

Economia & Conjuntura

Apresentação

Neste número de Economia & Conjuntura, o Panorama Macroeconômico mostra que o principal determinante da virtual estagnação da produção industrial entre o terceiro trimestre de 2004 e o terceiro trimestre deste ano foi certamente a elevação da taxa de juros (dos juros longos e da taxa Selic) desde o ano passado. Todavia, o comportamento da indústria nestes quatro trimestres pode ser subdividido em dois períodos bem distintos: os dois trimestres mais recentes e os dois anteriores. Há indicações de que o efeito negativo da taxa de juros elevada sobre a atividade econômica já foi menos intenso no período recente, e de que a produção industrial poderá ter um comportamento bem mais favorável nos próximos meses.

Mas se a queda da taxa de juros tende a favorecer a expansão da atividade econômica, a forte apreciação cambial ocorrida desde o ano passado pode atuar em sentido contrário, ao contribuir para o deslocamento da produção doméstica por bens importados e afetar negativamente as exportações. Neste sentido, o Panorama Macroeconômico também avalia se este impacto negativo já está em curso, ou poderá ser um fator relevante de contenção da atividade econômica no futuro próximo.

A seção de Nível de Atividade mostra que o recuo na produção industrial em setembro, concentrada nos bens de consumo, pode estar relacionada a um forte movimento de ajuste no nível dos estoques, uma vez que as estatísticas sobre vendas industriais vinham em queda há três meses.

A seção de Crédito mostra que os dados não corroboram a hipótese de que as taxas de inadimplência estão em níveis perigosos, sinalizando, desta forma, que não há evidências concretas de que o ciclo de expansão do crédito está chegando ao final.

A seção Inflação mostra que o processo inflacionário exibe como grande desafio a desaceleração dos preços do setor de não-comercializáveis. Por esse motivo, estuda a dinâmica dos preços não-comercializáveis excluindo os alimentos.

A seção Investimento pergunta o que esperar no médio prazo da construção civil. A análise mostra que embora as perspectivas não apontem para um crescimento explosivo, se ensejam mais animadoras, a probabilidade elevada de ter um ano 2006 com baixa inflação, juros mais baixos e maior crescimento econômico e da renda real do trabalhador reforçam as atividades cuja parcela da demanda advém do setor privado. Por outro lado, sendo 2006 um ano eleitoral, deve se esperar um crescimento do setor de obras de infra-estrutura onde o setor público é o maior demandante.

Na seção Política Fiscal discute-se a iniciativa dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento no mês outubro que coloca a discussão da necessidade de uma nova agenda para a política fiscal (conhecida como o “emendão constitucional”). Os objetivos do pacote fiscal são estabelecer metas para os próximos 10 anos que assegurem a

redução mais rápida da Dívida Pública/PIB, dos juros, da carga tributária e que confira um pouco mais de qualidade ao atual ajuste fiscal.

A seção Setor Externo mostra algumas das qualificações que devem ser realizadas na revisão das projeções das exportações. Ainda que há claras evidências de que nos últimos meses elas perderam dinamismo e bem verdade que a desaceleração observada tem sido mais lenta do que esperado. Mas existem dois fatores (relativos a exportações de combustíveis e soja) que contribuíram para mascarar uma desaceleração, que, do contrário, teria sido mais intensa.

Na seção COPPEAD analisa-se as estratégias de expansão das redes varejistas de moda, a partir de um estudo compreendendo a realização de 43 entrevistas com proprietários ou sócios de redes de varejo com sede no estado do Rio de Janeiro que já haviam se expandido para além das fronteiras do estado do Rio de Janeiro.

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 – licha@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

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

Colaboradores

- Caio C. L. P. da Silveira - conjuntura@ie.ufrj.br
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho – thadeu@ie.ufrj.br
- Cecília Rutkoski Hoff – cissahoff@ie.ufrj.br
- Eduardo Bastian – eduardobastian@yahoo.com.br
- Margarida Gutierrez – margarida@ie.ufrj.br
- Paulo Gonzaga – conjuntura@ie.ufrj.br
- Rafael Barroso – rcbarroso@gmail.com
- Silvio Salles – conjuntura@ie.ufrj.br

Estagiários

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

Contato

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

Índice

	Página
Panorama Macroeconômico	7
Projeções do Grupo de Conjuntura	17
Nível de Atividade Industrial	18
Investimento	21
Inflação	25
Crédito	30
Política Fiscal	34
Setor Externo	40
Seção COPPEAD	43

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Apesar das incertezas nas últimas semanas sobre a permanência no cargo do ministro da Fazenda e de sinais ambíguos do presidente da República em relação à sustentação da política econômica atual, os indicadores financeiros de expectativas, apresentados na tabela 1, continuaram mostrando um comportamento favorável. E isto significa que o risco percebido pelo mercado de uma guinada populista na política econômica - relaxamento dos compromissos do governo com a redução da relação dívida pública/PIB e com o controle da inflação - permanece sendo muito baixo. Tampouco a elevação da taxa de juros dos títulos do Tesouro americano de 10 anos desde setembro (refletindo uma maior incerteza sobre a trajetória da inflação e da taxa de juros básica nos EUA) vem afetando negativamente o mercado financeiro - no caso porque vem prevalecendo a percepção de que o cenário externo em 2006 será relativamente tranquilo para os emergentes, não se esperando nenhuma mudança drástica na disponibilidade de liquidez para estas economias. Mas se os indicadores financeiros de expectativas vêm tendo uma evolução positiva, do lado do desempenho da economia real as incertezas aumentaram bastante. O péssimo desempenho da indústria em setembro (queda de 2% em relação a agosto) e indicadores preliminares de novo recuo da produção industrial em outubro têm levado a uma revisão generalizada para baixo das projeções de crescimento do PIB em 2005 e também em 2006. A influência da taxa de juros elevada e da apreciação cambial no mau desempenho recente da indústria e as perspectivas para a atividade econômica nos próximos meses são examinadas 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\$
14/jun/2005 ⁽²⁾	417	316	31,96	2,44	18,24	12,49	4,11	53,73
19/jul/2005 ⁽²⁾	407	293	38,91	2,34	18,06	11,73	4,18	57,36
16/ago/2005 ⁽²⁾	402	287	39,72	2,34	18,00	11,95	4,21	65,41
13/set/2005 ⁽²⁾	391	272	43,75	2,33	17,85	12,48	4,13	61,61
18/out/2005 ⁽²⁾	379	268	41,42	2,24	17,89	12,59	4,47	59,28
21/nov/05	345	244	41,39	2,22	17,05	11,85	4,46	55,34

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

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

O desempenho decepcionante da indústria no terceiro trimestre - queda de 0,7% em relação ao trimestre anterior - fez com que a taxa de crescimento da indústria em 4 trimestres (terceiro trimestre de 2005/terceiro trimestre de 2004) recuasse para 1,5%. O principal determinante desta virtual estagnação da produção industrial entre o

terceiro trimestre de 2004 e o terceiro trimestre deste ano foi certamente a elevação da taxa de juros (dos juros longos e da taxa Selic) desde o ano passado. Todavia, o comportamento da indústria nestes quatro trimestres pode ser subdividido em dois períodos bem distintos: os dois trimestres mais recentes e os dois anteriores. E há indicações, examinadas a seguir, de que o efeito negativo da taxa de juros elevada sobre a atividade econômica já foi menos intenso no período recente, e de que a produção industrial poderá ter um comportamento bem mais favorável nos próximos meses.

Como evidencia a tabela 2, a taxa de crescimento acumulada da indústria no quarto trimestre de 2004 e primeiro trimestre de 2005 foi quase nula (0,5%). Contudo, houve diferenças bastante significativas no comportamento da indústria por categoria de uso neste período: queda da produção de bens de capital e de bens intermediários e forte aumento da produção de bens de consumo. Como, a despeito da elevação da taxa Selic a partir de setembro de 2004, o crédito para pessoas físicas continuou em firme expansão, e a massa salarial havia subido nos meses precedentes, as vendas do comércio varejista permaneceram em alta. E isto impulsionou a produção de bens de consumo, que cresceu vigorosamente no quarto trimestre de 2004/primeiro trimestre de 2005 - 4,9% no acumulado destes dois trimestres (ou 10% em termos anualizados). Em contrapartida, nestes dois trimestres a produção de bens de capital recuou 0,9% e a de bens intermediários 2,2%, desempenho negativo, que pode ser atribuído, em boa medida, à elevação da taxa de juros (não apenas da taxa Selic, mas também dos juros longos, cuja alta ocorreu alguns meses antes do início do processo de elevação da taxa básica).

Tabela 2: Evolução da Produção Industrial (série com ajuste sazonal)

	Var % (Tri _t /Tri _{t-1})		Var % (Tri _t /Tri _{t-2})	
	2º Tri 05	3º Tri 05	1º Tri 05	3º Tri 05
Indústria Geral	1,9	-0,7	0,5	1,2
Bens de Capital	3,0	0,5	-0,9	3,5
Bens Intermediários	2,4	-0,7	-2,2	1,7
Bens de Consumo	1,3	-0,9	4,9	0,3
Duráveis	8,3	-4,4	4,5	3,5
Não-Duráveis	-0,8	-0,6	5,9	-1,5
Vendas no Comércio	1,7	1,2	2,6	2,9

Fonte: IBGE

Já no acumulado do segundo e terceiro trimestres deste ano, o desempenho da indústria por categoria de uso foi completamente diferente do dos dois trimestres anteriores. De acordo com a tabela 2, a taxa de crescimento da produção de bens de consumo foi de apenas 0,3%. Por sua vez, bens intermediários e bens de capital cresceram, respectivamente, 1,7% e 3,5% nestes dois trimestres. E é interessante notar que foi justamente o setor de bens de capital - em geral o mais sensível à trajetória da taxa de juros - o de melhor desempenho dentro da indústria. Por refletir, grosso modo, o investimento em máquinas e equipamentos (a absorção doméstica e a produção de bens de capital tendem a evoluir na mesma direção), a produção de bens de capital é um importante indicador de confiança dos empresários nas perspectivas da economia. Assim, a melhora do seu desempenho no período recente pode ser tomada como indicação de expectativas mais favoráveis sobre a evolução do nível de atividade nos

próximos meses. E sugere que o efeito negativo mais forte dos juros altos sobre a atividade econômica teria ficado para trás.

De todo modo, devido sobretudo ao mau desempenho do segmento de bens de consumo, o crescimento da indústria no acumulado do segundo e terceiro trimestre (1,2%) foi ainda modesto. A que atribuir este comportamento negativo da produção de bens de consumo? Seria um efeito defasado sobre este segmento da alta da taxa de juros? Ou refletiria mais uma acomodação da produção de bens de consumo depois da sua forte expansão nos meses anteriores?

De modo geral, o comportamento da produção industrial de bens de consumo tende a acompanhar a evolução das vendas do comércio varejista. Ocorre que, como mostra a tabela 2, no segundo e terceiro trimestres, as vendas do comércio continuaram em firme expansão (crescimento acumulado nos dois trimestres de 2,9%), enquanto a produção de bens de consumo praticamente não cresceu neste período. Nos dois trimestres anteriores, contudo, havia ocorrido o inverso: a produção de bens de consumo aumentara bem mais do que as vendas do comércio. E isto sugere que a forte desaceleração da produção de bens de consumo no acumulado do segundo e terceiro trimestres (decorrente da queda de 0,9% da produção industrial desta categoria de uso no terceiro trimestre) pode ter sido basicamente um ajuste de estoques. Neste caso, o comportamento negativo da produção de bens de consumo no período recente seria muito mais uma acomodação transitória do que um impacto tardio sobre este segmento da evolução da taxa de juros.

A idéia de que tenha ocorrido uma acomodação da produção de bens de consumo depois de um forte crescimento também é reforçada pelo exame, na tabela 3, das taxas de crescimento da indústria por categoria de uso em relação ao ano anterior. Note-se que mesmo com a interrupção na margem de crescimento da produção de bens de consumo, sua taxa de crescimento acumulada no ano (contra o mesmo período de 2004) ainda se encontra em 7,3%, taxa bastante elevada e igual à taxa de crescimento deste segmento da indústria em 2004. Sob esta ótica (comparação com o desempenho da indústria em 2004), a forte desaceleração do crescimento industrial em 2005 – de 8,3% em 2004 para 3,8% no acumulado deste ano até setembro – é inteiramente explicada pelas reduções expressivas das taxas de crescimento de bens de capital e de bens intermediários. Já no segmento de bens de consumo, a produção de bens duráveis vem crescendo neste ano a um ritmo menor do que em 2004, mas esta desaceleração vem sendo compensada pela taxa mais elevada de crescimento dos não-duráveis. No caso da produção de bens duráveis, vale a pena destacar que, mesmo com a sua forte queda no terceiro trimestre relativamente ao trimestre anterior (de 4,4%, como mostra a tabela 2), a produção deste segmento no terceiro trimestre ainda ficou 8,7% acima da do terceiro trimestre de 2004 e 37,2% acima da observada no mesmo trimestre de 2003. E estas taxas de crescimento ainda bastante elevadas em relação aos anos anteriores, certamente minimizam o significado do mau resultado da produção industrial de duráveis no terceiro trimestre (relativamente ao trimestre anterior).

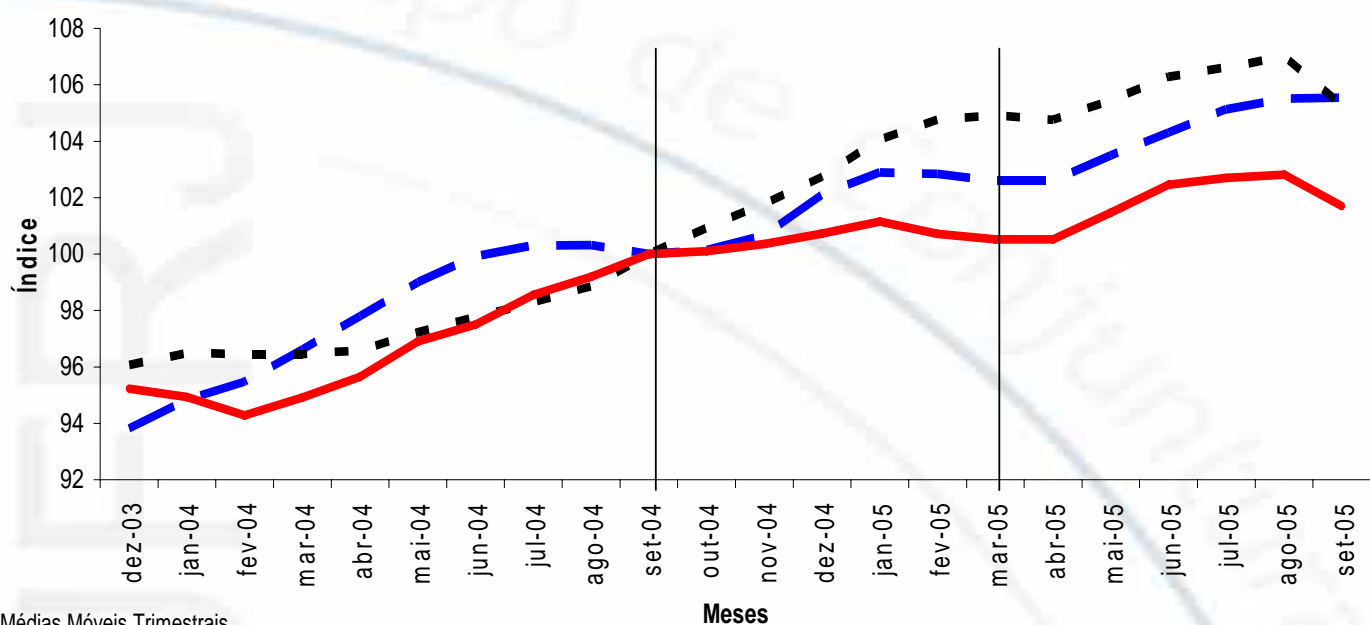
Tabela3: Produção Industrial - Taxas de Crescimento em Relação a iguais Períodos de Anos Anteriores

	Var % (Tri_t / Tri_{t-4})	Var % (Tri_t / Tri_{t-8})	Var % Acumulada no Ano (até set/05)	Var % em 2004
	set/05	set/05		
Indústria Geral	1,5	12,1	3,8	8,3
Bens de Capital	2,3	26,4	3,3	19,7
Bens Intermediários	-0,5	8,9	1,4	7,4
Bens de Consumo	4,7	14,5	7,3	7,3
Duráveis	8,7	37,2	13,8	21,8
Não-Duráveis	3,6	9,5	5,6	4,0

Fonte: IBGE

Como deverão se comportar a produção de bens de consumo e a indústria geral nos próximos meses? Como se percebe no gráfico 1, a produção de bens de consumo e as vendas do comércio varejista tendem a evoluir na mesma direção. Assim, no que se refere ao comportamento da produção de bens de consumo, a variável-chave será a evolução das vendas do comércio varejista. Será que estas vendas, que continuaram em expansão no terceiro trimestre, terão o seu crescimento interrompido a partir de agora? Nada indica que isto vá ocorrer. Como evidencia a tabela 4, os principais determinantes do consumo - massa salarial e crédito para pessoas físicas - vem tendo um bom comportamento. A massa salarial teve um forte aumento real no terceiro trimestre (de 4,5% em relação ao trimestre anterior), e deverá continuar tendo um bom desempenho nos próximos meses, favorecida pela combinação de inflação mais baixa e reajustes salariais que, para a maioria das categorias, vem sendo no mínimo igual à inflação passada. E o volume de crédito para pessoas físicas permanece em expansão. Finalmente, o Banco Central começou, desde setembro, a reduzir a taxa Selic, o que, entre outros efeitos benéficos para a atividade econômica, tende a ter um impacto positivo sobre a confiança dos consumidores. Neste contexto, o cenário mais provável para os próximos meses é o de continuidade do aumento das vendas do comércio varejista, e que este acabe se refletindo em expansão da produção de bens de consumo.

Gráfico 1: Produção Industrial e Vendas no Comércio*



*Médias Móveis Trimestrais
Dessazonalizadas
Base: set/04=100
Fonte: IBGE



Tabela 4: Indicadores de Consumo

	Índice de Médias Móveis Trimestrais (Base: set/04=100)			Var % Acumulada no Ano
	mar/05	jun/05	set/05	
Vendas no Comércio Varejista (volume)*				
Total	102,6	104,3	105,5	5,0
Duráveis	108,2	115,7	115,3	18,1
Não-Duráveis	101,0	102,0	103,4	3,6
Massa Salarial Real Habitualmente Recebida	100,8	100,5	105,0	4,8
Crédito Real Pessoas Físicas**	112,5	121,7	131,0	26,2

Fonte: IBGE, Banco Central

*Dessazonalizado

**Deflator IPCA

Por sua vez, o segmento de bens de consumo e a indústria geral também costumam ter trajetórias razoavelmente semelhantes. Ainda que a correlação entre ambas seja menos estreita do que a existente entre a produção de bens de consumo e as vendas do comércio varejista, descolamentos acentuados entre a evolução da indústria geral e a de bens de consumo - como ocorreu entre setembro de 2004 e março de 2005 - são relativamente raros. Como evidencia o gráfico 1, as trajetórias da indústria geral e do segmento de bens de consumo, que vinham sendo bem próximas até setembro de 2004, descolaram-se significativamente entre setembro de 2004 e março de 2005. Mas, de março para cá, as duas trajetórias voltaram a ser semelhantes, ao mesmo tempo em que houve uma ligeira redução da distância entre a produção de bens de consumo e a indústria geral, que se abriu entre setembro de 2004 e setembro de 2005 (a indústria geral cresceu mais do que a de bens de consumo neste período). E é de se esperar que a indústria geral continue evoluindo em linha com a produção de bens de consumo ou crescendo um pouco mais do que esta. Assim, admitindo-se que a produção de bens de consumo volte a crescer impulsionada pela continuidade da expansão das vendas do comércio, o mais provável é que a indústria geral acompanhe o crescimento deste segmento da indústria.

O fato é que com a inflação sob controle e a taxa de juros em queda (tanto os juros longos quanto a taxa Selic) - tal como ocorre atualmente - a experiência dos últimos anos tem sido sempre de crescimento da indústria a um ritmo significativo, a despeito da permanência de taxas de juros elevadas. E não parece que desta vez vá ser diferente. No quarto trimestre, o crescimento da indústria ainda deverá ser baixo, porque: i) a produção industrial de setembro foi inferior à média do terceiro trimestre, gerando um carry over negativo para o quarto trimestre; ii) indicadores coincidentes sugerem que o desempenho da indústria em outubro novamente não foi bom (estima-se pequena queda da produção industrial relativamente a setembro). Todavia, a expectativa do Grupo de Conjuntura é de um crescimento bastante expressivo da indústria no bimestre novembro/dezembro e de um bom desempenho nos primeiros meses de 2006.

Mas se a queda da taxa de juros tende a favorecer a expansão da atividade econômica, a forte apreciação cambial ocorrida desde o ano passado pode atuar em sentido contrário, ao contribuir para o deslocamento da produção doméstica por bens importados e afetar

negativamente as exportações. E é preciso avaliar se este impacto negativo já está em curso, ou poderá ser um fator relevante de contenção da atividade econômica no futuro próximo.

Como mostra a tabela 5, vem ocorrendo uma nítida desaceleração da taxa de crescimento (em 12 meses) das exportações desde o final do ano passado. Mas o recuo do ritmo de expansão das importações foi ainda maior. Por esta razão, o saldo da balança comercial (acumulado em 12 meses) continuou crescendo significativamente ao longo de 2005, tendo atingido US\$ 41,9 bilhões em outubro. E é interessante notar, na tabela 5, que a desaceleração das exportações e das importações em quantum ao longo do ano tem se dado em intensidade relativamente semelhante à ocorrida em valor, indicando que os aumentos dos preços dos bens exportados e importados vêm sendo mais ou menos da mesma magnitude (isto é, os termos de intercâmbio têm ficado razoavelmente estáveis). Até que ponto o desempenho das exportações e das importações em quantum em 2005 - não obstante o excepcional resultado da balança comercial neste ano - já vem sendo afetado de forma relevante pela apreciação cambial, tendo, por esta via, reflexos negativos sobre a atividade econômica?

Tabela 5: Crescimento das Exportações e das Importações

	Variação % em 12 Meses						(a)/©	(b)/(d)
	Exportações		Importações		Exportações Mundiais			
	US\$(a)	Quantum(b)	US\$	Quantum	US\$(c)	Quantum(d)		
dez/04	32,0	19,2	30,0	18,1	21,4	10,3	1,5	1,9
set/05	24,7	12,7	22,5	9,9	-	-	-	-
out/05	24,1	12,1	21,5	10,0	-	-	-	-
dez/05*	21,7	9,9	19,4	8,6	13,6	7,0	1,6	1,4

*Projeção Grupo de Conjuntura IE/UFRJ e FMI

Fonte: MDIC, Funcex e FMI

Do lado das importações, a tabela 6 mostra que a desaceleração do crescimento das importações (totais e de bens intermediários) em quantum vem ocorrendo em linha com o recuo do ritmo de crescimento do nível de atividade, como se percebe pela evolução da relação entre as taxas de crescimento (12 meses) das importações e da produção industrial (tomada como proxy da atividade econômica). No caso das importações totais, esta relação estava em setembro em 2,2, exatamente o mesmo valor observado em dezembro de 2004. No que se refere às importações de bens intermediários - que costumam ser mais estreitamente correlacionadas com a produção industrial -, a relação entre as taxas de crescimento das importações e da produção industrial chegou, inclusive, a cair do final do ano passado para cá, e vem permanecendo estável, em 2,3, nos últimos meses. Qual é o significado destes resultados? Como a apreciação cambial atua como fator de expansão das importações, seria de esperar que a relação entre as taxas de crescimento das importações e da produção industrial estivesse subindo, indicando uma desaceleração das importações (totais e de bens intermediários) mais lenta do que a da produção industrial - ou seja, que a apreciação cambial estivesse levando a um descolamento entre o comportamento das importações e o da produção

industrial. Mas este efeito não ocorreu até agora. E isto pode ser tomado como indicação de que o comportamento das importações continua sendo determinado basicamente pela evolução da atividade econômica, não tendo sido ainda muito afetado pela apreciação cambial.

Tabela 6: Crescimento das Importações e da Produção Industrial

	Var % em 12 Meses			(a)/(c)	(b)/(c)
	Importações (em quantum)		Produção Industrial ^(c)		
	Bens Intermediários ^(a)	Totais ^(b)			
dez/04	21,0	18,1	8,3	2,5	2,2
jun/05	15,0	13,4	6,7	2,2	2,0
jul/05	13,2	11,5	5,9	2,3	2,0
ago/05	11,8	11,1	5,1	2,3	2,2
set/05	10,2	9,9	4,4	2,3	2,2
out/05	9,7	10,0	-	-	-

Fonte: IBGE, Funcex

Já do lado das exportações, a situação é um pouco diferente. De acordo com a tabela 5, em dezembro de 2004, a relação entre as taxas de crescimento (12 meses) das exportações brasileiras e mundiais em valor foi de 1,5 – taxas de crescimento de, respectivamente, 32% e 21,4%. E em dezembro de 2005, com base em estimativas do Grupo de Conjuntura para as exportações brasileiras e do FMI para as exportações mundiais, esta relação subiria para 1,6 - taxas de, respectivamente, 21,7% e 13,6%. Neste caso, a desaceleração do crescimento das exportações brasileiras será inferior à das exportações mundiais, o que obviamente constituiria um excelente resultado. Mas este resultado positivo decorrerá basicamente do fato dos preços das nossas exportações terem subido mais em 2005 do que os das exportações mundiais. Em quantum, pelas estimativas apresentadas na tabela 5, ocorrerá o inverso: uma desaceleração das exportações brasileiras bem maior do que a das exportações mundiais. E esta piora relativa do comportamento das nossas exportações em quantum já é possivelmente um reflexo da apreciação cambial ocorrida desde o ano passado.

De todo modo, o impacto da desaceleração das exportações sobre a produção industrial ainda não parece significativo. Como mostra a tabela 7, a desaceleração das exportações de manufaturados foi bem inferior à da produção industrial como um todo – o que se traduz, nesta tabela, no aumento da relação entre as taxas de crescimento (12 meses) das exportações de manufaturados e da produção industrial ao longo deste ano. Como, além disso, o coeficiente de exportação da indústria brasileira ainda é relativamente baixo (16,8% em 2004, segundo a Funcex), fica claro que o recuo do crescimento da produção industrial de 2004 para cá deveu-se, basicamente, à forte desaceleração da produção industrial para o mercado interno (devido, sobretudo, aos juros elevados), e pouco teve a ver com o menor crescimento das exportações de manufaturados (decorrente, em parte, da apreciação cambial).

Tabela 7: Crescimento das Exportações de Manufaturados e da Produção Industrial

	Variação % em 12 Meses		(a)/(b)
	Exportações de Manufaturados (quantum) ^(a)	Produção Industrial ^(b)	
dez/04	26,1	8,3	3,1
jun/05	21,4	6,7	3,2
jul/05	19,0	5,9	3,2
ago/05	18,1	5,1	3,5
set/05	17,6	4,4	4,0
out/05	15,1	-	-

Fonte: IBGE, Funcex

Em suma, o comportamento das importações ainda parece basicamente associado à evolução da atividade econômica (em particular, da produção industrial). Não há, por enquanto, uma indicação clara de que a apreciação cambial esteja tendo muita influência na trajetória das importações, a ponto de, via deslocamento da produção doméstica por bens importados, constituir-se em determinante importante do mau desempenho da indústria nos últimos meses. Já as exportações vêm sendo, aparentemente, mais afetadas pela taxa de câmbio apreciada do que as importações. Mas a queda acentuada do crescimento da produção industrial em 2005 pouco teve a ver com o menor crescimento das exportações de manufaturados.

De qualquer forma, diante da forte apreciação cambial ocorrida desde o ano passado, o risco de que ainda venha a se ter um impacto negativo mais significativo do câmbio sobre a atividade econômica não é desprezível. Deve-se ter em conta, porém, que a taxa de câmbio real efetiva estava em nível extraordinariamente elevado em 2004. Tomando-se como base igual a 100, a taxa de câmbio de junho de 1994, a taxa real efetiva média de 2004 foi de 136, e esta taxa e as taxas médias anuais de 2003 (igual a 139) e de 2002 (igual a 2004) foram, de longe, as mais elevadas desde meados da década de oitenta – segundo a série da taxa câmbio real efetiva do Banco Central, que considera como deflatores o IPCA e os IPCs dos nossos principais parceiros comerciais. Já a taxa de câmbio nominal atual, entre R\$ 2,20 e 2,25 por dólar, corresponde a uma taxa real efetiva perto de 100. Colocada em perspectiva histórica, esta taxa não chega a ser muito desfavorável, porque, de acordo com a série do Banco Central, a base de 94 igual a 100 corresponde, grosso modo, à taxa real efetiva média entre o final dos anos 80 e o início de 2005. Excluindo-se, porém, deste período a apreciação cambial significativa observada em julho de 94 e dezembro de 98, a taxa de câmbio real efetiva média sobe para 113. E uma taxa de câmbio mais próxima deste nível (algo em torno de R\$ 2,50 por dólar a valores de hoje) seria certamente bem mais compatível com a sustentação de um bom desempenho da balança comercial, que reduzisse os riscos de que: i) o crescimento econômico venha a ser prejudicado por um deslocamento da produção doméstica por importações e por uma desaceleração excessiva das exportações; ii) a mais longo prazo venha a ocorrer uma piora acentuada das contas externas que torne a economia brasileira mais vulnerável a crises de confiança, que possam levar a desvalorizações cambiais bruscas e interrupção do crescimento (pelos seus efeitos negativos sobre a inflação, taxa de juros e salários).

Mas as incertezas associadas aos efeitos da taxa de câmbio atual sobre a balança comercial não parecem razão suficiente para comprometer o cenário de crescimento do PIB em 2006. Sob este aspecto, a variável-chave será a trajetória da taxa de juros daqui

para frente. Como as perspectivas para a inflação em 2006 continuam muito positivas, há boas chances de que a taxa Selic tenha ao longo de 2006 uma redução substancial (algo como uma queda de 18% em dezembro deste ano para 15% em dezembro de 2006). Neste contexto, a expectativa do Grupo de Conjuntura é que o PIB cresça a um bom ritmo, do quarto trimestre de 2004 até o final de 2006 (em torno de 1% por trimestre, em média). Como se argumentou anteriormente, a despeito do péssimo desempenho da atividade econômica no terceiro trimestre - que levou a uma substancial e generalizada revisão para baixo do crescimento do PIB em 2005 -, não parece correto tomar este desempenho negativo como indicador de uma perda duradoura de dinamismo da indústria e do PIB. O principal fator de risco para a economia brasileira em 2006 parece estar mais no cenário político doméstico do que no cenário externo. Caso a disputa eleitoral gere muitas dúvidas sobre a condução da política econômica no futuro governo e, em particular, o temor de uma guinada populista (descompromisso em relação ao objetivo de redução da relação dívida pública/PIB e ao controle da inflação), o cenário benigno para 2006 poderá ser inviabilizado por pressões sobre a taxa de câmbio, a inflação e os juros longos. Mas, por enquanto, este cenário negativo parece pouco provável.

Projeções do Grupo de Conjuntura

	2005		2006	
	Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ	Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	5,53	5,60	4,60	4,60
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,09	3,10	3,50	4,00
Saldo Comercial (US\$ bi)	42,40	42,50	35,20	37,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	13,00	13,90	6,30	8,50
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)				
Final do Ano	2,25	2,35	2,45	2,63
Média do Ano	2,43	2,46	2,40	2,50
Taxa Selic				
Acumulada no ano	19,15	19,14	16,39	16,23
Final do Ano	18,00	18,00	15,50	15,00

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

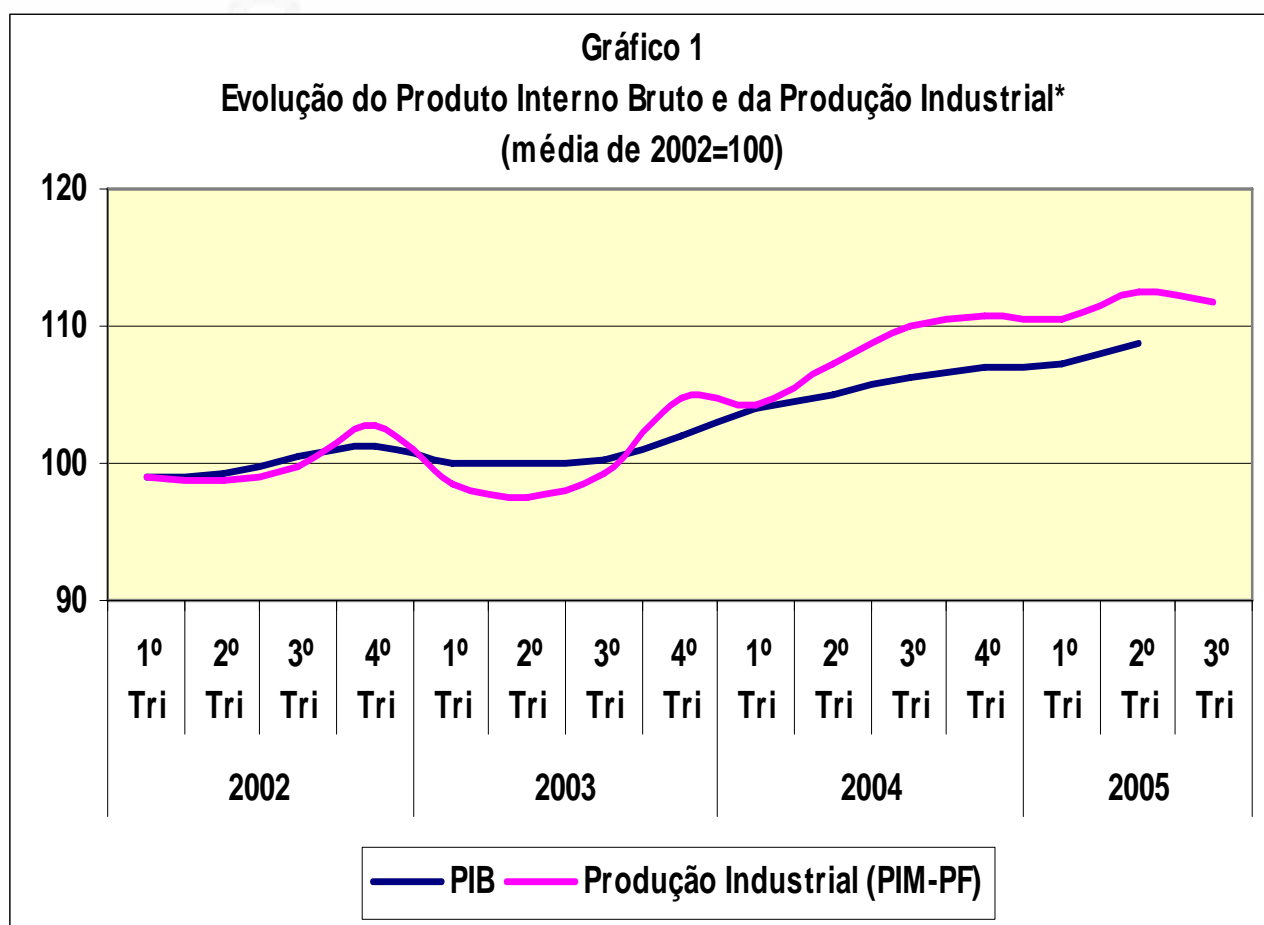
*Segundo levantamento do BC junto ao mercado divulgado em 18/11/2005 (Relatório de Mercado).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

NÍVEL DE ATIVIDADE MENOR NO TERCEIRO TRIMESTRE

Os índices até aqui disponíveis sobre o desempenho da economia no terceiro trimestre apontam para um quadro de leve desaquecimento frente ao que foi a performance do trimestre anterior. Os resultados mensais da produção industrial, fortemente correlacionados com a evolução do PIB (gráfico 1), mostram uma queda de 2,0% na passagem de agosto para setembro últimos e, com isso, levam à uma redução de 0,7% entre o segundo e o terceiro trimestres do ano.



*séries com ajuste sazonal

Ainda no comparativo setembro05/agosto05, na série livre de influências sazonais, o setor industrial exibe queda em quinze dos vinte e três ramos que têm dados ajustados. No corte por categorias de uso, apenas o segmento de bens de capital obteve crescimento (1,1%), sendo que os segmentos de bens de consumo registraram perdas significativas: -3,4% para os bens de consumo semi e não duráveis e -8,9% para os bens de consumo duráveis, que está há três meses em queda. O setor de bens intermediários, de maior peso na estrutura industrial, assinalou redução de 0,4% neste mês de setembro. Outra evidência da perda de dinamismo na atividade fabril é o crescimento de apenas 0,2% contra setembro de 2004, o mais modesto desde setembro de 2003, a partir de quando esse tipo de indicador mostra seguidas taxas positivas.

Ainda que os principais fatores de dinamismo continuem atuando, exportações e crédito ao consumidor, é possível perceber sinais de algum arrefecimento em ambos. Sem dúvida, a conjuntura internacional permanece bastante favorável e isso vem se refletindo nas estatísticas sobre exportações, no entanto observa-se uma contribuição importante do aumento de preços em alguns produtos de alta participação na pauta de exportações, ou seja, o efeito preço vem sendo mais importante que o aumento nas quantidades exportadas. Há setores, como o de calçados e móveis, com maior abertura às exportações, que têm perdido ritmo na produção interna, provavelmente em função da valorização do real. A produção da indústria de móveis recuou 10,0% entre o segundo e o terceiro trimestres, após acréscimo de 6,2% no período anterior, e a de calçados teve redução de 5,1% entre o segundo e o terceiro trimestres deste ano. Ao mesmo tempo, nota-se um aumento da participação de importados na oferta interna de alguns bens de consumo, como por exemplo, eletrodomésticos e calçados. No que diz respeito às condições de crédito, há sinais de uma acomodação no volume de crédito às pessoas físicas, que ainda encontra-se em patamar elevado, mas com certa estabilização. É possível que isso reflita um certo esgotamento na capacidade de endividamento do consumidor, ou mesmo uma atitude de maior cautela em relação a assumir novos endividamentos.

O recuo na produção industrial, especialmente a taxa de -2,0% de setembro, e que esteve concentrada nos bens de consumo, pode estar relacionada a um forte movimento de ajuste no nível dos estoques, uma vez que as estatísticas sobre vendas industriais vinham em queda há três meses. A trajetória do índice do nível de utilização da capacidade instalada, segundo levantamento da Confederação Nacional da Indústria, também foi declinante, passando de 82,0% em agosto para 80,1% em setembro, seu menor nível desde o final de 2003.

Por outro lado, um aspecto positivo é que o segmento produtor de bens de capital assinala crescimento de produção entre o segundo e o terceiro trimestres deste ano, ainda que com resultado modesto (0,5%), única taxa positiva entre as categorias de uso (tabela 1). Vale lembrar, que nas comparações contra iguais trimestres do ano anterior, bens de capital assinala taxa de 2,3% neste terceiro trimestre, contra uma expansão total da indústria de 1,5% (tabela 2), e tem como destaques subsetores mais identificados com o investimento em infraestrutura: a produção de bens de capital para construção avança 31,4% neste terceiro trimestre ante igual período de 2004, e a de bens de capital para energia elétrica cresce 22,1%. Pelo lado das importações há um incremento significativo nas compras de bens de capital, que aumentam 28,9% nos dez primeiros meses de 2005, frente a igual período do ano de 2004, marca bem acima dos 18,1% registrados para as importações como um todo. Outro resultado positivo é o

aumento assinalado no nível do emprego industrial entre agosto e setembro, na série ajustada sazonalmente (0,6%).

Tabela 1
Indicadores da Produção Industrial por Categorias de Uso
Índices Trimestrais* - Série com Ajuste Sazonal

Categorias de Uso	2004				2005		
	1º Tri	2º Tri	3º Tri	4º Tri	1º Tri	2º Tri	3º Tri
Bens de Capital	-0,3	5,7	1,2	0,5	-1,4	3,0	0,5
Bens Intermediários	1,6	2,7	2,8	-0,5	-1,8	2,4	-0,7
Bens de Consumo Duráveis	1,8	5,5	5,3	1,3	3,2	8,3	-4,4
Bens de Consumo Não Duráveis	0,1	0,8	0,8	2,6	3,2	-0,8	-0,6
Indústria Geral	0,2	2,6	2,6	0,7	-0,2	1,9	-0,7

(*) Base: Trimestre imediatamente anterior = 100

Fonte: IBGE, Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física

Tabela 2
Indicadores da Produção Industrial por Categorias de Uso
Índices Trimestrais*

Categorias de Uso	2004				2005		
	1º Tri	2º Tri	3º Tri	4º Tri	1º Tri	2º Tri	3º Tri
Bens de Capital	22,2	29,0	23,5	6,9	2,5	5,1	2,3
Bens Intermediários	5,0	8,1	9,4	6,9	1,6	3,2	-0,5
Bens de Consumo Duráveis	20,3	27,1	26,2	15,0	11,9	21,0	8,7
Bens de Consumo Não Duráveis	2,3	3,8	5,7	4,2	5,5	7,9	3,6
Indústria Geral	6,5	10,0	10,4	6,3	3,9	6,1	1,5

Fonte: IBGE, Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física

(*) Base: Igual trimestre do ano anterior =100

O comportamento relativamente mais favorável na absorção de bens de capital, que sinaliza um continuidade no processo de expansão da capacidade produtiva, o aumento no emprego industrial, a inflação em queda, a contínua redução da taxa básica de juros, e as expectativas mais favoráveis de empresários e consumidores sobre o quadro econômico no último trimestre do ano, são fatores que devem contribuir para um crescimento na atividade econômica na passagem do terceiro para o quarto trimestres de 2005.

Investimento

Rafael Barroso

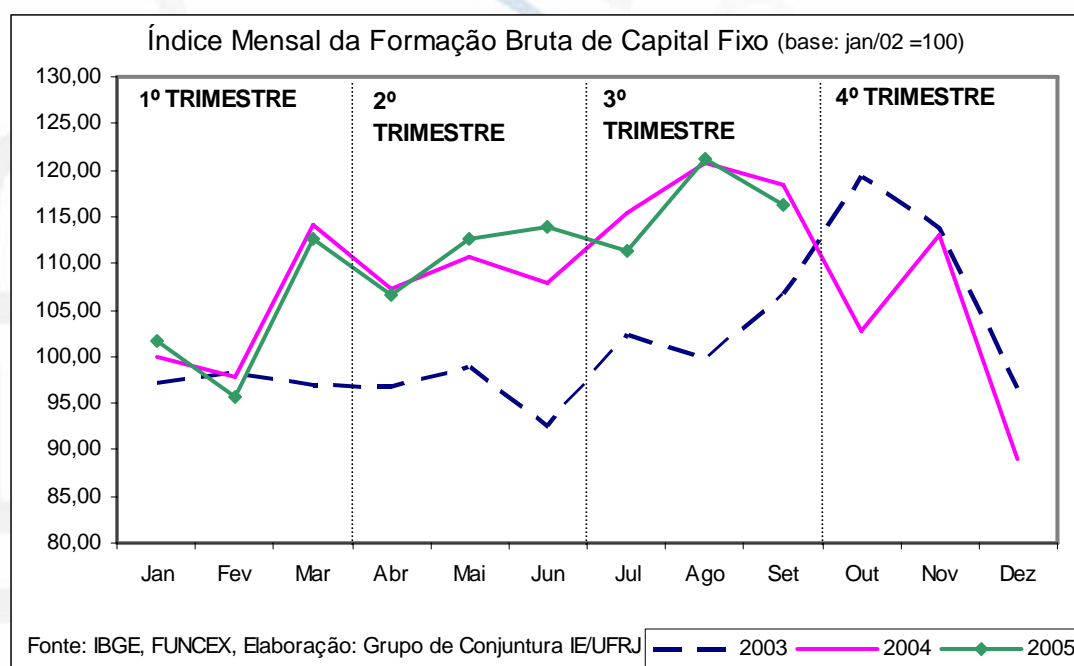
Investimento no 3T05

As informações disponíveis até agora para a inferência do comportamento do investimento no terceiro trimestre desse ano, mostram uma desaceleração do mesmo em relação ao ritmo do segundo trimestre (vide Tabela 1). Além disso, como já levantado na edição de setembro, a base de comparação do período homólogo do ano passado é alta.

Tabela 1 - Componentes do Investimento

	3T05/3T04	2T05/2T04
Bens de Capital:		
Produção	2,3	5,1
Exportação	33,1	30,8
Importação	30	30,2
Construção Civil	-1,9	3,5

Essa mesma tendência pode ser vista no Gráfico 1 abaixo, onde está representado o índice de formação bruta de capital fixo (FBCF), que pondera o consumo aparente de bens de capital e a série de insumos típicos da construção civil (ITCC) do IBGE.



O índice do gráfico 1 aponta para uma queda do investimento de 1,6% em relação ao mesmo período do ano anterior, o que em termos dessazonalizados significa uma variação de -4,7% em relação ao segundo trimestre de 2005. Recentemente, provavelmente por conta na defasagem da divulgação dos ponderadores dessa série pelo IBGE, o índice subestimou o comportamento efetivo do investimento. Supondo que isso ocorra novamente neste trimestre e que ao invés de uma queda de 1,6%, tenha-se alternativamente um crescimento nulo. Neste caso, a variação (3T05/2T05) dessazonalizada ainda seria negativa em 3,1%. Para que a FBCF mantenha-se estável do segundo para o terceiro trimestre, o crescimento em relação ao terceiro trimestre de 2004 teria que ser de da ordem de 3,1%, o que pelos dados da Tabela 1 claramente não ocorreu.

Construção Civil: O que está acontecendo?

O maior responsável pelo desempenho frustrante do investimento nesse trimestre, sem dúvida, foi a construção civil, que além de responder por aproximadamente 2/3 da FBCF, apresentou desempenho negativo, como mostra o ITCC e o consumo de cimento, indicadores que refletem o ritmo agregado de todas as atividades do setor da construção civil. Esse setor, porém, vem mostrando sinais contraditórios, como mostra a Tabela 2 abaixo.

Tabela 2 - Construção Civil: dados selecionados

	Taxa de Crescimento (%)	
	Acumulado ano*	Acumulado 12 meses
Financiamento Imobiliário:		
Valores Reais	44,3	3,3
Unidades	-1,2	1,3
Mercado Imobiliário - SP:**		
Unidades Vendidas	23,8	49,1
Unidades Lançadas	12,8	8,6
Emprego Formal	4,8	4,9
BK para Construção Civil	29,7	31,2
ITCC	0,68	1,46
Consumo de Cimento	2,9	0
Material para Construção:		
Vendas Reais	-11,2	N.D.

Fonte: Abecip, Secovi-sp, Caged, IBGE, Abrammat, Sinduscon-SP

* Até Set/05

** Até Ago/05

O desempenho da construção civil até agora foi composto por um comportamento díspare em suas atividades, com o desempenho positivo de algumas atividades, contrabalançando o desempenho negativo das demais, gerando assim, uma situação de quase estabilidade para o agregado do setor.

A atividade de construção residencial, como evidenciado pelos números de financiamento imobiliário e do mercado imobiliário de São Paulo e que segundo o IBGE respondem por 20% do setor, experimenta grande crescimento. Este, porém, caracteriza-

se por um crescimento maior no valor do que no número de unidades financiadas, apontando para um encarecimento dos apartamentos financiados.

Os dados do mercado imobiliário (segmento residencial e comercial) de São Paulo, o maior do país¹, mostram, em particular, que o estoque de imóveis à venda vem diminuindo, uma vez que o ritmo de crescimento das vendas é muito superior ao dos lançamentos. O resultado provável disso é uma combinação de aumento de preço dos imóveis e da oferta dos mesmos.

Ainda pelo lado positivo, o emprego formal e a produção de bens de capital para a construção civil apresentam um crescimento não-desprezível. Os números de emprego do setor são mais difíceis de serem analisados devido a informalidade, porém, o ritmo de crescimento maior do emprego formal quando comparado a indicadores gerais do setor indicam que as atividades em crescimento caracterizam-se por uma maior formalização do emprego do que as demais.

Quanto à produção de bens de capital para construção civil, pode-se argumentar que uma parte dela foi direcionada ao mercado externo, o que é verdade, uma vez que as exportações cresceram 31% no acumulado do ano até setembro entre 2005 e 2004, porém, as importações cresceram 40% na mesma base de comparação. Logo, fica difícil negar que houve um aumento da capacidade de oferta do setor.

Por último, o único indicador setorial que mostra um desempenho negativo é a venda real no varejo de material de construção. Esse indicador capta majoritariamente a venda para pequenas construtoras e para o público final, o chamado consumidor formiguinha, que reponde segundo a Anamaco² por 72% da comercialização de material de construção. Os principais determinantes desse consumo são, sem dúvida, o crédito e a renda.

Analisando-os, vê-se que o crédito, como vêm sendo mostrado na seção apropriada da carta, vem se expandindo, sendo o crédito pessoal e o crédito para aquisição de bens exceto veículos os líderes desse crescimento. A renda, por sua vez, em que pese uma certa demora na sua recuperação expandiu-se fortemente nos últimos meses e a perspectiva é de continuidade. Portanto, torna-se difícil entender uma queda dessa magnitude na venda de material de construção. Possíveis explicações a serem exploradas residem na confiança do consumidor e no direcionamento do crédito e da renda ao consumo de outros bens que não material de construção.

Que conclusões podem ser tiradas desse quadro? O que explica que atividades como construção residencial e comercial experimentem crescimento e outras atividades estejam estagnadas ou em queda?

Um primeiro corte que pode ajudar a explicar esse quadro é quanto à natureza do setor demandante: público ou privado. A construção (residencial e comercial), que registrou crescimento, tem no setor privado mais de 80% do responsável pela demanda. Já as obras de infra-estrutura, que têm no setor público seu maior responsável, e respondem por 35% do setor de construção civil, patinam uma vez que os recursos orçamentários

¹ O mercado imobiliário de São Paulo respondeu por 59% do mercado em 2004 das 8 capitais pesquisadas pela CBIC: SP, Rio, POA, BH, Recife, Fortaleza, Goiânia e Maceió.

² Associação nacional dos fabricantes de material de construção.

previstos para investimento no orçamento e outras fontes para-fiscais como o FGTS efetivamente gastos, estão muito aquém do previsto.

Um outro corte que pode ajudar a ampliar o entendimento da dinâmica do setor até agora é quanto ao nível de renda. Enquanto empreendimentos cujo público alvo são pessoas de alta renda como prédios de alto padrão e resorts turísticos, não vêm encontrando problemas quanto à demanda. Por outro lado, prédios residenciais de mais baixo valor não têm recebido financiamento, através das cadernetas de poupança e o consumo formiga de material de construção, característico da população de baixa renda, também tem se mostrado hesitante.

Vê-se, portanto, que apesar da falta de dados sobre alguns segmentos como investimento em construção das indústrias, o crescimento perto de zero do setor de construção civil não é uniforme e abriga realidades distintas em cada uma de suas atividades.

O que esperar no médio prazo, então, da construção civil? As perspectivas, embora não apontem para um crescimento explosivo, se ensejam mais animadoras, uma vez que 2006 é um ano eleitoral, devendo assim, dinamizar o setor de obras de infra-estrutura, onde o setor público é o maior demandante. A forte probabilidade da conjugação de um ano de baixa inflação, juros mais baixos, maior crescimento econômico e da renda real do trabalhador reforçam as atividades cuja maior parcela da demanda advém do setor privado.

Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Introdução: O Desafio da Política Monetária - Desinflação dos Não-Comercializáveis

A política monetária de desinflação e convergência para as metas tem obtido resultados satisfatórios ao longo dos últimos anos. O nível de inflação medido pelo IPCA foi reduzido de 17,3% em maio de 2003, para valores próximos de 5,5% no final de 2005. Entretanto, esse processo ainda exhibe aparentemente um grande desafio – a desaceleração dos preços do setor de não-comercializáveis.

A fim de estudar melhor a dinâmica dos preços não-comercializáveis separamos o índice a partir da exclusão dos alimentos. Verificamos inicialmente que o grupo de alimentos (dentro de não-comercializáveis) responde por aproximadamente 8% do total do IPCA, enquanto que o restante acumula 23,3%. Outra constatação importante se refere a volatilidade dos preços (do acumulado em 12 meses) – o grupo ex-alimentos apresenta dispersão muito inferior aos alimentos (vide Tabela 1) .

Tabela 1 – Desagregação dos Preços Não-Comercializáveis

	Peso	2004	12 meses	DP	3 meses (i)	2006
Não Comercializáveis	31.2	7.3	6.6	1.4	3.1	6.5
- Alimentos	7.9	7.8	5.2	4.6	-5.9	5.0
- Sem Alimentos	23.3	7.3	7.1	1.1	6.3	7.0

Elaboração: IE/UFRJ

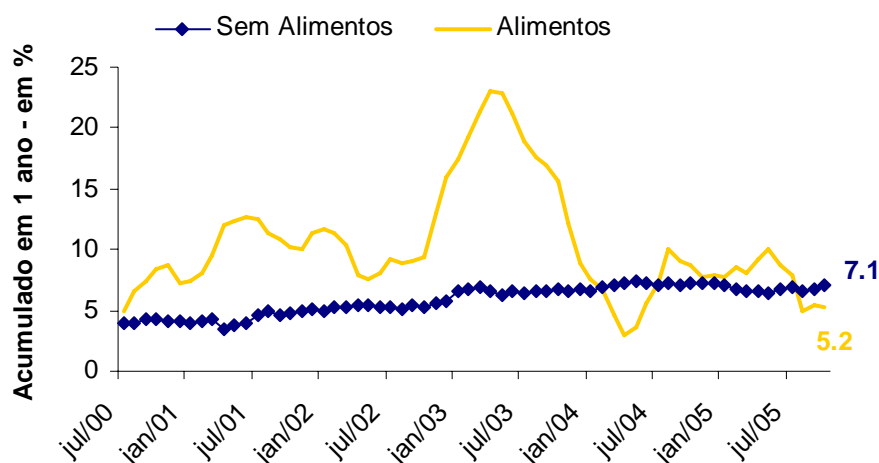
DP = desvio padrão

(i) média móvel anualizada

A principal evidência encontrada a partir dessa desagregação foi que uma grande parte dos não-comercializáveis (ex-alimentos), cujo peso é dominante, cresce com persistência a um nível próximo de 7% ao ano, e com pouca variabilidade.

Gráfico 1 – Padrão Preocupante

Não-Comercializáveis Alimentos e Sem Alimentos em 12 meses



Dessa forma, podemos concluir que a desaceleração recente dos não-comercializáveis (de 7,3% para 6,6%) está associada a queda dos preços dos alimentos (de 7,8% para 5,2%). Esse padrão de recuo dos não-comercializáveis deve ser entendido como um dos principais fatores de risco para o processo inflacionário em 2006 – os preços dos alimentos já estão nas mínimas e a tendência é de aceleração no ano que vem.

A desagregação dos não-comercializáveis proporcionou as seguintes conclusões:

- (i) 70% dos itens dos não-comercializáveis ex-alimentos estão associados com serviços cuja dinâmica costuma ter regra própria, mais independente da política monetária: Aluguel (peso de 3,8% no total do IPCA), Empregada Doméstica (3,1%), Automóvel Usado (2,2%), Condomínio (1,8%), Conserto de Automóveis (1,5%), Cursos de 1º grau (1,3%), Cursos de 3º grau (1%) e Dentista (0,9%). A experiência internacional mostra que a desinflação desses itens não é trivial. Os preços administrados, uma das principais fontes de custos de produção, cresceram muito acima dos livres por um longo tempo comprimindo margens de lucro. Intuitivamente, imaginamos que esses itens desacelerarão na medida que a inflação permanecer estável por um longo período de tempo. O valor de 7% nos parece uma projeção otimista para 2006 de acordo com o padrão dos últimos anos e do grau de inércia desse grupo.
- (ii) Os não-comercializáveis alimentos estão com as margens também bastante comprimidas. A apreciação cambial, em conjunto de um excesso de oferta, fez com que as principais commodities agrícolas tivessem seus preços drasticamente reduzidos – o IPA agrícola acumula retração de aproximadamente 10% em 12 meses e o índice de preços pagos x recebidos medido pela CONAB está no seu nível mais baixo. Além disso, alguns dos principais itens costumam estar relacionado com o nível de atividade (estão classificados no grupo de bens de consumo não-duráveis): Refeição fora de

casa (peso 2,4% no total do IPCA), Lanche (1%), Cerveja (1%), Refrigerante (0,6%), etc... Esse setor – bens de consumo não-durável – é o que deve despontar para o crescimento de agora em diante, com a retomada do rendimento real do salário e do emprego. Essa tendência somada com o repique já constatado nos últimos índices atacadista agrícola (espalhado nos dois setores: origem vegetal e animal), deve acelerar este grupo de preços em 2006. Projetamos em nossa simulação uma variação de 5% para essa desagregação.

Em suma, assumindo nossas hipóteses, chegamos a uma variação de IPCA não-comercializáveis em 2006 de 6,5% (ante 6,6% esperado para 2005). A seguir, construiremos cenários para o IPCA como um todo a partir de hipóteses subjacentes para os comercializáveis e os administrados.

- Cenários para 2006

Construímos nossa projeção do IPCA em 2006 assumindo as seguintes hipóteses: (i) variação de preços administrados de 4,5% e (ii) inflação de 6,5% para os não-comercializáveis (discutido previamente). Fizemos algumas simulações com três valores para a taxa de câmbio (assumindo a hipótese de terminar 2005 em R\$/US\$ 2,2). De acordo com esses valores calculamos a inflação do IPCA resultante.

O Grupo de Conjuntura trabalha com uma taxa de câmbio próxima de R\$/US\$ 2,6, valor que torna o câmbio médio em 2006 próximo do verificado em 2005. Utilizamos um modelo econométrico a fim de estimar o impacto de nossa projeção de câmbio na inflação de comercializáveis. Supondo R\$ 2,6 no final de 2006 encontramos uma taxa de inflação de 4,6%³. Verificamos alternativamente que valores inferiores a esse para a taxa de câmbio torna a inflação inferior ao centro da meta (4,5%).

Tabela 2 - Cenários para o IPCA em 2006

	2005	Cenários 2006		
		cambio 2,2	cambio 2,4	cambio 2,6
Tradables	2.5	1.5	2.4	3.3
Ntradables	6.5	6.5	6.5	6.5
Livres	4.4	3.6	4.1	4.6
Administrados	9.0	4.5	4.5	4.5
IPCA	5.6	3.9	4.2	4.6

Elaboração IE/UFRJ

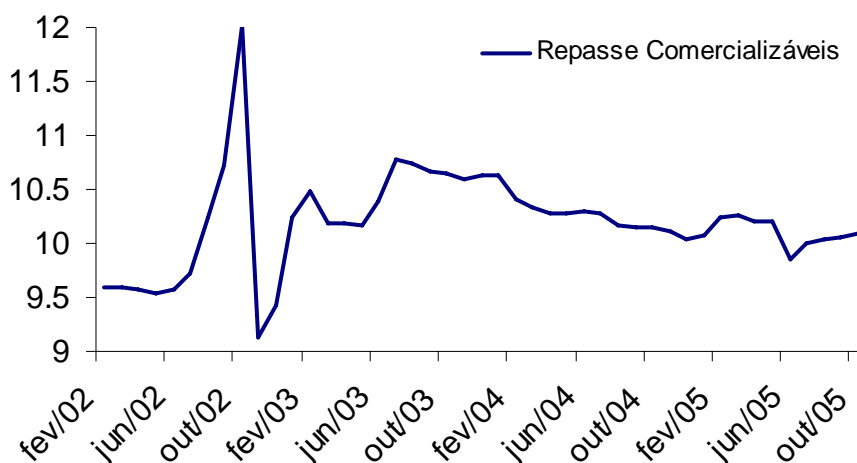
Notas - repasse para comercializáveis 15% ao ano, inércia de 60%

Outra constatação importante foi que o repasse cambial (medido como a taxa de câmbio x índice de preços de commodities internacional) vem decrescendo ao longo dos últimos anos (Gráfico 2 – coeficiente *rolling* do repasse). Essa evidência também é encontrada em outros países, e reflete um ambiente econômico mais estável, aonde as firmas tem menor capacidade de fixação de preço.

³ Assumindo como constante o índice de commodities – variação nula em 2006

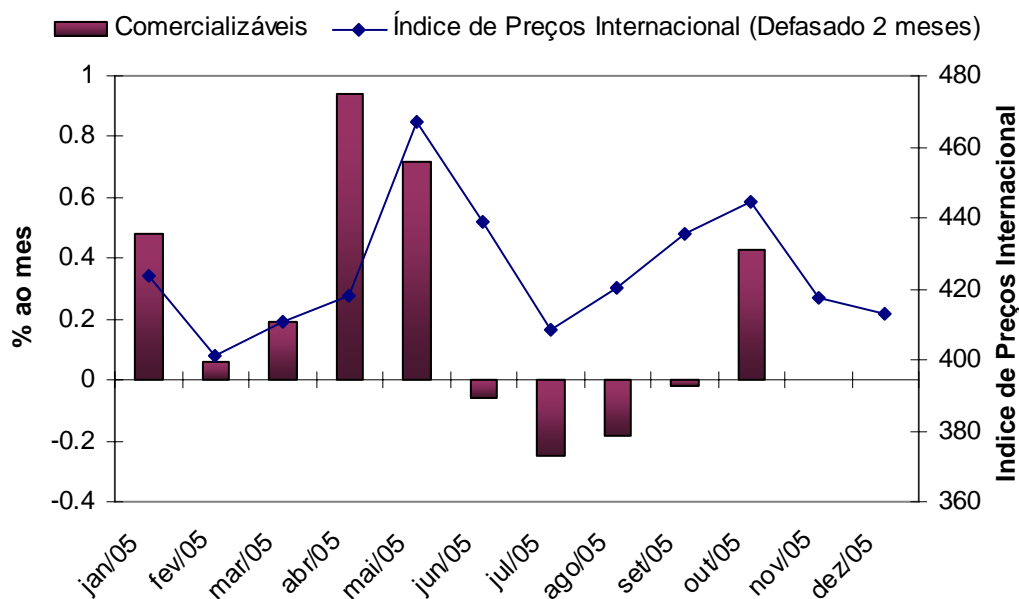
Gráfico 2 – Repasse cambial para os preços comercializáveis

(taxa de câmbio x índice de commodities internacional)



O Gráfico 3 mostra como a relação entre o índice de preços internacionais medido em reais (defasado dois meses) e a inflação de comercializáveis são correlacionados. O Gráfico antecipa também que os preços devem desacelerar nos dois últimos meses.

Gráfico 3 – Dinâmica mensal dos Comercializáveis



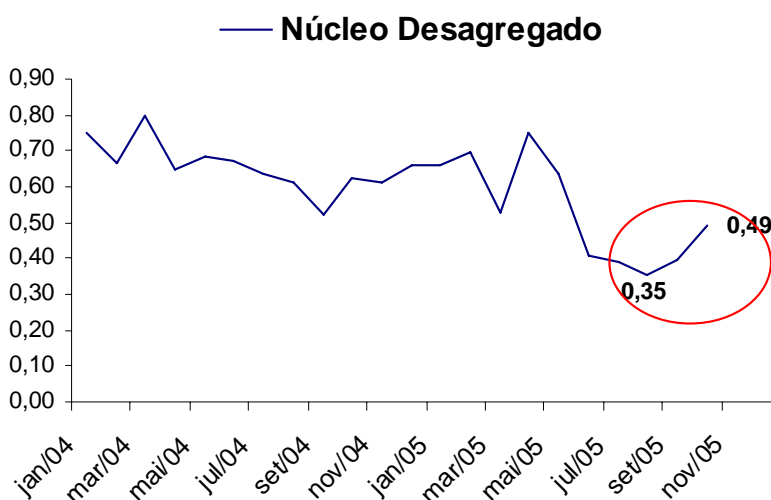
- Inflação Contemporânea x Desafios da Política Monetária

A inflação em 2005 segue dando um nó nos economistas. Após acreditar que poderia haver convergência para 5,1%, o IPCA mostrou uma forte aceleração em outubro (0,75%). Os principais indicadores de núcleo, de difusão e aceleração mostraram uma

expressiva retomada dos preços, dispersa entre os setores. O que o Banco Central deve fazer então? Aumentar os cortes tendo em mente uma desaceleração da atividade (pelo lado da oferta) ou manter os 50 pontos base não arriscando comprometer a consolidação dos ganhos recentes da política monetária (frase extraída da ata do Copom)?

A leitura do Copom em relação à identificação dos choques de oferta costuma apresentar três vertentes básicas: (i) expectativas, (ii) nível de atividade e (iii) núcleos. Se essas três variáveis estão sob controle, o choque de oferta não costuma se propagar para os demais preços (choque secundário). Verificamos que as expectativas e o nível de atividade jogam para um arrefecimento do choque, enquanto que os núcleos demonstram, de fato, alguma contaminação. O Núcleo Desagregado, calculado pelo Grupo de Conjuntura IE/UFRJ, acelerou de 0,35% em agosto para 0,49% em outubro.

Gráfico 4 – Metodologia do Núcleo Desagregado (IPCA)



Desse modo, levando em consideração a aceleração do núcleo e o perfil conservador do Banco Central não acreditamos que o BC deve acelerar o corte, pelo menos com as informações até novembro. Entretanto gostaríamos de destacar que os indicadores de núcleo sofrem de sazonalidade. Dentro da aceleração recente há um efeito simplesmente estatístico.

Em suma, a leitura de curto-prazo da inflação é sempre um trabalho muito difícil. O mais provável é que o Banco Central proceda como o usual e opte pelo conservadorismo. No entanto, em um horizonte de médio e longo prazo as condições são bastante favoráveis.

Crédito

Antonio Luis Licha e Eduardo Bastian

O mercado de crédito brasileiro mantém a mesma tendência dos últimos meses apresentando um crescimento contínuo, porém com taxas menores. Conforme vemos na Tabela 1, o estoque de crédito continua crescendo a taxas elevadas. O destaque permanece sendo o crédito para Pessoa Física no segmento Crédito Pessoal (que cresceu 43% no ano encerrado em setembro de 2005). Naturalmente, após dois anos de taxas de crescimento muito elevadas, as taxas começam a arrefecer conforme mostram as taxas de crescimento dos seis meses encerrados em setembro de 2005.

Tabela 1: Taxas de Crescimento Real* (%)

	Total do Crédito	Recursos Livres				Recursos Direcionados
		Total	Pessoa Jurídica	Pessoa Física		
			Total	Total	Pessoal	
em seis meses** (set05/mar05)	6,11	8,75	3,36	15,87	18,81	1,13
em 12 meses (set05/set04)	11,27	15,86	5,22	31,50	43,34	2,99

*Deflator: IPCA

**taxas anualizadas

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Podemos destacar outros dois aspectos na Tabela 1. A desaceleração dos Recursos Direcionados nos últimos meses (que incluem os créditos do BNDES e os destinados para crédito Rural e de Habitação) levou a uma taxa de crescimento baixa nos últimos seis meses (1,1%). Por outro lado, o baixo crescimento dos Recursos Livres para Pessoa Jurídica continua dependendo de taxas de crescimento negativas em operações com moedas estrangeiras. Mas essas operações vêm crescendo nos últimos meses como consequência da apreciação cambial acontecida. Assim, supondo que não deve acontecer uma desvalorização cambial nos próximos meses e que o nível de atividade deve manter uma taxa de crescimento consistente, devemos esperar que essas duas categorias (Pessoa Jurídica e Recursos Direcionados) devam crescer a taxas maiores nos próximos meses.

Inadimplência do crédito para Pessoa Física

Não obstante os resultados favoráveis no crédito para Pessoa Física, muitos economistas têm demonstrado apreensão quanto à trajetória futura deste segmento. Segundo estes analistas, há evidências de que os agentes estão sobreendividados e que, portanto, o ciclo expansivo está próximo do fim. Em particular, a preocupação está baseada em uma suposta aceleração dos níveis de inadimplência no crédito, a qual seria uma

indicação de que a capacidade de endividamento está chegando ao limite. Diante deste contexto, a análise dos dados de inadimplência do crédito para Pessoa Física torna-se instrumento indispensável para entender as perspectivas futuras do crédito na economia brasileira.

A Tabela 2 fornece elementos interessantes para avaliar a inadimplência bancária para pessoa física, uma vez que fornece as taxas para atrasos superiores a noventa dias de algumas das principais modalidades deste segmento. A partir da tabela, pode-se perceber que há, de fato, um crescimento da inadimplência na margem: nos meses de agosto e setembro, houve um aumento da ordem de 10% na inadimplência total. Os valores para cartão de crédito e cheque especial foram na mesma direção, registrando - para igual período - crescimento de 12% e 3%, respectivamente.

No entanto, à despeito dos dados apresentados acima, o quadro geral não é negativo. As modalidades crédito pessoal e aquisição de bens exceto veículos, as que mais cresceram ao longo do ano⁴, registraram redução nos níveis de inadimplência no último mês. Observando o comportamento destas duas variáveis desde o começo de 2005, as evidências também não apontam para uma trajetória ascendente. Como estas modalidades foram as principais responsáveis pelo ciclo de expansão do crédito, o fato de elas estarem com taxas de inadimplência caindo na margem é um sinal de que o cenário não é desfavorável. Esta constatação é reforçada se for levado em conta que o crédito pessoal é uma das modalidades com maior peso no crédito para pessoa física, tendo, inclusive, aumentado a sua participação neste ano, passando de 38,2% em janeiro para 40,8% em setembro. Assim, o aumento da inadimplência é um fenômeno que está ocorrendo em modalidades de menor participação relativa no total do crédito para pessoa física, o que coloca em dúvida as previsões quanto ao esgotamento do ciclo expansivo.

Evidências adicionais podem ser encontradas ainda na tabela 2, a partir da comparação do dado de setembro de 2005 com os dados de setembro de 2004 e 2003. Se por um lado os dados de setembro de 2004 indicam que as taxas de inadimplência pioraram, os de setembro de 2003 apontam para um quadro inverso: todas as modalidades - com a exceção de cartão de crédito - apresentam hoje níveis significativamente melhores do que registravam há dois anos. Levando em consideração que em 2003 o ciclo de crédito estava apenas começando, o fato de os níveis de inadimplência estar melhores atualmente do que naquela época é um sinal de que o ciclo não está chegando ao seu limite. De fato, os aumentos recentes da inadimplência no crédito (total) à pessoa física podem ser apenas um fenômeno conjuntural, uma vez que a inadimplência se encontra em patamares inferiores àqueles apresentados quando do início do ciclo.

⁴ Entre janeiro e setembro de 2005, o estoque de crédito pessoal teve um crescimento real de 40,2%, enquanto o estoque de crédito para aquisição de bens exceto veículos apresentou um crescimento real de 33,1%

Tabela 2 - Taxas de inadimplência (%) - atraso acima de 90 dias

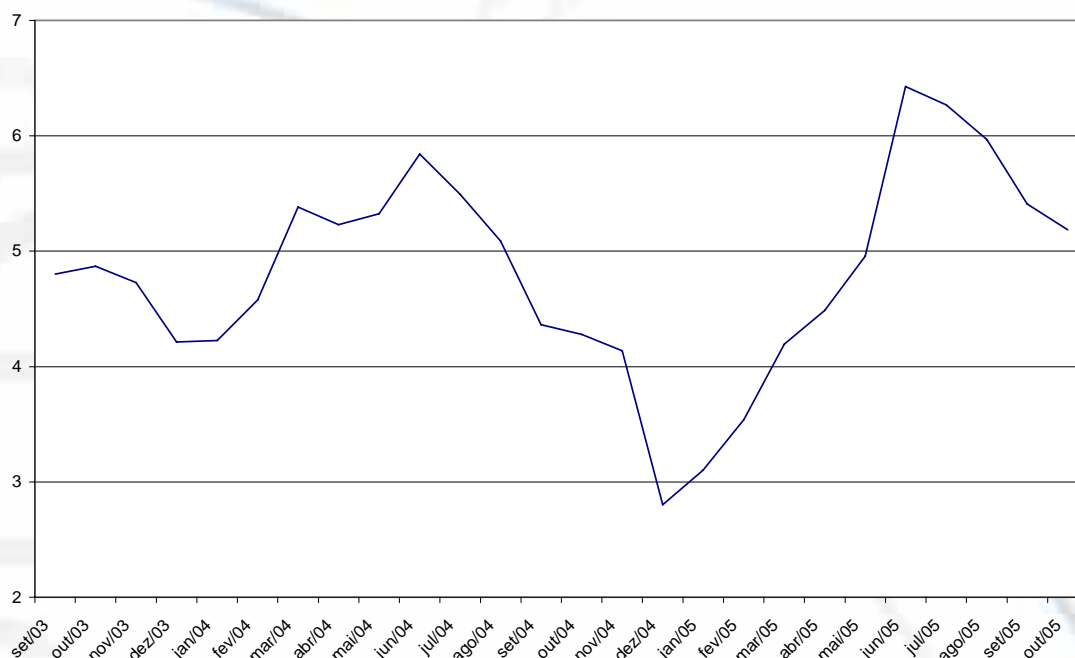
	CréditoPessoal	Cartão de Crédito	Cheque especial	Aquisição de Bens	Total
set/03	7,74	14,52	7,69	11,88	7,9
set/04	6,05	17,25	5,38	9,86	6,31
jan/05	5,87	20,15	5,64	8,39	6,16
fev/05	5,01	19,53	5,01	8,67	6,03
mar/05	5,67	18,4	4,85	8,83	5,86
abr/05	5,95	19	5,13	9,02	6,12
mai/05	5,49	19,85	4,87	9,34	6
jun/05	5,36	18,98	5,26	9,03	5,87
jul/05	5,32	18,45	5,9	9,14	5,86
ago/05	5,63	20,51	5,99	9,2	6,3
set/05	5,52	20,67	6,08	9,09	6,44

Fonte: Banco Central

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Quanto à inadimplência no varejo, um bom indicador pode ser obtido a partir da fração entre os registros líquidos (recebidos menos cancelados) do Sistema Central de Proteção ao Crédito (SCPC) e o total de consultas ao sistema quatro meses antes. O Gráfico 1 foi construído a partir das médias móveis semestrais deste indicador, permitindo, com isso, analisar a tendência que esta série apresenta. Pode-se perceber a partir do gráfico que, após um forte movimento ascendente iniciado no final de 2004, a inadimplência no varejo apresenta trajetória de baixa desde o segundo semestre de 2005. Apesar de o indicador estar em um nível elevado se for observada a série desde setembro de 2003, o fato de a trajetória estar apontando para queda conduz à conclusão de que não razões para acreditar que a inadimplência no varejo seja um fator de risco.

Indicador Inadimplência SCPC - registros líquidos recebidos menos cancelados) sobre o total de consultas (t-4) ao sistema SCPC - médias móveis semestrais



F

Fonte: Associação Comercial de São Paulo – Elaboração Própria

Em síntese, a análise dos dados não corroborou a hipótese de que as taxas de inadimplência estão em níveis perigosos, sinalizando, desta forma, que não há evidências concretas de que o ciclo de expansão do crédito está chegando ao final. Naturalmente, é importante observar o comportamento dessas variáveis nos próximos meses. No entanto, o crescimento da massa salarial (*vide **Panorama Geral***) e as perspectivas de queda na taxa básica de juros apontam para um fôlego extra para o crédito nos próximos meses.



Política Fiscal

Margarida Gutierrez

Política Fiscal e Dívida Pública

Os Resultados Fiscais e Uma Nova Agenda de Política Fiscal

O superávit primário do setor público consolidado chegou a R\$ 86,502 bilhões (6,1% do PIB), no período de janeiro a setembro, já superando a meta para o ano no valor de R\$ 82,750 bilhões (4,25% do PIB).

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas, incluindo o pagamento de juros) totalizou R\$ 55,278 bilhões em setembro (2,91% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 97,843 bilhões (5,16% do PIB). A maior contribuição foi do governo central (Tesouro Nacional, Banco Central e INSS) que gerou um superávit primário de R\$ 58,346 bilhões (3,07% do PIB), enquanto que a meta fixada para o ano é de R\$ 46,33 bilhões (2,38% do PIB). Para as demais esferas de setor público, os resultados alcançados em 12 meses também são superiores às respectivas metas fixadas (Tabela 1).

Tabela 1: Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ Milhões			% PIB		
	Jan/Dez 03	Jan/Dez04	Out04/Set05	Jan/Dez 03	Jan/Dez04	Out04/Set05
Nominal	79.032	47 144	55 278	5,22	2,66	2,91
Juros Nominais	145.205	128 256	153 121	9,59	7,25	8,07
Primário	-66.173	-81.112	-97 843	-4,37	-4,58	-5,16
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-38.744	-52 385	-58 346	-2,56	-2,96	-3,07
-Emp. Est. Federais	-9.597	-8 937	-15 194	-0,63	-0,51	-0,80
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-13.821	-17 482	-21 379	-0,91	-0,99	-1,13
-Emp. Estat. Regionais	-4.010	-2 308	-2 924	-0,26	-0,13	-0,15

Fonte: BC

Segundo o governo, a meta de superávit primário está mantida, uma vez que os gastos são sazonalmente mais elevados no final do ano, especialmente em dezembro por conta do pagamento de 13º salário e férias ao funcionalismo público. Mas, como destacamos na Carta anterior (outubro de 2005), dificilmente isto será possível, tendo em vista a pequena despesa efetivamente realizada com investimentos pelo governo central até setembro (R\$ 2,7 bilhões), quando o total previsto para esta esfera de governo para o ano é de R\$ 14,1 bilhões. Mesmo com a hipótese otimista de que os investimentos no último trimestre do ano sejam duplicados em relação aos nove primeiros meses,

alcançando no ano o valor de R\$ 5,0 bilhões, o superávit primário consolidado chegaria a 4,72% do PIB.

A exuberância dos resultados agregados esconde uma situação fiscal delicada e insustentável no tempo, na qual os crescentes superávits primários têm sido garantidos pelo aumento da arrecadação e, portanto, têm sido compatíveis com o aumentos dos gastos.

De acordo com a Tabela 2, a arrecadação federal subiu 5,69%, em termos reais, no acumulado do ano até setembro. Observamos também que os maiores aumentos estiveram associados a impostos vinculados ao nível de atividade econômica e à performance das empresas, tais como, o Imposto de Renda, o IOF, a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido e a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social.

Tabela 2: Arrecadação das Receitas Federais
Janeiro/Setembro de 2005
(R\$ milhões a preços de setembro de 2005 – IPCA)

	2004	2005	Taxa Real de Variação %
Imposto sobre Importação	7.289	6.862	-5,86
IPI	18.193	19.249	5,80
Imposto sobre a Renda	81.474	89.591	9,96
Pessoa Física	5.630	6.352	12,82
Pessoa Jurídica	31.675	38.173	20,51
Retido na Fonte (Trabalho, Capital e outros rendimentos)	44.169	45.065	2,03
IOF	4.195	4.559	8,68
ITR	227	244	7,49
CPMF	20.907	21.841	4,47
COFINS	63.217	65.630	3,82
PIS/PASEP	16.007	16.455	2,80
CSLL	16.413	19.776	20,49
CIDE	6.263	5.830	-6,91
Contribuição para o Fundaf	231	230	-0,43
Outras Receitas Administradas	2.463	2.900	17,74
Total	331.406	350.258	5,69

Fonte: Receita Federal

Em outubro, foi retomada, à iniciativa dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, a discussão da necessidade de uma nova agenda para a política fiscal. A proposta que vem sendo discutida ficou conhecida como o *emendão constitucional*, porque exige mudanças na Constituição Federal de 1988.

Os objetivos do pacote fiscal são estabelecer metas para os próximos 10 anos que assegurem a redução mais rápida da Dívida Pública/PIB, dos juros, da carga tributária e que confira um pouco mais de qualidade ao atual ajuste fiscal, sustentado, como já vimos, pelo incremento constante das receita tributárias. Os principais pontos do pacote fiscal são:

- A prorrogação da CPMF, com redução gradativa, a partir de 2008, da atual alíquota de 0,38% para 0,08% em 10 anos;
- A renovação e elevação gradativa da Desvinculação das Receitas da União na base de 2,5 pontos percentuais ao ano, de forma que a desvinculação passe de 20% em 2007 para 35% ao fim de 6 anos, a partir de 2008;
- A prorrogação, por prazo indeterminado, da CPMF como da DRU que, em princípio, expiram em 2007;
- Teto de 17,5% do PIB para as despesas correntes (exceto juros, investimentos e amortização da dívida) sendo reduzido, a partir de 2008 em 0,1 ponto percentual por ano até chegar a 16,7% do PIB em 2015;
- Não se prevê um teto para a carga tributária federal, mas o governo deverá assumir um compromisso de reduzir gradualmente as alíquotas de alguns tributos;
- A fixação de uma meta de superávit primário de 5% do PIB até 2008;
- A revisão da emenda constitucional 29 que indexa os gastos com saúde à variação nominal do PIB e a sua substituição pela vinculação à variação do IPCA e ao crescimento da população, ou seja, a preservação do gasto real per capita.
- As despesas com pessoal seguiriam a mesma regra dos gastos com saúde.

O ponto que gerou mais controvérsias dentro, inclusive, do próprio governo foi a elevação da meta de superávit primário para 5% do PIB. O argumento é que a elevação certamente exigiria o sacrifício dos investimentos públicos, que já se encontram em patamares historicamente baixíssimos.

A Tabela 3 resume os principais itens de receitas e gastos primários da União a partir de 1998 e reflete os desafios de política fiscal que se colocam para os próximos anos, independentemente do governo a ser eleito em 2006.

Tabela 3: Evolução das Principais Receitas e Despesas Primárias
 Governo Central
 % PIB

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 (p)
Receitas								
Primárias	20,52	21,6	21,78	22,71	24,52	23,56	24,19	24,91
Brutas								
Receitas Administradas	14	14	14,63	15,15	16,65	16,03	16,2	16,84
Despesas Primárias	16,51	16,47	17,11	17,77	18,35	17,56	17,82	18,72
Pessoal e Encargos	5,32	5,24	5,36	5,45	5,68	5,16	5,09	4,84
Benefícios Previdenciários	5,66	5,8	6	6,28	6,55	7,05	7,18	7,57
Outras Despesas	1,63	1,64	1,78	1,6	1,97	2	1,79	2,49
Despesas Discricionárias	3,9	3,78	3,98	4,43	4,16	3,33	3,82	3,88
· Investimentos	0,91	0,71	0,92	1,22	0,75	0,41	0,62	0,72
· Saúde	1,44	1,61	1,63	1,65	1,65	1,56	1,63	1,89
Resultado Primário	0,86	2,03	1,3	1,34	2,21	2,24	2,81	2,38

Fontes: Ministérios do Planejamento, Orçamento e Gestão e Fazenda

(p) previsão de acordo com a revisão de receitas e despesas de novembro de 2005

As receitas primárias sobem a cada ano, como proporção do PIB, junto com a arrecadação tributária federal, que deverá atingir este ano o recorde de 16,84% do PIB. Por outro lado, as despesas primárias (exceto pagamento de juros e amortização de dívida), como proporção do PIB, também se elevam a cada período e este ano deverão alcançar 18,72% do PIB.

O conjunto dos gastos primários engloba as despesas obrigatórias (determinadas pela Constituição Federal de 1988 ou por lei) e as despesas discricionárias que, são assim classificadas porque dependem da disponibilidade de recursos.

Na prática, o Orçamento classifica como Obrigatórias as seguintes principais despesas: pessoal, pagamentos previdenciários, abono e seguro-desemprego, Lei Kandir, LOAS, RMV e Fundef. Todos os demais gastos são classificados como Discricionários e destacam-se os seguintes principais: saúde, investimentos, programas assistenciais (como Bolsa Família e programa Fome Zero).

Em princípio, qualquer ajuste pelo lado dos gastos começaria pelas despesas que não são obrigatórias por vinculação legal, as discricionárias. No entanto, a sua identificação nos mostra que se trata de uma tarefa nada fácil.

Os gastos com pessoal e previdência representarão 12,41% do PIB ao final deste ano, restando apenas 6,31% do PIB para todos os demais gastos primários. As despesas com investimento, admitindo que sejam realizadas a totalidade dos gastos previstos na reavaliação do Orçamento de novembro (o que parece impossível), se situarão em patamares já mínimos (0,72% do PIB). Este quadro tende a se agravar pela trajetória crescente do peso dos gastos previdenciários nos últimos anos.

A discussão sobre uma política fiscal de longo prazo, incluindo uma nova rodada de reforma previdenciária, ganha importância fundamental como forma de possibilitar o aumento dos gastos tidos como prioritários (saúde, investimentos) sem que isto implique em um aumento da carga tributária e/ou do grau de endividamento público.

A Mudança de Perfil da Dívida

A consolidação das condições macroeconômicas (contas externas, inflação sob controle e continuidade da disciplina fiscal) tem criado um ambiente extremamente favorável à mudança do perfil do endividamento público, onde destacamos a queda expressiva da dívida indexada ao câmbio e o aumento da dívida pré-fixada (Tabela 4).

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	19,0
set/05	41,0	3,7	52,0	24,7

Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional.

A parcela da dívida vinculada à variação cambial caiu de 33,6% em dezembro de 2002 para 3,7% em setembro último. Considerando a totalidade da dívida pública líquida (e aqui, incluímos a dívida externa) a participação do endividamento cambial caiu de 51,9% em dezembro de 2002 para 11,7% em setembro (Tabela 5). Para este resultado, 2 fatores foram fundamentais: a valorização cambial ocorrida a partir de 2003 (que reduz o valor do estoque da dívida cambial, medido em reais) e o resgate líquido dos títulos e swaps cambiais nos respectivos vencimentos. Em 2004, foram retirados do mercado U\$ 27,8 bilhões em títulos e swaps cambiais e em 2005, até outubro inclusive, U\$ 15,3 bilhões. No dia 18 de outubro, o Banco Central retomou os leilões de swpas cambiais reversos no mercado futuro de dólar, com os quais assume uma posição credora em câmbio e passiva em juros. A sua continuidade irá reduzir ainda mais rapidamente a exposição cambial do governo.

Tabela 5: Perfil da Dívida Pública (%)

	dez/01	dez/02	dez/03	jul/05	ago/05	set/05
Dívida/PIB	52,6	55,5	57,2	51,8	51,8	51,4
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100
a) Interna	80,2	74,3	79,4	91,2	91,3	92,0
i) indexada ao câmbio	27	26,2	17,7	3,94	3,94	3,71
ii) não indexada ao câmbio	53,2	48,1	61,7	87,2	87,4	88,3
b) Externa	19,8	25,7	20,4	8,8	8,7	8,0
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	46,8	51,9	38,1	12,8	12,6	11,7

Fonte: Banco Central

Como já destacamos, a contraface dessa mudança é o aumento da dívida indexada à Selic que passou de 41,9% em dezembro de 2002 para 52,0% em setembro de 2005. O próximo desafio é perseguir o perfil ideal de endividamento público, que é aquele que combina títulos pré-fixados com títulos corrigidos por índices de preços.

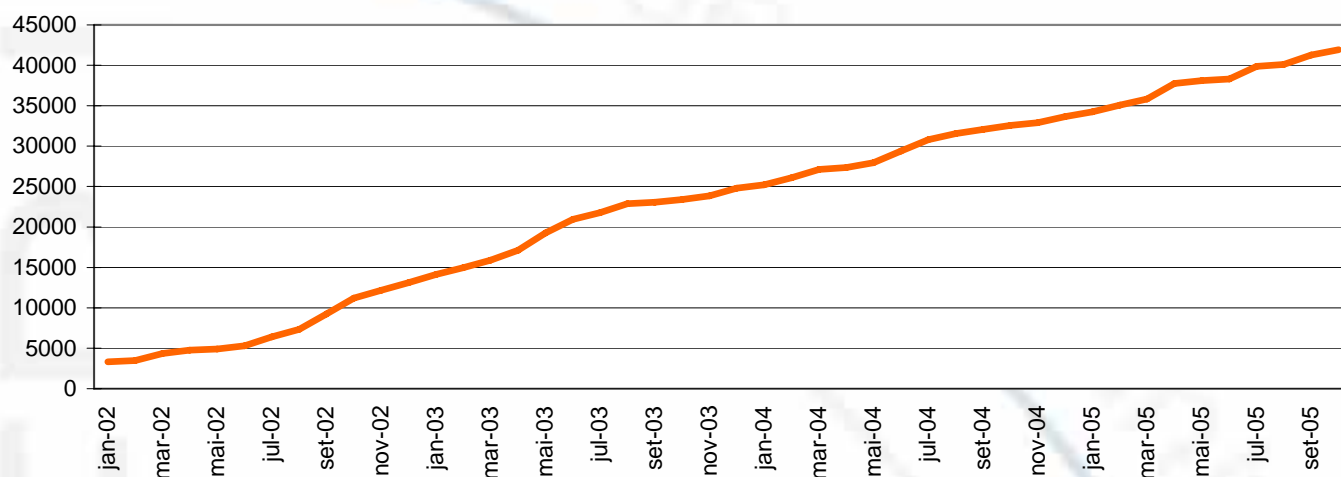
Setor Externo

Cecília Rutkoski Hoff

Saldo comercial ainda cresce, mas exportações continuam perdendo dinamismo

Os dados mais recentes das contas externas brasileiras confirmam a tendência de desaceleração no ritmo de crescimento das exportações, mas ainda não comprometem a expectativa de saldos comerciais elevados para este ano e o próximo. Pelo contrário, a desaceleração das exportações que vem sendo observada desde julho tem sido mais branda do que a esperada e, para a surpresa da maioria dos analistas, as importações também diminuíram o ritmo de crescimento. O resultado é que o saldo comercial continua crescendo – nos doze meses encerrados em outubro as exportações alcançaram US\$114,0 bilhões e as importações US\$72,0, o equivalente a um saldo comercial de US\$42,0 bilhões –, como pode ser observado no gráfico 1 abaixo. Em função disso, revisamos nossas projeções e esperamos que em 2005 o saldo comercial alcance US\$42,5 bilhões (US\$117,4 bilhões de exportações e US\$74,9 bilhões de importações), comportamento que equivale a uma variação acumulada de 21,7% para as exportações (até outubro a variação acumulada no ano é de 22,1%), e de 19,4% para as importações (até outubro a variação acumulada é de 18,1%).

Evolução do Saldo Comercial - jan/02 a out/05
(dados em US\$ milhões, acumulado em 12 meses)



A elevação do saldo comercial esperado para este ano não significa, contudo, que nossas expectativas estejam mais otimistas em relação ao desempenho do setor externo. Diferentemente do padrão observado nos últimos três anos, quando as correções eram guiadas essencialmente pelo dinamismo surpreendente das exportações, desta vez o aumento do saldo comercial resulta, principalmente, das importações estarem contidas. E neste contexto, o aumento na nossa projeção decorre tão somente da incorporação dos novos dados – as hipóteses em relação ao comportamento futuro das variáveis são as mesmas. Ainda assumimos que as exportações em médias diárias devem permanecer no

patamar atual (cerca de US\$470,0 milhões ajustados sazonalmente), ao passo que o ritmo de crescimento das importações deve acelerar nos últimos meses do ano. Quanto a estas últimas, mais especificamente, vale notar que mesmo assumindo uma aceleração na margem, no resultado acumulado de 2005 ainda vamos observar uma forte desaceleração em relação a 2004 e ao primeiro semestre de 2005.

Ou seja, as revisões devem ser assimiladas com reservas. Há claras evidências de que nos últimos meses as exportações perderam dinamismo (a partir de julho, como mostra a tabela 1). É bem verdade que a desaceleração observada nas exportações tem sido mais lenta do que esperávamos. Mas existem dois fatores que contribuíram para mascarar uma desaceleração, que, do contrário, teria sido mais intensa. O primeiro é que no terceiro trimestre as vendas de combustíveis aumentaram sensivelmente, anulando parte da desaceleração de outras categorias mais sensíveis ao câmbio. O segundo é que nos últimos dois anos as exportações de soja mudaram de patamar, e esta mudança pode não ter sido captada inteiramente por ajustes sazonais obtidos a partir de séries históricas longas. Isto implica que os fatores de ajuste podem ter, de modo geral, subestimado o efeito da sazonalidade no segundo e terceiro trimestres de 2005, o que contribuiu para superestimar o crescimento na margem neste período.

Exportações por Classe de Produto (Dez/04=100)⁽¹⁾

	Total		Básicos		Manufaturados	
	valor	quantum	valor	quantum	valor	quantum
jan-05	103,7	102,8	105,2	105,0	103,8	102,4
fev-05	106,5	105,3	106,9	106,8	107,0	104,9
mar-05	106,4	104,6	106,6	105,6	106,2	103,2
abr-05	109,5	106,5	113,2	109,7	105,1	101,5
mai-05	110,0	104,9	114,7	106,3	104,5	100,1
jun-05	113,1	106,2	118,3	105,9	106,8	101,8
jul-05	114,8	106,8	123,5	107,8	108,1	102,6
ago-05	117,3	108,4	131,1	112,3	111,3	105,0
set-05	114,8	104,9	128,8	108,2	111,6	103,8
out-05	109,9	99,3	118,7	98,2	109,1	100,5

(1) Em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal.

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Como mostrado no *Panorama Geral*, a desaceleração do comércio mundial na margem tem grande contribuição para a desaceleração das nossas exportações. A rigor, em valor nossas exportações desaceleraram até menos do que o comércio mundial, permitindo ainda algum ganho de *market share*, mas em quantum a desaceleração foi mais intensa do que a da demanda mundial. A união destas duas informações revela o efeito-câmbio – seja nos setores *price takers*, porque diminui diretamente a rentabilidade de qualquer aumento no volume embarcado, mesmo havendo demanda para tanto, seja nos setores *price makers*, porque induz aumentos de preço acima dos vigentes no mercado internacional, levando a uma perda de competitividade que se configura em barreira ao aumento do volume exportado.

Evolução Recente do Comércio Mundial

	Importações da OECD+China (US\$ bilhões) ⁽¹⁾	Índice das Importações da OECD+China (dez/04=100)
2004-dez	646,0	100,0
2005-jan	649,8	100,6
2005-fev	650,6	100,7
2005-mar	652,3	101,0
2005-abr	661,3	102,4
2005-mai	667,9	103,4
2005-jun	666,4	103,2
2005-jul	660,1	102,2
2005-ago	667,2	103,3

(1) Em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal.

(2) Média diária das exportações em US\$ milhões, com ajuste sazonal, em médias móveis quadrimestrais.

Fontes: OECD/MDIC.

Por outro lado, é provável que de agora em diante as importações acelerem, tanto porque esperamos uma retomada do nível de atividade, que deve ser seguida de um aumento nas compras de bens intermediários (com maior peso na pauta e até agora estagnadas), quanto porque a apreciação cambial aparentemente veio para ficar.

Importações por Categoria de Uso (Dez/04=100)⁽¹⁾

	Total		Intermediários		Bens de Capital		BCD		BCND	
	valor	quantum	valor	quantum	valor	quantum	valor	quantum	valor	quantum
jan-05	102,4	102,6	102,0	102,2	106,4	108,7	102,9	102,4	107,4	105,1
fev-05	100,6	101,7	98,9	98,7	103,8	107,8	100,2	99,9	109,9	106,5
mar-05	97,9	98,1	95,4	94,5	103,3	107,6	99,4	103,5	107,8	104,9
abr-05	96,8	94,8	95,1	93,2	103,3	105,6	100,8	103,4	106,9	100,7
mai-05	100,3	95,9	97,4	94,4	108,9	112,8	101,3	102,2	106,4	96,6
jun-05	103,9	98,7	102,5	97,1	116,7	118,7	103,3	101,9	118,1	102,9
jul-05	104,0	99,7	101,9	97,0	115,9	118,7	104,2	109,0	115,2	102,8
ago-05	110,1	104,8	106,6	100,8	121,7	124,1	112,7	121,0	120,1	107,1
set-05	108,2	102,3	102,1	99,5	119,9	122,5	116,4	128,4	112,4	103,3
out-05	108,8	101,7	101,5	99,4	121,8	124,6	123,2	134,6	118,6	104,8

(1) Em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal.

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Por fim, a despeito das hipóteses relativamente pessimistas para desempenho do setor externo nos próximos meses (um crescimento baixo para as exportações e uma aceleração para as importações), o saldo esperado para 2006 ainda é bastante elevado (em torno de US\$35,0). E isto, somado ao fato de que o mercado internacional deve continuar líquido para os emergentes e à perspectiva de que o Copom deve reduzir também lentamente a Selic (mantendo um diferencial de juros razoável em favor do país), indica que no ano que vem vão continuar sobrando dólares no mercado. Existem, contudo, dois instrumentos ao alcance do Banco Central capazes de induzir uma correção saudável deste desequilíbrio: (1) uma redução mais rápida da taxa de juros (dado que não existem pressões inflacionárias significativas), que contribuiria para, de um lado, aumentar a demanda por importações, e de outro, desestimular as operações de arbitragem; e (2) uma zeragem da dívida cambial via colocação mais agressiva de *swaps* reversos. Caso contrário, o peso do ajuste fatalmente recairá sobre o saldo comercial.

Seção COPPEAD

Victor Almeida, D.Sc.

Estratégias de Expansão de Redes Varejistas: Um estudo exploratório no setor de moda do Rio de Janeiro

Anualmente, dezenas de milhares de novas empresas comerciais são constituídas no país. Só no Rio de Janeiro, de janeiro a maio de 2005, foram registradas 10.641 empresas na JUCERJA⁵ – Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro. No decorrer do ano de 2004 foram 25.276 registros.

Uma fração significativa dessas empresas comerciais vem se somar anualmente ao setor de moda. No entanto, é fato reconhecido pelo SEBRAE que o número de empresas comerciais que sobrevivem aos primeiros anos de operação é muito pequeno e ainda menor o número de empresas comerciais que conseguem se expandir.

Com o propósito de examinar as estratégias de expansão das redes varejistas de moda, realizou-se um estudo no período de 26 de outubro de 2004 a 15 de abril de 2005, compreendendo a realização de 43 entrevistas com proprietários ou sócios de redes de varejo com sede no estado do Rio de Janeiro que já haviam se expandido para além das fronteiras do estado do Rio de Janeiro.

O que emergiu fortemente das constatações deste estudo é o caráter dicotômico das estratégias de expansão utilizadas pelas redes do varejo de moda. De um lado, existem as redes de varejo que adotam um processo de expansão ativo, por iniciativa da própria empresa. De outro lado, existem as redes de varejo que adotam um processo de expansão passivo, ou seja, que reagem às iniciativas de terceiros.

Quando articulamos esta dimensão do processo de expansão - ativo / passivo - com as motivações estratégicas de diferenciação e liderança de custos, podem-se obter quatro possibilidades de padrões de expansão.

⁵ Informação disponível no site da JUCERJA: <http://www.jucerja.rj.gov.br/servicos.html>

Quadro 1
Estratégias de Expansão do Varejo de Moda

		Motivação Estratégica	
		Liderança de Custos	Diferenciação
Estratégia de Expansão	Ativa	Hierarquia	Múltipla
	Passiva	Estagnação	Mercado

No primeiro quadrante, estratégia de expansão ativa e motivação estratégica de liderança de custos, a rede de varejo optaria pela única alternativa possível, ou seja, a expansão pelo modo hierárquico, que significa crescer de forma orgânica, através de lojas próprias. Não existe demanda por parte de sócios locais ou candidatos a franquia e não existe possibilidade de dividir margens com um parceiro de negócio. O nível de controle exercido sobre a rede é o mais alto, assim como o comprometimento de recursos. A principal debilidade deste quadrante seria a alta demanda por investimentos para sustentar o processo de crescimento orgânico da rede.

No segundo quadrante, estratégia de expansão passiva e motivação estratégica de liderança de custos, a rede de varejo corre o risco de estagnar o seu crescimento. Não existe iniciativa da empresa no sentido do crescimento e não haverá candidatos a sócio local ou franquia. Essa posição não parece ser sustentável, uma vez que não proporcionará oportunidades de ganhos de escala, necessários para sustentar a estratégia de liderança de custos.

No terceiro quadrante, estratégia de expansão passiva e motivação estratégica de diferenciação, a rede de varejo se expande de acordo com o mercado, ou seja, de acordo com a demanda de candidatos a sócio local ou franquia. Essa é a posição que demanda o menor comprometimento de recursos. A principal debilidade deste quadrante é o baixo nível de controle que o proprietário da marca vai poder exercer sobre a rede. Entretanto, a diferenciação da rede de varejo precisa ser conservada. Os riscos de comportamento oportunístico dos parceiros de negócios terão que ser antecipados e controlados, o que possivelmente levará a altos custos de transação.

No quarto quadrante, estratégia de expansão ativa e motivação estratégica de diferenciação, a rede de varejo se expande, por iniciativa da empresa, de forma múltipla, ou seja, cresce organicamente e também através de franquias. Geralmente, a rede de varejo cresce organicamente no mercado de origem e nos mercados considerados estratégicos e cresce através de franquias nos demais mercados selecionados. Eventualmente, algumas redes operam ainda um canal de atacado, vendendo produtos para lojas multimarca nos mercados onde não opera diretamente. Muitos franqueadores utilizam a informação de mercado obtida pela operação de atacado para decidir a entrada em novos mercados e para selecionar novos franqueados.

Os quatro padrões de expansão foram, portanto, observados no setor de varejo de moda do Rio de Janeiro. Constatou-se ainda que as redes de varejo que seguem as estratégias de expansão ativa declaram uma maior satisfação com o desempenho de suas operações e com o ritmo do seu crescimento.

