

# Economia & Conjuntura

# Apresentação

## Antonio Licha

O baixo crescimento da economia brasileira nos últimos anos, inclusive em 2006, tem levado a um debate sobre as causas desse desempenho decepcionante. Em especial, tem se destacado a existência de problemas e entraves que, se não forem solucionados, manteriam as baixas taxas de crescimento nos próximos anos. O Panorama Macroeconômico deste mês procura apresentar algumas das principais interpretações relativas às causas do baixo crescimento, destacando duas interpretações polares a respeito das restrições ao crescimento. Essas interpretações destacam pontos diferentes: enquanto uma destaca equívocos da política macroeconômica, notadamente nas políticas monetária, cambial e fiscal, a outra centra sua atenção no baixo crescimento do produto potencial por conta de um ambiente desfavorável ao investimento. É claro que existem nuances nessas visões polares na qual se inserem a maioria dos analistas, mas elas permitem organizar um debate que deve se estender nos próximos anos.

Independentemente desse debate, o nosso cenário básico para 2007 considera que a economia mundial sofrerá um desaquecimento moderado, os preços das nossas exportações ficarão relativamente estáveis e a política macroeconômica será “mais do mesmo”. Nesse cenário a expectativa do Grupo de Conjuntura para 2007 é de uma continuidade no ritmo de expansão do nível de atividade em relação a 2006: um crescimento ponta a ponta do PIB de 4%. Como a taxa de crescimento média e ponta a ponta devem ser semelhantes em 2007, ao contrário do ocorrido em 2006, o crescimento do PIB no próximo ano ficaria perto destes mesmos 4%. O câmbio apreciado e restrições impostas pelo produto potencial tendem a inviabilizar, nas condições atuais, um crescimento maior em 2007 e nos anos seguintes.

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



# Equipe do Grupo de Conjuntura

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

## **Editor Responsável**

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

## **Conselho Editorial**

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

## **Colaboradores**

- Caio C. L. P. da Silveira - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho – [thadeu@ie.ufrj.br](mailto:thadeu@ie.ufrj.br)
- Cecília Rutkoski Hoff – [cissahoff@ie.ufrj.br](mailto:cissahoff@ie.ufrj.br)
- Eduardo Bastian – [eduardobastian@yahoo.com.br](mailto:eduardobastian@yahoo.com.br)
- Frederico Felipe Medeiros – [fredfmedeiros@yahoo.com.br](mailto:fredfmedeiros@yahoo.com.br)
- Margarida Gutierrez – [margarida@ie.ufrj.br](mailto:margarida@ie.ufrj.br)
- Paulo Gonzaga – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Rafael Barroso – [rcbarroso@gmail.com](mailto:rcbarroso@gmail.com)
- Silvio Salles – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto: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](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Web: [www.ie.ufrj.br/conjuntura](http://www.ie.ufrj.br/conjuntura)

# Índice

	Página
<b>Panorama Macroeconômico</b>	<b>6</b>
<b>Projeções do Grupo de Conjuntura</b>	<b>16</b>
<b>Nível de Atividade Industrial</b>	<b>17</b>
<b>Investimento</b>	<b>22</b>
<b>Inflação</b>	<b>25</b>
<b>Crédito</b>	<b>28</b>
<b>Política Fiscal</b>	<b>32</b>
<b>Setor Externo</b>	<b>38</b>

# Panorama Macroeconômico

## Caio Prates

Em flagrante contraste com o ocorrido em 2002, o comportamento dos principais indicadores financeiros de expectativas permaneceu, desta vez, imune ao processo eleitoral (tabela 1). Em 2002, os temores em relação aos rumos da economia no futuro governo Lula levaram o risco-Brasil a 2400 pontos (com a virtual perda do crédito externo pelo país), o dólar chegou bem perto de R\$ 4,00 e o swap pré x DI de um ano subiu para cerca de 30%. Agora, o risco-Brasil e o swap pré x DI de um ano encontram-se em níveis recordes de baixa, e a taxa de câmbio tem permanecido em torno de R\$ 2,15, só não tendo recuado mais devido à forte atuação do Banco Central no mercado de câmbio ao longo deste ano (aquisição de mais de US\$ 20 bilhões). O comportamento favorável destas variáveis nos últimos anos decorreu da reafirmação pelo governo Lula do regime de política macroeconômica adotado em 1999, da melhora dos fundamentos da economia brasileira – em particular, dos indicadores de solvência externa – e de um cenário internacional extraordinariamente benigno neste período (a maior taxa de crescimento da economia mundial em três décadas, forte alta de preços de commodities beneficiando as nossas exportações, e abundância de liquidez para as economias emergentes). E a continuidade de uma evolução positiva neste ano de variáveis como o risco-Brasil, as taxas de juros longas, e a taxa de câmbio tem sido uma indicação clara de que o mercado não espera nenhuma guinada populista na política econômica do próximo governo: nem uma redução da taxa de juros que inviabilize o cumprimento da meta de inflação; nem uma redução do superávit primário que possa afetar negativamente a trajetória da relação dívida pública/ PIB.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança						Indicadores do Cenário Externo	
	Risco Brasil (a) <sup>(1)</sup>	Risco dos Emergentes (b) <sup>(1)</sup>	(a) - (b)	Taxa de Câmbio Nominal	Swap de 1ano PrêxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante <sup>(3)</sup>	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
18/04/2006 <sup>(2)</sup>	231	189	42	2,13	14,58	9,99	4,98	72,51
30/05/2006 <sup>(2)</sup>	280	216	64	2,32	15,68	11,02	5,08	71,05
18/07/2006 <sup>(2)</sup>	242	210	32	2,20	14,55	9,73	5,13	74,36
29/8/2006 <sup>(2)</sup>	226	195	31	2,14	14,19	9,26	4,78	69,86
17/10/2006 <sup>(2)</sup>	213	187	26	2,14	13,29	8,88	4,77	60,94
31/10/2006	222	193	29	2,14	13,01	8,61	4,60	59,03

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

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

Além da evolução favorável dos indicadores financeiros de confiança, outros destaques no desempenho recente da economia brasileira vem sendo o comportamento da inflação e da balança comercial, que tem levado a projeções do mercado cada vez mais otimistas para o IPCA, a taxa Selic, e a balança comercial em 2006/2007. Em contrapartida, as

projeções para o crescimento do PIB têm sido revistas para baixo- para apenas 3% em 2006 e 3,5% em 2007- e o mau resultado do PIB tem sido o grande destaque negativo do desempenho macroeconômico.

Admitindo-se que o crescimento do PIB em 2006 seja de 3,2% (projeção do Grupo de Conjuntura), a taxa de crescimento média no período 2003/2006 ficará em 2,7%aa, taxa inferior em 2,1 pontos percentuais a do crescimento da economia mundial, como evidencia a tabela 2- desempenho, por este critério, até pior do que o dos períodos 1995/1998 e 1999/2002. Mesmo não se considerando o ano de 2003, em que o desempenho do PIB foi afetado negativamente pela crise cambial de 2002, a diferença entre o crescimento médio anual do Brasil e do mundo ainda permanece muito elevada (1,6 ponto % no período 2004/2006). Assim, mesmo com a melhora extraordinária das contas externas desde 2003, o crescimento da economia brasileira continuou sendo modesto.

Tabela 2: Crescimento do PIB: Brasil versus Mundo

	Taxas Médias Anuais			
	1995/1998	1999/2002	2003/2006	2004/2006
Brasil <sup>(a)</sup>	2,6	2,1	2,7 <sup>(1)</sup>	3,5 <sup>(1)</sup>
Mundo <sup>(b)</sup>	3,7	3,5	4,8 <sup>(2)</sup>	5,1 <sup>(2)</sup>
a - b	-1,1	-1,4	-2,1	-1,6

Fonte: IBGE e FMI

(1) Supõe crescimento do PIB de 3,2% (estimativa do Grupo de Conjuntura)

(2) supõe crescimento do PIB mundial em 2006 de 5,1% (estimativa do FMI)

O fato do PIB estar novamente crescendo pouco em 2006 tem sido interpretado, de modo geral, como evidência de que a economia permaneceria travada. O baixo crescimento médio dos últimos anos e o desempenho decepcionante do PIB neste ano teriam causas semelhantes que, não sendo removidas, manteriam a economia crescendo pouco nos próximos anos (algo entre 3% e 3,5%aa). Que causas seriam estas? As interpretações polares a respeito das restrições ao crescimento são: i) equívocos na condução da política macroeconômica baseada no tripé metas de inflação, superávit primário elevado e câmbio flutuante; ii) baixo crescimento do produto potencial por conta de um ambiente desfavorável ao investimento.

Para os defensores da interpretação i), a economia estaria crescendo pouco devido, sobretudo, ao conservadorismo do BC na condução da política monetária- implicitamente se considera que uma taxa Selic muito mais baixa não teria maior impacto sobre a inflação, ou que o BC deveria fixar metas de inflação mais elevadas, ou ainda, segundo alguns, que o regime de metas de inflação deveria ser abandonado. Com uma taxa Selic substancialmente menor, a economia supostamente cresceria bem mais. E isto não só pelo efeito direto da taxa de juros mais baixa sobre a atividade econômica, mas também porque o superávit primário requerido para manter em queda a relação dívida pública/PIB seria menor (reforçando, via política fiscal mais flexível, o crescimento) e o câmbio tenderia a ficar mais desvalorizado (favorecendo o crescimento pelo aumento das exportações líquidas).

Para os adeptos da interpretação ii), o crescimento medíocre do PIB observado já há bastante tempo teria uma causa estrutural: a taxa de investimento modesta e o baixo crescimento do produto potencial da economia brasileira. Devido a isso, a economia não teria como crescer a taxas muito acima de 3%aa de forma sustentada. E o baixo

crescimento em 2006 não teria nada de específico, sendo apenas mais uma evidência desta restrição estrutural ao crescimento. Entre os fatores que inibiriam o crescimento do produto potencial (e do investimento), costuma-se destacar a má qualidade do ajuste fiscal (centrado no aumento da carga tributária e na contração do investimento público para compensar a contínua expansão do gasto corrente do governo) e a insuficiência do investimento em infra-estrutura (por falta de investimento público e de um marco regulatório adequado para atrair o investimento privado). Nesta interpretação, a taxa de juros elevada, embora obviamente limite o crescimento, seria muito mais consequência de fatores que dificultam a compatibilidade entre queda da taxa de juros e controle da inflação do que fruto de equívocos do BC. E a melhora da qualidade do ajuste fiscal seria uma variável-chave para a redução da taxa de juros, porque: i) diminuiria o “prêmio de risco” macroeconômico implícito na taxa de juros básica elevada; ii) criaria condições mais favoráveis para a expansão do produto potencial, diminuindo o risco de pressões inflacionárias provenientes de um eventual descompasso entre a expansão da demanda (estimulada pela queda da taxa de juros) e a da oferta.

Embora opostas, as duas interpretações acima possuem em comum uma visão pessimista sobre o crescimento da economia nos próximos anos, caso a política econômica do governo Lula II seja do tipo “mais do mesmo” – a simples manutenção do tripé metas de inflação, superávit primário elevado com ajuste fiscal de baixa qualidade e câmbio flutuante. Mas a que atribuir, afinal, o baixo crescimento do PIB em 2006? Que desempenho deve-se esperar do PIB nos próximos anos?

Um aspecto importante a ter-se em conta sobre o comportamento do PIB em 2006 é que a sua expansão ao longo do ano deverá ser bem mais elevada do que a sua taxa de crescimento anual. Enquanto esta ficará pelas projeções atuais em torno de 3%, o crescimento do PIB aponta (segundo semestre 06/ segundo semestre 05 ou quarto trimestre 06/ quarto trimestre 05) atingirá, provavelmente, cerca de 4%. O fato do crescimento em 2006 ficar mais próximo de 3% decorrerá essencialmente da influência negativa do carry-over de 2005 para 2006 sobre o PIB deste ano. Contudo, para analisar-se a evolução em curso da atividade econômica e suas perspectivas para 2007, o relevante é o desempenho na margem do PIB e da indústria geral. E este, embora abaixo do esperado (sobretudo no caso da indústria geral), deverá ser bem melhor do que o sugerido pela taxa anual de crescimento do PIB e da indústria geral.

De fato, como evidencia a tabela 3, depois de permanecer virtualmente estagnado entre o segundo semestre de 2004 e o segundo semestre de 2005, o PIB cresceu 2,1% entre o segundo semestre de 2005 e o primeiro semestre de 2006. Mantido este ritmo de crescimento no segundo semestre (como espera o Grupo de Conjuntura), o PIB crescerá 4,3% ponta a ponta e 3,2% ano contra ano em 2006. Por sua vez, se o crescimento do PIB desacelerar um pouco no segundo semestre e o crescimento ponta a ponta ficar em 3,8%, a taxa anual de crescimento do PIB será de 3%, como prevê o mercado. Assim, as projeções do GC e do mercado para o PIB em 2006 consideram implicitamente que a expansão do PIB ao longo do ano (segundo sem 06/segundo sem 05) não ficará muito distante de 4%.

Tabela 3: Evolução do PIB, da FBCF, da Indústria Geral e das vendas do Comércio ao longo de 2005 e de 2006

	Índices dessazonalizados 2º Semestre de 2004 = 100 Média Móvel Semestral				Var % Anualizada		Crescimento em 2006 (%)*	
	Dez05	Jun06	Ago06	Dez06	(b)/(a)	(c)/(a)	Ponta a Ponta (d)/(a)	Anual
	(a)	(b)	(c)	(d)				
PIB	101,2	103,4	-	105,6	4,3	-	4,3	3,2
FBCF	99,7	103	-	108	6,9	-	8,3	7
Indústria Geral	101,4	103,3	104	105,7	3,9	3,9	4,3	3,4
Vendas do Comércio Varejista	104,8	108,3	108,4	110,2	6,7	5,2	5,2	5,5

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

\*Estimativa do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Outros pontos a destacar na tabela 3 são: i) a recuperação do investimento na margem; ii) o desempenho frustrante, até agora, da indústria geral; iii) o descolamento acentuado, do final de 2004 para cá, entre a evolução na margem das vendas do comércio varejista e da produção industrial. Após recuar 1,5% entre o segundo semestre de 2004 e o segundo semestre de 2005, a FBCF cresceu 6,9% em termos anualizados no primeiro semestre de 2006 (relativamente ao semestre anterior). E a projeção do GC é que crescerá ainda mais no segundo semestre, chegando-se ao final do ano com taxas de crescimento da FBCF de 8,3% (segundo sem 06/ segundo sem 05) e de 7% (ano contra ano)- resultado que, se confirmado, diminuirá bastante os riscos do crescimento em 2007 ser travado por insuficiência de capacidade produtiva. Já a expansão anualizada da produção industrial (medida por médias móveis semestrais) entre dezembro de 2005 e agosto de 2006 foi de apenas 3,9%. E mesmo subindo, como projeta o GC, para 4,3% em dezembro (relativamente ao mesmo mês do ano anterior), a taxa de expansão na margem da indústria continuará sendo bem inferior a observada no ciclo anterior de redução da taxa Selic entre junho de 2003 e setembro de 2004- período em que a indústria cresceu, em termos anualizados, 8,5 %. Finalmente, as vendas do comércio- que entre junho de 2003 e dezembro de 2004 haviam crescido em linha com a produção industrial (ambas em médias móveis semestrais)- vem desde o final de 2004 crescendo bem mais do que a indústria. Pela estimativa do GC, enquanto a indústria geral crescerá apenas 3,4% em 2006, as vendas do comércio subirão 5,5% neste ano.

O descolamento em curso entre as taxas de crescimento das vendas do comércio e da produção industrial é, na verdade, parte de um fenômeno mais geral que vem ocorrendo em 2006: uma diferença acentuada entre o comportamento da demanda doméstica (consumo mais investimento) e o da produção (PIB e indústria). No acumulado do ano até junho (relativamente a igual período do ano anterior), a demanda doméstica cresceu 3,9% contra apenas 2,2% de expansão do PIB. E o descompasso entre demanda e oferta, apontado pelos dados do PIB do primeiro semestre, continua sendo confirmado pelos dados mais recentes (até agosto) sobre produção industrial e indicadores da demanda doméstica, apresentados na tabela 4. Note-se, nesta tabela, que tanto as vendas do comércio e a massa salarial (indicadores de consumo) quanto o consumo aparente de bens de capital e a construção civil (indicadores de investimento) vem tendo um bom desempenho neste ano. Portanto, o baixo crescimento do PIB não pode ser atribuído a uma insuficiência de demanda. Como o principal efeito negativo da taxa de juros sobre o crescimento deveria estar ocorrendo pela contenção da demanda doméstica, o comportamento positivo desta sugere que a responsabilidade da taxa de

juros (ainda elevada) sobre o mau resultado do PIB vem sendo menor que a atribuída pela maioria dos analistas. Por que, então, o PIB vem crescendo pouco?

Tabela 4: Produção Industrial e Indicadores da Demanda Doméstica

	Var % acumulada no ano	
	jun/06	ago/06
I) Indústria Geral	2,6	2,8
Bens de Capital	5,0	5,8
Bens Intermediários	1,7	2,2
Bens de consumo	3,8	3,5
Duráveis	7,5	6,4
Não-Duráveis	2,7	2,6
II) Indicadores de Consumo		
Vendas do Comércio Varejista (volume)	5,7	5,3
Massa Salarial Real Habitualmente Recebida	6,3	6,3
III) Indicadores de Investimento		
Construção Civil	4,7	6,6
Consumo Aparente de Bens de Capital*	8,9	10,1

Fonte: IBGE e FUNCEX

Elaboração : Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

\* Estimativa do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

O exame na tabela 5 das taxas de crescimento (12 meses) de diferentes indicadores da atividade econômica fornece algumas indicações importantes sobre a relação entre o desempenho das exportações e das importações em volume (desagregadas por categoria de uso) e o baixo crescimento da indústria geral- e, por extensão, do PIB, já que a taxa de crescimento deste tende a seguir, ainda que de forma amortecida, o comportamento da indústria geral (como se percebe pela evolução das taxas de crescimento em 12 meses de ambos na tabela 5).

Tabela 5: Evolução das Taxas de Crescimento do PIB, da Indústria, das vendas do comércio, das Exportações e das Importações

	Var % em 12 meses				
	dez/04	dez/05	jun/06	ago/06	set/06
I) PIB	4,9	2,3	1,7	-	-
II) Indústria Geral (a)	8,3	3,1	2,0	2,2	-
*Bens Intermediários	7,4	1,0	0,6	1,3	-
*Bens de Capital	19,7	3,6	4,1	5,5	-
*Bens de Consumo	7,3	6,0	3,7	3,0	-
*Bens de Consumo Duráveis	21,8	11,4	7,2	5,6	-
*Bens de Consumo Não-Duráveis	4,0	4,6	2,8	2,3	-
III) Vendas do Comércio Varejista	9,3	4,8	5,3	5,1	-
IV) Exportações (quantum)					
*Totais	19,2	9,3	4,7	4,2	4,1
*Manufaturados (b)	26,1	11,0	4,6	4,0	3,1
*Bens Intermediários	12,0	7,1	3,4	5,6	6,8
*Bens de Capital	71,1	18,5	7,0	4,5	0,5
*Bens de Consumo Duráveis	30,4	11,6	-0,9	-4,8	-5,8
*Bens de Consumo Não-Duráveis	15,1	8,0	-1,9	-4,3	-5,7
V) Importações (quantum)					
*Totais (c)	18,1	5,4	8,1	9,2	11,2
*Bens Intermediários	21,0	6,0	8,0	9,4	11,4
*Bens de Capital	10,2	21,4	24,2	24,1	23,9
*Bens de Consumo Duráveis	27,9	35,7	59,6	70,8	73,7
*Bens de Consumo Não-Duráveis	7,7	9,5	6,1	8,8	10,2
(b)/(a)	3,1	3,5	2,3	1,8	-
(c)/(a)	2,2	1,7	4,1	4,2	-

Fonte: IBGE e FUNCEX

Como mostra a tabela 5, houve uma desaceleração das exportações de manufaturados, até mais intensa que a da produção industrial, de dezembro de 2004 para cá, sugerindo que o mau desempenho das exportações em volume tem afetado negativamente o crescimento industrial. Por outro lado, a aceleração do crescimento das importações desde o final de 2005, ao mesmo tempo em que a taxa de crescimento (12 meses) da indústria continuou recuando, evidencia que as importações- que vinham, grosso modo, acompanhando a evolução da produção industrial, com a relação entre as taxas de crescimento de ambas tendo se mantido razoavelmente constante ao longo de 2005- passaram a ser mais influenciadas por outros fatores (como o câmbio apreciado). E este descolamento entre importações e produção industrial parece indicar uma substituição em curso da produção doméstica por bens importados. Além disso, a desaceleração do crescimento das exportações (desde dezembro de 2004) e a aceleração do das importações (desde dezembro de 2005) tem ocorrido em todas as categorias de uso, segundo a tabela 5. E isto sugere um crescimento do consumo aparente acima do da produção doméstica nas diferentes categorias de uso no período mais recente.

O fato do consumo aparente estar crescendo mais do que a produção industrial poderia decorrer da impossibilidade desta, por insuficiência de capacidade produtiva, acompanhar a demanda. Mas nada indica que a indústria esteja se defrontando, de

forma generalizada, com este problema. O próprio Banco Central- que, através das atas do Copom, costuma sempre advertir para os riscos inflacionários de descompasso entre demanda e oferta na economia- não parece muito preocupado no curto prazo com o grau de utilização da capacidade instalada na indústria. A principal razão para a indústria estar crescendo pouco e menos do que a demanda parece ser outra: a apreciação cambial ocorrida desde o final de 2004. O efeito negativo do câmbio apreciado sobre a competitividade da indústria- potencializado pela carga tributária muito elevada e crescente- vem se constituindo, aparentemente, na principal restrição ao crescimento em 2006.

De todo modo, é bem provável que os dados sobre a atividade econômica neste final de ano confirmem uma expansão do PIB e da indústria geral ao longo do ano em torno de 4%- desempenho implícito na taxa de crescimento do PIB (ano contra ano) de cerca de 3% prevista para este ano. Assim, mesmo com a restrição imposta pelo câmbio (e pela carga tributária) ao crescimento, a expansão em curso da atividade econômica (PIB e indústria) na margem não chega a ser tão baixa. E aponta, caso mantida, para um crescimento em 2007 maior do que o esperado pela maioria dos analistas.

Como a atividade econômica tem mostrado sempre uma grande sensibilidade à trajetória da taxa de juros, uma variável-chave para o desempenho da economia em 2007 será o comportamento da taxa Selic. De fato, uma das regularidades empíricas mais marcantes da economia brasileira pós-Real vem sendo a relação entre o bom (mau) desempenho da economia em períodos de queda (alta) da taxa Selic. E esta relação entre taxa de juros e crescimento tem sido bastante nítida no governo Lula, como se percebe na tabela 6. Até onde irá a queda (esperada) da taxa Selic em 2007? Será possível manter o ritmo de crescimento do PIB na margem que vem sendo observado em 2006 (o que apontaria para um crescimento em torno de 4% no próximo ano)? Ou haverá uma desaceleração deste crescimento, como está implícito nas projeções de crescimento entre 3% e 3,5% em 2007? Ou, ainda, o crescimento na margem se acelerará no próximo ano, como considera implicitamente o governo quando estima um crescimento de 5% em 2007?

Tabela 6 Crescimento Médio do PIB trimestral em períodos de elevação e de queda da taxa Selic

Período	Trajetoária da Taxa Selic	Crescimento médio Trim t/ Trim t-1 (em % ao ano)
03 I a 03 II (2 trimestres)	elevação	-2,6
03 III a 04 III (5 trimestres)	queda	5,2
04 IV a 05 III (4 trimestres)	elevação	0,9
05 IV a 06 II (3 trimestres)	queda	4,0
05 IV a 06 IV* (5 trimestres)	queda	4,4 (1) / 4,0 (2)

Fonte : IBGE

\*Estimativa

Notas: (1) Crescimento médio trim t / trim t-1 em % ao ano requerido para o PIB crescer 3,2% em 2006 (projeção do Grupo de Conjuntura)

(2) Crescimento médio trim t / trim t-1 em % ao ano requerido para o PIB crescer 3,0 % em 2006 (projeção do mercado em 27/10/2006)

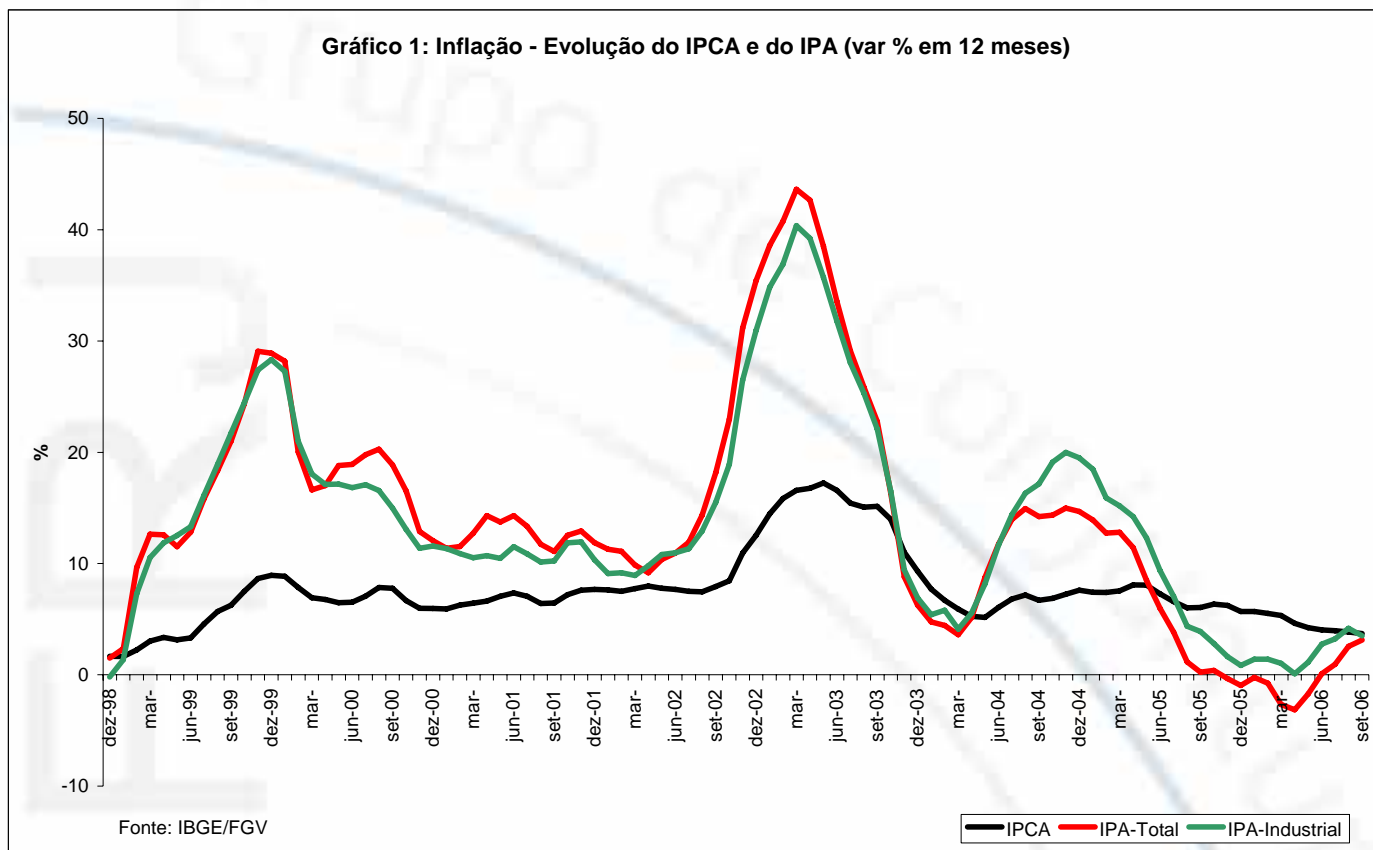
A trajetória da taxa Selic (e da inflação) em 2007 dependerá, sobretudo, de duas variáveis: i) comportamento da taxa de câmbio; ii) evolução do produto potencial (e riscos maiores ou menores de descompasso entre demanda e oferta). E o comportamento destas variáveis vai depender do cenário externo (intensidade da desaceleração da economia mundial, evolução dos preços das commodities, grau de aversão a risco no mundo) e das condições domésticas (condução da política macroeconômica, êxito maior ou menor do governo em criar um ambiente favorável ao investimento).

No cenário básico do Grupo de Conjuntura para 2007, a economia mundial sofrerá um desaquecimento moderado no próximo ano, os preços das nossas exportações ficarão relativamente estáveis, e a política econômica será “ mais do mesmo”. E isto significa aqui: i) um compromisso firme do Banco Central com a meta de inflação- o que não exclui a possibilidade de uma redução significativa da taxa Selic, caso o BC avalie que isto não ameaçará o cumprimento da meta definida; ii) a manutenção de um superávit primário elevado (em torno de 4% do PIB), mas sem avanços significativos em relação à qualidade do ajuste fiscal- sem queda da carga tributária e com investimento público baixo. De todo modo, a continuidade de um superávit primário próximo da meta de 4,25% do PIB exigirá uma desaceleração significativa do crescimento do gasto primário do governo central. No período 2004/2006, enquanto o PIB cresceu apenas 3,5% aa, o gasto primário aumentou, em termos reais, 9%aa. Como não parece viável elevar ainda mais a carga tributária em % do PIB, cumprir a meta para o superávit primário somente será possível, a partir de agora, com uma expansão do gasto primário em linha com a do PIB. E este será o grande desafio a ser enfrentado pelo governo já em 2007 no plano fiscal.

Admitindo-se que as metas de inflação e de superávit primário continuem sendo respeitadas, a expectativa do GC é de um crescimento na margem do PIB em 2007 em torno de 4% (o mesmo ritmo de expansão estimado para 2006). Nesta hipótese, o crescimento do PIB no próximo ano ficaria perto destes mesmos 4%, já que as taxas anual e ponta a ponta de crescimento em 2007 deverão ser semelhantes- ao contrário do ocorrido em 2006. O câmbio apreciado e restrições impostas pelo produto potencial tendem a inviabilizar, nas condições atuais, o crescimento de 5% (ou mais) em 2007 e nos anos seguintes, como espera o governo. Mas não existem razões convincentes, tampouco, para se considerar que com “mais do mesmo” a economia não poderá crescer mais do que 3/3,5% nos próximos anos. Para muitos, a economia não teria como crescer mais do que isto, porque este seria o limite dado pelo produto potencial, e a economia estaria em regra operando muito próximo deste limite nos anos recentes. Contudo, esta é, a rigor, uma proposição não testada- baseada em estimativas discutíveis do produto potencial.

Na verdade, o crescimento modesto da economia brasileira de 1995 para cá- que costuma ser tomado como referência nas estimativas sobre produto potencial- não decorreu de restrições de oferta (insuficiência de capacidade produtiva). Por esta razão, é uma base empírica inadequada para se estimar quanto o produto potencial permitirá que a economia cresça daqui para frente. Entre 1995 e 2003, as interrupções do crescimento foram sempre provenientes de crises cambiais (e em 2001 também de um fator específico, a crise energética), e não de pressões inflacionárias (ou de desequilíbrios externos) provenientes de limitações da capacidade produtiva. Mesmo no caso da interrupção mais recente do crescimento ( 2005), não parece correto atribuir à insuficiência de capacidade produtiva as pressões inflacionárias, surgidas em 2004, que

levaram ao aumento da taxa Selic e posterior desaceleração do crescimento. Uma interpretação alternativa para o aumento da inflação (e da taxa Selic) em 2004 é que este foi impulsionado, sobretudo, por choques de oferta: aumento dos preços das commodities metálicas e do petróleo e introdução da cobrança da Cofins sobre bens importados, ambos com impacto muito forte sobre os preços no atacado (em particular sobre o IPA industrial). A partir deste choque primário, a alta de preços se difundiu, seja pelo impacto negativo da alta da inflação sobre as expectativas inflacionárias, seja porque a demanda aquecida favoreceu, num primeiro momento, esta difusão. Mas o padrão de alta de preços em 2004 foi típico de choques de oferta e muito semelhante ao ocorrido em choques anteriores (que foram produzidos por desvalorizações cambiais), como se percebe no gráfico abaixo: uma elevação brusca da inflação medida pelo IPA que “comandou” a alta quase simultânea (mas bem amortecida se comparada com a do IPA) da inflação nos preços ao consumidor (IPCA). Caso o descompasso entre oferta (travada por falta de capacidade produtiva) e demanda tivesse sido o fator decisivo por trás do aumento da inflação em 2004, seria de esperar uma alta mais gradual dos preços- e não tão súbita e forte como ocorreu com os preços no atacado. Finalmente, também não parece razoável atribuir ao baixo crescimento do produto potencial o desempenho frustrante do PIB em 2005- como fica implícito em muitas análises- porque isto somente teria sentido se a economia não estivesse crescendo mais por insuficiência de capacidade produtiva. E nada indica ser esta a razão principal do baixo crescimento neste ano.



De todo modo, mesmo como parece provável que a economia possa crescer mais, nas condições atuais, do que os 3/3,5% frequentemente apontado como o limite imposto pelo produto potencial, também é verdade que a taxa de investimento se encontra em nível muito baixo. E sem uma recuperação significativa do investimento, a economia

brasileira não poderá crescer a taxas elevadas de forma sustentável. Qual o crescimento possível em 2007/2008 sem que pressões inflacionárias provenientes de uma expansão da demanda acima do produto potencial venham à tona, é uma questão em aberto. Mas tudo indica que a sustentação de taxas de crescimento de 5% ou mais não será possível com uma política econômica de “ mais do mesmo”. Para isto será indispensável um aumento substancial da taxa de investimento- que, entre outras coisas, dependerá de uma melhora da qualidade do ajuste fiscal, que viabilize a redução da carga tributária, o aumento do investimento público e uma queda mais significativa da taxa de juros- e uma taxa de câmbio mais adequada.



# Projeções do Grupo de Conjuntura

	Projeções			
	2006		2007	
	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 %)	2,98	2,85	4,16	4,00
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,00	3,20	3,50	4,00
Saldo Comercial (US\$ bi)	44,00	45,00	38,00	37,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	11,00	12,40	5,00	4,90
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)				
Final do Ano	2,16	2,17	2,30	2,30
Média do Ano	2,18	2,18	2,26	2,24
Taxa Selic				
Acumulada no ano	15,13	15,00	12,81	12,00
Final do Ano	13,50	13,25	12,00	11,50

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

\*Segundo levantamento do BC junto ao mercado realizado em 27/10/2006 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

**Paulo Gonzaga & Silvio Salles**

A produção da indústria em agosto volta a crescer em relação ao mês anterior, no índice de base fixa com juste sazonal (0,7%) (tabela 1). É o segundo mês consecutivo de crescimento, não só para o total do setor, como também para os segmentos de bens de capital e bens intermediários, que neste último mês alcançam taxas de 2,8% e 0,7%, respectivamente. Mas o melhor resultado do mês foi o acréscimo de 1,6% na produção de bens de consumo duráveis, pois esse segmento vinha de uma seqüência de três meses de taxas negativas. Bens de consumo semi e não duráveis volta a apontar queda (-0,9%), resultado que não chega a surpreender, pois desde o início do ano, com exceção do mês de maio, o setor alterna variações positivas com negativas da produção.

O saldo do desempenho recente da indústria é um crescimento discreto mas constante da produção desde março, como mostra o índice de média móvel trimestral (gráfico 1). Por que a indústria não cresce mais? São vários os motivos, vamos discutir alguns dos mais importantes, destacando alguns resultados que nos pareceram inesperados.

Das vinte e sete atividades industriais, vinte apresentaram crescimento no acumulado do ano, contra seis que decresceram e uma que permaneceu estável. Dentre as atividades em queda três, metade portanto, destacam-se: vestuário (-6,1%), calçados (-3,6%) e madeira (-8,4%). Esses três setores são intensivos em mão de obra, sendo que os dois primeiros sofrem grande concorrência de importados, enquanto o último vem apresentando desempenho negativo nas exportações. Portanto, o perfil do crescimento industrial em 2006 não favorece a geração de empregos e neste sentido não estimula o aumento da massa salarial.

Outro fator está relacionado ao fato de as exportações estarem desacelerando seu crescimento, ao contrário das importações. Como se pode verificar no gráfico 2, desde abril há um descasamento entre a evolução do valor das exportações e das importações. O incremento das importações está tendo impacto negativo sobre a produção industrial, pois há substituição do produto nacional pelo fabricado em outros países (China principalmente) tanto no mercado interno (ex: vestuário), como no externo (ex: calçados).

A agricultura está enfrentando problemas e, por causa disso, contribuindo menos que poderia para o crescimento industrial. A lavoura passou por dois anos (2004 e 2005) de estiagem na região sul, o que comprometeu várias culturas (ex: soja). Também houve perda de renda do agricultor, pois com o dólar em queda nos últimos dois anos, o câmbio dos gastos com insumos e máquinas agrícolas na época do plantio tem ficado acima do câmbio no período da colheita e venda ao exterior. Com isso, há um descompasso entre custo do plantio e receita da colheita, prejudicando o agricultor.

Em boa medida em decorrência dessa realidade, o setor de alimentos está crescendo no ano (2,0%) abaixo da média da indústria (2,8%). E alguns segmentos da agroindústria

estão tendo um desempenho bastante ruim. Bens de capital para agricultura, que acumulava uma queda de -18,6% no primeiro semestre, acentua esse sinal no acumulado do bimestre julho-agosto, com taxa de -29,2% (tabela 2). Adubos e fertilizantes também acentuou sua contração ao longo de 2006, evoluindo de -1,1% no acumulado do semestre para -3,6% no bimestre seguinte. Segmentos ligados à pecuária também registraram estabilidade ou evolução negativa este ano. Este foi o caso de abate de bovinos e suínos (-0,1%), abate de aves (-3,8%). O resultado da indústria de produtos alimentares foi sustentado principalmente pela boa performance do subsetor de açúcar (11,5%), cuja produção da matéria prima não se concentra na região sul. Esse sem dúvida foi um ano atípico para produtos alimentares, um exemplo disso é que o segundo produto em importância na explicação do crescimento do setor no acumulado no ano foi preparação e conservas de peixes, produto que raramente tem destaque nessa atividade.

O desempenho das vendas do comércio divide os analistas. Alguns avaliam que o consumidor já renegociou suas dívidas e voltou a consumir. Outros acreditam que este processo ainda está em curso e que, portanto, irá afetar as vendas de fim de ano. Seja qual for o diagnóstico não há dúvidas que parte crescente do dinamismo do comércio não chega até a indústria pois “vaza” para as importações.

Chama a atenção o fato de produtos que estiveram em grande evidência até o ano passado, terem perdido fôlego este ano, o que pelo menos em parte pode ser explicado pela diminuição nas exportações. Esse é o caso dos telefones celulares com decréscimo de -2,0% no semestre e -8,6% em julho-agosto em ambos os casos frente a igual período do ano anterior. Os calçados de plástico, onde estão as sandálias tipo “havaianas”, é o segundo produto em ordem de importância para explicar o decréscimo de calçados no acumulado do ano. Mesmo sendo 2006 um ano de eleições as camisetas (“T-shirts”) estão em queda e tiveram grande influência no desempenho negativo de vestuário. Esta performance provavelmente reflete a mudança na legislação eleitoral, que proíbe a distribuição deste tipo de brinde, o que diminui o impacto positivo que as eleições tradicionalmente têm sobre a performance da indústria. A concorrência com o produto importado também pesou no resultado final.

O crescimento da indústria em 2006, embora tendo atingido 20 dos 27 segmentos pesquisados, foi concentrado em termos de impacto, com seis atividades respondendo por 74,2% do crescimento acumulado no ano. A maior contribuição (21,9% da taxa global) vem de máquinas para escritório e equipamentos de informática, setor que está vivendo um boom que certamente se sustenta até o final do ano, mas dificilmente se manterá nos próximos anos. Só em 2006 o setor cresceu 54,5% no acumulado até agosto, puxado pela produção de computadores, que recebeu fortes estímulos para produção e venda.

Cabe destacar que a PME tem registrado aumento de renda, mas ao contrário do que muitos esperavam esse movimento ocorre principalmente no Nordeste (gráfico 3). Possivelmente a explicação está no peso relativo maior do salário mínimo nessa região. Esse fato, associado aos programas de transferência de renda, explicaria o desempenho do comércio varejista no nordeste bem acima da média nacional.

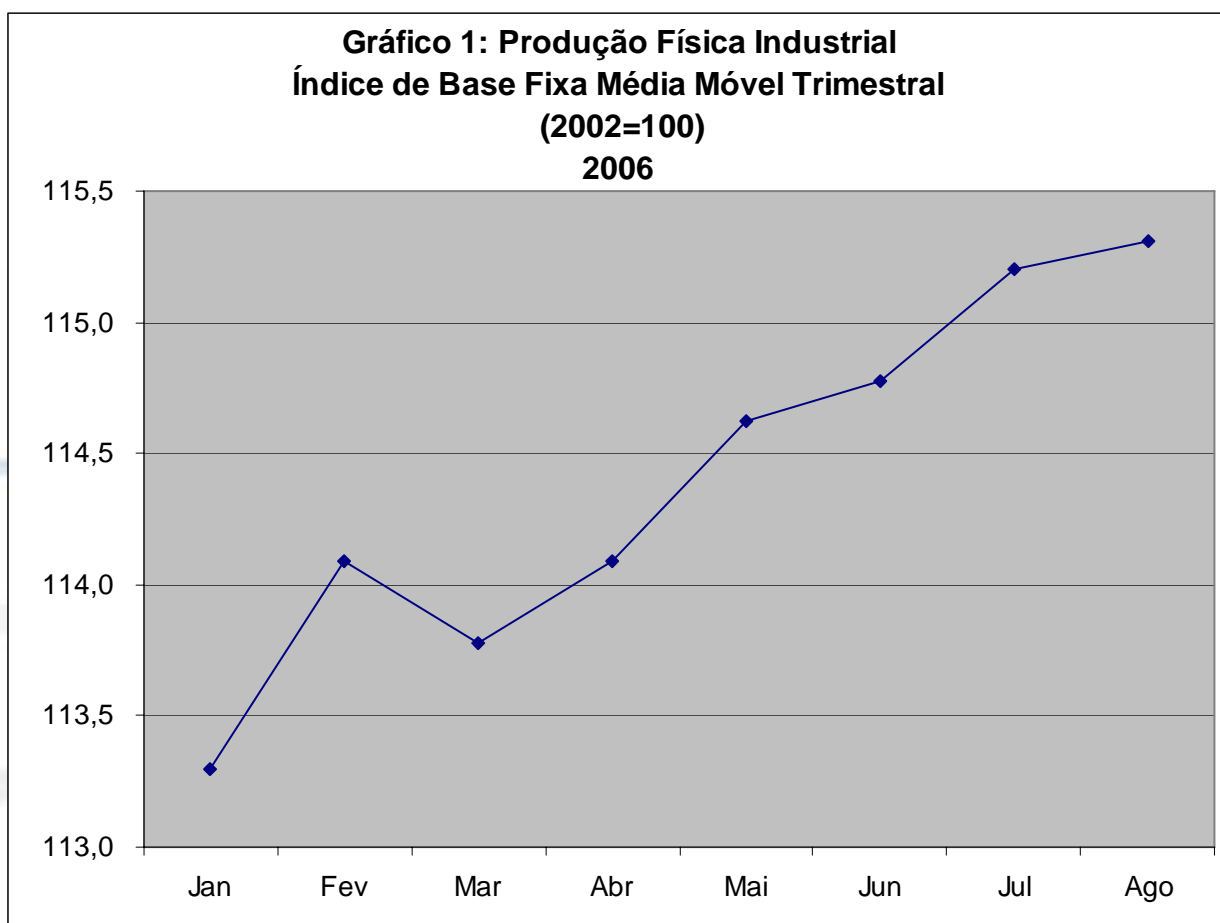
Para setembro, a maioria dos analistas espera queda em relação ao mês anterior no índice de base fixa com juste sazonal, desempenho puxado pelo menor número de dias trabalhados e pelo mau desempenho da indústria automobilística, afetada com greves.

Tabela 1: Indicadores da Produção Industrial por Categoria de Uso  
Brasil: Agosto de 2006

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

\*Com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF



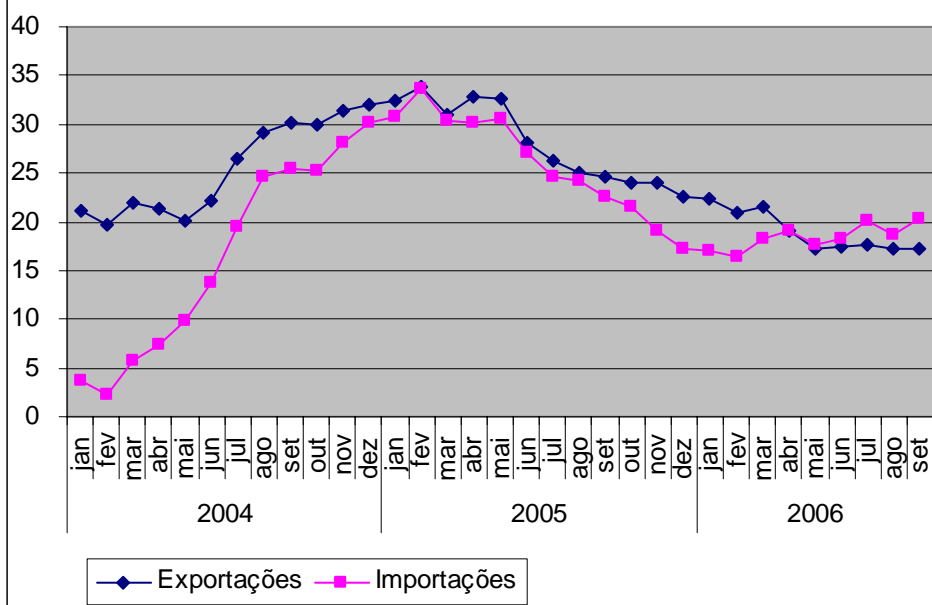
Fonte: IBGE-PIM-PF

**Tabela 2: Indicadores da Produção Industrial - 2006**  
**(Base: igual período do ano anterior = 100)**

<b>Setores Selecionados</b>	<b>Jan-Jun</b>	<b>Julho-Agosto</b>
<b>Indústria Geral</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>
<b>Bens de Capital</b>	<b>5,0</b>	<b>7,9</b>
para indústria	-1,9	11,9
para agricultura	-18,6	-29,2
para transporte	-2,4	5,9
para energia	37,1	36,4
para construção	17,3	4,5
para uso misto	10,2	7,8
<b>Bens Intermediários</b>	<b>1,7</b>	<b>3,4</b>
Petróleo e gás	6,4	2,9
Extr. minerais ferrosos	12,7	10,7
Têxtil - Intermediários	2,3	4,2
Embalagens	-0,3	-0,1
Aubos e fertilizantes	-1,1	-3,6
Insumos para a construção civil	4,7	7,1
Cimento e clínquer	7,6	6,0
Celulose	6,4	6,0
Metalurgia básica	0,5	7,9
<b>Bens de Consumo Duráveis</b>	<b>7,5</b>	<b>3,3</b>
Automóveis	8,4	7,2
Eletrodomésticos	11,2	1,7
Linha Branca - Excl. forno microondas	9,3	7,8
Linha Marrom	27,9	-3,5
Celulares	-2,0	-8,6
Mobiliário - Duráveis	-2,4	1,0
<b>Bens de Consumo Semi e não Duráveis</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>
Abate de bovinos e suínos	-1,1	2,9
Abate de aves	-3,7	-4,3
Leite e laticínios	4,3	-0,9
Suco concentrados de frutas	0,1	14,0
Bebidas - Semi e Não Duráveis	7,6	9,3
Calçados	-6,0	-5,8
Farmacêutica - Semi e Não Duráveis	8,1	-1,4
Álcool e gasolina (carburantes)	8,7	4,4
Semiduráveis	-3,9	-3,7

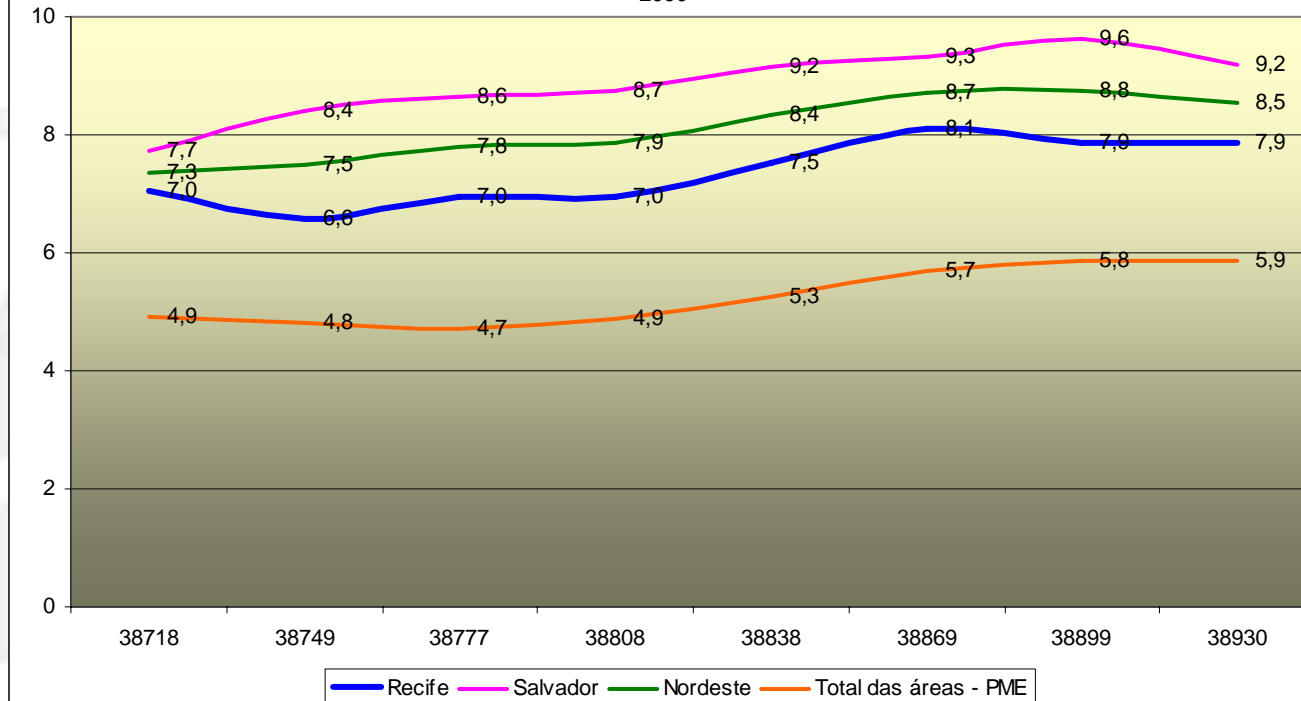
Fonte: IBGE-PIM-PF

**Gráfico 2: Valor das exportações e Importações brasileiras em 12 meses em US\$ milhões FOB 2004-2006**



Fonte: Funcex/Secex

**Gráfico 3: Massa de Rendimentos-variação em 12 meses Média nacional e Regiões Metropolitanas do Nordeste 2006**

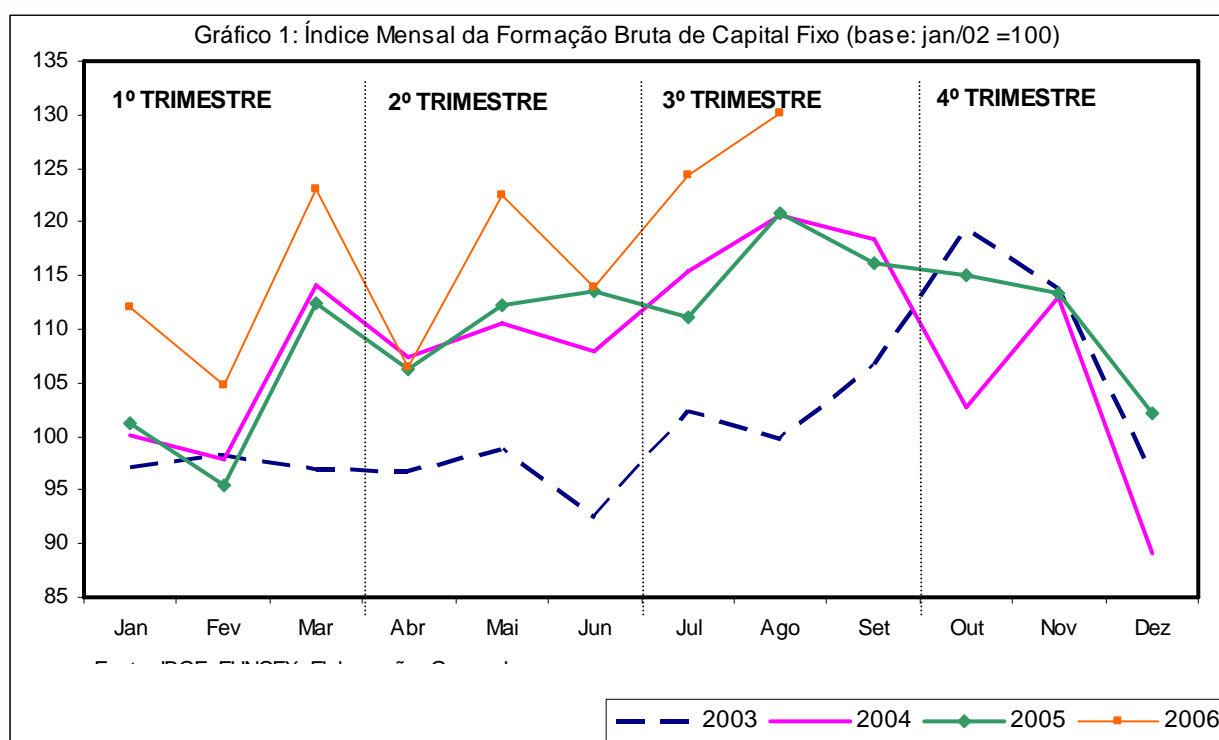


Fonte: IBGE-PME

# Investimento

## Rafael Barroso

Os dados de investimento vieram extremamente positivos em setembro, pelo segundo mês consecutivo, o que permitiu um descolamento da série frente ao ano anterior, como mostra o gráfico. No mês, a alta é de 7,7% e no acumulado do ano, o aumento já chega 7,3%. Esses números, ainda que o investimento apresente um arrefecimento do seu ritmo de crescimento até o final do ano, confirmam que a FBCF (Formação Bruta de Capital Fixo) deve fechar o ano com um crescimento acima do PIB, elevando a taxa de investimento.



A Tabela 1 mostra a composição desse índice e confirma o que já vem ocorrendo algum tempo de que a importação de bens de capital é que vem puxando o crescimento do investimento com um crescimento sempre acima de 20%. Em termos de contribuição ao crescimento, a divisão entre construção civil e absorção de bens de capital é quase eqüitativa, uma vez que a menor taxa de crescimento da construção civil é compensada pelo seu maior peso no índice.

Tabela 1 - Índice de FBCF e seus componentes (em %)

	Acumulado Ano
Índice de FBCF	7,3
Absorção Bens de Capital	10,06
Produção	5,76
Exportação	6,15
Importação	27,93
Construção Civil	5,33

A construção civil que começou o ano crescendo a um ritmo de 7% e recuou para algo próximo a 4%, volta a mostrar um crescimento mais forte e consistente. No último bimestre, ela cresceu a uma taxa média de 7,1%. A Tabela 2, que apresenta outros dados do setor, confirma o maior ritmo de crescimento do setor.

Tabela 2 - Construção Civil (em %)

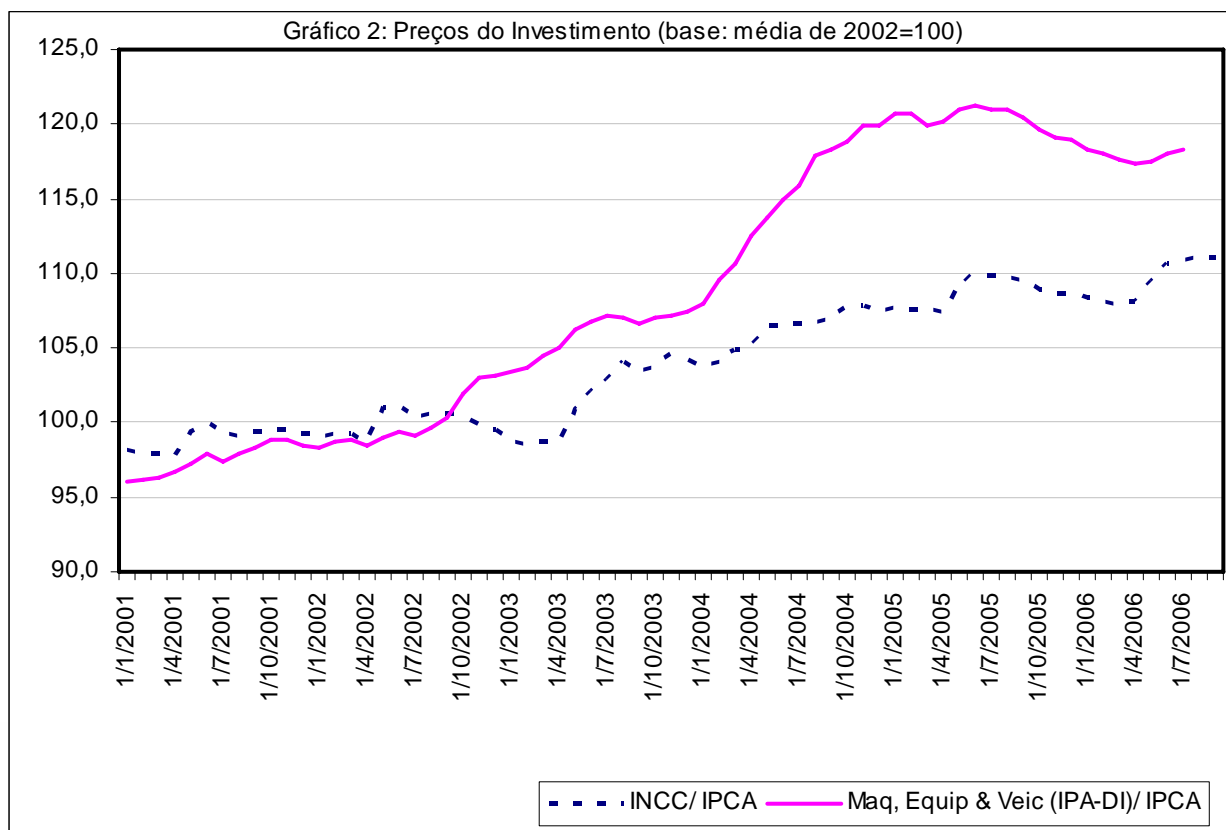
	Acumulado Ano
Financiamento Imobiliário (R\$)	104,97
Financiamento Imobiliário (Unid)	112,0
Empregados	30,3

\* Dados até Setembro de 2006 (Financiamento) e até Agosto (Caged)

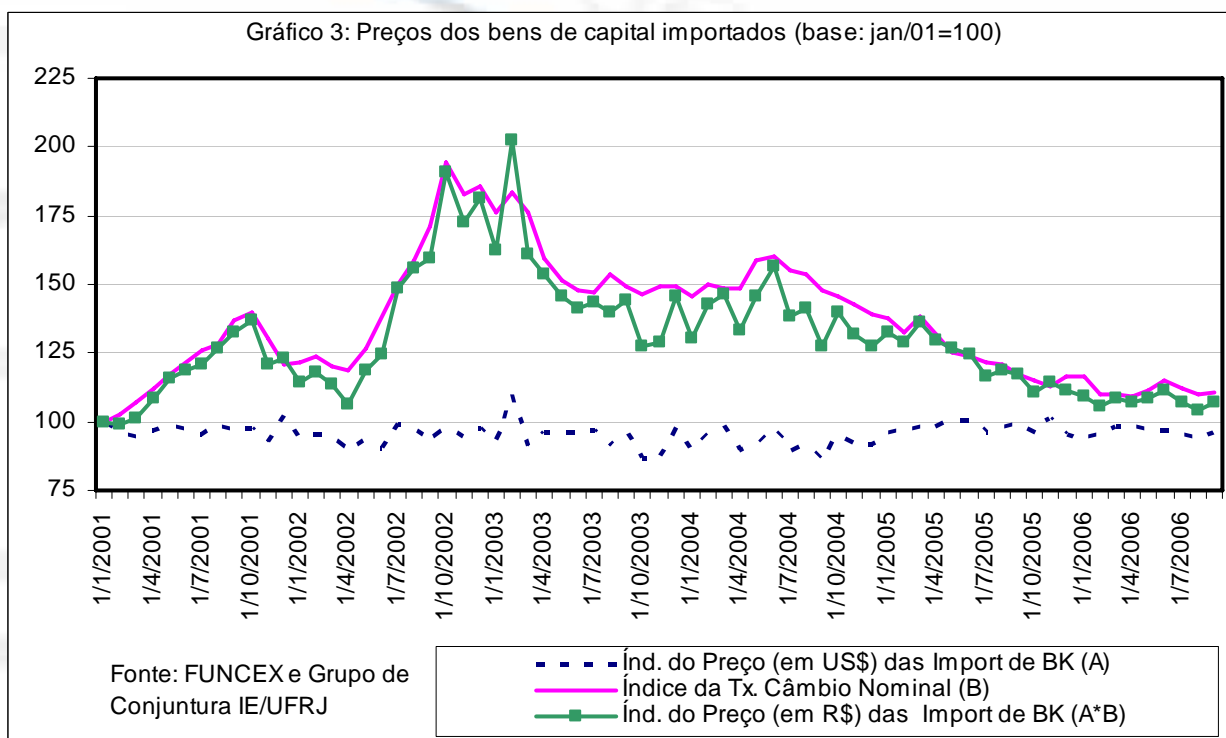
Fonte: Caged, ABECIP

### Preço do Investimento

O preço do investimento continua sendo nesse período recente um fator positivo para o investimento. Apesar da ligeira alta recente, o preço relativo de máquinas e equipamentos ainda está abaixo do pico registrado em meados do ano passado. A nota dissonante fica por conta do preço relativo da construção civil que apesar de algumas medidas de desoneração tributária voltou a subir em abril desse ano e se encontra agora em um novo nível recorde da série.



Por último, o preço em reais dos bens de capital importados permanece estável, uma vez que a taxa de câmbio não tem registrado flutuações significativas e duradouras nesse ano.

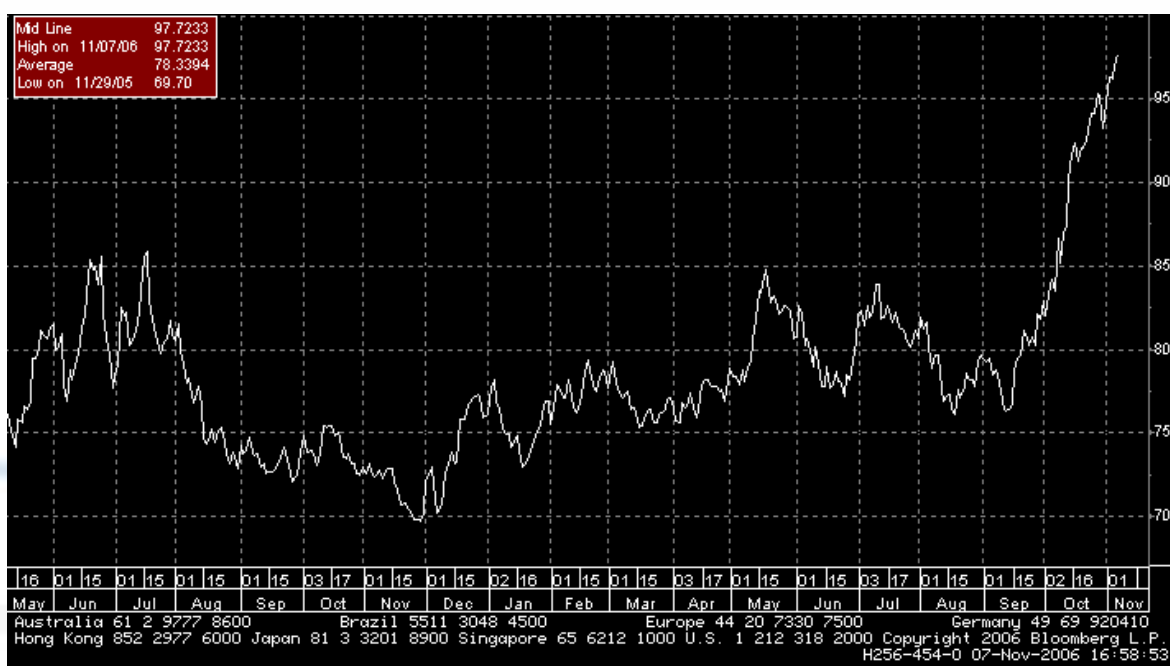


# Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

## O Avanço dos Preços Agrícolas tem Vida Curta?

**Gráfico 1 – Principais Commodities Alimentícias (Soja, Milho, Trigo e Algodão)**



O IGP-DI de outubro trouxe com alguma defasagem um choque de commodities agrícolas que teve início em setembro (vide Gráfico 1). Esta escalada de preços agrícola não é espalhada, mas se concentra nos contratos de milho, trigo, soja e algodão (também chamado de Crops – Bloomberg – Gráfico 1). O índice que agrega estes quatro contratos mostrou crescimento de aproximadamente 29% em moeda estrangeira (dólar).

Uma possível explicação é o aumento dos contratos especulativos realizados por hedge funds. As posições especulativas desses contratos vêm aumentando substancialmente e refletem uma arbitragem que já era percebida entre as commodities agrícolas e metálicas (energética - petróleo). No caso atual, o aumento de posições comprada reside na maior demanda dessas commodities para fins energéticos.

Trabalhos setoriais mostram que esse novo segmento (biocombustíveis) poderá obter taxas elevadas de retorno com baixo custo de capital. Os principais fatores determinantes para a expansão dos preços dessas commodities são:

- (i) Manutenção do petróleo em níveis elevados – estimula a produção de fontes alternativas;
- (ii) Crescimento do consumo nos Estados Unidos – são os maiores produtores mundial de milho (41%), soja (40%) ;
- (iii) Quebra de safra ou redução da produtividade no setor ;
- (iv) Crescimento do consumo na China

No âmbito doméstico, a produção de milho e trigo apresentam déficits de produção / consumo. Este fato os torna mais vulneráveis ao ciclo de preços internacionais. Para o ano que vem o IBGE projeta um aumento na produção de soja (5,5%), trigo, algodão (31%) e milho ( 9,65%).

Uma análise imediata mostra que o impacto desse tipo de choque de oferta ocorrerá mais sobre o IGP do que sobre o IPCA.

No IPA há um peso total de 9,6%, desagregado em 7,6% de impacto direto (que incidem imediatamente sobre o preço) e 2% indireto (incidem sobre a cadeia). Essa variação representa 6,7% do total do IGP. Supondo um crescimento de 30% na cotação dessas commodities no ano que vem, o impacto sobre o IGP seria de aproximadamente 2 pontos. Vale mencionar que o IGP-DI de 2006 deve mostra inflação de 3,4% no ano.

No IPCA o impacto ocorre de forma indireta na cadeia das commodities citadas (Farinha Fêculas e Massas, Panificados e Óleo e Gorduras). O peso desses produtos é de aproximadamente 2,8% e os aumentos de preços podem ser divididos entre o produtor e consumidor. Essa divisão costuma ocorrer de acordo com as característica de mercado de cada produto (quanto maior concorrência menor repasse). Uma outra rodada de repasse (segunda ordem) virá na indexação dos contratos do conjunto de preços administrados, em um horizonte de 12 meses.

Por outro lado, o setor de carnes ainda não conseguiu recuperar suas margens. Houve uma tentativa de aumentar os preços que teve início em julho e terminou em outubro. Os preços do frango, suíno e bovino já mostram recuo forte na coleta até o dia 6 de novembro (Tabela 1). Aparentemente, a recuperação no preço de carnes foi motivada pelo fim de embargos, de questões sanitárias e uma retomada do consumo interno. Além disso, também pressionou uma redução de oferta estratégica. No entanto, o nível de preço não encontrou suporte na demanda interna e, por isso, os preços recuam. Uma análise a série temporal de carnes mostra que os meses de novembro e dezembro costumam ser de recuperação de preços (festas de fim de ano + 13º salário).

### **Tabela 1 - Principais Variações de Carnes no Coleta Atacado**

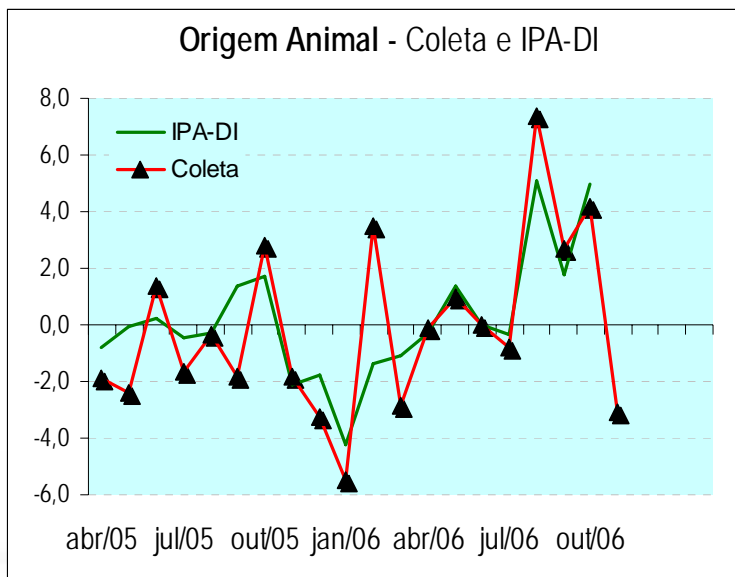
(i) Variação de julho/outubro 2006

Frango: 33%  
 Suíno: 25%  
 Bovino: 22%

(ii) Variação Até dia 6/nov (em relação ao mesmo período do mês anterior)

Frango: -10%  
Suíno: -1,5%  
Bovino: -6%

Gráfico 2 – Coleta Agrícola de Atacado – Origem Animal



# Crédito

## **Frederico Felipe Medeiros**

O volume de operações de crédito do Sistema Financeiro atingiu a marca de R\$ 682,9 bilhões em setembro, revelando um crescimento real de 17,28% contra igual mês do ano anterior (Deflator – IGP-DI). Com relação ao PIB, o crédito continua sinalizando tendência de alta, iniciada em meados do primeiro semestre de 2003, situando-se em 33%, frente aos 29,8% registrados em setembro de 2005, corroborando nossas projeções sobre a relação, que atingirá seu máximo histórico – 37% em fev/95 – no último trimestre do ano que vem. O quadro de desaceleração das taxas de crescimento do crédito a pessoa física deve ainda perdurar por algum tempo dando espaço para a alocação de crédito em atividades produtivas.

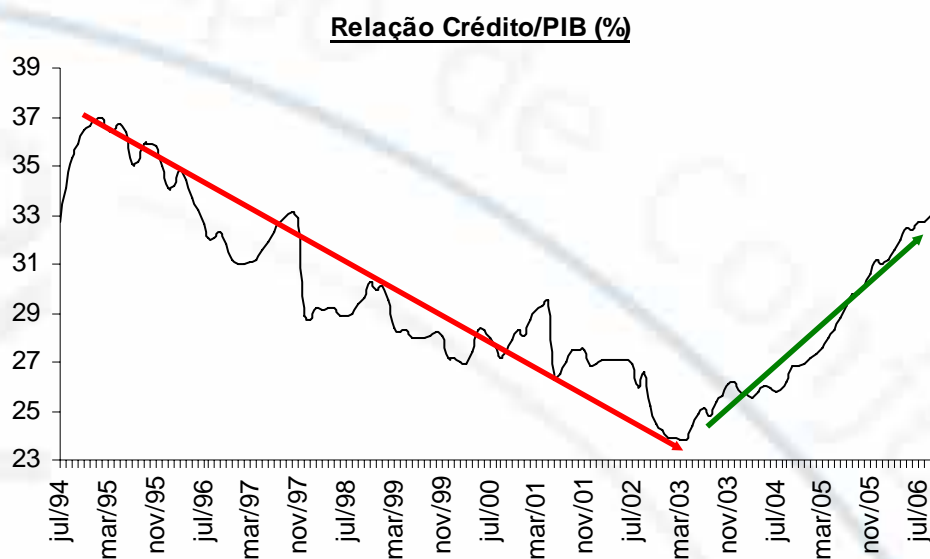
O volume de novas concessões tem crescido de forma persistente, apesar da média móvel trimestral das concessões dessazonalizadas estarem exibindo desaceleração na margem. O prazo médio é outro indicador da carteira de crédito que tem exibido um comportamento favorável. Tanto o crédito à pessoa jurídica como o destinado à pessoa física têm revelado uma melhoria no prazo de suas operações. O prazo médio das operações cresceu 11,82% nos últimos 12 meses (atuais 282 dias corridos). Os indicadores que ainda persistem em não dar sinais de melhoria são as taxas de inadimplência, que ainda seguem demonstrando uma deterioração na carteira de ambos os segmentos de crédito. É natural que a inadimplência se eleve durante um processo de expansão do crédito, mas no médio prazo esperamos que este processo de deterioração tenda a se arrefecer devido: às novas concessões que estão sendo contratadas a juros declinantes, à distensão do prazo médio das operações que permite a diluição dos custos dos empréstimos em várias prestações, ao maior crescimento esperado da economia no próximo ano, a melhoria no rendimento real recebido pelas famílias, a maturação de medidas institucionais no âmbito do mercado de crédito – tais como a regulamentação do crédito positivo, etc.

## **Crédito à Pessoa Jurídica**

Ao longo dos últimos anos o crédito à pessoa jurídica tem exibido tendência ascendente bastante forte. O início deste processo de expansão das operações de crédito à pessoa jurídica se deu logo após a confirmação da continuidade nos rumos da política-econômica market-friendly, por parte dos novos gestores que tomaram posse em 2003. O compromisso com o regime de metas, com o câmbio flutuante e com a austeridade fiscal, fizeram com que expectativas de mercado convergissem para o cenário onde a estabilidade macroeconômica fosse o resultado mais esperado. A melhoria da “precificação” do Brasil via EMBI+ ou outros ratings, dando o aval do mercado financeiro ao novo governo, e a convergência dos cenários, forçaram os gestores do sistema financeiro a saírem de suas cômodas posições carregadas em títulos públicos e deslocarem parte de seus recursos para operações de crédito. O gradual afastamento de

cenários macroeconômicos mais conservadores pré-2003 - onde havia maior preferência por liquidez e concentração de recursos em operações de tesouraria – foi fundamental para que os gestores optassem pela elevada rentabilidade das operações de crédito no Brasil.

De fato, a instabilidade macroeconômica pós-Plano Real e os sucessivos choques de juros, não contribuiu, tanto pelo lado da demanda (o empresariado) quanto pelo lado da oferta (o Sistema Financeiro), para que o volume de crédito à pessoa jurídica se expandisse, o que ocasionou uma baixa e declinante relação Crédito/PIB na economia (vide gráfico). Para o empresariado, dada a extrema volatilidade das taxas de juros e os níveis estratosféricos das mesmas, não era vantajoso tomar crédito bancário no mercado interno, preferindo-se a captação de recursos no mercado externo - para as empresas que podiam utilizar-se de tal forma de financiamento - ou recorrer a outras formas de financiamento – principalmente via lucros retidos. Por parte do Sistema Financeiro, a instabilidade econômica e as elevadas taxas de juros dos títulos levaram ao fortalecimento de posturas defensivas e avessas ao risco, criando um ambiente de elevada preferência por liquidez e canalização de recursos para atividades de tesouraria, prejudicando o financiamento do sistema produtivo e o crescimento econômico. O risco de taxa de juros, dada pela elevada volatilidade das taxas de juros, contribuía de forma acentuada para a cobrança de elevados spreads, o que também desestimulava a demanda por crédito.



Como apontado acima, uma expansão mais consistente do crédito para pessoa jurídica via sistema financeiro, desde jul/94, só se verificou nos últimos quatro anos, alcançando-se o maior nível de crédito à PJ desde o início do plano de estabilização (Vide gráfico a seguir). Além da instabilidade econômica e das sucessivas crises externas, que se refletiram no nível e na volatilidade dos juros, outros fatores também contribuíram para a contínua queda do volume de crédito para pessoa jurídica: o saneamento do sistema financeiro público – necessário por sinal –, que diminuiu o volume de crédito

dos bancos públicos ao setor privado – espaço não preenchido pelos bancos ávidos pela liquidez e rentabilidade das operações de tesouraria -, e a “privatização” do modus operandi da gestão de carteira dos Bancos Públicos remanescentes ao período de privatização, onde cada vez mais a natureza pró-cíclica do sistema bancário privado é caracterizada como o modo de gestão “eficiente” a ser seguido pelos bancos públicos, não desconsiderando, obviamente, fatores de ordem microeconômica como a falta de garantias, morosidade dos processos judiciais, etc., que impedem a expansão do crédito na economia.

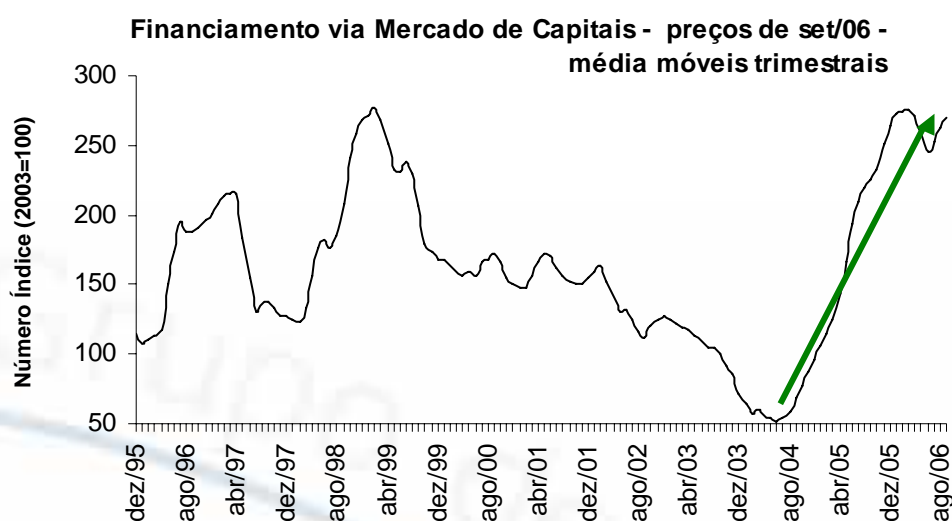


Em setembro de 2006 o crédito do Sistema Financeiro para pessoa jurídica (excluindo-se o Governo) chegava a aproximadamente R\$ 407 bilhões, revelando um crescimento de 15,87% em termos reais frente a igual mês do ano anterior (Deflator – IGP-DI). As atividades que mais expandiram seus créditos bancários neste período foram as ligadas ao setor rural e comercial, com expansão de 16,81% e 16,26%, respectivamente. Apesar de ser a indústria a maior contratante de crédito bancário, (37% do total do crédito à pessoa jurídica) suas operações cresceram abaixo da média do crédito à pessoa jurídica, porém consideráveis 10,21%, com relação a setembro de 2005.

Outro ponto fundamental é que os recursos do BNDES continuam revelando-se como importantes instrumentos de financiamento para pessoa jurídica. Apesar da volatilidade, os desembolsos do BNDES (deflacionados pelo IGP-DI) exibem tendência ascendente desde o início do Plano Real até nossos dias. Contribui com quase um terço de todo o crédito destinado à pessoa jurídica, o que revela a importância da preservação do setor governamental na promoção do desenvolvimento, via manutenção e disposição de fontes de financiamento de caráter não-exclusivamente pró-cíclico (pró-ciclicidade que é característica do sistema financeiro privado). O crédito total do BNDES cresceu 9,1% em termos reais no mês de setembro deste ano, contra igual mês de 2005. Aguardamos que a queda da TJLP efetuada neste segundo semestre, e a esperada queda das taxas de juros no mercado de crédito livre nos próximos meses, além do

crescimento econômico, devam levar à continuidade do processo de expansão do crédito bancário e à expansão das fontes de financiamento ao setor empresarial.

Além do sistema bancário, outra importante fonte de financiamento à pessoa jurídica que teve grande impulso nos últimos anos foi o mercado de capitais<sup>1</sup>. Mudanças microeconômicas no mercado de capitais foram fundamentais insumos para o crescimento desta fonte alternativa de recursos para as empresas, além da maior estabilidade macroeconômica e do relacionamento amistoso do mercado financeiro com o governo empossado em 2003. A expectativa é de que, nos próximos anos, as quedas contínuas dos riscos e spreads dos títulos privados – diminuindo os custos de captação – e a trajetória à condição de país investment grade aumentem os recursos canalizados para o setor empresarial via mercado de capitais.



Em suma, esperamos que o crédito à pessoa jurídica deva continuar sua trajetória ascendente por um bom tempo, o que se deve à melhoria do quadro econômico: expectativas de inflação abaixo da meta para 2007, taxas de juros declinantes, elevação do crescimento econômico em 2007, mercado interno em expansão, maturação das medidas institucionais de fortalecimento ao mercado de crédito estabelecidas pelo Banco Central e Ministério da Fazenda, melhoria das condições de captação de recursos via mercado de capitais, etc.

<sup>1</sup> Emissão primária de ações, notas promissórias, debêntures e FDICs (Fundos Investimento em Direitos Creditórios).

# Política Fiscal

**Margarida Gutierrez**

- A política fiscal: a necessidade de conter o crescimento dos gastos correntes

Os fluxos acumulados em 12 meses encerrados em setembro mostram um superávit primário consolidado (receitas e despesas sem incluir o pagamento de juros) de R\$ 87,5 bilhões (4,28% do PIB), conforme a Tabela 1. O governo central (Tesouro Nacional, Banco Central e INSS) obteve um superávit primário de R\$ 51,7 bilhões (2,53% do PIB), os estados e municípios obtiveram, conjuntamente, um resultado de R\$ 18,3 bilhões (0,90% do PIB), as empresas estatais federais foram responsáveis pela geração de um excedente de R\$ 11,6 bilhões (0,57% do PIB) e as estatais municipais e estaduais, por R\$ 5,9 bilhões (0,28% do PIB).

O pagamento antecipado da primeira parcela do 13º salário aos aposentados e pensionistas no valor de R\$ 5,8 bilhões (0,28% do PIB) fez com que o superávit primário acumulado em 12 meses caísse de 4,45% do PIB para 4,28% do PIB entre agosto e setembro, chegando muito perto da meta fixada para o ano de 4,25% do PIB. Como dentre todas as esferas de setor público, apenas o INSS registrou uma deterioração relevante no resultado primário de setembro (o déficit primário em setembro subiu de 2,03% do PIB nos 12 meses encerrados em agosto para 2,31% do PIB em setembro), na ausência da antecipação, o déficit primário do INSS teria se mantido nos fluxos de 12 meses encerrados em setembro semelhante ao de agosto, ou seja, em 2,03% do PIB. Desta forma, o mau desempenho de setembro será compensado pelo melhor resultado em dezembro. Normalmente, o Tesouro Nacional paga o 13º apenas em dezembro, mas este ano, de eleições, a primeira parcela de 50% foi antecipada.

Considerando os resultados acumulados no ano (até setembro), verificamos que, com exceção das empresas estatais federais, cuja meta de superávit primário para 2006 é de 0,85% do PIB, todas as demais esferas de setor público obtiveram resultados primários acima das respectivas metas (Tabela 2). Assim, para este ano, dificilmente a meta de superávit primário não será cumprida.

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

	R\$ Milhões								%PIB							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 set	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 set
Nominal	56284	39806	42789	61614	79030	47144	63641	71121	5,78	3,66	3,62	4,61	5,22	2,67	3,29	3,48
Juros																
Nominais	87372	77963	86443	114004	145203	128256	157145	158650	8,97	7,18	7,31	8,52	9,59	7,26	8,13	7,76
Primário	-31087	-38157	-43655	-52390	-66173	-81112	-93505	-87530	-3,19	-3,51	-3,69	-3,91	-4,32	-4,59	-4,84	-4,28
1. Governo																
Central	-22672	-20431	-21980	-31920	-38744	-52385	-55741	-51702	-2,33	-1,86	-1,83	-2,37	-2,49	-2,97	-2,88	-2,53
2. Estatais																
Federais	-6406	-10174	-7571	-6319	-9597	-8937	-13179	-11615	-0,66	-0,94	-0,95	-0,47	-0,63	-0,51	-0,68	-0,57
3. Governos																
Regionais	-2105	-6026	-10471	-10633	-13822	-17482	-21323	-18334	-0,21	-0,55	-0,89	-0,79	-0,91	-0,99	-1,10	-0,90
4. Estatais																
Regionais	96	-1526	-3634	-3518	-4010	-2308	-3262	-5878	0,01	-0,14	-0,31	-0,26	-0,26	-0,13	-0,17	-0,28

Fonte: Banco Central

(+) = déficit; (-) = superávit

Tabela 2: Resultado Primário Observado e Metas para as diferentes esferas do Setor Público - 2006

	Janeiro/Setembro		Meta para o ano	
	R\$ Bilhões	% PIB	R\$ Bilhões	% PIB
Governo Central (Fiscal e Seguridade)	49,42	3,24	50,09	2,40
Estatais Federais	9,69	0,64	17,74	0,85
União	59,11	3,88	67,83	3,25
Estados e Municípios (Inclui as Estatais)	21,41	1,40	20,87	1,00
Resultado Primário Consolidado	80,53	5,29	88,70	4,25 (não inclui os Investimentos em PPI de 0,14% do PIB)

Fonte: Ministério do Planejamento/Banco Central

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

A Tabela 3 mostra a evolução das principais receitas e despesas primárias do governo central no período recente, sendo que a previsão para 2006 contempla as modificações introduzidas pelo último Decreto de Reprogramação Financeira (setembro).

As receitas totais acumuladas em 12 meses encerrados em setembro deste ano atingiram o nível recorde de 26,07% do PIB. Apesar de um conjunto de medidas de desoneração fiscal, implementadas desde o ano passado e cujo impacto para este ano representa uma perda estimada de arrecadação de R\$ 9,0 bilhões, o aumento das receitas do governo central deve-se não só à elevação das receitas não tributárias (dividendos, concessões, etc), mas também a um aumento da arrecadação proveniente de tributos e de contribuições, cujo patamar atingiu 18,10% do PIB.

Por outro lado, os gastos primários acumulados em 12 meses também atingiram o recorde de 19,08 % do PIB. No grupo das despesas que mais cresceram em proporção do PIB estão as previdenciárias, pessoal e os gastos sociais com transferências (LOAS/RMV, abono salarial e seguro-desemprego), diretamente vinculadas ao salário mínimo, cujo crescimento real este ano deverá ser de aproximadamente 11,0%.

Para 2006, o continuado aumento das receitas garante o cumprimento da meta de superávit primário. No entanto, trata-se de um ajuste fiscal insustentável no tempo pois, já que tem sido compatível com um aumento expressivo dos gastos correntes como proporção do PIB, exige um aumento contínuo das receitas.

A manutenção desta tendência nos próximos anos coloca duas alternativas de política fiscal: ou a carga tributária como percentual do PIB vai continuar subindo para financiar os gastos crescentes (o que parece pouco provável, até porque a sociedade está cada vez mais resistente a transferir parcela crescente de sua renda para o governo) ou o superávit primário/PIB vai cair, comprometendo a trajetória da Dívida Pública/PIB.

Para 2007, de acordo com o PLO que o Executivo enviou ao Congresso, a previsão para as receitas e despesas primárias do governo central (respectivamente, de 26,24% do PIB e 19,30% do PIB) é de uma certa estabilidade em relação ao estimado para 2006. As hipóteses que deram origem a essas previsões são: uma taxa de crescimento do PIB, em termos reais, de 4,75% em 2007, um reajuste para o salário mínimo de acordo com a inflação (INPC acrescida da variação do PIB per capita), um superávit primário para o setor público consolidado de 4,25% do PIB e a continuidade da atual política de desoneração fiscal (basicamente, de estímulos ao setor produtivo, de cortes de tributos para as famílias, para a cesta básica e para a produção de alimentos e de estímulos à poupança de longo prazo e à micro e pequenas empresas).

Assim, para que a meta de superávit primário em 2007 seja efetivamente alcançada é preciso que se cumpram algumas condições, tanto do lado das receitas como do das despesas.

Para que as receitas alcancem o montante absoluto estimado (R\$ 603,4 bilhões), é preciso que o PIB cresça, de fato, 4,75% em 2007 e, neste caso, o reajuste do salário mínimo, que tem impacto sobre um conjunto importante de despesas não financeiras (tais como, previdência, pessoal, LOAS e seguro-desemprego), terá que ser necessariamente menor que em 2006 porque não haverá espaço para uma correção acima da reposição da inflação dos últimos 12 meses. O reajuste dos servidores públicos também deverá ser pequeno e a política de desoneração fiscal dependerá da evolução das receitas ao longo do ano.

No entanto, se o crescimento da economia for inferior, as dificuldades serão maiores pois mesmo que as receitas, como proporção do PIB, se mantenham no patamar estimado, a meta de superávit primária pode ficar comprometida, já que grande parte das despesas projetadas não depende do crescimento real da economia e que 78,5% das despesas primárias (excluídas as transferências a estados e municípios) são de natureza obrigatória (pagamento de pessoal, despesas previdenciárias, gastos com benefícios da Lei Orgânica de Assistência Social - LOAS/RMV -, etc). Se as receitas para 2007 estiverem, de fato, superestimadas, a alternativa para garantir a meta de superávit primário será cortar as despesas de caráter discricionário que incluem gastos como

Bolsa Família, saúde e educação e que, na prática, não são tão flexíveis assim. Neste caso, os investimentos, estimados em R\$ 17,6 bilhões (0,77% do PIB), seriam a variável de ajuste.

Em ambos os casos, a redução da carga tributária e a retomada dos investimentos públicos dependerá de um corte mais radical dos gastos correntes como proporção do PIB para os próximos anos. O PLDO para 2007 estabelecia que já nesse ano as despesas correntes deveriam ser reduzidas em 0,1 ponto percentual do PIB em relação a 2006, mas esta regra foi eliminada no PLO para 2007.

Tabela3: Evolução das Principais Receitas e Despesas Primárias  
 Governo Central (TN, BC e INSS)  
 Fixo em 12 meses

	2001	2002	2003	2004	2005	Set/06/ out/05	2006 (Decreto de set/06)	2007 (PLO)
I. Receitas Primárias								
Brutas	22,56	23,78	22,92	23,75	25,21	26,07	26,34	26,24
I.1 Receitas do Tesouro	17,31	18,47	17,67	18,37	19,54	20,2	n.d.	n.d.
1.1.1 Receita Bruta	17,84	19,11	18,48	19,15	20,25	20,77	n.d.	n.d.
1.1.1.1 Impostos e Contribuições	15,54	17,02	16,41	17,08	17,97	18,1	n.d.	n.d.
1.1.1.2 Demais	2,3	2,09	2,06	2,08	2,29	2,68	n.d.	n.d.
1.1.1.3. (-)								
Restituições/Incentivos Fiscais	0,53	0,65	0,81	0,78	0,72	0,57	n.d.	n.d.
I.2 Receitas da Previdência Social	5,21	5,28	5,19	5,31	5,6	5,36	5,93	5,87
I.3 Receitas do BC	0,03	0,03	0,06	0,07	0,07	0,07	n.d.	n.d.
II. Transferências a Estados e Municípios	3,84	4,17	3,87	3,82	4,33	4,47	4,6	4,69
III. Receita Líquida (I - II)	18,72	19,61	19,05	19,93	20,87	21,6	21,74	21,55
IV. Despesas Primárias	16,91	17,25	16,52	17,13	18,15	19,08	19,48	19,3
IV.1 Pessoal e Encargos	5,21	5,28	4,87	4,74	4,76	4,9	5,11	5,13
IV.2 Pagamentos Previdenciários	6,28	6,54	6,88	7,12	7,54	8,11	7,92	7,89
INSS								
V. Demais despesas primárias	5,42	5,43	4,77	5,27	5,85	6,07	6,45	6,28
VI. Resultado Primário Governo Central (III - IV)	1,81	2,36	2,52	2,79	2,73	2,51	2,4	2,45
VII. Ajuste Metodológico	0	0	0	0,12	0,12	0,13	n.d.	n.d.
VIII. Discrepância Estatística	0,02	0,02	-0,04	0,05	0,03	n.d.	n.d.	n.d.
IX. Resultado Primário Governo Central	1,83	2,37	2,49	2,97	2,88	n.d.	2,40 (exclui os Investimentos do PPI no valor de 0,14% do PIB)	2,45 (exclui os Investimentos do PPI no valor de 0,20% do PIB)

Fonte: STN/Ministério da Fazenda/Planejamento

- A Dívida Pública Líquida

Ao longo dos 3 últimos anos, o Tesouro Nacional conseguiu promover mudanças importantes no perfil do endividamento público, aumentando a participação da dívida

em títulos pré fixados e vinculados a índices de preços e tornando o setor público um credor cambial.

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

Considerando apenas a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna, o Tesouro Nacional é credor em câmbio em uma proporção correspondente a 1,2% da sua dívida, enquanto que em dezembro de 2002, havia uma dívida que representava 33,6% da dívida do Tesouro (Tabela 4).

Se considerarmos a dívida do setor público como um todo (União, estados/municípios e empresas estatais) e descontarmos os respectivos créditos, a dívida cambial foi zerada em junho, tendo o setor público se tornado, em termos líquidos, um credor externo (Tabela 5).

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

Mas, a contraface da redução da dívida cambial foi o aumento da parcela da dívida indexada à taxa Selic, que representava 41,9% da dívida mobiliária federal interna em dezembro de 2002, e passou para 52,1% em dezembro de 2005. Somente ao longo deste ano essa dívida tem sido reduzida, alcançando 41,9% em setembro de 2006. A dívida selicada, ainda bastante alta, cria 2 tipos de constrangimento à política econômica: um, de natureza fiscal na medida em que vincula diretamente o resultado nominal (medida de déficit público que inclui o pagamento de juros) às decisões de política monetária (quando a taxa Selic sobe, o resultado nominal piora e a Dívida Pública/PIB se eleva); o outro se refere à perda de eficácia da política monetária pois, ao remunerar parcela importante de sua dívida à taxa Selic, o Tesouro Nacional estará gerando um efeito-renda em direção oposta a uma decisão de política monetária.

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

Tabela 4: Indicadores do Perfil da Dívida Pública (%)  
Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna

	Curto Prazo (vencimento menor que um ano)	Correção Cambial	Corrigida pela SELIC	Pré- fixada
dez/02	41,1	33,6	41,9	1,9
dez/03	35,3	20,5	46,5	11,6
dez/04	46,2	9,3	49,5	19
dez/05	41,6	1,1	52,1	27,2
set/06	39,9	-1,2	41,9	30,7

Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional

Tabela 5: Composição da Dívida Líquida do Setor Público

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/05	set/06
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	57,2	51,5	50,1
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	95,3	103,4
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	0,6	0,1
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61	72,9	94,7	99,9
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	4,7	-3,4
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	45,6	39	27,1	5,3	-3,4

Fonte: Banco Central



# Setor Externo

## Cecília Hoff

Os dados referentes à balança comercial de outubro mostram uma acomodação do valor exportado em relação aos dois meses anteriores. Em médias diárias (ajustadas sazonalmente), as exportações têm se mantido em torno de US\$ 600,0 milhões, o que equivale a um resultado mensal de cerca de US\$ 12,0 bilhões e anual de cerca de US\$ 144,0 bilhões. Como o resultado acumulado nos doze meses encerrados em outubro é de US\$ 135,0 bilhões (tabela 1), nota-se que se o nível médio diário de vendas externas for mantido é bastante provável que as exportações acumulem em 2006 um valor pouco superior a US\$ 136,0 bilhões. As importações, por seu turno, mostram uma tendência consistente de crescimento. Em doze meses, acumulam cerca de US\$ 88,0 bilhões, estão crescendo num ritmo anualizado de cerca de 40% na margem (trimestre encerrado em outubro em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal), e atualmente encontram-se num nível anualizado de cerca de US\$ 95,0 bilhões.

**Tabela 1: Saldo Comercial Acumulado em 12 meses (US\$ Bilhões)**

	Exportações	var.%( <sup>2</sup> )	Importações	var.%( <sup>2</sup> )	Saldo
dez/06	118,3	22,6	73,5	17,0	44,8
mar/06	123,4	21,4	77,4	18,0	46,0
jun/06	125,5	17,5	80,8	18,0	44,7
set/06	132,3	17,2	86,0	20,1	46,3
out/06 <sup>(1)</sup>	135,0	18,4	88,4	22,7	46,6
<b>dez/06<sup>P</sup></b>	<b>136,0</b>	<b>15,0</b>	<b>91,0</b>	<b>23,7</b>	<b>45,0</b>
<b>dez/07<sup>P</sup></b>	<b>147,0</b>	<b>8,0</b>	<b>110,0</b>	<b>20,9</b>	<b>37,0</b>

<sup>(1)</sup> Até a 4ª semana

<sup>(2)</sup> Em relação ao mesmo período do ano anterior

<sup>P</sup> Projeção

Fonte: MDIC/Secex.

O desempenho projetado para 2007 (tabela 1) ainda é bastante positivo se considerarmos o nível alcançado pelas exportações, mas depende crucialmente dos eventos no cenário externo. Isto é, na medida que o resultado em valor das exportações tem se mostrado cada vez mais dependente da evolução dos preços no mercado internacional (seja nos produtos em que exportadores nacionais são tomadores de preços, seja nos que são formadores), num cenário de desaceleração mais forte da economia mundial estes preços tenderiam a cair. Nossa projeção para as exportações está em linha com a expectativa do FMI para o crescimento da economia mundial no ano que vem (4,9%), e, portanto, admite uma acomodação dos preços no nível atual. De todo modo, não se descarta a possibilidade de um cenário alternativo, no qual haveria uma queda de preços e as exportações ficariam num nível mais baixo, provavelmente em simultâneo a uma depreciação mais rápida da taxa de câmbio.

A tabela 2 mostra as taxas de crescimento das exportações totais e por fator agregado, em valor e quantum. Há uma tendência geral de desaceleração das taxas de crescimento, que fica ainda mais clara quando se analisa o desempenho em quantum. De fato, no acumulado do ano até setembro, o desempenho das exportações em quantum nas três classes de produto é pífio se comparado ao desempenho em valor. Ademais, na margem (semestre encerrado em setembro em relação ao semestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal) as exportações de básicos e manufaturados apresentam queda. Isto deixa claro que o crescimento recente das vendas externas é bastante frágil. Nos casos em que os exportadores são tomadores de preços, uma eventual queda dos mesmos 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.

**Tabela 2: Taxas de Crescimento das Exportações em valor e quantum (var %)**

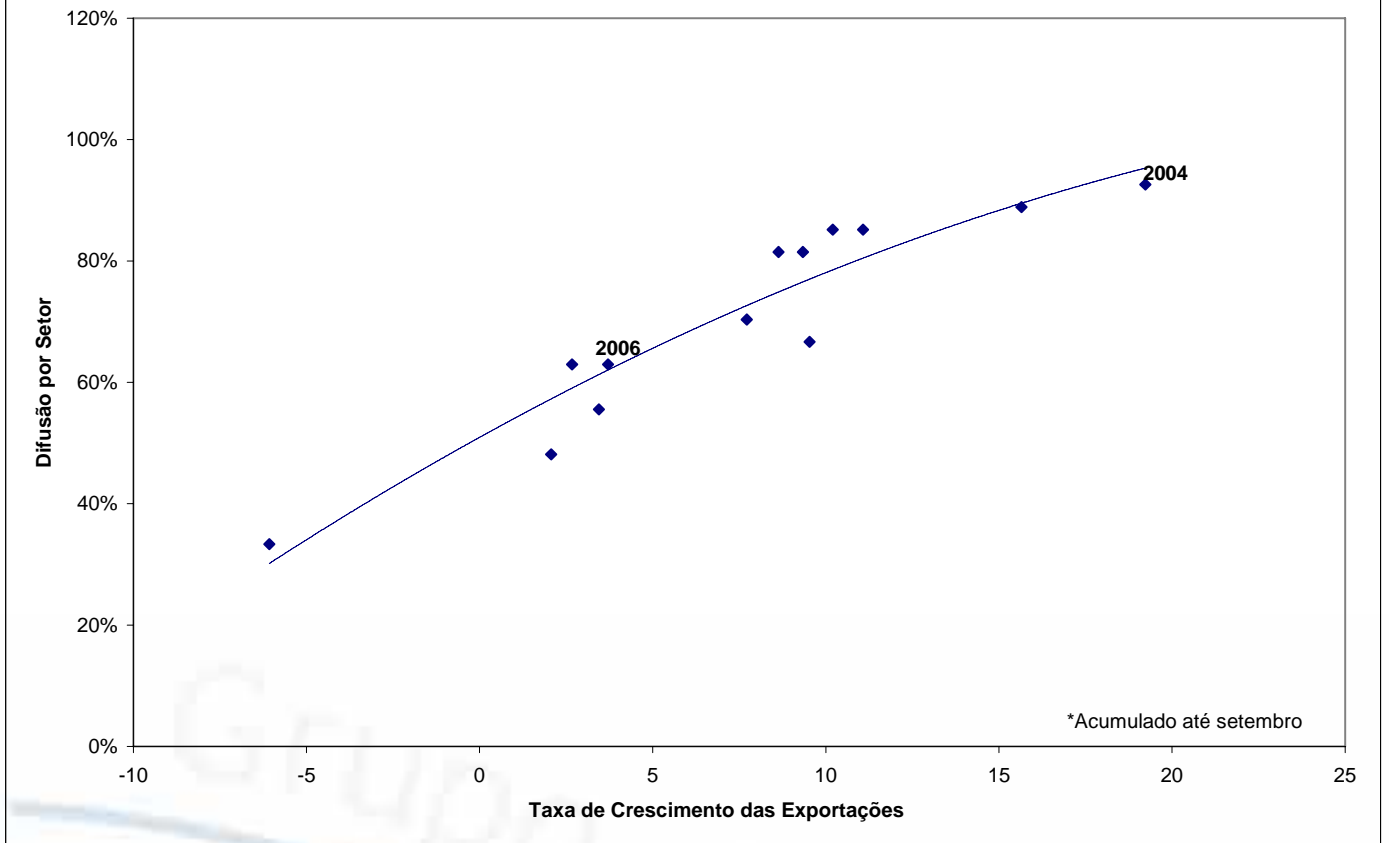
		Acumulado em 12 meses (set/06)	Acumulado do Ano (set/06)	Último Semestre <sup>(1)</sup>
Total	valor	17,2	16,1	10,5
	quantum	4,1	3,7	-1,3
Básicos	valor	21,1	16,7	-4,5
	quantum	6,2	4,8	-6,5
Semi	valor	19,1	19,7	32,7
	quantum	5,7	3,6	1,3
Manuf	valor	14,4	14,9	10,7
	quantum	3,1	3,6	-1,2

<sup>(1)</sup> Variação anualizada do semestre encerrado em setembro em relação ao semestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal.

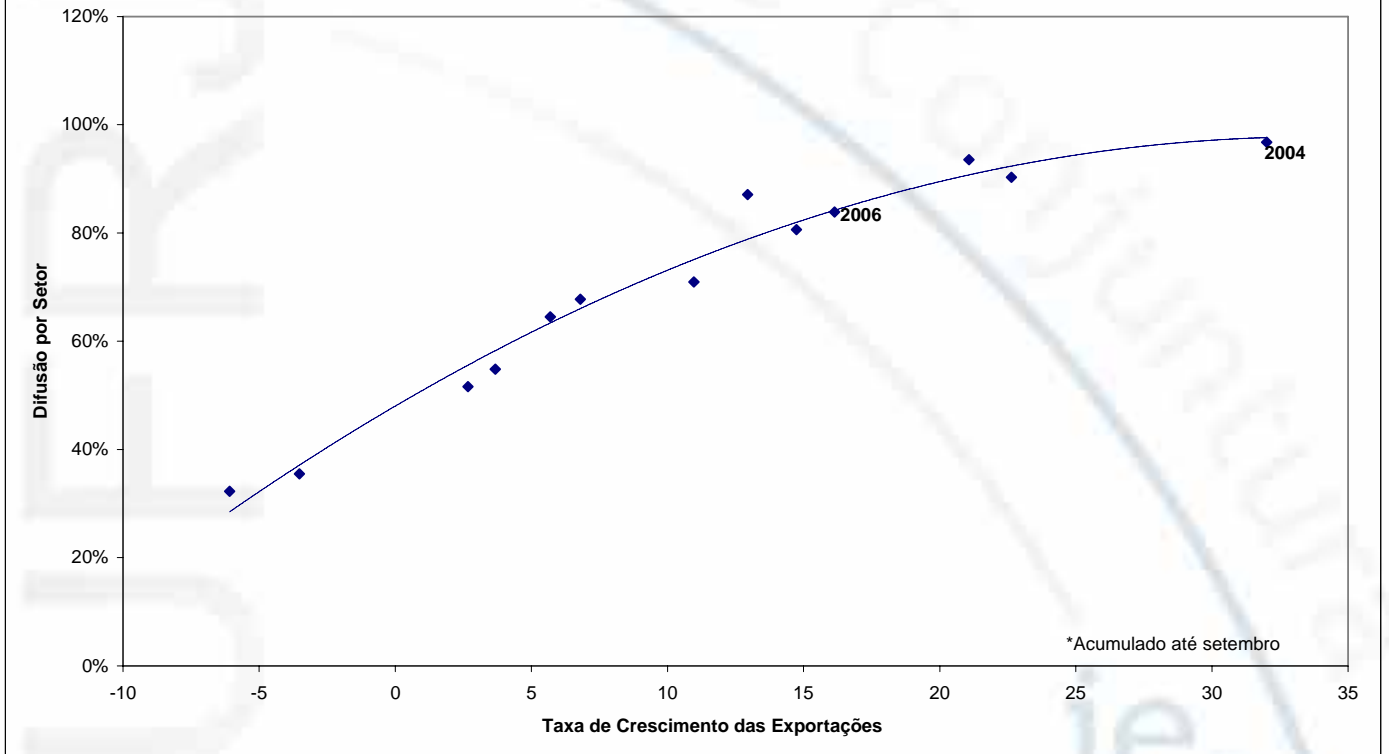
Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Outra indicação de fragilidade do resultado das exportações é a redução dos setores com expansão positiva. Os gráficos 1 e 2 abaixo mostram as taxas de crescimento das exportações em valor e quantum, respectivamente, e o percentual de setores com taxa de crescimento positiva. Como é esperado para uma pauta de exportações diversificada, a curva apresenta uma relação positiva, ou seja, quanto maior o crescimento das exportações, maior é o percentual de setores com crescimento. Vale notar, neste caso, que 2004 apresenta um resultado muito consistente, de crescimento elevado das exportações em quantum e preço, e presente na maioria dos setores (mais de 90% dos setores apresentaram expansão positiva). Percebe-se, por outro lado, que em 2006 houve uma redução acentuada dos setores com expansão positiva em quantum (para cerca de 60%), que não ocorreu de forma tão acentuada no resultado em valor. A rigor, isto é mais uma forma de mostrar que o crescimento de muitos setores está se sustentando somente nos preços.

**Gráfico 1: Taxa de Crescimento das Exportações em Quantum e Difusão do Crescimento por Setor de Atividade (1994-2006\*)**



**Gráfico 2: Taxa de Crescimento das Exportações em Valor e Difusão do Crescimento por Setor de Atividade (1994-2006\*)**



Vale notar, a respeito dos gráficos acima, que a concentração do crescimento está ocorrendo vis-à-vis uma desaceleração também forte das exportações como um todo, o que implica que 2006 ainda é um ponto dentro da curva. Embora alguns setores consigam compensar a apreciação cambial com aumentos nos preços, seu dinamismo ainda não é suficiente para manter uma taxa de crescimento elevada para as exportações como um todo. Ou seja, as exportações ainda são bastante diversificadas e, aparentemente, só podem ser dinamizadas com o estímulo de um fator comum a todas: a taxa de câmbio.

A tabela 3 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 nos preços (que estão crescendo num ritmo anualizado de cerca de 8%), a aceleração das compras externas pode ser quase que exclusivamente atribuída ao crescimento do volume importado. Este movimento pode ser observado em quase todas as categorias de uso (as compras de bens de capital são exceção, pois já tiveram uma forte aceleração no primeiro semestre do ano, quando as compras das demais categorias apresentavam um crescimento baixo, e agora mostram uma tendência de acomodação), com destaque para a forte expansão das importações de bens de consumo duráveis e de bens intermediários no semestre encerrado em setembro em relação ao semestre imediatamente anterior (tabela 3).

**Tabela 3: Taxas de Crescimento das Importações em valor e preço (Var%)**

		Acumulado em 12 meses (set/06)	Acumulado do Ano (set/06)	Último Semestre <sup>(1)</sup>
Total	valor	20,1	23,2	24,7
	preço	8,0	7,6	8,6
Intermediários	valor	14,4	17,6	25,2
	preço	4,0	3,6	4,9
Bens de Capital	valor	22,6	23,1	16,9
	preço	-0,5	-2,1	-0,2
BCD	valor	51,5	55,7	69,1
	preço	4,0	4,6	6,2
BCND	valor	28,8	29,5	26,4
	preço	14,3	15,4	10,8

<sup>(1)</sup> Variação anualizada do semestre encerrado em setembro em relação ao semestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal.

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Em suma, os resultados do comércio exterior sugerem que o saldo ainda deve permanecer elevado este ano, podendo sofrer uma redução relativamente acentuada no ano que vem. De todo modo, se o cenário internacional permanecer favorável (isto é, na ausência de queda acentuada nos preços), esta redução estaria mais associada ao crescimento das importações do que a uma queda das exportações, o que implica um fluxo de moeda estrangeira ainda elevado e tende a manter alta a liquidez no mercado de câmbio. Por outro lado, estando cada vez mais distante a possibilidade de novos aumentos da taxa de juros americana, e dado que a inflação doméstica está confortavelmente sob controle, torna-se bastante provável que a taxa de juros doméstica continue sendo reduzida sem maiores sobressaltos. A combinação de juros em queda constante e progressiva e saldo comercial com lenta redução tende a provocar uma depreciação suave da taxa de câmbio, podendo, inclusive, interromper o processo de degeneração do saldo comercial. Ou seja, na ausência de choques, as perspectivas para 2007 são bastante favoráveis.