2008 (crescimento provavelmente acima de 4% e inflação abaixo da meta de 4,5%).

Visto pela ótica da oferta (tabela 2), o maior crescimento do PIB no período 2001-2006 deveu-se sobretudo ao comportamento do setor serviços – suas taxas de crescimento mais elevadas e seu maior peso no produto explicam a maior parte do aumento do PIB na série revista. Na nova série, além de sua maior participação no produto, o setor serviços tem-se mostrado mais dinâmico e mais volátil. Ter estes aspectos em conta é crucial para avaliar-se as perspectivas de crescimento do PIB daqui para frente. Na série antiga, como o crescimento dos serviços era muito mais inercial – com oscilações não muito pronunciadas em torno de 2% aa – taxas de crescimento do PIB mais elevadas (acima de 4%) exigiam um crescimento da indústria muito expressivo, e bem acima do PIB. Agora, um crescimento do PIB entre 4 e 5%, como se espera para 2007 e 2008, pode em princípio ser obtido com taxas de crescimento da indústria neste mesmo intervalo.

Pela ótica da demanda (tabela 3), a maior contribuição para o crescimento mais elevado do PIB veio do consumo (das famílias e do governo). De todo modo, no período 2004-2006, o componente da demanda doméstica que mais cresceu foi o investimento, cuja taxa de expansão média anual foi de 7,1%, bem acima dos 4,1% aa de crescimento do PIB. Em relação ao investimento, a série nova reforçou o que a série antiga já mostrava. Em períodos de bom ritmo de crescimento do PIB (como 2004-2006), o investimento tem reagido sempre de forma expressiva, crescendo bem mais do que o PIB. Em contrapartida, em períodos de estagnação da economia (sempre associados a taxas de juros e risco Brasil muito elevados), o comportamento do investimento tem sido bastante adverso (como em 2001-2003, quando o investimento caiu 3,1% aa em média). É, sobretudo, por este péssimo desempenho do investimento em períodos de virtual estagnação do PIB que a taxa de investimento continua tão baixa na economia brasileira, a despeito de sua recuperação firme em fases de expansão da atividade econômica. Assim, a idéia corrente de que o desempenho do investimento vem sendo sistematicamente medíocre, por restrições de caráter estrutural à sua expansão, não parece inteiramente adequada. A característica principal do investimento tem sido a sua volatilidade, que inclui desempenhos bastante positivos em períodos de expansão do PIB, como agora, e não simplesmente o seu baixo crescimento.

Tabela 3: Crescimento do PIB (pela ótica da demanda) - Séries Nova e Antiga

	variação % média anual											
	PIB		Famílias		Governo		FBCF		Exportações		Importações	
	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga	Nova	Antiga
2001-2006	2,9	2,3	2,4	1,6	3,0	1,3	2,0	1,8	9,7	10,5	9,9	9,7
2001-2003	1,7	1,2	0,6	-0,5	2,9	1,2	-3,1	-2,7	9,3	9,4	-4,0	-4,3
2004-2006	4,1	3,4	4,3	3,7	3,2	1,3	7,1	6,3	10,0	11,5	13,9	14,0

Fonte: IBGE.

Tendo-se em conta a série revista do PIB e, em particular, o seu desempenho em 2006, o que se deve esperar para o PIB em 2007?

Um primeiro aspecto a considerar é que o crescimento do PIB veio se acelerando ao longo do ano passado. A taxa anual de crescimento em 2006 foi de 3,7%, mas no segundo semestre (relativamente a igual período do ano anterior) o crescimento subiu para 4,6%, como evidencia a tabela 4. E esta aceleração do crescimento ao longo de 2006 é uma indicação positiva para o desempenho da economia em 2007. Se esta taxa de 4,6% fosse mantida entre o segundo semestre de 2006 e o segundo semestre de 2007, a taxa de crescimento de 2007 seria de 4,9%, como se percebe na hipótese 1 da tabela 4. Já na hipótese 2 desta tabela, assume-se que o crescimento do PIB em 2007 será de 4,1% (projeção atual do mercado), e chega-se ao crescimento entre os segundos semestres de 2006 e 2007 requerido para este resultado, de 3,6%. Finalmente, a hipótese 3 corresponde ao crescimento em 2007 previsto pelo Grupo de Conjuntura, de 4,5%, que tem implícito um crescimento no segundo semestre de 2007 de 4,1%. Assim, tanto a projeção do mercado quando a do Grupo de Conjuntura, supõem uma desaceleração do crescimento do PIB entre os segundos semestres de 2006 e de 2007 relativamente ao observado entre os mesmos períodos de 2005 e 2006.

Tabela 4: Crescimento do PIB

	variação % em relação a igual período do ano anterior					
	PIB	FBCF	Indústria		Serviços	Agropecuária
			Total	Transformação		
2004	5,7	9,2	7,9	8,5	5,0	2,3
2005	2,9	3,6	2,2	1,1	3,4	1,0
2006	3,7	8,7	2,8	1,6	3,7	4,1
2006 2ºsem.	4,6	9,0	3,6	2,9	3,8	14,1
2007						
Hipótese 1 (a)						
jan-dez	4,9	-	-	-	-	-
2ºsem	4,6	-	-	-	-	-
Hipótese 2 (b)						
jan-dez	4,1	-	-	-	-	-
2ºsem	3,6	-	-	-	-	-
Hipótese 3 (c)						
jan-dez	4,5	-	-	-	-	-
2ºsem	4,1	-	-	-	-	-

Fonte: IBGE. Elaboração Grupo de Conjuntura

Notas:

(a) Crescimento 2ºsem-07/2ºsem-06 igual ao do 2ºsem-06/2ºsem-05.

(b) Crescimento em 2007 previsto pelo mercado (4,1%) e crescimento 2ºsem-07/2ºsem-06 requerido para este resultado.

(c) Crescimento em 2007 previsto pelo Grupo de Conjuntura (4,5%) e crescimento 2ºsem-07/2ºsem-06 requerido para este res

Obs: Nas três hipóteses acima, a taxa anual de crescimento em 2007 foi calculada a partir da série dessazonalizada do PIB supondo-se crescimento linear do PIB semestral entre os segundos semestres de 2006 e de 2007.

A hipótese de alguma desaceleração do crescimento ao longo de 2007 relativamente ao de 2006 (sendo este medido pelo crescimento no segundo semestre do ano de referência contra o segundo semestre do ano anterior) parece razoável, porque a expansão de 4,6% no segundo semestre de 2006 acabou sendo influenciada por um crescimento atípico da agropecuária, de 14,1% (tabela 4). De todo modo, devido ao carry over para 2007 mais

favorável do que o de 2006, a taxa anual de crescimento do PIB em 2007 deverá ficar acima do seu crescimento no segundo semestre, ao contrário do ocorrido em 2006. E nas hipóteses 2 e 3 da tabela 4, mesmo com um crescimento no segundo semestre de 2007 inferior ao do segundo semestre de 2006, o PIB crescerá mais em 2007 do que em 2006.

Outra indicação positiva para 2007, fornecida pelas Contas Nacionais de 2006, refere-se ao comportamento do investimento. A despeito das restrições usualmente apontadas à expansão do investimento – carga tributária muito elevada, precariedade da infraestrutura e, de modo geral, ambiente desfavorável para os negócios –, o fato é que o investimento vem reagindo bem, tendo crescido 8,7% em 2006 (contra 3,7% de crescimento do PIB). E este bom ritmo de crescimento do investimento – provavelmente mantido em 2007 – diminui muito o risco de que o crescimento neste ano possa ser freado por um eventual estreitamento excessivo do hiato do produto e seus efeitos negativos sobre a inflação e a taxa de juros.

Mas se a elevação do crescimento ao longo de 2006 e a expansão do investimento são indicações positivas para o comportamento do PIB em 2007, também é verdade que alguns aspectos do desempenho da atividade econômica vêm sendo preocupantes. Neste sentido, pode-se destacar: i) o mau desempenho da indústria de transformação; ii) o descompasso entre a expansão da demanda doméstica e do PIB. A indústria de transformação cresceu somente 1,6% em 2006 (tabela 4) e seu crescimento em 2007 deve continuar sendo modesto (3,6% pela projeção do GC). Por sua vez, como se percebe na tabela 5, a demanda doméstica cresceu 5,3% em 2006, enquanto a expansão do PIB não passou de 3,7%, em flagrante contraste com o ocorrido em 2004, quando os mesmos 5,3% de crescimento da demanda doméstica vieram acompanhados de uma expansão vigorosa do PIB (de 5,7%). Nas condições atuais, um bom ritmo de crescimento do PIB (entre 4,5% e 5%) somente se tornará possível com um crescimento muito forte da demanda doméstica (entre 6% e 6,5%). E há o risco deste descompasso entre demanda e produção aumentar – isto é, da resposta do PIB ao aumento da demanda doméstica ser ainda mais modesta – por conta de um aumento mais rápido da participação dos bens importados no atendimento da demanda doméstica, em detrimento da produção nacional. A que atribuir o mau desempenho da indústria de transformação e a diferença acentuada atualmente existente entre o crescimento da demanda doméstica e do PIB (que resulta basicamente da diferença entre demanda e produção de bens industriais)? Será que a apreciação cambial está tendo um papel relevante nisso?

Tabela 5: Contribuição ao crescimento

	Demanda Doméstica	Exportações Líquidas	PIB	Tx. de cresc. da Demanda Doméstica
2004	5,1	0,6	5,7	5,3
2005	2,4	0,5	2,9	2,5
2006	5,1	-1,4	3,7	5,3

Fonte: IBGE. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Uma corrente de economistas considera que a apreciação cambial e o crescimento das importações têm sido essencialmente benéficos, e não prejudiciais, ao crescimento. Argumenta-se que estes fatores estariam contribuindo decisivamente para o controle da inflação e a redução da taxa de juros (e, por estas vias, para a expansão da demanda e da produção) porque: i) o câmbio apreciado inibiria, via concorrência externa, o aumento dos preços; ii) o desequilíbrio entre crescimento da demanda doméstica e da produção estaria

sendo compensado pelo aumento da oferta de bens para atender a demanda proveniente do crescimento das importações (relativamente às exportações), evitando-se com isso a emergência de pressões inflacionárias. Além disso, a apreciação cambial estimularia o aumento das importações de bens de capital, contribuindo para elevar o investimento e, via absorção de tecnologias mais modernas incorporadas nos bens de capitais importados, proporcionar ganhos de produtividade para a economia. Nesta linha de interpretação, o crescimento medíocre do PIB (e sobretudo da indústria) observado em 2006 decorreria basicamente da baixa taxa de investimento na economia brasileira – sendo esta atribuída, por sua vez, a fatores de desestímulo ao investimento, como a carga tributária muito elevada (contraface do excesso de gastos públicos), a precariedade de infra-estrutura por insuficiência de investimento privado (pelo risco regulatório para investir nesta área) e de investimento público (por restrições fiscais impostas pelo gasto público corrente excessivamente alto), entre outras razões.

Que o câmbio apreciado e o crescimento das importações estejam ajudando de forma importante a manter a inflação baixa e reduzir a taxa de juros, não cabe nenhuma dúvida. Também é verdade que a carga tributária, o estado atual de infra-estrutura e o ambiente de negócios no país afetam negativamente o investimento – embora, como já salientado, a despeito destas restrições, o investimento esteja em franca recuperação atualmente. A questão é que a apreciação cambial também pode prejudicar a competitividade da economia, com reflexos negativos sobre o crescimento, e há indícios de que isto esteja ocorrendo de forma crescente.

É claro que, além do câmbio apreciado, outros fatores – com destaque para a carga tributária bastante elevada – vêm prejudicando a competitividade da economia nacional. Mas a carga tributária em 2004 não era muito diferente da atual, e nesse ano a indústria de transformação cresceu 8,5% (tabela 4). Tampouco faz sentido atribuir o baixo crescimento atual da indústria à insuficiência de capacidade produtiva. Os dados sobre o nível de utilização da capacidade instalada da indústria ainda mostram certa folga, e não existem evidências de que a indústria não esteja crescendo mais por uma restrição de oferta. O principal fato novo do final de 2004 para cá que parece estar afetando negativamente a atividade econômica é a forte apreciação cambial ocorrida neste período. Para o GC esta é a principal razão para a forte desaceleração do crescimento da indústria de transformação entre 2004 e 2006 (de 8,5% para 1,6%) e para as suas perspectivas de um crescimento ainda modesto em 2007.

Quais são as indicações de que a taxa de câmbio se encontra excessivamente apreciada, e pode estar contribuindo de forma importante para a perda de competitividade da indústria e seu baixo crescimento? Será que faz sentido dizer que a taxa de câmbio está fora do lugar quando o desempenho da balança comercial continua sendo excepcional e há fortes pressões no mercado de câmbio apontando para uma apreciação cambial ainda maior (que só não tem ocorrido devido às pesadas intervenções do BC neste mercado)?

Para se avaliar se a taxa de câmbio vigente está ou não muito apreciada – no sentido de ser ou não adequada do ponto de vista da competitividade externa da economia -, pode-se utilizar, entre outros, os seguintes critérios:

- i) medir a competitividade da economia brasileira em relação ao resto do mundo, comparando-se o comportamento em volume das nossas exportações e das exportações mundiais;

- ii) comparar-se as taxas de crescimento em volume das exportações e das importações (um desequilíbrio muito acentuado entre ambas seria um indicador de uma situação não sustentável a mais longo prazo);
- iii) relacionar-se o crescimento em volume das importações com o da produção industrial, já que grande parte das importações é de bens industriais (um forte crescimento das importações não acompanhado por um bom ritmo de expansão da indústria, ou das exportações, seria um indicador de que o avanço das importações estaria ocorrendo em detrimento, e não apenas como complemento, da produção industrial).

Com base nos critérios acima, pode-se subdividir o período 1995-2007, apresentado na tabela 6, em três subperíodos:

- i) 1995-1998, em que os indicadores selecionados de competitividade externa tiveram um comportamento claramente negativo;
- ii) 1999-2005, em que o desempenho destes indicadores melhorou substancialmente;
- iii) 2006-início de 2007, de nova piora dos indicadores de competitividade externa.

Tabela 6: Exportações e Importações (em volume) e seus principais determinantes

	1995-1998	1999-2002	2003	2004	2005	2006	2007	
							fev	mar
I - Principais determinantes:								
Taxa de câmbio real efetiva ¹	70,5	114,5	138,5	136,3	111,1	99,3	99,1 ²	-
Exportações mundiais (quantum)								
var % média anual	7,9	6,6	6,0	10,5	7,0	9,7	7,1 ³	7,1 ³
Indústria Geral var % média anual	1,3	2,5	0,1	8,3	3,1	2,8	2,8 ⁴	-
II - Exportações e importações								
var. % média anual								
Exportações (quantum)								
Totais	2,4	9,2	15,7	19,2	9,3	3,3	3,6 ⁴	3,2 ⁴
Manufaturados	1,3	7,0	20,9	26,1	11,0	2,1	1,7 ⁴	1,4 ⁴
Importações (quantum)	17,2	-3,5	-3,7	18,1	5,4	16,1	17,8 ⁴	18,4 ⁴

Fonte: BACEN, FMI, IBGE. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Notas:

1- Base: jun/1994 = 100. Deflator: IPCA

2- Média dos últimos 12 meses

3- Projeção do FMI para 2007

4- Var % em 12 meses

Em nítido contraste com o ocorrido entre 1999 e 2005, os subperíodos 1995-1998 e 2005-2007 caracterizam-se por: i) um crescimento em volume das exportações (sobretudo de manufaturados) bastante baixo e bem inferior ao das exportações mundiais; ii) um forte crescimento das importações em volume, muito acima do das exportações; iii) um descolamento bastante acentuado entre o crescimento das importações em volume e a expansão (muito modesta) da produção industrial.

De todo modo, um aspecto que chama a atenção na tabela 6 é que, embora o mau desempenho dos indicadores de competitividade externa em 2006-início de 2007 seja razoavelmente semelhante ao observado em 1995-1998, a taxa de câmbio real efetiva no período atual é bastante diferente (mais desvalorizada) do que a praticada em 1995-1998. Tomando-se como base junho de 94=100 (véspera da criação do Real) – uma boa

referência por ser apenas ligeiramente inferior à taxa de câmbio real efetiva média do final dos anos 80 até o início de 2005 -, a taxa de câmbio vigente no período 95-98 foi de 70,5, evidenciando a forte apreciação cambial ocorrida no período. Já no período 2006-início de 2007, a taxa de câmbio vigente, embora bastante inferior à observada em 2003-2004 (pico histórico de taxa de câmbio real efetiva) tem sido praticamente igual à de junho de 1994. Há, portanto, um ponto relevante a ser mais bem examinado: porque os indicadores de competitividade externa vêm mostrando atualmente um comportamento tão desfavorável (próximo ao do período 1995-1998), não obstante a taxa de câmbio real efetiva hoje vigente estar em nível ainda bem razoável quando se tem como referência a sua média histórica? Talvez parte da resposta a esta questão seja a forte elevação da carga tributária nos últimos anos (o que, para uma mesma taxa de câmbio real efetiva, deixa a economia menos competitiva) e a crescente concorrência da China com a economia brasileira (em terceiros mercados e dentro do próprio país).

Seja como for, o desempenho em quantum das exportações e das importações sugere uma perda importante de competitividade externa no período recente. E este mau desempenho não deve ser encoberto pelo excepcional saldo atual da balança comercial (US\$ 45,5 bilhões nos doze meses encerrados em março) e pelo crescimento em valor das exportações ainda muito expressivo (variação % em 12 meses de 15,2 em março de 2001). Estes excelentes resultados têm sido muito favorecidos pelo comportamento excepcional dos preços das nossas exportações. Já o desempenho das exportações e das importações em volume – afinal, o que importa para a atividade econômica – tem sido muito negativo, como destacado acima. Além disso, a dependência excessiva de preços das exportações para o bom desempenho da balança comercial é um fator de vulnerabilidade. Embora isto não traga maiores preocupações no horizonte visível, não deixa de ser um problema relevante para as contas externas a mais longo prazo.

É verdade que o impacto do câmbio apreciado sobre a indústria tem sido muito diferenciado. Em setores da indústria intensivos em mão de obra, este impacto negativo tem sido muito forte. Já, no outro extremo, setores mais ligados à produção de commodities ou com coeficiente muito elevado de insumos importados não têm sido prejudicados pelo câmbio. De todo modo, como se percebe na tabela 7, em todas as categorias de uso houve uma notável aceleração do crescimento das importações (desde dezembro de 2005) e uma desaceleração bastante expressiva das exportações em quantum (desde dezembro de 2004). Ao mesmo tempo, as taxas de crescimento (12 meses) da produção industrial mostram que, atualmente, apenas o segmento de bens de capital apresenta um bom desempenho (6,9% do crescimento nos 12 meses encerrados em fevereiro de 2007). Até no segmento de bens duráveis, o crescimento da indústria, que havia sido de 21,8% em 2004 e 11,4% em 2005, recuou para 3,5% agora em fevereiro. Tudo indica, portanto, que há uma nítida relação entre o mau desempenho atual da indústria e o comportamento das exportações e das importações em volume (este, por sua vez, obviamente influenciado pela apreciação cambial).

Tabela 7: Evolução das taxas de crescimento da Indústria, das Exportações e das Importações

	var % em 12 meses				
	dez/04	dez/05	dez/06	fev/07	mar/07
I) Indústria Geral (a)	8,3	3,1	2,8	2,8	-
Extrativa mineral	4,3	10,2	7,4	6,2	-
Transformação	8,5	2,7	2,6	2,6	-
Bens de Capital	19,7	3,6	5,8	6,9	-
Bens Intermediários	7,4	1,0	2,1	2,2	-
Bens de Consumo Duráveis	21,8	11,4	5,8	3,5	-
Bens de Consumo Não-Duráveis	4,0	4,6	2,7	2,5	-
II) Exportações (quantum)					
Totais	19,2	9,3	3,3	3,6	3,2
Manufaturados (b)	26,1	11,0	2,1	1,7	1,4
Bens de Capital	71,1	18,5	-0,6	-0,3	0,9
Bens Intermediários	12,0	7,1	4,5	5,3	4,1
Bens de Consumo Duráveis	30,4	11,6	-7,3	-12,2	-13,0
Bens de Consumo Não-Duráveis	15,1	8,0	-2,8	-0,9	0,3
III) Importações (quantum)					
Totais (c)	18,1	5,4	16,1	17,8	18,4
Bens de Capital	10,2	21,4	24,0	24,4	24,7
Bens Intermediários	21,0	6,0	15,7	16,4	16,7
Bens de Consumo Duráveis	27,9	35,7	73,5	71,9	72,5
Bens de Consumo Não-Duráveis	7,7	9,5	14,0	15,4	19,6
(b)/(a)	3,1	3,5	0,8	0,6	-
(c)/(a)	2,2	1,7	5,8	6,4	-

Fonte: IBGE e FUNCEX. Elaboração Grupo de Conjuntura.

Como a taxa de câmbio deve permanecer estável em 2007 e não se espera medidas compensatórias de maior fôlego para o câmbio apreciado (devem ocorrer, no máximo, desonerações pontuais de tributos e de encargos trabalhistas para melhorar a competitividade externa de alguns setores), a atividade econômica deverá continuar sofrendo os efeitos negativos do câmbio apreciado. E este é, no curto prazo, a principal restrição a um crescimento mais vigoroso da economia. Favorecida por um comportamento bem favorável da demanda por bens industriais, a indústria de transformação deverá crescer em 2007 bem mais do que o 1,6% do ano passado, mas ainda assim deverá ter um crescimento modesto (3,6%, segundo projeção do GC). Também em decorrência principalmente do câmbio apreciado, o crescimento da demanda doméstica continuará sendo bem superior ao do PIB, com a diferença sendo coberta por um crescimento das importações bem acima do das exportações.

Ainda assim, a expectativa do Grupo de Conjuntura é de um crescimento do PIB de 4,5% em 2007. Visto pela ótica da oferta, o crescimento ainda modesto da indústria de transformação (3,6%) seria compensado, dentro da indústria, por taxas elevadas de crescimento da indústria extrativa mineral (6,5%), da construção civil (5,0%) e da produção e distribuição de eletricidade, gás e água (4,5%), daí resultando um crescimento da indústria como um todo de 4,3%. Além disso, a agropecuária crescerá 6,0% e o setor serviços 4,5%. Pela ótica da demanda, a demanda doméstica – favorecida pela redução da taxa de juros, aumento da massa salarial e do crédito e pela política

fiscal expansionista - cresceria em torno de 6%, o que seria compatível, nas condições atuais, com os 4,5% previstos para o PIB. Mas deve-se reconhecer que o desempenho do setor serviços (dado o seu peso no produto) é uma variável crucial para que o PIB tenha o desempenho aqui previsto. E a dinâmica do setor serviços na nova série do PIB – muito diferente da observada na série antiga – ainda carece de uma melhor avaliação.



Projeções do Grupo de Conjuntura

Projeções 2007

	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	3,69	3,30
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	4,10	4,50
Saldo Comercial (US\$ bi)	40,00	38,80
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	2,05	2,05
Média do Ano	2,07	2,05
Taxa Selic		
Acumulada no ano	12,13	12,00
Final do Ano	11,25	10,75

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

*Segundo levantamento do BC junto ao mercado realizado em 27/04/2007 (Relatório de Mercado).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

A indústria em fevereiro e o setor de bens de capital

A indústria volta a crescer em fevereiro, registrando variação de 0,3% no índice mês/mês anterior base fixa com ajuste sazonal. Em janeiro esse indicador havia apontado uma contração de -0,4% interrompendo uma seqüência de três meses consecutivos de taxas positivas de crescimento. Com esse resultado o nível de produção da indústria (116,86 tendo como base média de 2002 = 100) praticamente se iguala ao de dezembro passado (116,94), que é o mais elevado da série histórica com ajustamento sazonal. Na verdade, desde novembro do ano passado o patamar de produção vem oscilando muito próximo a esse valor máximo verificado em dezembro.

Entre janeiro e fevereiro últimos todas as categorias de uso apresentaram incremento: bens de consumo duráveis 1,2%, bens de consumo semiduráveis e não duráveis 0,7%, bens intermediários 0,5% e bens de capital 0,1% (tabela 1).

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

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	0,1	14,3	16	6,9
Bens Intermediários	0,5	3,5	3,3	2,2
Bens de Consumo Duráveis	1,2	-2,9	0,7	3,5
Bens de Consumo Semiduráveis e Não Duráveis	0,7	1	1,7	2,5
<i>Indústria Geral</i>	0,3	3	3,8	2,8

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

Bens de capital foi o destaque desse mês, apesar de praticamente estável (0,1%), porque é a única categoria de uso com taxas positivas por quatro meses consecutivos no índice mês/mês anterior base fixa com ajuste sazonal. E em decorrência dessa performance alcançou em fevereiro seu nível mais elevado de produção de toda série. Esse resultado é ainda mais expressivo se considerarmos a concorrência que o setor vem sofrendo com as importações, principalmente da China. O crescimento simultâneo da produção interna e das importações mostra que o a absorção interna de máquinas e equipamentos está em expansão e há mercado crescente tanto para o produto importado quanto para o nacional.

A maioria dos segmentos de bens de capital está operando em níveis recordes de produção, como são os casos de: bens de capital para fins industriais seriados, para construção, equipamentos de transporte, e bens de capital para o setor de energia elétrica (tabela 2).

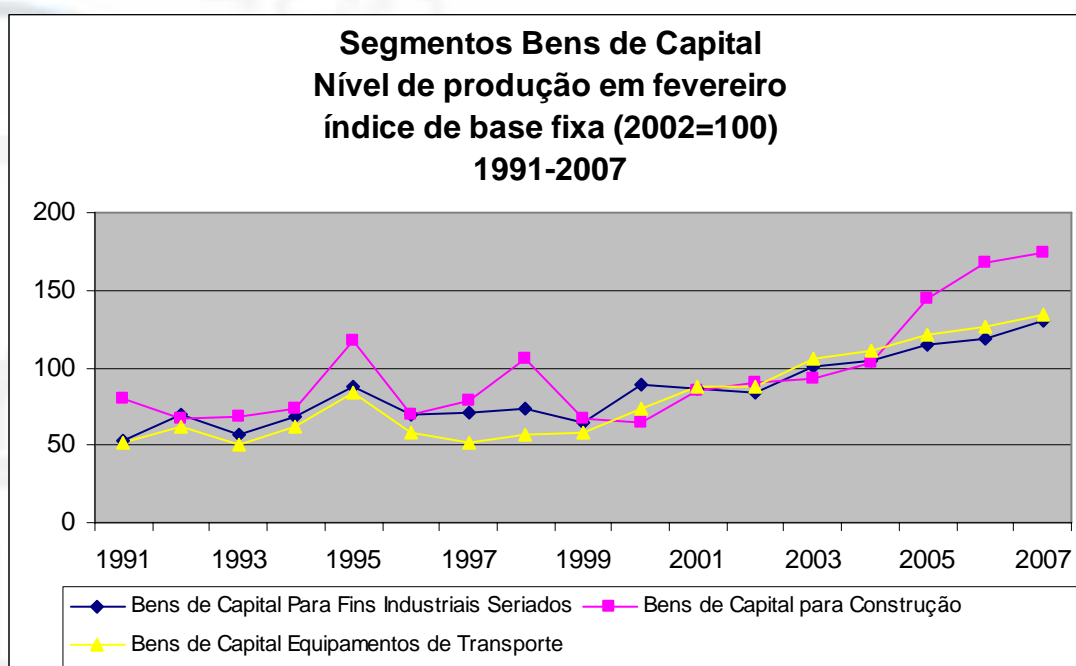
Tabela 2
Nível de Produção de Segmentos de Bens de Capital no mês de fevereiro
índice de base fixa (2002=100)

Segmentos de Bens de Capital	Patamar atual	Patamar mais elevado em fevereiro	
	fev/07	índice	ano
Bens de Capital Para Fins Industriais	124,74	124,74	2007
Bens de Capital Para Fins Industriais Seriados	129,79	129,79	2007
Bens de Capital Para Fins Industriais Não-Seriados	99,80	108,16	2003
Bens de Capital Agrícolas	82,27	105,24	2003
Bens de Capital Peças Agrícolas	14,89	116,19	2004
Bens de Capital para Construção	173,88	173,88	2007
Bens de Capital para o Setor de Energia Elétrica	187,71	187,71	2007
Bens de Capital Equipamentos de Transporte	134,56	134,56	2007
Bens de Capital de Uso Misto	126,37	131,93	1995

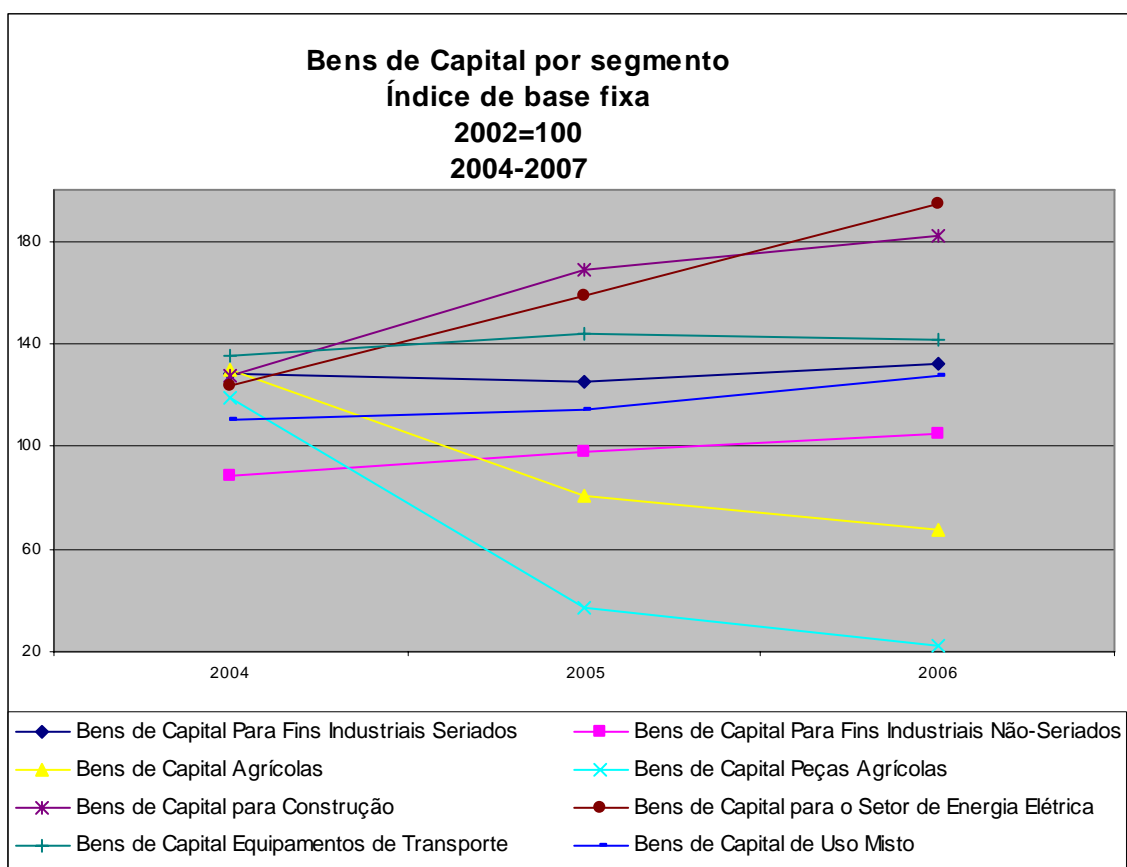
Obs: as séries se iniciam em 1991, exceto no caso de BK não seriado, BK peças agrícolas e BK energia elétrica, cujo início é em 2002.

Fonte: IBGE-PIM-PF

Para os três primeiros segmentos citados, os níveis de produção em fevereiro têm sido crescentes nos últimos três anos e no caso de bens de capital para construção o patamar tem estado especialmente elevado nesse triênio (gráfico 1).

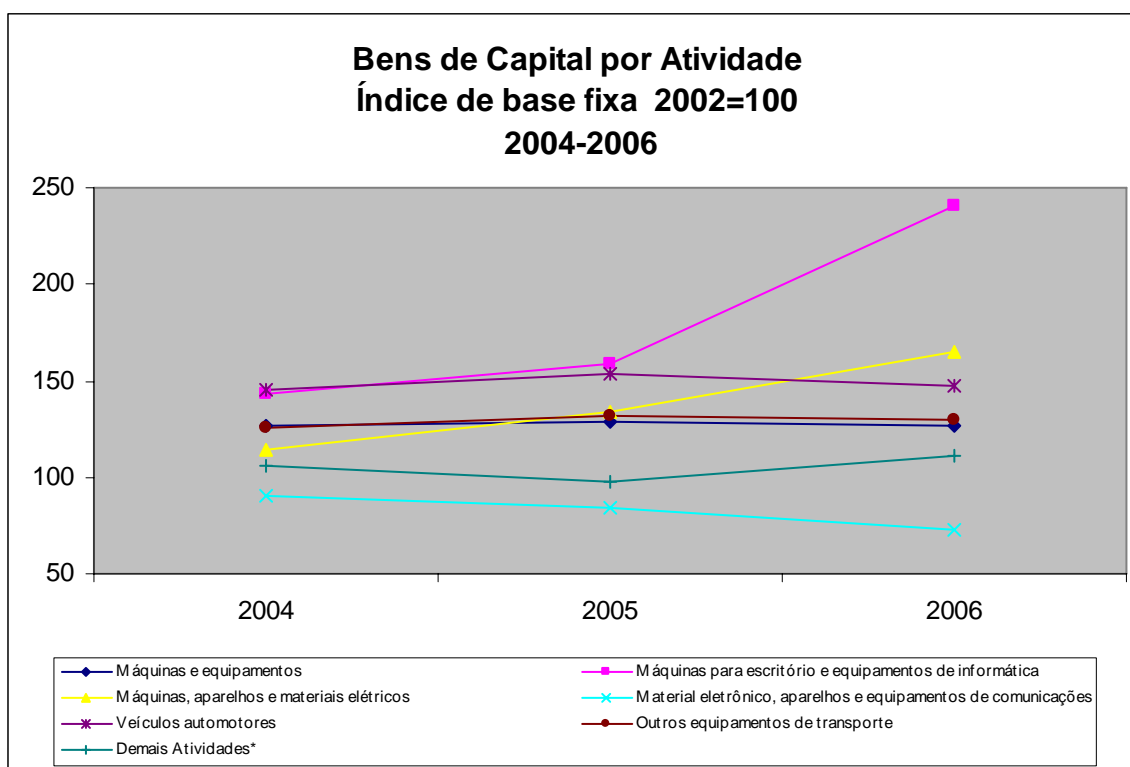


Nos últimos anos todos os segmentos de bens de capital têm sustentado uma trajetória ascendente, exceto os setores associados à agricultura. O movimento ascendente é especialmente marcante em bens de capital para o setor de energia elétrica e bens de capital para construção (gráfico 2).



No caso de bens de capital agrícolas e peças agrícolas o desempenho negativo tem relação com o descasamento entre os gastos com insumos importados e receita das exportações. Os dispêndios com insumos importados foram realizados com um dólar mais caro do que o vigente quando da venda do produto no mercado externo, ocasionando compressão das margens de lucro e desestimulando a produção e o investimento em máquinas e equipamentos. Portanto a questão da valorização cambial está presente, mas não a concorrência com bens de capital importados. Ainda assim, esse segmento vem apresentando desde o final do ano passado uma nítida trajetória de recuperação, devendo contribuir positivamente para o desempenho de bens de capital em 2007.

Outra forma de analisar o setor de bens de capital é pelo recorte por atividade. Nesse caso é bem nítida a influência da valorização cambial e do produto importado. Nos últimos três anos é bem marcada a trajetória ascendente de Máquinas para escritório e equipamentos de informática e Máquinas, aparelhos e materiais elétricos e a evolução descendente de Material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações (gráfico 3).



Os dois primeiros setores se beneficiam com o barateamento dos insumos importados, enquanto o terceiro é prejudicado pela concorrência com os bens de capital importados e por isso perde mercado.

Em síntese, a performance do setor de bens de capital neste início de ano sugere que, a despeito de um crescimento moderado da atividade industrial como um todo, as decisões pela compra de equipamentos, tanto pela indústria como por outros setores, continuam firmes, sinalizando uma percepção favorável quanto a ampliação da demanda num ritmo mais significativo. Em outras palavras, sinalizam que se está havendo uma ampliação da capacidade produtiva, há uma projeção de atendimento a uma demanda crescente no futuro.

Investimento

Marcos Felipe Casarin

No dia 28 de março deste ano, o IBGE divulgou a nova série das Contas Nacionais após mudar a metodologia de cálculo do Produto Interno Bruto nos anos de 2000 a 2006. De acordo com os novos dados, a taxa de investimento - como % do PIB - sofreu uma redução de patamar durante este período. A taxa média de investimento nos anos de 2000 a 2006 passou a ser de 16,4% do PIB, ante os 19,3% capturados pela série antiga. Isto posto, vale ressaltar que esta diminuição de patamar é explicada, na maioria dos trimestres, por um maior crescimento do denominador (PIB) e não por uma desaceleração do investimento (numerador). O Gráfico 1 corrobora este argumento enquanto o Gráfico 2 apenas expõe a evolução da taxa de investimento no período 2000-2006.

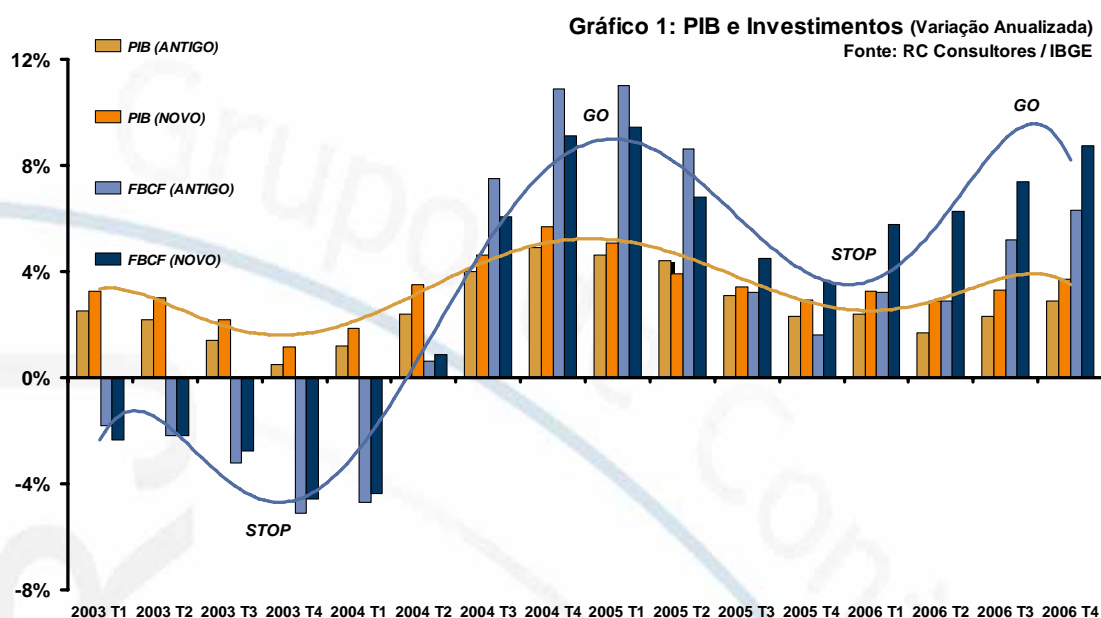
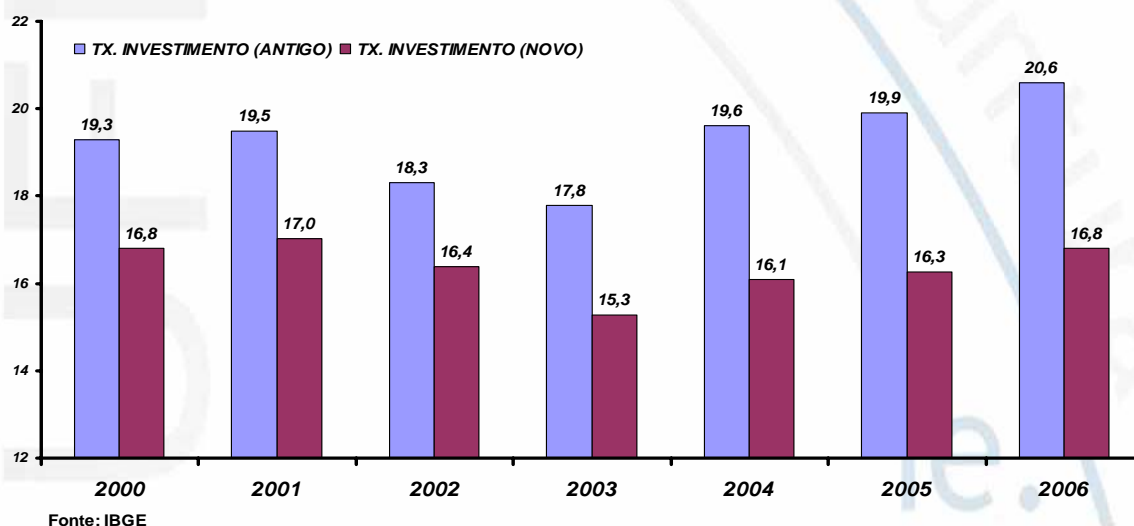
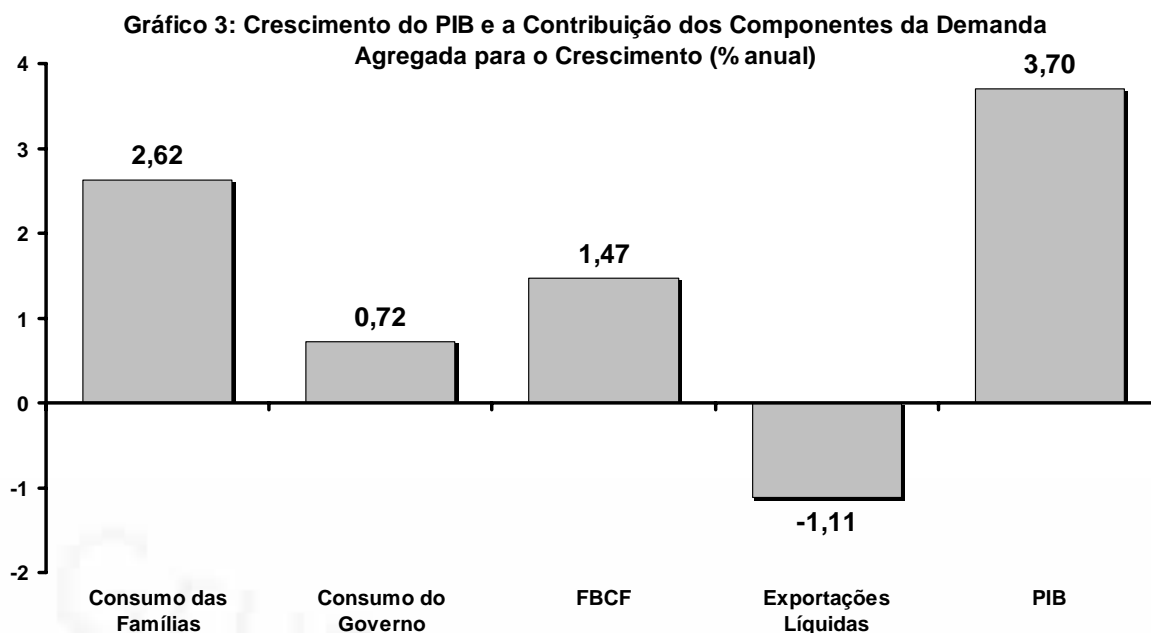


Gráfico 2: Taxa de Investimento (% PIB)



No ano de 2006, os dados de investimento vieram, novamente, animadores. A Formação Bruta de Capital Fixo – que compreende o desempenho do setor de construção civil e do consumo aparente de bens de capital – cresceu 8,7% frente ao ano anterior. É um resultado expressivo sob dois aspectos: representou um crescimento cerca de 2,5 vezes maior do que a expansão do PIB e contribuiu sozinho com 1,5 p.p. dos 3,7% de crescimento da economia em 2006 (Gráfico 3).



O crescimento da FBCF no ano passado foi o mais vigoroso desde 2004, com o importante detalhe de ter se dado em cima de uma expansão de 3,6% em 2005, ao contrário do ocorrido em 2004, quando o crescimento de 9,1% ocorreu sobre uma base bem mais baixa (-4,6% em 2003). Isso indica que estamos vivendo um período de aceleração do investimento na margem, o que sugere um aumento da capacidade produtiva nos anos subseqüentes. Este argumento é corroborado pelo forte crescimento da produção nacional de bens de capital, apesar da concorrência com as máquinas importadas. Em especial, aqueles para fins industriais, que de fato contribuem para o deslocamento da oferta agregada, registraram recente aceleração desde o fim do ano passado. Também sustenta a hipótese de estarmos em meio a um processo de aumento do nosso produto potencial, o vigoroso ciclo de expansão das importações de bens de capital. A compra de máquinas no exterior é fortemente beneficiada pela conjuntura atual, que combina estabilidade dos preços destes bens no mercado externo com a expressiva valorização do real frente ao dólar (Tabela 1).

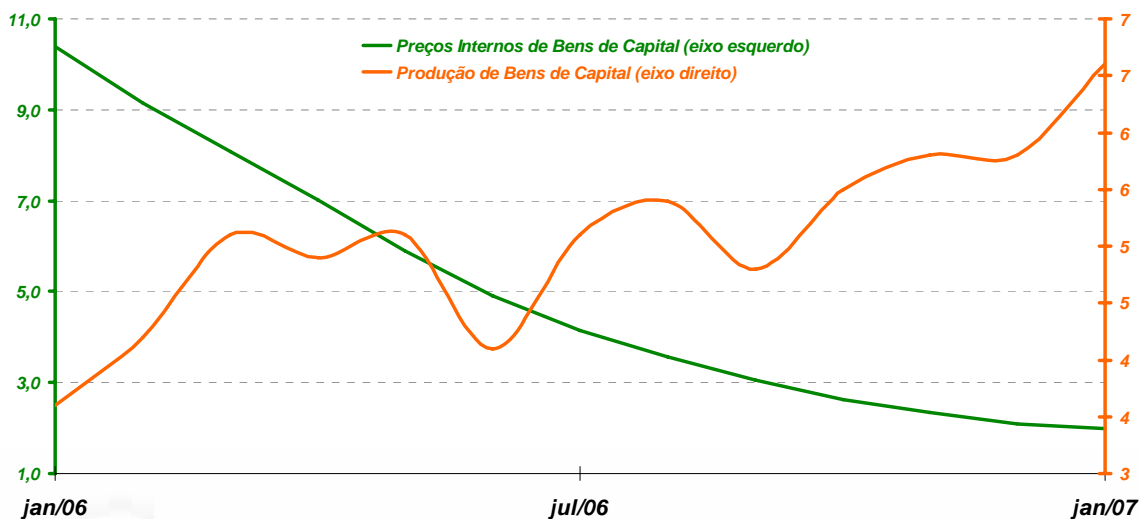
Tabela 1: Formação Bruta de Capital Fixo (var.% em 12 meses)

	dez/03	dez/04	dez/05	dez/06	fev/07
Produção de Bens de Capital	2,2	3,6	3,6	5,8	6,9
Produção de Bens de Capital para fins Industriais	4,7	-2,2	-2,2	5,5	7,7
Exportações de Bens de Capital	16,1	18,6	18,6	-0,6	-0,3
Importações de Bens de Capital	-17,5	21,4	21,4	24	24,4
Apreciação Cambial(R\$/U\$)	5,4	16,8	16,8	10,6	8,7
Construção Civil	-6,0	1,3	1,3	4,5	3,7
Formação Bruta de Capital Fixo	-4,6	3,6	3,6	8,7	-

Fonte: IBGE, Funcex, BC

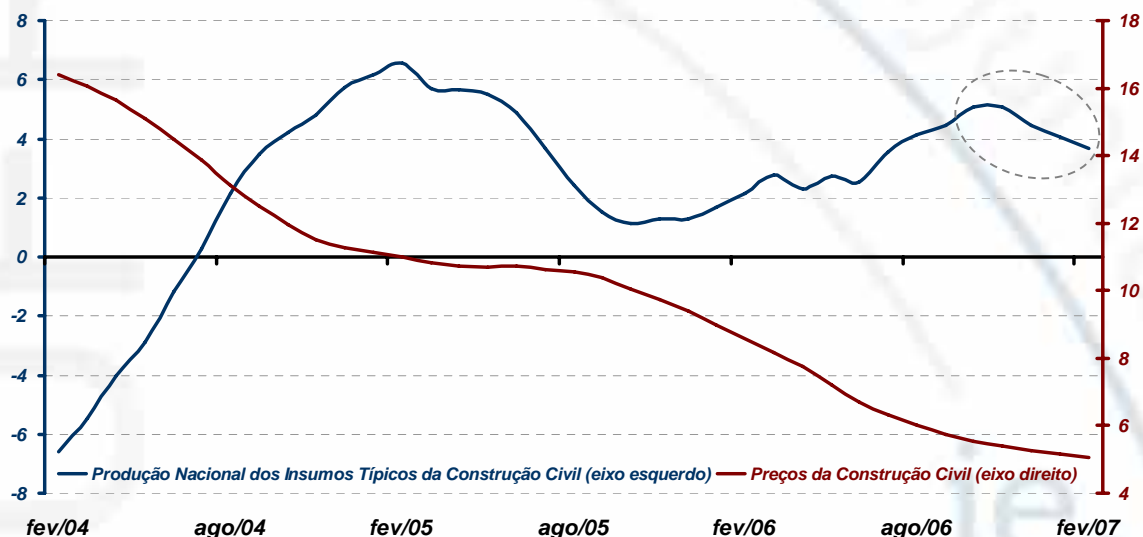
No mercado interno, os preços das máquinas, veículos e equipamentos registrados pelo IPA-DI da FGV caíram em todos os meses do ano passado (Gráfico 4). Preços de bens de capital em queda são resultado de uma combinação de fatores: expressivo crescimento da produção nacional aliado a um incremento na oferta de máquinas importadas, que atendem boa parte da quantidade demandada, exercendo pressão baixista nos preços.

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



O desempenho do setor de construção civil foi a grande surpresa deste boletim. Após atingir um resultado expressivo em 2006 (crescimento anualizado de 4,5%), a produção nacional de insumos típicos da construção civil apresentou uma desaceleração nos doze meses terminados em fevereiro. A taxa de expansão anualizada caiu para 3,7%, apesar de todas as desonerações tributárias recebidas no segundo semestre do ano passado. Este setor é considerado como um dos mais contemplados pelo Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), e por isso espera-se que ele seja um dos motores do crescimento durante todo o segundo mandato do presidente Lula.

Gráfico 5: Construção Civil - Produção vs. Preços (var. % em 12 meses)



Por fim, a perspectiva para 2007 é de manutenção do crescimento da taxa de investimento, agora com maior participação do investimento público, sobretudo através das obras de infra-estrutura previstas no PAC. Com isso, espera-se que o setor de construção civil recupere-se e impulse o crescimento da FBCF. Outro importante gatilho do investimento em 2007 será a elevada contribuição das máquinas importadas no crescimento do consumo aparente de bens de capital, lembrando o cenário do início do Plano Real.

Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

A Importância da Classificação da Inflação em Bens e Serviços

A inflação em diversos países passou por um período muito positivo nos últimos anos. O aumento da oferta oriunda da China e o aumento do grau de abertura de diversos países proporcionou que a inflação de bens transacionáveis recuasse. Nesse período os países desenvolvidos mantiveram as taxas de juros em patamares abaixo do neutro e os emergentes foram oportunos em consolidar o processo de convergência para a redução das vulnerabilidades externas.

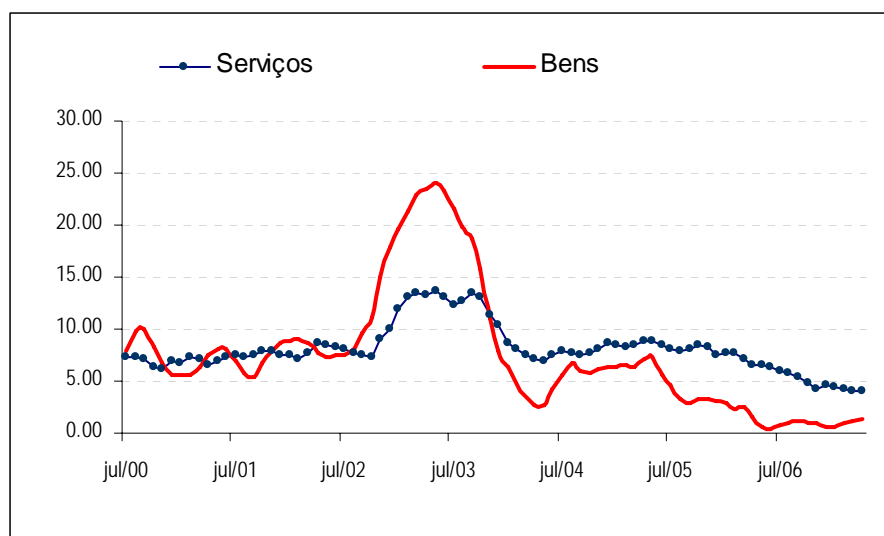
Esse arcabouço pode ser visto claramente na mudança de preços relativos entre bens e serviços. Os preços dos serviços se tornaram mais caros em relação a bens, e esse padrão é robusto em todas as economias abertas.

Findo essa primeira etapa, o movimento seguinte começa a se desenhar – as economias com taxas de juros em níveis estimulantes e menos sujeitas a choques de oferta estão gerando ciclos de crescimento econômico mais prolongados (e menos volátil). Uma consequência imediata disso é a manutenção da capacidade instalada da produção muito próximo do nível de plenitude. Esta constatação somado a um aumento expressivo dos preços dos commodities (via crescimento global prolongado) está gerando um ambiente propício a repasses de preços. Por exemplo, na Inglaterra esse movimento é bem claro – o índice de atacado já está próximo a 5% em 12 meses e o consumidor acima de 3%, quando a meta não pode ultrapassar 2%. Em outras palavras: a inflação de bens começa a retomar.

O Brasil provavelmente ainda presenciará essa nova tendência sobre a cadeia de produção, mas talvez com defasagem maior devido a permanência da apreciação cambial. Além disso, ainda operamos na média, com preços de commodities abaixo do mercado mundial, mas que vem se reduzindo nos últimos anos. Vale mencionar que esse argumento dá combustível ao Banco Central a seguir com a parcimônia a fim de controlar possíveis crescimentos desenfreados da demanda.

A Dinâmica Recente da Inflação

Gráfico 1 – Inflação de Bens e Serviços em 12 meses



Há uma recuperação em vigor dos preços de bens (1,4% em abril/07 ante 0,9% em dez/06 - YoY) , mas que se deve exclusivamente a não-duráveis (alimentos - vide Tabela 1), semi-duráveis (3,9% ante 4,7%) e duráveis (-2,92% ante -3,13%) seguem estáveis ou com pequena queda em 12 meses (influência maior da taxa de câmbio). Os preços dos serviços (em um conceito mais amplo, que inclui os administrados) também seguem contidos, mesmo que já demonstrem estar mais próximo de um equilíbrio.

Em todo caso, é interessante observar a trajetória ascendente de bens, uma vez que sabemos que o atual nível vem da apreciação cambial que é um movimento temporário. Desconhecemos nesse caso, qual o nível de equilíbrio de bens na ausência de apreciação do câmbio.

A aceleração dos preços no restante do ano de ocorrer pela cadeia de fibras alimentares (milho, soja e trigo) e por uma eventual recomposição de preços de bens duráveis que estão com deflação há muito tempo. No caso de alimentos vale mencionar que as margens agrícolas estavam nos níveis mínimos e que uma hora teriam que ser reajustadas. Um exemplo nítido é do leite. Os produtores de leite já reclamam há algum tempo que o preço recebido não remunera os custos de produção. Em abril e maio os consumidores devem sentir aumentos que variam entre 2% e 4%. No atacado o reajuste pode chegar a 6% de acordo com nossas coletas.

Tabela 1 – Classificação Geral do IPCA

	Pesos	jan/07	fev/07	mar/07	abr/07	2005	2006	2007
IPCA	100	0.44	0.44	0.37	0.22	5.69	3.14	2.97
- Bens	41.6	0.50	0.10	0.46	0.22	3.04	0.63	1.39
- Duráveis	10.1	0.37	-0.50	-0.25	-0.18	2.32	-3.13	-2.92
- Semi-Duráveis	9.6	-0.10	-0.31	0.47	0.34	6.77	4.70	3.94
- Não-Duráveis	21.9	0.82	0.56	0.79	0.35	1.78	0.47	2.40
- Serviços	58.4	0.39	0.69	0.30	0.22	7.49	5.01	3.99
Serviços Alimentares	6.9	0.66	0.59	0.34	0.28	6.49	5.34	5.08
Habitação	6.0	0.66	0.38	0.50	0.19	4.60	4.01	3.88
Cursos	6.0	0.01	4.07	0.17	0.07	7.70	7.02	4.61
Administrados	24.3	0.20	0.05	0.19	0.14	8.49	3.62	2.20
Serviços Automotivos	2.4	0.09	0.33	0.30	0.25	5.02	1.47	1.17
Saúde	4.7	0.73	0.85	0.71	0.78	8.94	9.23	8.46
Despesas Pessoais	5.2	0.65	0.59	0.43	0.38	9.31	7.66	7.43
Recreação	2.8	0.92	0.14	0.01	-0.07	6.02	5.13	4.34
NÚCLEO								
- Tendência LP		5.10	5.20	3.41	3.38			
- Agregado	52.30	0.50	0.27	0.31	0.22			
- Bens	24.01	0.18	-0.31	0.12	0.10			
- Serviços	28.29	0.64	0.51	0.39	0.28			

Elaboração: Grupo de Conjuntura

Fonte: IBGE

O núcleo da inflação (medido como 60% de núcleo de serviços e 40% do núcleo de bens MM3) mostra um nível de 3,38%, valor muito próximo de nossa projeção de 3,3% para o IPCA no ano.

Tudo mais constante, podemos especular que o equilíbrio de longo prazo da inflação se situa ao redor de 3,5% – 4% de serviços e 3% de bens (vide Gráfico 1). Esse nível ainda se situaria abaixo de 4%, valor esperado para uma eventual redução da meta da inflação.

- Política Monetária

A última decisão do Comitê de Política Monetária tinha tudo para ser mais uma reunião sem surpresas – um corte de 25 pontos na taxa SELIC. Entretanto, a divisão dos membros abriu uma discussão entre os economistas e analistas do mercado financeiro.

Na prática, os que defendem um corte de 50 pontos se baseiam na forte apreciação do real e na dificuldade do Banco Central de controlar a entrada de dólares. Por outro lado, o grupo que prevê a manutenção dos cortes em 25 pontos entende que não houve sinalização por parte da autoridade monetária na ata e que permanecem as condições de incerteza sobre o ritmo da expansão da atividade, advindo da defasagem da redução da taxa de juros.

Na verdade existem argumentos para os dois lados e a decisão está apertada com probabilidade não desprezível para os dois lados. O “racha” no Copom é o que está por

trás dessa dualidade de expectativas. O tema se tornou subjetivo gerando volatilidade excessiva no mercado. É, portanto, bastante questionável se o BC demonstrou a sinalização correta. O recente aumento das intervenções, seja através de swaps ou por meio de compras diretas, mostra que há uma zona de desconforto para a taxa de câmbio, mesmo que o BC não confirme oficialmente. Entretanto, mantemos nossa linha de que a taxa de câmbio segue acelerando e rompe a barreira do R\$ 2.

O Grupo de Conjuntura mantém a projeção de corte de 25 pontos ao longo do ano, o que implica em um nível de 11,25% na taxa SELIC no final do ano. Essa expectativa se baseia principalmente na sinalização da ata e no reconhecimento de que a atividade está em uma fase de aceleração da tendência de crescimento.

Política Fiscal

Margarida Gutierrez

Política Fiscal e Dívida Pública

O novo PIB e seus efeitos sobre as contas públicas

A revisão da série do PIB pelo IBGE alterou todos os dados das contas públicas, quando confrontados aos novos PIBs. Como regra, o PIB aumentou em todos os anos, logo os indicadores fiscais que eram negativos em termos absolutos (resultado fiscal), quando medidos como proporção do PIB, melhoraram e os indicadores que eram superavitários (resultado primário), ficaram reduzidos. A Tabela 1 relaciona a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) - Resultado Nominal – e os Resultados Primários consolidados de acordo com a antiga e com a nova metodologia do PIB de 1995 a 2006. Ao mesmo tempo, apresenta também a evolução da Dívida Pública/PIB nos dois casos.

Os novos números evidenciam que o esforço fiscal, medido pelo superávit primário/PIB, foi significativamente inferior em todo o período considerado. Ao mesmo tempo, o déficit fiscal, medido pela NFSP/PIB, foi inferior. A trajetória da Dívida Pública Líquida/PIB é a mesma quando comparamos as 2 séries de PIB, no entanto, sempre em níveis inferiores, em cada período, aos observados na antiga série. Por exemplo, o pico da Dívida Líquida/PIB, no período abaixo considerado, foi em setembro de 2002 no auge da crise cambial detonada pelas incertezas políticas das eleições presidenciais naquele ano. Este ponto máximo é evidenciado nas 2 séries de PIB só que enquanto pela metodologia antiga a Dívida Pública /PIB atinge seu valor máximo em 63%, pela nova série esse valor é de 55,98%.

Tabela 1
Indicadore Fiscais (%PIB)
1995/ 2006

	Resultado Nominal											
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Série Antiga	-7,15	-5,77	-5,93	-7,46	-5,78	-3,61	-3,57	-4,58	-5,08	-2,67	-3,28	-3,35
Série Nova	6,55	5,33	5,5	6,97	-5,28	-3,37	-3,29	-4,17	-4,65	-2,43	-2,96	-3,01
	Juros Nominais											
Série Antiga	7,42	5,68	4,97	7,47	8,97	7,08	7,21	8,47	9,33	7,26	8,11	7,66
Série Nova	6,79	5,24	4,61	6,98	8,2	6,61	6,64	7,71	8,54	6,61	7,32	6,89
	Resultado primário											
Série Antiga	0,27	-0,09	-0,95	0,01	3,19	3,46	3,64	3,89	4,25	4,59	4,83	4,32
Série Nova	0,24	-0,09	-0,88	0,01	2,92	3,24	3,35	3,55	3,89	4,18	4,35	3,88
	Dívida Pública Líquida/PIB											
Série Antiga	30,56	33,28	34,35	41,71	49,4	49,3	52,63	55,5	57,2	51,7	51,6	50
Série Nova	27,98	30,72	31,83	38,94	44,53	45,54	48,44	50,46	52,36	46,99	46,45	44,91

Fonte: BC

Tendo em vista a melhora do grau de endividamento público, o governo, em abril deste ano, reduziu para 2007 a meta de superávit primário/PIB, que constava na Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2007 (LDO), de 4,25% do PIB para 3,80% do PIB, sendo que 2,10% do PIB é a meta para o governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central), 0,72% do PIB, para as estatais federais e 0,98% do PIB para os governos estaduais e municipais (incluindo as estatais).

Na verdade, duas alternativas se colocavam frente aos novos resultados de PIB: a primeira, que acabou sendo implementada, consistia em manter a meta, em termos absolutos no valor de R\$ 95,9 bilhões, tal qual constava no Decreto de Execução Orçamentária de fevereiro de 2007 e que, em valores relativos representa 3,80% do PIB (PIB estimado para 2007 no valor de R\$ 2.523,1 bilhões); a segunda alternativa seria manter a meta relativa de 4,25% do PIB, o que, com o novo PIB, exigiria um esforço adicional de superávit primário de cerca de R\$ 12,0 bilhões. A opção escolhida, ou seja, a redução da meta primária como proporção do PIB se justifica por duas razões: a primeira delas, como já vimos, é que o grau de endividamento público é menor do que se imaginava e a segunda é que o Decreto de Execução Orçamentária para 2007 já está em fase de execução e os valores ali estimados são em termos absolutos, o que significa que o mesmo não precisa ser totalmente revisto.

Para os próximos 3 anos, o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2008 (PLDO), recentemente enviado ao Congresso, estabelece a meta de resultado primário consolidado

em 3,80% do PIB, sendo 2,20% do PIB a meta do governo central, 0,65% do PIB a meta das empresas estatais federais e 0,95% do PIB a meta das esferas estaduais e municipais (incluindo as respectivas estatais). Tais metas foram fixadas de forma a garantir a continuidade da trajetória de queda da Dívida Pública Líquida consolidada como proporção do PIB e têm como base os seguintes parâmetros macroeconômicos:

	2007	2008	2009	2010
Crescimento Real do PIB (%)	4,5	5	5	5
PIB – R\$ bilhões	2.523,10	2.765,80	3.030,60	3.324,80
IPCA (variação % acumulada)	4,5	4,5	4,5	4,5
Taxa Over Selic real (%) - dezembro	7,3	6,3	5,6	5,2
Taxa de Câmbio (R\$/U\$) - dezembro	2,17	2,23	2,33	2,37

Fonte: PLDO 2008/Ministério Planejamento

Os superávits primários fixados associados aos parâmetros estimados acima deverão levar a Dívida Pública Líquida/PIB para o patamar de 36,5% em 2010.

De acordo com os novos valores de PIB e considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas, inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 51,2 bilhões em fevereiro (2,18% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 102,5 bilhões (4,36% do PIB e, portanto, muito acima da meta fixada para o ano de 3,80% do PIB). A maior contribuição foi do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) que gerou um superávit de R\$ 59,2 bilhões (2,52% do PIB) (Tabela 2).

Tabela 2
Necessidades de Financiamento do Setor Público
Fluxo em 12 meses

	R\$ milhões								% PIB							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 fev	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 fev
Nominal	39.806	42.789	61.614	79.030	47.144	63.641	69.883	51.201	3,37	3,29	4,17	4,65	2,43	2,96	3,01	2,18
Juros nominais	77.963	86.443	114.004	145.203	128.256	157.145	160.027	153.686	6,61	6,64	7,71	8,54	6,61	7,32	6,89	6,54
Primário	-38.157	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.144	-102.485	-3,24	-3,35	-3,55	-3,89	-4,18	-4,35	-3,88	-4,36
1. Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-51.352	-59.234	-1,73	-1,69	-2,16	-2,28	-2,7	-2,6	-2,21	-2,52
2. Estatais Federais	-10.174	-7.571	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-13.544	-15.421	-0,86	-0,58	-0,43	-0,56	-0,46	-0,61	-0,58	-0,66
3. Governos Regionais	-6.026	-10.471	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-19.715	-22.317	-0,51	-0,8	-0,72	-0,81	-0,9	-0,99	-0,85	-0,95
4. Estatais Regionais	-1.526	-3.634	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-5.534	-5.511	-0,13	-0,28	-0,24	-0,23	-0,12	-0,15	-0,24	-0,23

Fonte: BC

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 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 2007 mantém esse padrão, conforme os dados da Tabela 3.

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

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 Decreto
1. Receitas Primárias Brutas	18,74	19,66	19,93	20,77	21,66	20,98	21,61	22,74	23,39	23,73
2. Transferências a Estados e Municípios	2,91	3,28	3,42	3,53	3,8	3,54	3,48	3,91	3,99	4,02
3. Receita Líquida (1-2)	15,83	16,38	16,51	17,23	17,86	17,44	18,13	18,83	19,39	19,69
4. Despesas Primárias	15,04	14,49	14,73	15,57	15,71	15,13	15,59	16,37	17,25	18,04
4.1 Pessoal e Encargos	4,56	4,47	4,57	4,8	4,81	4,46	4,31	4,29	4,52	4,68
4.2 Pagamentos Previdenciários INSS	5,45	5,5	5,58	5,78	5,96	6,3	6,48	6,8	7,13	7,25
4.3 Custeio e Capital	5,03	4,44	4,51	4,9	4,86	4,26	4,69	5,17	5,49	6,11
4.3.1 Benefícios Assistenciais (LOAS e RMV)	-	-	-	-	-	0,26	0,39	0,43	0,5	0,55
4.3.2 Saúde	1,23	1,34	1,37	1,41	1,39	1,33	1,38	1,45	1,39	1,45
4.3.3 Investimentos	0,85	0,65	0,86	1,12	0,68	0,38	0,46	0,47	0,58	0,77
4.3.4 Educação	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,36	0,29	0,32	0,27	0,31
4.3.5 Bolsa Família	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,1	0,29	0,29	0,4	0,4
Resultado Primário	0,51	2,13	1,73	1,69	2,16	2,28	2,7	2,6	2,21	2,1

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

Por outro lado, de acordo com o PLDO para 2008, o padrão atual de aumento simultâneo das receitas e dos gastos públicos em relação ao PIB deverá ser mantido, pelo menos até 2010, conforme o Quadro abaixo:

Metas Fiscais do PLDO 2008						
Governos Central						
	2008		2009		2010	
	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB	R\$ milhões	% PIB
Receita Primária	657.043,70	23,76	727.916,00	24,02	803.283,20	24,17
Despesa Primária	596.214,50	21,56	661.242,30	21,82	730.154,20	21,97
Resultado Primário	60.829,20	2,2	66.673,70	2,2	73.128,90	2,2

Fonte: PLDO 2008/Ministério do Planejamento

Para este ano, os investimentos públicos constantes do Projeto -Piloto de Investimentos (PPI) alcançam R\$ 11,28 bilhões (0,45% do PIB) podendo, portanto, ser abatidos da meta de resultado primário e para 2008, de acordo com o PLDO, somam R\$ 12,4 bilhões.

A mudança da natureza do atual ajuste fiscal requer pelo menos 2 ajustes nada fáceis:

- uma nova rodada de reformas previdenciárias que ponha um freio à elevação brutal dos gastos com aposentadorias e pensões pagas pelo INSS;
- o estabelecimento de regras que, de fato, limitem o crescimento dos demais 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: os papéis pré fixados ganham destaque

Ao longo dos 4 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 promovendo a mudança de uma posição passiva do setor público em câmbio para uma posição credora.

Atualmente, o Tesouro Nacional é credor em câmbio em uma proporção correspondente a 1,0% da sua dívida interna, enquanto que em dezembro de 2002, essa proporção era de 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, o crédito em câmbio já responde por 10,4% da dívida líquida total (Tabela 5).

Os esforços daqui para frente para garantir o perfil ideal de endividamento público deverão dar continuidade à 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 Cambial	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
dez/06	35,7	-1	38,1	34,3
fev/07	35,5	-1	37,5	32,5

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/04	dez/05	dez/06	fev/07
Dívida/PIB	44,53	45,54	48,44	50,46	52,36	46,99	46,45	44,91	44,73
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	85,5	95,3	106,6	109,9
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	2,3	0,6	-0,6	-0,5
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61	72,9	83,2	94,7	107,2	110,4
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	14,5	4,7	-6,6	-9,9
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	45,6	39	27,1	16,8	5,3	-7,1	-10,4

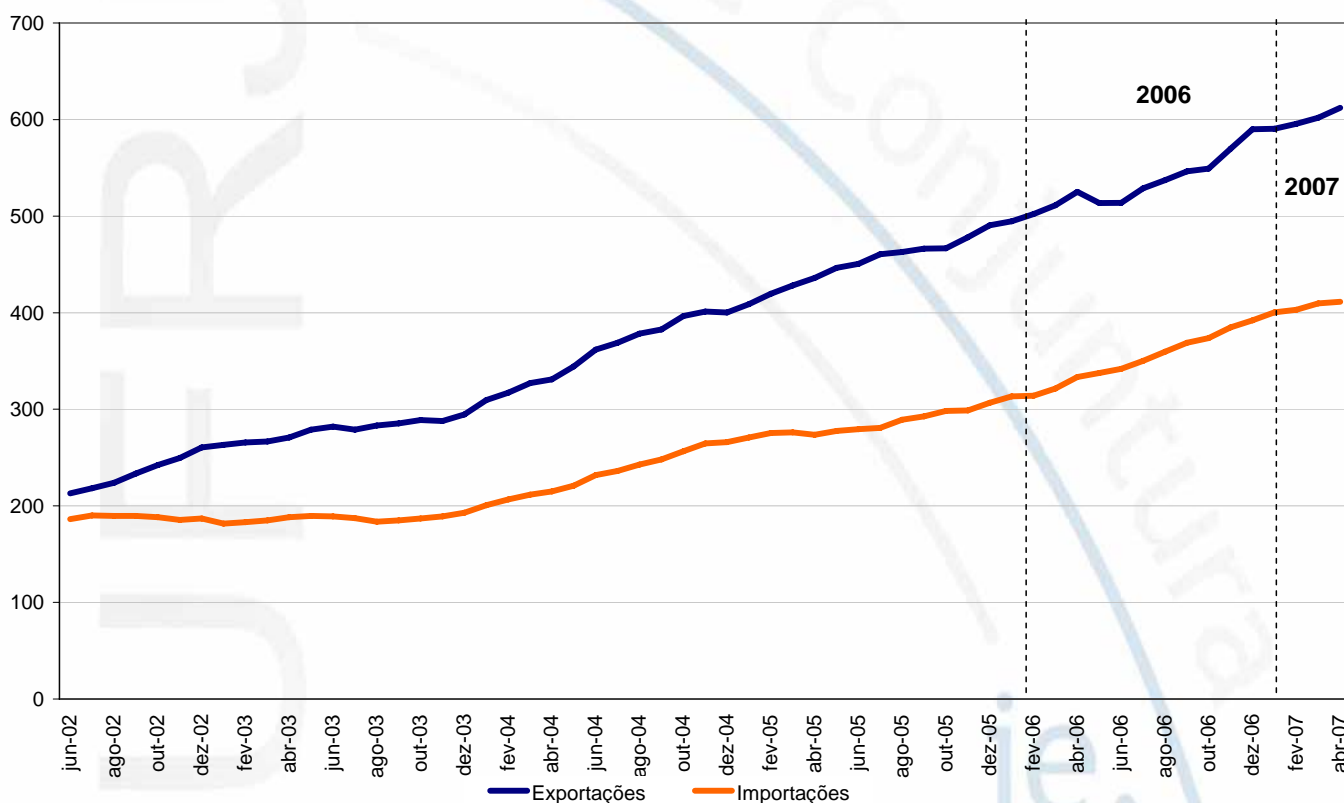
Fonte: Banco Central

Setor Externo

Cecília Hoff

Os dados referentes à balança comercial no primeiro quadrimestre deste ano mostram uma retomada do crescimento do valor exportado em relação à acomodação verificada no final do ano passado. Em médias diárias (com os dados ajustados sazonalmente e em médias móveis trimestrais) as exportações alcançaram em abril cerca de US\$ 615,0 milhões, o que equivale a um resultado mensal em torno de US\$ 13,0 bilhões e anual de cerca de US\$ 155,0 bilhões. O resultado acumulado nos doze meses encerrados em abril é de US\$ 144,6 bilhões (tabela 1), e se a média diária de exportações for mantida em torno dos US\$ 600,0 milhões atuais, é bastante provável que as exportações acumulem em 2007 um valor superior a US\$ 150,0 bilhões. As importações, por seu turno, mostram uma tendência consistente de crescimento. Em doze meses, acumulam US\$ 98,0 bilhões, estão crescendo num ritmo anualizado de cerca de 32% na margem (quadrimestre encerrado em abril em relação ao quadrimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal), e atualmente encontram-se num nível anualizado de cerca de US\$ 106,0 bilhões.

Exportações e Importações em Médias Diárias - US\$ milhões
(dados ajustados sazonalmente, em médias móveis semestrais)



Saldo Comercial Acumulado em 12 meses

(US\$ bilhões)

	Exportações	var.%(¹)	Importações	var.%(¹)	Saldo
dez/05	118,3	22,6	73,6	17,2	44,7
mar/06	123,2	21,4	77,6	18,2	45,7
jun/06	125,5	17,5	81,1	18,3	44,4
set/06	132,3	17,2	86,3	20,3	46,0
dez/06	137,5	16,2	91,4	24,2	46,1
jan/07	139,2	15,8	93,4	24,9	45,7
fev/07	140,5	16,0	94,7	25,0	45,8
mar/07	142,0	15,2	96,5	24,4	45,5
abr/07	144,6	16,8	98,0	24,1	46,6

(¹) Em relação ao mesmo período do ano anterior

Fonte: MDIC/Secex.

O resultado das exportações é, sem dúvida, bastante positivo. A incerteza, porém, é se é sustentável. Como mostra a tabela 2 abaixo, a relação entre a taxa de crescimento das exportações e a taxa de crescimento da demanda externa em 12 meses (medida pelo Índice de Demanda Externa Efetiva, calculado pela Funcex) caiu gradualmente ao longo do ano passado e continua caindo, o que significa que as exportações brasileiras têm sofrido uma desaceleração mais intensa do que a demanda externa. Por outro lado, a tabela 2 mostra que a aceleração das importações foi mais forte do que a da produção industrial, implicando num aumento espantoso da relação entre a taxa de crescimento das importações e da demanda doméstica (medida pelo crescimento da produção industrial medida pelo IBGE). Ambos são indicadores de que a taxa de câmbio apreciada pode estar afetando negativamente o saldo comercial. E indicam, também, que se houver uma desaceleração forte da demanda externa e/ou uma aceleração mais forte da demanda doméstica, o resultado comercial pode piorar sensivelmente.

Relações Demanda Externa/Exportações e Demanda Interna/Importações

(variação % em 12 meses)

	Ind. Demanda Externa (a)	Exportações - Valor (b)	(b)/(a)	Indústria Geral PIM-PF (c)	Importações - Quantum (d)	(d)/(c)
dez-05	16,4	22,6	1,38	2,9	5,6	2,0
mar-06	16,0	21,4	1,34	2,6	8,1	3,1
jun-06	15,9	17,5	1,10	2,2	9,7	4,4
set-06	18,1	17,2	0,95	2,7	14,0	5,1
dez-06	20,2	16,2	0,80	2,9	17,3	5,9
jan-07	20,8	15,8	0,76	2,8	17,8	6,5
fev-07	21,4	16,0	0,75	2,6	18,4	7,0

Fontes: Funcex, IBGE e MIDIC/Secex.

A tabela 3 mostra as taxas de crescimento das exportações totais e por fator agregado, em valor e quantum. Revertendo a tendência de desaceleração observada ao longo do ano passado, no primeiro trimestre houve uma retomada, mesmo que modesta, do crescimento do quantum exportado. Esta melhora relativa do resultado em quantum pode ser atribuída em grande medida ao crescimento do volume exportado de produtos básicos nos últimos meses, ao passo que o volume exportado de produtos semi-

manufaturados continua estagnado e o de manufaturados mostra uma tímida recuperação. De todo modo, apesar desta retomada, o crescimento das exportações em valor ainda está bastante ancorado no desempenho dos preços, o que o torna frágil. Nos casos em que os exportadores são tomadores de preços (nos produtos básicos e semi-manufaturados em geral), uma eventual queda de preços no mercado internacional levaria a uma queda abrupta de receitas. E nos casos em que os exportadores nacionais são formadores de preços, o aumento de preços pode estar sendo obtido às custas de perda de competitividade.

Exportações em Valor e Quantum (dez/05=100)

(dados em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)

	Total		Básicos		Manuf.		Semi.	
	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum
dez/05	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
mar/06	105,3	103,7	101,5	101,5	108,3	105,6	103,8	98,2
jun/06	101,4	98,6	82,7	92,6	104,0	100,8	109,1	99,8
set/06	114,1	103,9	108,8	104,6	114,5	103,7	123,3	100,0
dez/06	116,0	104,0	114,1	110,3	114,0	100,9	130,4	103,4
jan/07	120,6	108,3	121,3	116,1	117,9	104,9	131,9	106,1
fev/07	119,7	107,7	123,5	117,5	116,4	104,0	128,8	103,7
mar/07	121,7	109,7	124,4	117,6	120,4	108,2	123,5	99,5

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

A tabela 4 mostra o crescimento das importações totais e por categoria de uso. Observa-se uma tendência clara de crescimento do total das importações em valor, e, dado que não se observa uma aceleração forte nos preços, o crescimento das compras externas pode ser quase que exclusivamente atribuído ao crescimento do volume importado. Este movimento pode ser observado em todas as categorias de uso, com destaque para a forte expansão das importações de bens de consumo não duráveis a partir do final do ano passado e de bens de capital ao longo de todo o ano passo e início deste ano. Também se destaca a aceleração do crescimento das compras de matérias-primas e bens intermediários no final do ano passado e no primeiro trimestre deste ano.

Importações em Valor e Quantum (dez/05=100)

(dados em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)

	Total		Intermediários		BK		BCND	
	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum
dez/05	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
mar/06	109,3	107,2	108,2	106,7	109,3	115,5	109,9	104,2
jun/06	113,4	109,9	111,2	106,1	115,2	119,9	113,1	104,6
set/06	122,3	116,4	123,5	115,0	114,5	118,3	123,7	114,9
dez/06	125,6	121,2	124,7	118,9	122,3	126,3	131,5	120,8
jan/07	130,6	121,2	126,9	121,2	128,6	140,2	142,9	126,2
fev/07	129,0	126,0	129,9	122,4	127,3	141,2	147,1	126,5
mar/07	136,9	125,5	136,7	127,9	134,3	151,2	153,1	131,5

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Os resultados do comércio exterior sugerem que o saldo ainda deve permanecer elevado este ano, com tendência de redução na margem. De todo modo, se o cenário internacional

permanecer favorável, isto é, na ausência de queda acentuada da demanda externa e dos preços das commodities (o que é atualmente o cenário mais provável), esta redução deverá estar mais associada ao crescimento elevado das importações do que a uma queda das exportações. Ademais, a queda marginal esperada para o saldo comercial não deve ser suficiente para tornar o resultado em conta corrente negativo, o que reforça a tendência de forte fluxo cambial positivo ao longo deste ano.

Taxa de câmbio se consolida em novo patamar

Passadas as turbulências financeiras ocorridas em fevereiro e março por conta da queda da bolsa de Xangai e pelas incertezas em relação à velocidade de desaceleração da economia americana, a taxa de câmbio retomou o processo de apreciação em vigor desde o início do ano. Este episódio, no entanto, deixou clara a relação indireta entre o fluxo comercial e a apreciação cambial, evidenciando a relação direta entre esta última e as variáveis financeiras. A rigor, os movimentos de aumento da taxa de câmbio durante a crise e posterior retomada do processo de apreciação mostraram que não foi o fluxo comercial acima do normal no primeiro quadrimestre do ano que induziu novas reavaliações sobre posições em moeda estrangeira, mas a combinação de fluxo comercial elevado com perspectiva de parcimônia na condução da política monetária doméstica e de afrouxamento da política monetária externa, em condições de risco-país estável ou em queda.

Ou seja, o fluxo comercial em si não provocou a queda da taxa de câmbio, mas o fato deste fluxo precisar ser absorvido quando a perspectiva era de taxa de câmbio com tendência de queda, e, portanto, quando o bom negócio era vender, e não comprar moeda estrangeira. Em função disso, as volumosas compras do Banco Central não foram suficientes para evitar que a taxa de câmbio cercasse a casa de R\$ 2,00/US\$ em abril, pois não foram suficientes para absorver o fluxo cambial excedente e o aumento de posições vendidas desejado pelos bancos. Neste caso, se não ocorrerem mais turbulências externas que aumentem a aversão ao risco, e se o resultado comercial não piorar significativamente, a tendência para a taxa de câmbio este ano continua sendo de queda. E dado que a intensificação das compras no mercado à vista só têm, na melhor das hipóteses, evitado quedas maiores da taxa de câmbio, e que uma redução maior na taxa de juros parece pouco provável, restam duas opções para o Banco Central: aceitar o novo patamar ou voltar a experimentar a oferta de swaps reversos de forma agressiva, cujo resultado, de todo modo, também é incerto.

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

	Segmento Comercial (a)	Segmento Financeiro (b)	Saldo (a)+(b)	Var. na Posição dos Bancos ⁽¹⁾	Compras do BC	Colocações de Swaps Reversos	Estoque de Swaps Reversos	Taxa de Câmbio Nominal
mar/06	5,5	2,5	8,0	5,4	3,1	-1,3	-19,4	2,15
jun/06	3,6	-6,3	-2,7	-2,8	0,0	0,8	-18,4	2,25
set/06	5,5	-0,4	5,1	3,4	1,5	-1,6	-16,8	2,17
dez/06	7,8	-11,3	-3,5	-6,3	2,4	-1,0	-12,9	2,15
jan/07	10,1	-6,3	3,8	-1,4	4,8	-1,7	-12,9	2,14
fev/07	4,7	2,3	7,0	-2,7	8,8	-0,8	-12,9	2,10
mar/07	5,9	0,8	6,6	-0,4	8,3	-0,5	-12,9	2,09
abr/07	9,8	0,9	10,7	-1,0	9,7	-	-	2,03

⁽¹⁾ Variação positiva significa aumento da posição comprada.

Fonte: Banco Central do Brasil.

