

Economia & Conjuntura

Apresentação

O Panorama Geral mostra, a partir da experiência da economia brasileira dos últimos anos, que as taxas de crescimento do PIB, e em especial as da indústria, têm sido sempre elevadas em períodos de inflação convergindo para a meta definida e taxas de juros gradualmente declinantes, ainda que elevadas. Assim, no período que vai de agora até o final do próximo ano – período em que a economia ainda não deverá esbarrar em restrições de oferta muito relevantes e os requisitos de inflação controlada e de taxa de juros em queda forem atendidos – parece perfeitamente possível que se tenha um crescimento na margem do PIB trimestral entre 4 e 5% ao ano em média. Mas, para que a economia cresça de forma sustentada nos próximos anos e a uma taxa elevada (em torno de 5% ao ano) parece indispensável que a política econômica consiga vencer os desafios de criar condições para reduzir substancialmente a taxa de juros sem elevação da inflação e viabilizar um aumento significativo da taxa de investimento.

A seção Indústria aponta que os indicadores de nível de atividade para o terceiro trimestre devem ter uma taxa de expansão muito discreta, não repetindo o ritmo do segundo trimestre, caracterizando uma fase de redução dos níveis de estoque e um relativo adiamento nas decisões de empresas e consumidores. Mas, para o último trimestre do ano, por efeito da redução da inflação, do início de uma fase de redução dos juros básicos e de uma contínua melhora nos indicadores de mercado de trabalho, é de se esperar um avanço mais significativo frente ao trimestre anterior.

Na seção Investimento ressalta que a taxa de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo do segundo trimestre removeu qualquer dúvida que ainda pudesse pairar sobre a retomada dos investimentos na economia. A incerteza agora se desloca quanto ao ritmo desse crescimento. Na análise realizada conclui-se que a taxa de investimento deste ano se manterá praticamente estável em relação ao ano passado.

Em relação ao Crédito, o destaque em julho foi para os empréstimos à produção de novos imóveis. A julgar pelo comportamento do crédito imobiliário com recursos das contas de poupança e pelo potencial de expansão dos empréstimos com recursos livres, o bom desempenho da construção civil deve continuar.

A seção inflação centra a atenção em 2006, projetando uma inflação de 4,8% no IPCA. O desvio entre nossa projeção e a meta em 2006 advém principalmente dos preços comercializáveis. Por isso, para que a inflação não se desvie em demasia da meta central, a taxa de câmbio não pode sofrer movimentos abruptos (ou demasiada volatilidade) no ano que vem.

A seção Política Fiscal observa que a meta de 4,25% do PIB para 2005 provavelmente implicará em um aumento substancial dos gastos como proporção do PIB daqui até o final do ano. Se isto de fato ocorrer, novamente estaremos repetindo o padrão dos anos anteriores em que o ajuste fiscal será compatível com aumento dos gastos e das receitas.

Na seção Setor Externo levanta-se a pergunta de se a estagnação das exportações pode ser entendida como reflexo, ainda que tardio, da apreciação cambial? Na resposta destaca-se que no caso das exportações de manufaturados a estagnação recente pode ser explicada por dois fatores: uma desaceleração na margem do crescimento do

comércio mundial e uma taxa de câmbio que não permite obter um crescimento das exportações brasileiras acima da demanda mundial. Isso não impede um bom desempenho das exportações no final de 2005, embora esconda uma mudança na sua dinâmica.

Na seção Coppead, um breve artigo apresenta rankings de práticas de governança corporativa para as empresas mais líquidas na Bovespa no ano de 2002. Os rankings foram realizados a partir da aplicação de um questionário que procura medir a qualidade destas práticas por meio de informações públicas.

Antonio Luis Licha – Coordenador do Grupo de Conjuntura do IE-UFRJ



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



Equipe do Grupo de Conjuntura

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

Editor Responsável

Antonio Luis Licha – lica@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

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

Colaboradores

- Ana Cristina Pereira das Neves – acpneves@yahoo.com.br
- 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

- Maria Cecília Araújo
- Rebeca Pio
- Taiana Catharino do Carmo

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	14
Nível de Atividade Industrial	15
Investimento	19
Inflação	23
Crédito	27
Política Fiscal	30
Setor Externo	35
Seção COPPEAD	40

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

O desempenho recente da economia brasileira continua mostrando resultados, de modo geral, muito positivos. E pelos indicadores da tabela 1 - risco-País, taxa de câmbio e taxas de juros longas (swap pré X DI de 1 ano) – fica evidente que a crise política não tem afetado de modo relevante a economia. Ao lado da continuidade de resultados animadores em relação à inflação, balança comercial e superávit fiscal primário, o destaque nas últimas semanas foi o bom desempenho do PIB no segundo trimestre de 2004 (crescimento de 1,4% em relação ao trimestre anterior). Mas o dado mais recente da produção industrial – queda de 2,5% em julho relativamente ao mês anterior – foi decepcionante, gerando dúvidas sobre o estado atual da atividade econômica e sua evolução no futuro próximo. O desempenho recente do PIB e da indústria geral e as perspectivas de crescimento nos próximos trimestres, no contexto atual de inflação convergindo para as metas definidas e queda esperada da taxa Selic ao longo dos próximos meses, são examinados a seguir.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança						Indicadores do Cenário Externo	
	Risco Brasil (a) ⁽¹⁾	Risco dos Emergentes (b) ⁽¹⁾	(a)/(b) (%)	Taxa de Câmbio Nominal	Swap de 1ano PróxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante ⁽³⁾	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
17/mai/05 ⁽²⁾	454	397	14,36	2,48	18,84	12,69	4,12	49,34
14/jun/05 ⁽²⁾	417	316	31,96	2,44	18,24	12,49	4,11	53,73
19/7/2005 ⁽²⁾	407	293	38,91	2,34	18,06	11,73	4,18	57,36
16/8/2005 ⁽²⁾	402	287	39,72	2,34	18,00	11,95	4,21	65,41
13/set/05 ⁽²⁾	391	272	43,75	2,33	17,85	12,48	4,13	61,61
19/set/05	364	259	40,54	2,29	18,02	12,61	4,25	65,61

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

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

Depois de dois trimestres consecutivos de crescimento modesto (em relação aos trimestres imediatamente anteriores), o PIB apresentou, no segundo trimestre de 2005, uma taxa de crescimento expressiva, de 1,4%. Com este resultado, melhor do que o esperado pela maioria dos analistas, as projeções para o desempenho do PIB neste ano voltaram a ser revistas para cima. E o ciclo atual de recuperação da economia, iniciado no terceiro trimestre de 2003, chegou ao oitavo trimestre consecutivo de expansão do PIB. Trata-se de um resultado apreciável, quando se leva em conta que esta é apenas a segunda vez, desde o início de 1999, que a economia cresce, de forma contínua, por um período desta magnitude. Mas qual o fôlego deste crescimento e a que ritmo a economia

poderá se expandir nos próximos trimestres? Será que, como muitos colocam, mantida a política econômica atual - sobretudo a política monetária de juros altos para cumprir a meta de inflação definida -, o desempenho do PIB no restante de 2005 e em 2006 será necessariamente medíocre? Ou, desde que a inflação permaneça sob controle - o que supõe, entre outras coisas, que não haja uma maxidesvalorização cambial neste período - e a taxa de juros recue gradualmente, a economia brasileira poderá ter um bom desempenho até o final de 2006, mesmo com os juros ainda sendo mantidos em nível muito elevado?

Para examinar esta questão, convém destacar, antes de mais nada, alguns aspectos gerais da evolução da atividade econômica desde 1999, quando o regime de política econômica atual - baseado no tripé câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário elevado - foi adotado. O gráfico 1 e a tabela 2 abaixo servem a este propósito. O gráfico 1 mostra a trajetória nos últimos anos, com base em dados bimestrais dessazonalizados, do PIB e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF). A tabela 2 apresenta as taxas de crescimento do PIB, da Formação Bruta de Capital Fixo e da indústria geral nos dois ciclos mais longos de crescimento de 1999 para cá.

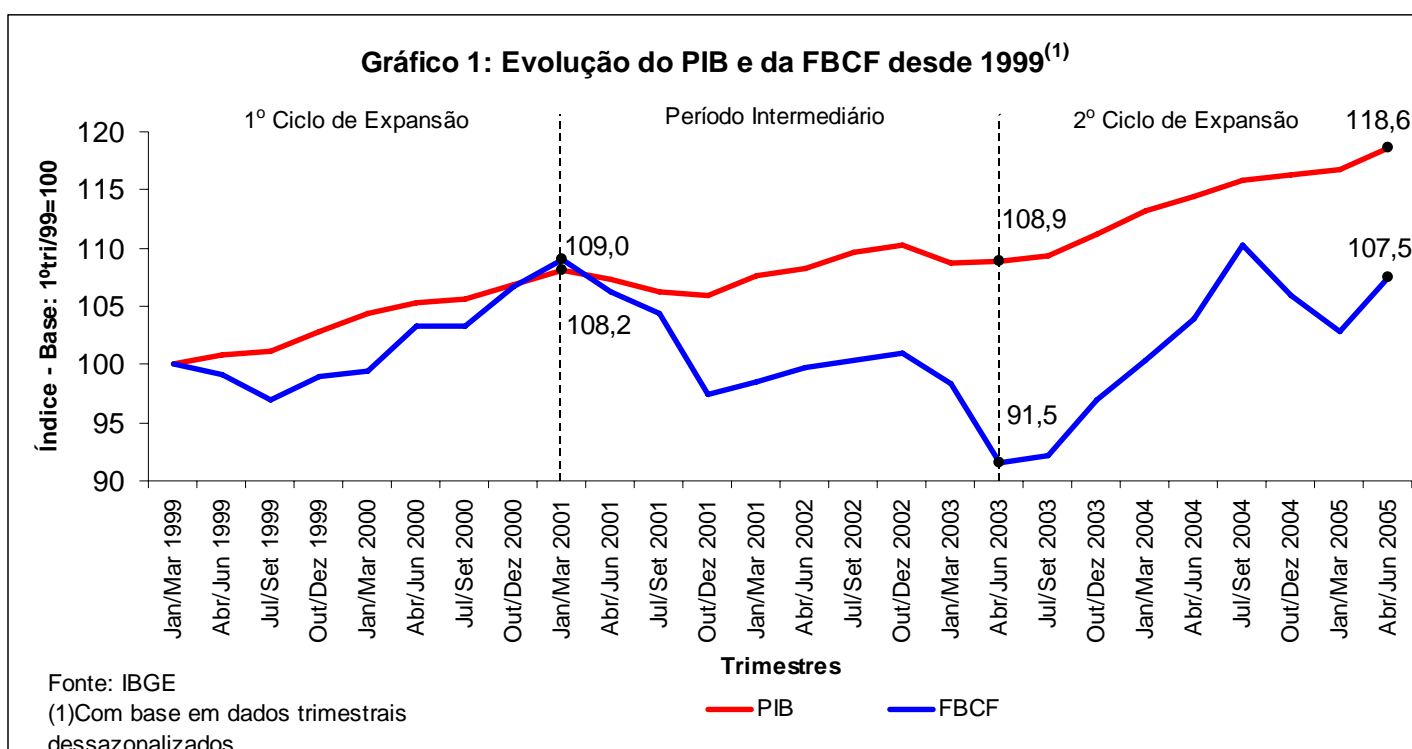


Tabela 2: Taxas de Crescimento do PIB e da Indústria Geral em 8 Trimestres Consecutivos nas retomadas 99/01 e 03/...

	Var % entre 1º Trimestre de 99 e o 1º Trimestre de 2001			Var % entre o 2º Trimestre de 2003 e 2º Trimestre de 2005		
	Var % Média Anual nos 8 Trimestres	Var % nos 4 Trimestres Iniciais	Var % nos 4 Trimestres Seguintes	Var % Média Anual nos 8 Trimestres	Var % nos 4 Trimestres Iniciais	Var % nos 4 Trimestres Seguintes
I) PIB	4,6	5,3	3,9	4,5	4,5	3,9
FBCF	5,0	-0,1	10,3	8,6	8,6	4,0
II) Indústria Geral	7,7	8,0	7,5	8,0	8,0	6,1

Fonte: IBGE

Como se percebe no gráfico 1, a evolução do PIB do início de 1999 até agora pode ser subdividida em 3 períodos: dois períodos de firme expansão da atividade econômica, o primeiro indo do primeiro trimestre de 1999 até o primeiro trimestre de 2001 (duração de 9 trimestres), o segundo iniciando-se no terceiro trimestre de 2003 e ainda em curso; um período intermediário, marcado pela alternância entre recessão (do segundo ao quarto trimestre de 2001), expansão (do primeiro ao quarto trimestre de 2002) e nova recessão (primeiro e segundo trimestres de 2003), no qual o crescimento do PIB trimestral ponta a ponta (do primeiro trimestre de 2001 ao segundo trimestre de 2003) foi praticamente nulo.

Portanto, da mudança do regime cambial no início de 1999 até hoje, o crescimento só foi, de fato, interrompido entre o primeiro trimestre de 2001 e o segundo trimestre de 2003. Neste período, fatores diversos – como o contágio da crise argentina e a crise energética em 2001, e a grave crise de confiança que atingiu a economia brasileira durante as eleições de 2002 – acabaram tendo, em diferentes momentos, forte impacto sobre o risco-País, a taxa de câmbio e a taxa de juros. E, por duas vezes, a economia entrou em recessão: em 2001, pela combinação entre restrição da oferta de energia e elevação da taxa de juros; no primeiro semestre de 2003, em decorrência do forte aumento da inflação e da taxa de juros (iniciado em 2002 por conta da disparada do dólar e do risco-País proveniente das incertezas geradas pela eleição presidencial).

Excluindo-se este período turbulento, iniciado no segundo trimestre de 2002 e que se estendeu até o segundo trimestre de 2003 (que durou, portanto, nove trimestres), a economia brasileira vem mostrando, desde o início de 1999, uma tendência nítida de expansão e a um ritmo razoavelmente vigoroso. Como evidencia a tabela 2, tanto no ciclo de crescimento iniciado no primeiro trimestre de 1999, quanto no atual (que começou no terceiro trimestre de 2003), as taxas de crescimento em oito trimestres consecutivos ficaram em torno de 4,5% ao ano para o PIB e próximas de 8% ao ano no caso da indústria geral. Parte deste desempenho positivo decorreu do crescimento mais elevado nos quatro trimestres iniciais dos dois ciclos de expansão, quando a economia se beneficiou da capacidade ociosa gerada nas recessões que os precederam. Mas mesmo nos quatro trimestres seguintes dos dois ciclos (do quinto ao oitavo trimestre após o início da recuperação), as taxas de crescimento do PIB e da indústria geral não foram nada desprezíveis: o PIB cresceu perto de 4% nos dois casos, e a indústria geral 7,5% no ciclo 99/01 e 6,1% no ciclo atual.

Outro aspecto a ressaltar na tabela 2 é o comportamento da FBCF nos dois ciclos de recuperação ali destacados. Em ambos, mas sobretudo no ciclo atual, o investimento cresceu mais do que o PIB, mostrando uma resposta positiva desta variável-chave para o crescimento sustentado em fases de recuperação da economia. Contudo, a FBCF tem sido o componente de demanda do PIB com pior desempenho nos períodos de recessão. Mesmo com um bom desempenho nas fases de retomada do crescimento, a expansão do investimento nos últimos anos foi bem inferior à do PIB. Como mostra o gráfico 1, enquanto, pela série dessazonalizada do PIB trimestral, o PIB cresceu 18,5% entre o primeiro trimestre de 1999 e o segundo trimestre de 2005, no mesmo período o crescimento da FBCF foi de apenas 7,6%. A taxa de investimento em % do PIB ainda baixa (atualmente em torno de 20% a preços correntes) não deverá ser uma restrição importante para um bom desempenho da economia até o final de 2006. Mas daqui para frente criar condições para um aumento significativo da taxa de investimento será um

desafio crucial para a política econômica. Sem isto, provavelmente o PIB não poderá crescer de forma sustentada a taxas elevadas (entre 4,5 e 5% aa) a partir de 2007.

O que se pode depreender, então, do comportamento do PIB nos últimos anos? Que, em condições de “normalidade” – taxa de câmbio bem comportada (sem risco percebido de uma desvalorização cambial mais forte no futuro próximo), inflação sob controle e, em decorrência, perspectiva de queda gradual da taxa de juros – a economia brasileira tende a crescer a um bom ritmo, a despeito das altas taxas de juros sempre praticadas. Foi o que aconteceu entre o início de 1999 e de 2001 e vem ocorrendo desde meados de 2003.

No ciclo atual de recuperação houve, inclusive, uma situação peculiar. Pela primeira vez, desde 1995, ocorreu uma reversão da trajetória de redução da taxa Selic – esta taxa subiu, a partir de setembro de 2004, de 16% para 19,75%, e somente agora o processo de queda dos juros básicos foi retomado – sem que isto inviabilizasse a continuidade do crescimento. Como o aumento da taxa Selic no ciclo atual de crescimento não veio associado, como das outras vezes, a uma crise de confiança (disparada do risco-País, da taxa de câmbio e dos juros longos) que representasse uma ruptura com o quadro de normalidade em que a economia vinha evoluindo, a percepção geral foi de que desta feita o aumento da Selic seria apenas um ajuste transitório para controle da inflação. E com isto as expectativas de manutenção do crescimento não foram alteradas.

É verdade que em boa medida por conta do aumento da taxa de juros a atividade econômica teve um comportamento desfavorável no quarto trimestre de 2004 e primeiro trimestre de 2005: o crescimento do PIB nestes trimestres foi bem modesto, o investimento (variável muito sensível à trajetória da taxa de juros) sofreu uma queda acentuada, e a produção industrial permaneceu virtualmente estagnada neste período. Mas estes resultados não devem ser atribuídos exclusivamente à alta da taxa de juros. Como o exame dos ciclos anteriores de recuperação (de 1995 para cá) deixa claro, mesmo sem reversão na trajetória de queda da taxa de juros – que nestas retomadas não ocorreu – o crescimento nunca é linear e interrupções transitórias da expansão da economia não são incomuns. Assim, é razoável admitir que a perda do dinamismo da economia no final do ano passado e início deste ano tenha sido em parte uma acomodação natural da atividade econômica, e não apenas efeito do aumento da taxa de juros. Note-se, por exemplo, em apoio a esta hipótese que, no ciclo de crescimento 99/01, em alguns momentos, como no segundo e terceiro trimestres de 2000, a taxa de crescimento acumulada no bimestre foi de apenas 1%, semelhante ao 1,1% de expansão acumulada no quarto trimestre de 2004 e primeiro trimestre de 2005. De qualquer forma, o nível de atividade tem sido sempre muito sensível à trajetória da taxa de juros, e é de se esperar que com a queda da taxa Selic ao longo dos próximos meses a atividade econômica ganhe um novo impulso.

Apesar das condições atuais da economia brasileira serem favoráveis à continuidade do crescimento, a produção industrial sofreu uma queda forte (e bem acima do esperado) em julho, que levanta dúvidas sobre o estado atual da atividade econômica e sua evolução no futuro próximo. De acordo com a tabela 3, a produção industrial recuou 2,5% em julho relativamente ao mês anterior, e esta queda ocorreu em todas as categorias de uso, em particular nos segmentos de bens de capital (-7,6%) e de bens de consumo duráveis (-5,9%). O desempenho de julho representa um ponto fora da curva ou sinaliza uma interrupção mais duradoura do crescimento?

Tabela 3 : Produção Industrial

	Índices Dessazonalizados				Variação %		
	Base: 4ºtri/04=100				jul/jun	Acum Ano (jul/05)	Em 12 meses (jul/05)
	Média Móvel Trimestral			Média			
	mai/05	jun/05	jul/05	jun-jul/05			
I) Indústria Geral	100,7	101,8	102,0	102,3	-2,5	4,3	5,8
Bens de Capital	98,9	101,0	101,4	101,6	-7,6	2,6	6,7
Bens Intermediários	99,3	100,5	100,6	100,7	-1,9	1,8	4,2
Bens de Consumo	103,1	104,1	104,5	104,8	-1,7	8,2	8,0
Bens de Consumo Duráveis	108,7	113,5	115,9	118,1	-5,9	16,2	17,4
Bens de Consumo Não-Duráveis	102,0	102,4	102,5	102,6	-0,8	6,1	5,6

Fonte: IBGE

Embora o dado da produção industrial de julho tenha sido, de fato, muito negativo, e justifique alguma preocupação com o desempenho da indústria nos próximos meses, é preciso considerar alguns aspectos que minimizam o significado deste resultado adverso. Em primeiro lugar, o número de dias úteis em julho (21 dias) foi menor do que a média de dias úteis no período 95/05 (22,2 dias) e o inverso ocorreu em junho (respectivamente, 22 e 20,6 dias), o que pode ter levado a séria dessazonalizada do IBGE a subestimar o nível da produção industrial de julho e superestimar o de junho – neste caso, o nível da produção atual seria mais bem representado pela média do bimestre junho/julho, e não pelo dado de julho. Em segundo lugar, como mostra a tabela 3, medido por médias móveis trimestrais – que dão uma idéia melhor da tendência da produção industrial –, o crescimento da indústria em julho, ainda que modesto, não foi interrompido.

Além das observações acima sobre a produção industrial, também deve-se ter em conta que a evolução recente de alguns indicadores relevantes do nível de atividade, apresentados na tabela 4 – volume de vendas do comércio varejista, volume real de crédito por pessoas físicas e massa salarial habitualmente recebida nas principais regiões metropolitanas –, continuam mostrando expansão na margem e taxas de crescimento expressivas no acumulado do ano relativamente a 2004. Além disso, um indicador importante da trajetória da indústria vem sendo o comportamento das importações de bens intermediários, dada a correlação razoavelmente estreita entre estas variáveis nos últimos anos. E o gráfico 2, que mostra a evolução da produção industrial e das importações de bens intermediários desde o final de 2003, sugere continuidade na margem do crescimento industrial.

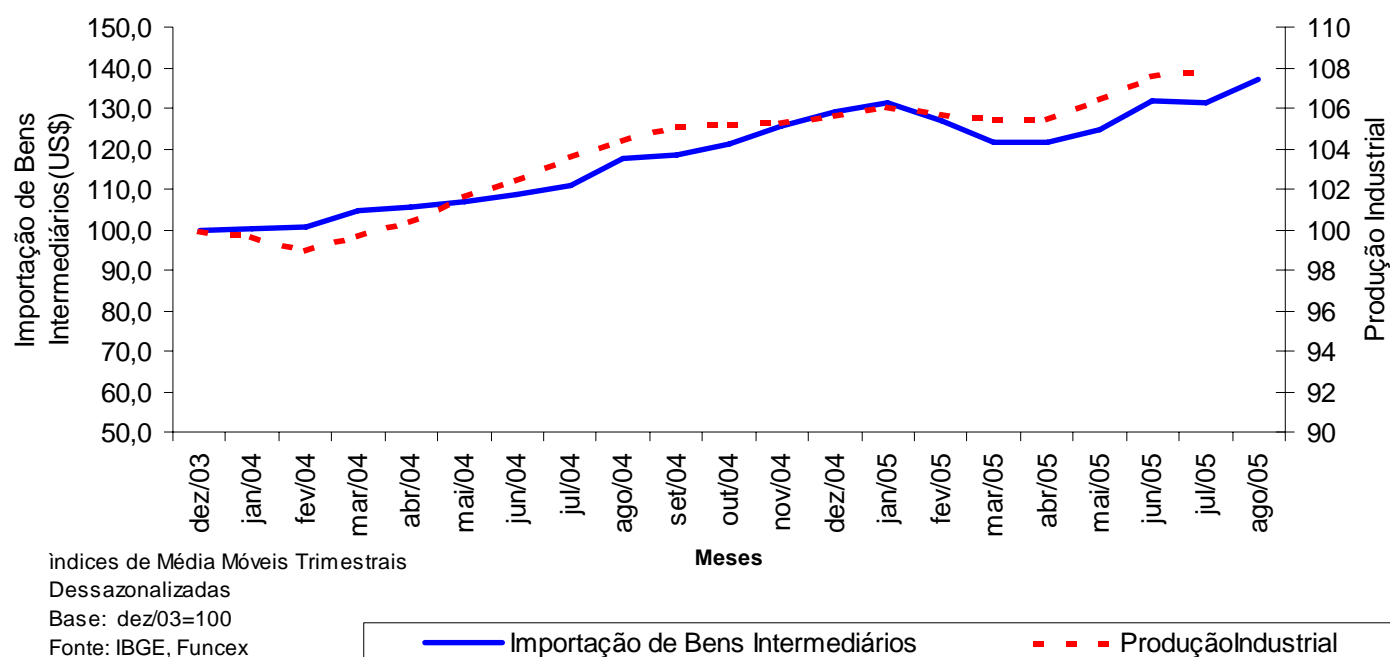
Tabela 4: Indicadores do Nível de Atividade

	Índice de Médias Móveis		Variação %	
	Trimestrais Dessazonalizadas -		Acumulada no Ano	
	Base: 4ºtri/04=100		abr/05	jul/05
	abr/05	jul/05	abr/05	jul/05
I) Volume de Vendas no Comércio Varejista	100,6	103,1	5,0	4,6
II) Volume Real de Crédito com Recursos Livres para Pessoas Físicas ¹	109,8	118,0	23,6	25,4
III) Massa Salarial Real Habitualmente Recebida (PME/IBGE) ¹	100,9	104,7	5,7	4,8

1-Dados sem ajuste sazonal

Fonte: IBGE, Banco Central, MDIC

Gráfico 2: Produção Industrial x Importação de Bens Intermediários



Ainda em relação ao comportamento da produção industrial e das importações de bens intermediários, é interessante observar, na tabela 5, a evolução no período recente das taxas de crescimento em 12 meses destas variáveis. Segundo esta tabela, a relação entre as taxas de crescimento das importações de bens intermediários em quantum e da produção industrial vem se mantendo relativamente estável, tendo sido de 2,3 em junho e julho. Caso esta relação tenha se mantido neste nível em agosto (mês para o qual já se dispõe de dados para as importações de bens intermediários), a taxa de crescimento da indústria (12 meses) em agosto será de 5,1% - o que, por sua vez, seria consistente com uma taxa de crescimento acumulada no ano até agosto de 4,3% e um aumento neste mês de pouco mais de 1% em relação a julho na série dessazonalizada. Este aumento da produção industrial em agosto (relativamente a julho) acima de 1% é, aliás, compatível com o desempenho da indústria neste mês projetado pelo Grupo de Conjuntura com base em um conjunto de indicadores antecedentes e coincidentes (expansão prevista de 1,4% sobre julho). Caso isto se confirme, a produção industrial, medida por médias móveis trimestrais, terá um novo crescimento em agosto, o que confirmaria que a queda da produção em julho foi, de fato, circunstancial. Mas as projeções dos analistas para a indústria em agosto vêm demonstrando grande dispersão, e será preciso aguardar a divulgação do dado de agosto pelo IBGE para se ter um quadro mais claro de como se encontra o nível de atividade.

Tabela 5: Taxas de Crescimento da Produção Industrial e das Importações - var % 12 meses

	Indústria Geral ^(a)	Importações em Quantum de Bens Intermediários ^(b)	b/a
mar/05	7,6	17,0	2,2
abr/05	7,5	17,3	2,3
mai/05	7,2	18,3	2,5
jun/05	6,7	15,0	2,3
jul/05	5,8	13,2	2,3
ago/05	5,1 ⁽¹⁾	11,8	2,3

1-Crescimento da produção industrial em 12 meses caso a relação entre as taxas de crescimento das importações de bens intermediários (quantum) e da produção industrial se mantenham no mesmo nível dos últimos meses (2,3).

Fonte: IBGE, Funcex

De todo modo, à luz do comportamento da atividade econômica nos últimos anos em condições semelhantes às atuais – inflação sob controle e expectativa de queda da taxa Selic ao longo dos próximos meses -, e da evolução recente dos diferentes indicadores do nível de atividade, o cenário mais provável para o restante deste ano e primeiros meses de 2006 é de continuidade – e não de interrupção – do crescimento. E é possível que, pela combinação de redução da taxa de juros, expansão da massa salarial real favorecida pela queda da inflação e crédito para pessoas físicas ainda em expansão, o desempenho da atividade econômica no final deste ano e início do próximo surpreenda positivamente.

Por certo, mesmo em queda daqui para frente, a taxa de juros básica ainda permanecerá em nível bastante elevado pelos padrões internacionais nos próximos meses. Mas a continuidade de juros elevados não significa – ao contrário do que muitos colocam – que o crescimento do PIB nos próximos trimestres será necessariamente muito modesto. A experiência da economia brasileira nos últimos anos, em períodos de inflação convergindo para a meta definida e taxa de juros gradualmente declinante, desmente claramente esta visão. Nestas condições favoráveis, as taxas de crescimento do PIB e, sobretudo, da indústria têm sido sempre expressivas, mesmo com taxas de juros altas. E pelo menos no período que vai de agora até o final do próximo ano – período em que a economia ainda não deverá esbarrar em restrições de oferta muito relevantes – parece perfeitamente possível que se tenha um crescimento na margem do PIB trimestral entre 4 e 5% aa em média, se os requisitos de inflação controlada e de taxa de juros em queda forem atendidos. Mas para que a economia cresça nos próximos anos de forma sustentada e a uma taxa elevada (em torno de 5% aa) parece indispensável que a política econômica consiga vencer os desafios de criar condições para reduzir substancialmente a taxa de juros sem elevação da inflação e viabilizar um aumento significativo da taxa de investimento.

Projeções do Grupo de Conjuntura

	2005	
	Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	5,21	5,03
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,30	3,70
Saldo Comercial (US\$ bi)	40,50	40,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	12,50	11,40
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	2,43	2,45
Média do Ano	2,47	2,48
Taxa Selic		
Acumulada no ano	18,00	18,00
Final do Ano	19,15	19,15

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

*Segundo levantamento do BC junto ao mercado divulgado em 16/09/2005 (Relatório de Mercado).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

Indústria em julho - um resultado inesperado?

Com frequência um dos aspectos mais desafiadores da análise de conjuntura é interpretar a evolução predominante apontada nos resultados para os últimos meses da série histórica de determinado indicador, que em alguns momentos pode conduzir a interpretações enganosas. A rigor nunca se sabe o real significado do crescimento ou queda num determinado mês a não ser tempos depois. Em análise de conjuntura se precisa tanto de perspectiva quanto de distanciamento histórico para analisar fatos do cotidiano. Toda essa digressão inicial é o pano de fundo para análise dos (aparentemente) surpreendentes resultados de julho da indústria.

Em julho, na série com ajuste sazonal, a indústria registrou queda em todas as categorias de uso, resultado diametralmente oposto ao do mês anterior quando todas os setores registraram crescimento na mesma comparação. E essa retração foi de -2,5%, a maior desde janeiro de 2003. Isso sem dúvida confunde os analistas e leva à inevitável pergunta, os dados de julho desmentiram os de junho e, portanto, a recuperação da economia está em cheque? Para se responder a essa pergunta precisa-se entender os dados de julho, mas também os de junho, numa perspectiva histórica, começando por algo da "cozinha" do índice, a questão do número de dias úteis.

Os meses de junho e julho foram atípicos em termos de dias trabalhados e esse efeito-calendário não foi inteiramente captado pelo método de ajuste sazonal adotado pelo IBGE induzindo assim uma superestimação dos movimentos da produção nestes dois meses. O mês de junho não teve o feriado de Corpus Christi, que foi em maio. Já julho teve 5 sábados e domingos. O resultado é que ambos os meses tiveram, em 2005, mais dias úteis que os que registram habitualmente, e mais: junho teve mais dias úteis que julho o que é extremamente atípico em termos da série histórica de dias trabalhados nesses meses. A CNI utilizando um método de dessazonalização em que introduziu um calendário que tratava desse aspecto, apontou quedas em junho (-0,3%) e julho (-1,4%).

A queda na produção industrial em julho já era esperada (embora não com a magnitude que se apresentou na série do IBGE) em praticamente todos os modelos utilizados para projetar a PIM-PF. Isto porque a indústria vinha há quatro meses com crescimento e as informações setoriais de julho (automobilística, papel, etc.) já apontavam para uma queda neste mês, quando da divulgação da produção industrial de junho. As sondagens (empresariais e junto a consumidores) também apontavam uma razoável perda nas projeções para o terceiro trimestre, que se não eram negativas, eram de fato bem menos otimistas que as do segundo trimestre. Em suma, não entendemos que julho seja um momento de inflexão, mas um ponto de "acomodação", devido aos elevados estoques, ampliado é verdade, por influências de calendário, não neutralizadas pelo ajuste sazonal

do IBGE, que se de um lado explicam parte do acréscimo de 2,0% registrado em junho, por outro também contribuem para a dimensão da taxa de -2,5% de julho.

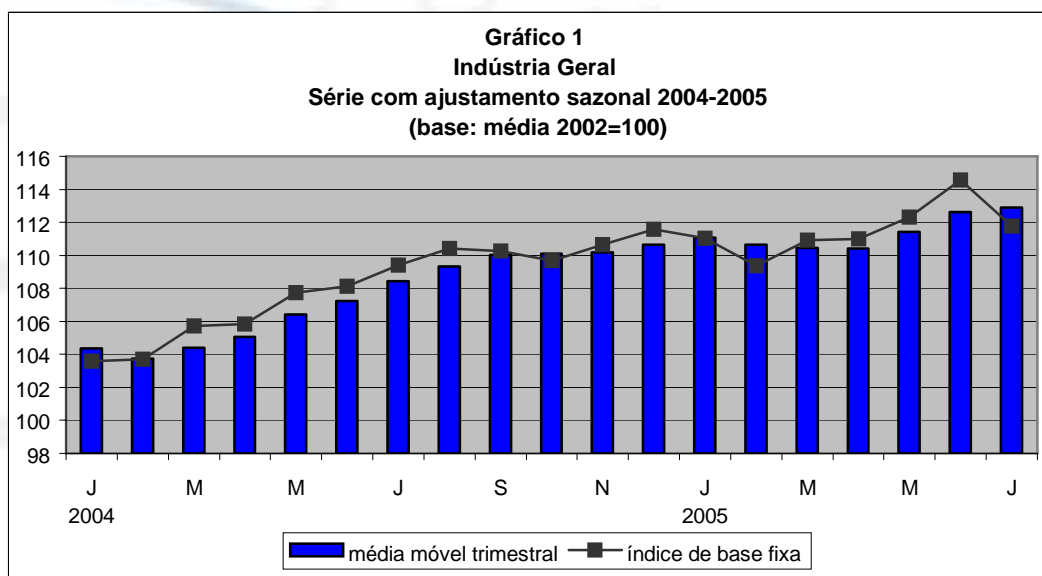
Vejam os números da série com ajuste sazonal (tabela 1). A queda mais acentuada, no confronto julho/junho, foi em bens de capital (-7,6%) seguida pela de bens de consumo duráveis (-5,9%), exatamente os setores que lideraram a retomada do crescimento. Com retração abaixo da média da indústria (-2,5%) ficam bens intermediários (-1,9%) e bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-0,9%). Note-se que, mesmo com queda em julho, o índice de média móvel trimestral registrou pequena elevação (gráfico 1).

Tabela 1
Indicadores da Produção Industrial por Categorias de Uso
Brasil - Julho de 2005

Categorias de Uso	Variação (%)			
	Mês/mês*	Mensal	Acumulado	Acumulado 12 Meses
Bens de Capital	-7,6	-4,4	2,6	6,7
Bens Intermediários	-1,9	-1,8	1,8	4,2
Durável	-5,9	13,2	16,2	17,4
Semidurável e não Durável	-0,9	3,1	6,1	5,6
Indústria Geral	-2,5	0,5	4,3	5,8

Fonte: IBGE/Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física.

*série com ajuste sazonal.



Fonte: IBGE/Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física.

No confronto com julho de 2004 a indústria aponta incremento de 0,5%, mesmo com a base de comparação mais elevada e com um dia útil a menos em julho de 2005. Dois segmentos assinalam decréscimos: bens de capital (-4,4%) e bens intermediários (-

1,8%). As taxas positivas ficam com bens semiduráveis e não duráveis (3,1%) e bens duráveis (13,2%).

Outro motivo para não se ter avaliações pessimistas precipitadas são os resultados do último PIB trimestral, que foram bastante bons. A trajetória do PIB, na série com ajuste sazonal, vinha mostrando até janeiro-março perda de dinamismo, com taxas de crescimento decrescentes (tabela 2). O mais preocupante era a evolução da formação bruta de capital fixo que em dois trimestres consecutivos (outubro-dezembro de 2004 e janeiro-março de 2005) assinalou marcas negativas (-2,9% e -3,6%, respectivamente). Mas o resultado do último trimestre (abril-junho) mostra uma reversão nesse movimento. O PIB acelera seu crescimento (1,4% contra 0,4% no trimestre anterior) e a formação bruta de capital fixo volta a apontar variação positiva (4,5%). O consumo das famílias, que em janeiro-março havia assinalado pequena contração (-0,2%), agora aponta incremento (0,9%). Cabe destacar, ainda, a perda de dinamismo das exportações (2,6% de incremento nesse trimestre contra 3,3% em janeiro-março e 4,3% em outubro-dezembro) que atinge assim uma marca muito próxima a das importações (2,4%). Esse resultado era até certo ponto esperado, já que as exportações vinham crescendo com taxas bem superiores à do PIB há vários trimestres. Isso mostra também que o mercado interno vem assumindo maior importância na dinâmica da economia, uma vez que o crescimento das exportações, embora sempre acima da média global da economia, vem apresentando taxas declinantes, ao mesmo tempo em que o consumo das famílias e a taxa de investimento fazem movimento inverso, acelerando seu desempenho.

Tabela 2
PIB com ajuste sazonal – trimestre em relação ao trimestre anterior (%)
2004-2005

Setor de atividade	2004		2005	
	Jul-Set	Out-Dez	Jan-Mar	Abr-Jun
PIB	1,2	0,7	0,4	1,4
Por Setor de Atividade				
Agropecuária	-2,2	2,3	1,7	1,1
Indústria	2,5	0,8	-0,8	3,0
Serviços	0,9	0,5	-0,1	1,2
Por componentes da Demanda Final				
Consumo Famílias	1,3	1,1	-0,2	0,9
Consumo Governo	1,2	0,5	0,3	1,1
FBKF	6,2	-2,9	-3,6	4,5
Exportação	2,3	4,3	3,3	2,6
Importação	4,1	3,4	2,2	2,4

Fonte: IBGE - Contas Nacionais

No recorte por setor de atividade verifica-se, ao contrário dos dois trimestres anteriores, que o crescimento da indústria foi superior ao da agropecuária, o que se coaduna com o menor dinamismo das exportações, que em boa medida são provenientes do agronegócio. Esse movimento é em parte devido aos problemas enfrentados pela lavoura com quebra da safra, devido a seca, de alguns produtos importantes como milho e soja. A liderança da indústria, refletindo o dinamismo do mercado interno, é importante para

a sustentação do bom desempenho do PIB, na medida em que esse setor tem encadeamento com o resto da economia muito maior que o da agropecuária.

Para os próximos meses as perspectivas são boas, principalmente devido a recente queda nas taxas de juros, que por sinal vem em boa hora pois existem indicações de que os níveis de inadimplência já estão elevados e que diminuiu a confiança do consumidor, ambos os fatores contribuindo para desacelerar a demanda por bens de consumo duráveis, que vinha sendo um dos setores a liderar a recuperação. Os índices sobre o comércio varejista em julho, série da Pesquisa Mensal de Comércio do IBGE, já mostram uma desaceleração das vendas do comércio de duráveis, que ainda assim sustenta crescimento na margem há cinco meses consecutivos. Em julho o índice de volume de vendas total do comércio varejista, na série com ajuste sazonal, cresce apenas 0,3% contra 1,1% no mês anterior. Os segmentos de bens de consumo duráveis registraram taxas negativas nessa comparação: móveis e eletrodomésticos (-1,9%) e veículos e motos, partes e peças (-0,8%). Também apontaram quedas, combustíveis e lubrificantes (-1,7%) e hiper e supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumo (-0,8%).

Em resumo, os indicadores de nível de atividade apontam para um terceiro trimestre com taxa de expansão muito discreta, não repetindo o ritmo do segundo trimestre, caracterizando uma fase de redução dos níveis de estoque e de um relativo adiamento nas decisões de empresas e consumidores. Para o último trimestre do ano, por efeito da redução da inflação, do início de uma fase de redução dos juros básicos e de uma contínua melhora nos indicadores de mercado de trabalho, é de se esperar um avanço mais significativo frente ao trimestre anterior.

Investimento

Rafael Barroso

No último dia do mês de agosto e na primeira semana de setembro foram divulgados os resultados mais recentes de duas pesquisas conjunturais: PIB e Produção Industrial, que são relevantes para a análise do nível de atividade e do investimento.

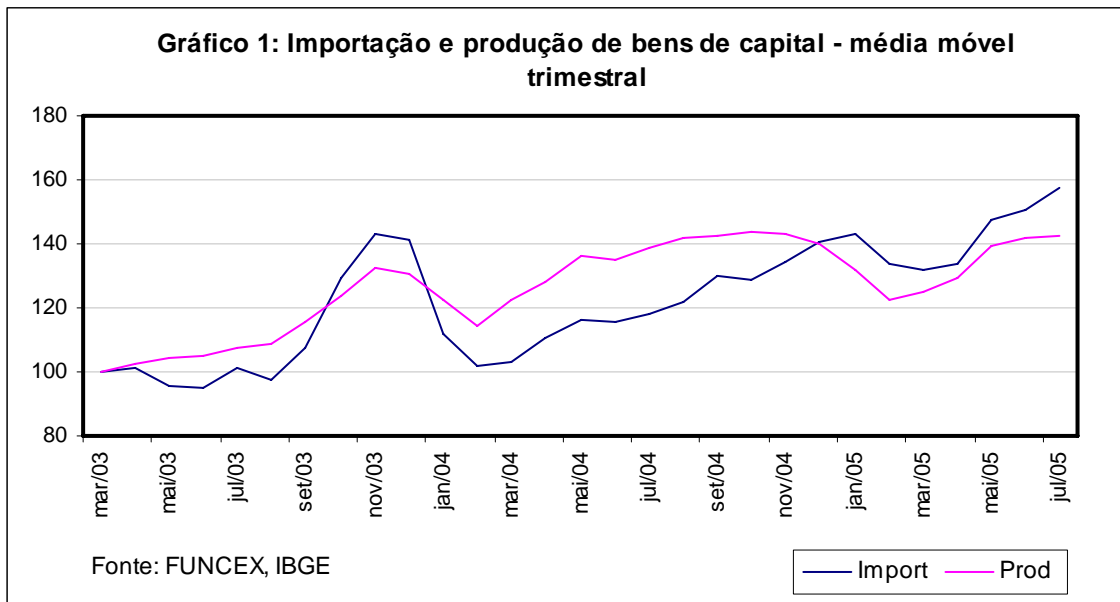
O crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) de 4,5% contra o trimestre imediatamente anterior e de 4% sobre o mesmo período do ano anterior, removeu qualquer dúvida que ainda pudesse pairar sobre a retomada dos investimentos na economia. A incerteza agora se desloca quanto ao ritmo desse crescimento, pois, no acumulado do primeiro semestre a FBCF cresceu a um ritmo (3,1%) menor que o do PIB (3,4%). Além disso, como será elaborado mais adiante, a base de comparação do investimento no próximo semestre é muito alta.

Os dados do mês de julho da produção industrial reforçaram a dúvida sobre o ritmo do crescimento, uma vez que dentre as categorias de uso, bens de capital foi a que apresentou a maior queda (-7,6%) na comparação com o mês anterior.

Uma primeira análise poderia indicar um arrefecimento do investimento e perspectivas mais desanimadoras para a sustentabilidade do crescimento. Contudo como comentado no Panorama Macroeconômico, a queda da produção de bens de capital (BK) no mês de julho (e conseqüentemente o vigoroso crescimento de junho) é muito mais um efeito colateral do ajuste sazonal, que não captou em sua totalidade a diferença no número de dias úteis em relação à média histórica nos meses de junho e julho.

Porém, se olharmos a média móvel trimestral da produção industrial de BK, um indicador mais próximo da tendência e não tão conjuntural, vemos que mesmo com a queda em junho, esta ainda apresentou crescimento no mês. Além disso, os indicadores antecedentes disponíveis até agora (produção de veículos, consumo de energia, importação de bens intermediários) apontam para novo crescimento em agosto.

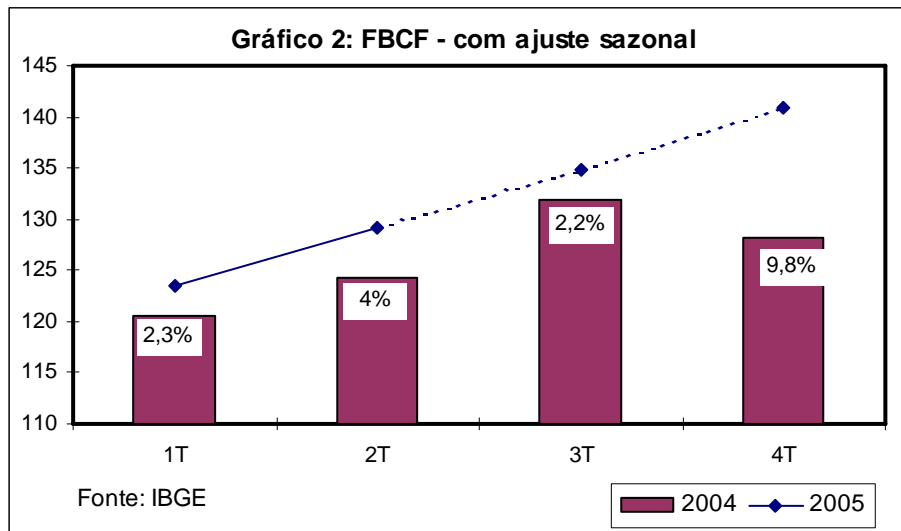
Uma outra questão suscitada pelos dados mais recentes de produção industrial e importação de BK é sobre uma possível substituição de bens de capitais nacionais por similares de origem importada. Dessa maneira, a queda recente da produção industrial de BK estaria refletindo esse movimento. O corolário dessa hipótese é que a taxa de investimento continuaria crescendo ao ritmo verificado no segundo trimestre ou maior, a única diferença estaria na composição da origem das máquinas e equipamentos.



A análise do Gráfico 1, que traz as médias móveis trimestrais da produção e importação de BK, mostra um comportamento muito próximo das duas séries. No período mais recente há, sem dúvida, uma ligeira aceleração na margem da importação, sem que isso implique, contudo numa queda da produção industrial. Ademais, se a produção industrial de bens de capital voltar a crescer como apontam os indicadores antecedentes, o quadro que está se configurando muito provavelmente não se materializará. De qualquer forma, uma resposta definitiva só poderá ser dada após mais alguns meses e provavelmente com uma análise a um menor nível de agregação.

Uma vez desfeito o cenário sombrio acerca de uma queda marcada do ritmo de investimento, resta a pergunta sobre o que podemos esperar do ritmo de crescimento do investimento até o final do ano.

Como já aludido acima e que também pode ser visto no Gráfico 2, a base de comparação da FBCF no segundo semestre, e em especial no terceiro trimestre, é muito forte. O Gráfico 2 pressupõe um crescimento de 4,5% da série dessazonalizada no terceiro e quarto trimestre de 2005. Os números dentro das colunas são o crescimento sobre igual período do ano anterior, correspondente ao crescimento dessazonalizado de 4,5%. O quadro que se configura é peculiar, pois, no terceiro trimestre será necessário um crescimento forte contra o trimestre anterior (na série com ajuste sazonal) de 2,2% para que a série dessazonalizada da FBCF iguale o valor obtido no mesmo período do ano passado, ou seja, um crescimento zero contra igual período. No quarto trimestre, o quadro se inverte. Um crescimento nulo, na série com ajuste, equivale a um crescimento de quase 3% da FBCF na comparação do quarto trimestre de 2005 contra igual período de 2004.



A Tabela 1 traz um resumo do requisito de crescimento trimestral da série com e sem ajuste da FBCF, para se chegar a um crescimento anual entre 3,7% (o que seria igual ao PIB) e 4,6%. Um ponto interessante a notar é que na faixa de variação mostrada da FBCF, a taxa de investimento se manterá praticamente estável em relação ao ano passado.

Tabela 1: Cenários de Crescimento para FBCF em 2005 e Crescimento Requerido Trimestral

FBCF 2005/2004 (%)	Cresc. Necessário		Cresc. Necessário		Taxa de Investimento (% do PIB) ^{a b}
	3T05/2T05	4T05/3T05	3T05/3T04	4T05/4T04	
4,6	4,5	4,5	2,2	9,8	20,8
4	3,7	3,7	1,4	8,2	20,7
3,7	3,3	3,3	1,1	7,4	20,6

a) Taxa de Investimento a preços constantes do 1T05.

b) Taxa de Investimento de 2004 a preços constantes de 1T05: 20,7%

Elaboração: Grupo de Conjuntura

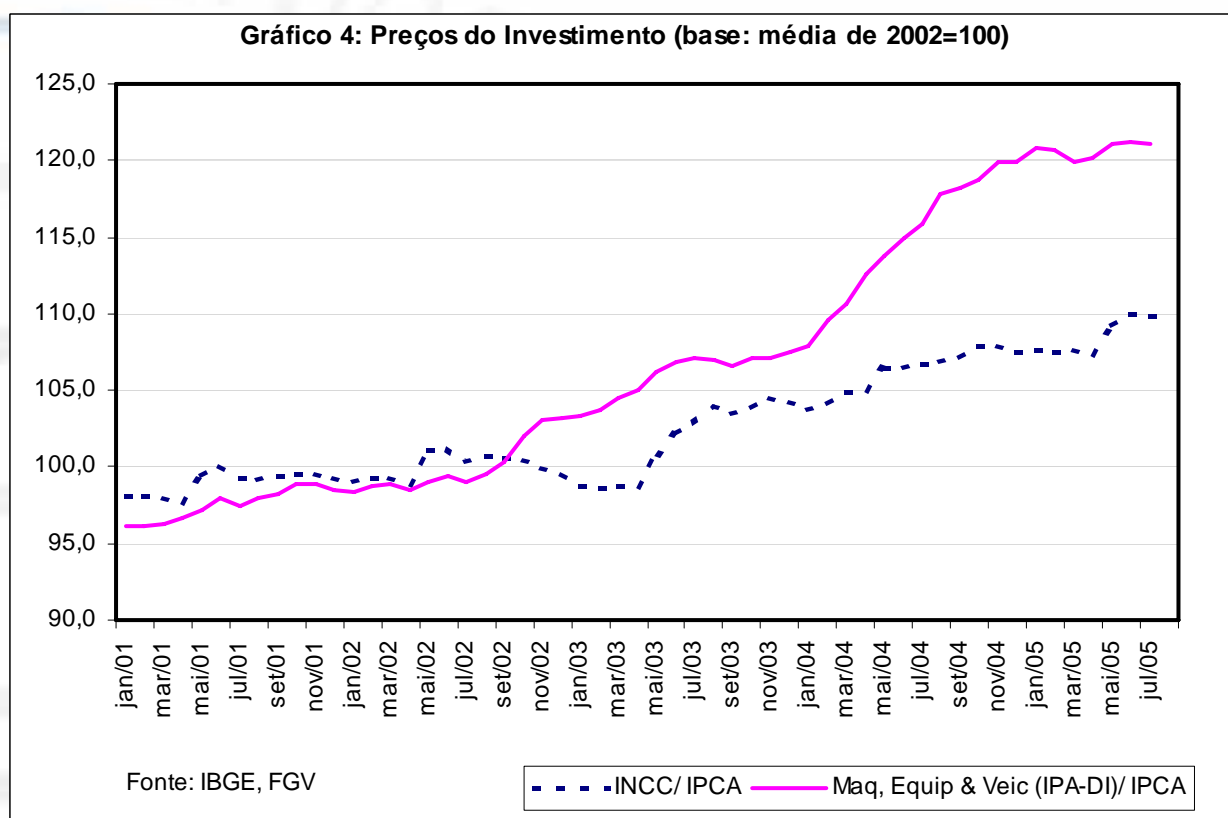
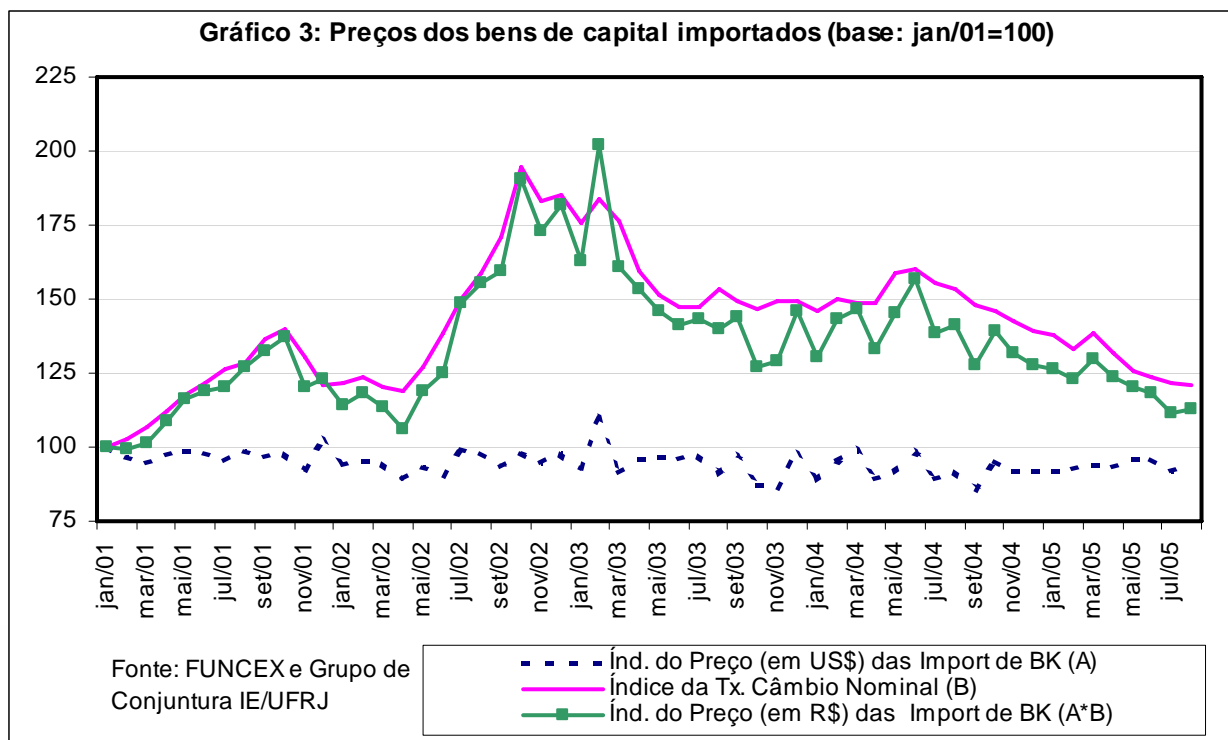
As taxas de crescimento requerido podem parecer um pouco altas, principalmente o crescimento contra o trimestre anterior no 3T05 e o crescimento contra igual período do ano passado no 4T05. Contudo, a análise do comportamento histórico da série, mostra que taxas de magnitude semelhantes já foram registradas em 2000, 2001 e no ano passado. Além disso, deve-se sempre ter em conta que a FBCF é o componente mais volátil do PIB e que, portanto, altas taxas de crescimento num trimestre não são incomuns.

Esses dois fatos, se por um lado ajudam a relativizar as taxas de crescimento necessárias, por outro evidenciam que dificilmente podemos esperar um desempenho melhor do investimento para 2005.

Preço do Investimento

A recente fase de inflação baixa e apreciação cambial afetou positivamente apenas o preço em real dos bens de capital importados como mostra o Gráfico 3. O preço relativo de máquinas e equipamentos e da construção civil deu um salto a partir de abril, pois, o ritmo de redução dos preços desses itens foi menos intenso do que os preços ao

consumidor, tendência que somente nos últimos dois meses está sendo parcialmente compensada pelo movimento inverso.



Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Introdução: Impacto do Petróleo

A Petrobrás reajustou o preço da gasolina e do diesel em setembro em 10% e 12% respectivamente. Usualmente, um aumento de combustíveis tem dois efeitos sob a inflação: direto e indireto.

O efeito direto é aquele capturado apenas na inflação contemporânea de preços administrados (*once for all*). O efeito indireto também pode ser entendido como um choque secundário de oferta. É o reflexo do aumento dos demais preços que utilizam este insumo em sua cadeia de produção. Alternativamente, costuma-se associar esse choque com uma correção de preços relativos na economia.

Segundo o artigo “O Impacto do Aumento de Preços de Combustíveis no IPCA”, elaborado pelo Grupo de Conjuntura, um aumento de 10% da gasolina tem, na média, o efeito de aumentar a inflação (IPCA) em 0,60 ponto percentual em 1 ano - 0,20 ponto percentual de efeito direto e 0,40 de indireto. No caso do diesel o efeito é invertido - apenas 0,09 ponto percentual no curto-prazo, contra 0,40 no longo prazo. Isso ocorre em função do diesel ser mais importante dentro da cadeia de produção dos alimentos (utilizado no transporte de cargas).

Supondo tudo mais constante, o aumento concedido pela Petrobrás poderá ter um efeito total de 1% no IPCA de 2005 e 2006. A inflação projetada para o mês de setembro com o aumento de preços é de 0,38%. Os preços em setembro devem ficar pressionados ainda pelos reajustes dos planos de saúde, dos aumentos de remédios e da taxa de água e esgoto no Rio e em São Paulo.

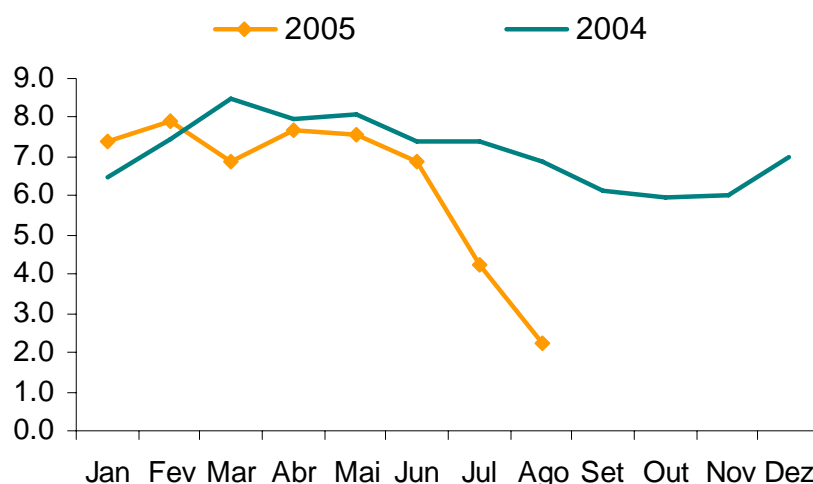
De certo modo, o choque do petróleo está sendo compensado pelo momento favorável que determinadas commodities metálicas e agrícolas estão passando (efeito preço). Há um excesso de produção agrícola que somado a redução do ritmo de exportações estão beneficiando os preços no atacado e varejo.

- Preços Livres e o Núcleo da Inflação

Impressiona o comportamento dos principais indicadores prospectivos da inflação. O núcleo de preços livres variou 0,17% em agosto ante 0,25% no mês anterior. Em agosto do ano passado este mesmo indicador estava em 0,59% mostrando uma inflação de livres bastante pressionada. O Gráfico 1 mostra que a inflação subjacente de livres caminhava no final de 2004 para patamares acima de 7%. O nível atual dos preços livres é de 2% ao ano, resultado muito abaixo do necessário para convergência das metas. No entanto, entendemos que parte desse recuo não deve ser encarado como

permanente - advém da valorização do real da queda temporária dos preços de commodities (estes últimos estão nas mínimas históricas).

Gráfico 1 – Tendência dos Preços Livres
Média Móvel Trimestral do Núcleo anualizado



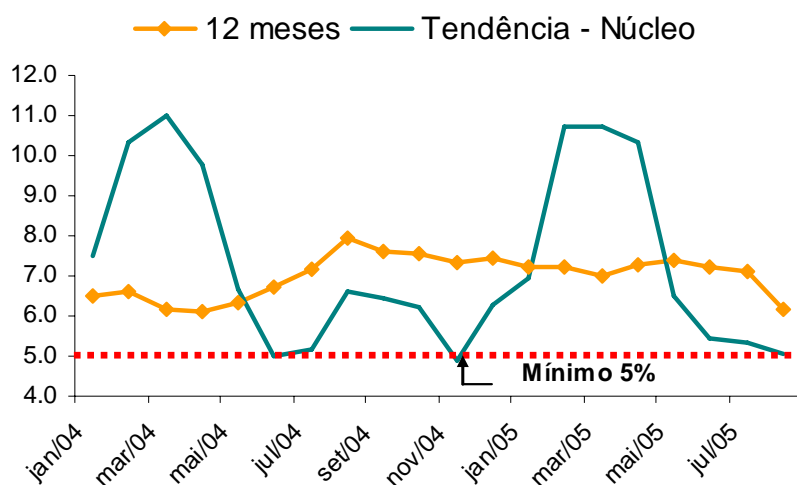
Fonte: IBGE
Elaboração: IE/UFRJ

Outros resultados também chamam a atenção: (i) a variação do núcleo por mediana de 0% em agosto, (ii) o fato do indicador de difusão ser o mais baixo da série histórica e (iii) a expressiva deflação dos preços de bens comercializáveis.

Por outro lado, ainda existe o argumento que a inflação de não-comercializáveis ainda é elevada. De fato, estes preços também podem ser considerados uma medida eficiente do núcleo da inflação. Verifica-se que há uma tendência de convergência para os não-comercializáveis no longo prazo (isto porque os choques da taxa de câmbio sobre os comercializáveis costumam a ser anular). O Banco Central já chamou a atenção em atas anteriores para este critério de inflação quando a atividade crescia acima do nível considerado potencial. Atualmente os não-comercializáveis estão correndo ao um ritmo de aproximadamente 5% ao ano, recuperando de um nível elevado no início do ano (aproximadamente 10%). Esse resultado é perfeitamente compatível com a meta de 2006, todavia, a taxa de câmbio deve ficar bem comportada – isso permite manter a inflação de comercializáveis sob controle. Essa constatação acaba por reduzir a probabilidade de uma trajetória de queda mais acentuada da taxa básica de juros.

Gráfico 2 – Tendência dos Preços Não-Comercializáveis

Média Móvel Trimestral do Núcleo anualizado x 12 meses



Fonte: IBGE
Elaboração: IE/UFRJ

Supondo que exista um piso de 5% (mínimo de seu núcleo – vide Gráfico 2) para os não-comercializáveis (acumula 6,2% em 12 meses) os comercializáveis devem permanecer sob controle a fim de não pressionarem a meta de inflação em 2006 (vide Gráfico 2 e Tabela 1). Um exercício – supondo inflação de 4,5% para os administrados em 2006 e diferentes cenários para os não-comercializáveis, temos três valores para o crescimento dos comercializáveis compatíveis com o centro da meta no ano que vem (Tabela 1).

O cenário mais provável, que supõe o piso histórico de não-comercializáveis, exige 4,2% dos preços comercializáveis a fim de que o IPCA termine o ano com variação de 4,5%. Este valor está muito próximo da variação atual em 12 meses dos comercializáveis (3,8%) mesmo que no curto prazo o resultado seja extremamente favorável.

Tabela 1 – Diferentes Cenários para a meta central de 4,5% em 2006

Importância do dólar e dos Comercializáveis
Em % ao ano no IPCA

	Não-Comercializáveis	Administrados	Comercializáveis
Base	5.0	4.5	4.2
Otimista	4.5	4.5	4.5
Pessimista	6.0	4.5	3.3

Elaboração: IE/UFRJ

No cenário pessimista, que pressupõe um nível maior de não-comercializáveis (ou a manutenção de seu atual valor em 12 meses), a inflação de comercializáveis não pode superar o valor de 3,3%. Este número exigiria uma taxa de câmbio demasiadamente

apreciada ou uma queda expressiva da cotação dos principais commodities internacionais. A manutenção da inflação de não-comercializáveis em um nível elevado poderia ser vir com um crescimento da atividade acima do esperado, que avaliamos como o mais provável.

Em suma, apesar do momento ser favorável, há uma inequívoca dependência da taxa de câmbio e da cotação internacional de commodities (ambos afetam mais os comercializáveis via repasse) a fim de gerar convergência necessária para a meta em 2006.

O Banco Central deve seguir exibindo um grau de conservadorismo superior ao do mercado com o objetivo de garantir o processo de desinflação e o ganho de credibilidade. Esse tratamento rigoroso com a taxa de juros tem implícito um controle da volatilidade cambial e do hiato do produto que terminaria por afastar a probabilidade de convergência para a meta em 2006.

- Projeção 2005 / 2006

O Grupo de Conjuntura projeta inflação abaixo da meta em 2005 (5,05%), entretanto mantemos um cenário acima de 4,5% para o ano que vem (estimamos 4,8%). Nossa principal hipótese em 2005 é a transposição do choque negativo (que pressiona para baixo), dado pela diferença entre o IPA e o IPCA-Livres, verificado no terceiro trimestre. Este fato tende a beneficiar a inflação de preços livres no final do ano, especialmente os alimentos.

No caso da projeção do IPCA para 2006, o número de 4,8% advém dos valores estimados de 4,5% para os preços administrados, de 5% para os não-comercializáveis e 5,1% de comercializáveis. Esta projeção é entendida pelo Grupo de Conjuntura como sendo a mais otimista, uma vez que a expectativa de não-comercializáveis representa seu piso histórico. Sabe-se que parte da dinâmica dessa decomposição da inflação dos preços livres (não-comercializáveis) apresenta movimento sazonal e com um grau menor de dependência da política monetária. Além disso, não estamos levando em consideração a possibilidade da contaminação via um nível de atividade mais intenso no ano que vem.

Em suma, o desvio entre nossa projeção e a meta em 2006 advém dos preços comercializáveis (esperamos 5,1% acima dos 4,2% necessário – vide Tabela 1). Concluimos que a taxa de câmbio não pode sofrer movimentos abruptos (ou demasiada volatilidade) no ano que vem para que a inflação não se desvie demasiadamente da meta central. Por isso entendemos como menos provável trajetórias excessivamente otimistas para queda da taxa SELIC em 2005 e em 2006. O mais provável é que o Banco Central siga tateando com reduções marginais (de 25 pontos), a fim de avaliar o impacto sobre a taxa de câmbio e o nível de atividade que deve seguir demonstrando expressivo vigor.

Crédito

Ana Cristina Neves

O mercado de crédito no país segue sem novidades, o que nos últimos meses têm significado crescimento contínuo e vigoroso. O estoque total já superou os R\$ 530 bilhões em julho, acumulando no ano crescimento real superior aos 6%. Em doze meses, a variação real é de 11,5%, dos quais 74% são oriundos do crédito com recursos livres - cuja participação no estoque total é 58,4%, o que evidencia sua expansão mais vigorosa do que a do crédito com recursos direcionados, algo que vem sendo destacado há vários meses em Economia e Conjuntura. De fato, como se observa na tabela 1, o crescimento em 12 meses do crédito com recursos livres foi em julho de 15%, contra 5,4% dos empréstimos direcionados.

Tabela 1: Taxas de Crescimento Real* (%)

	Total do Crédito	Recursos Livres						Recursos Direcionados
		Total	Pessoa Jurídica			Pessoa Física		
			Total	R\$	Arelado a outras moedas	Total	Pessoal	
em seis meses** (jun05/dez04)	11,23	19,20	8,76	13,05	-1,12	34,32	54,88	-0,84
em 12 meses (jun05/jun04)	11,48	15,01	5,69	19,57	-18,43	29,06	42,72	5,41

*Deflator: IPCA

**taxas anualizadas

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Ainda mantendo a tendência recente, as operações à pessoa física permanecem como o motor da expansão creditícia, com incremento real de 29%, versus os 5,7% nas à pessoa jurídica.

Entretanto, ao contrário do vinha acontecendo há mais de um ano, em julho a modalidade de crédito à pessoa física de melhor desempenho foi o crédito para aquisição de bens (exceto veículos), com incremento real em 12 meses de 44,1%, contra 42,7% do crédito pessoal. Contudo, se consideradas as participações de ambas as modalidades no estoque total, o desempenho do crédito pessoal segue sendo o mais relevante para o crescimento total, como se observa na tabela 2, com destaque, mais uma vez, para as operações consignadas (crescimento real de 96,4% em doze meses).

Tabela 2

	Participação no estoque total (%)	Crescimento real 12 meses (%)	Contribuição para o crescimento total (%)
Direcionado	34,71	5,41	17,30
Crédito livre	58,41	15,01	73,99
Pessoa física	26,13	29,06	57,13
Pessoal	10,74	42,72	31,22
Outros bens	1,65	44,07	4,91

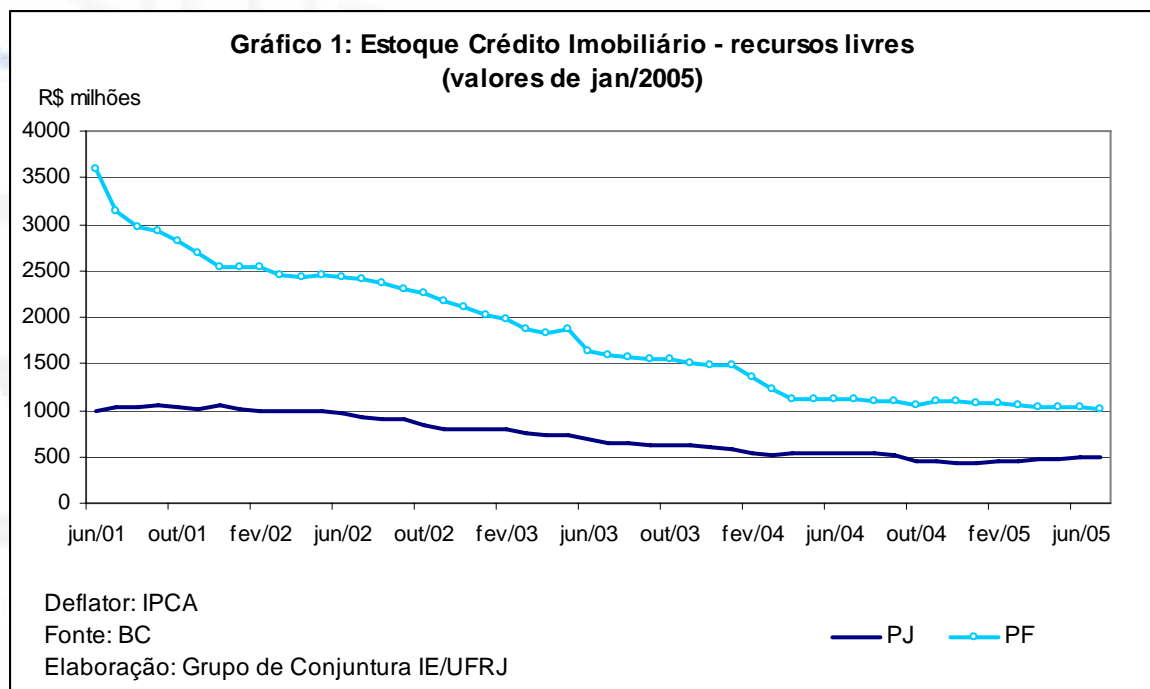
*Deflator: IPCA

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Financiamento Imobiliário

Em edições anteriores desse Boletim foi destacado na seção de Investimento a perspectiva de retomada dos investimentos em construção civil, puxado pelo setor imobiliário. Foram lembradas também decisões recentes do Conselho Monetário Nacional (CMN) no sentido de ampliar as concessões de crédito para o setor. De fato, a julgar pelo valor do estoque de crédito imobiliário (recursos livres) tanto para a pessoa física quanto para a jurídica, que estão em níveis extremamente baixos, o potencial de crescimento no setor é enorme. Se as iniciativas governamentais no sentido de estimular o financiamento imobiliário forem realmente bem sucedidas, a aposta de que a construção civil venha a ter expansão expressiva deve se confirmar.



Embora os estoques estejam baixos (como se vê no gráfico 1), as concessões de recursos livres começaram a se recuperar, com destaque para a retomada das operações à pessoa jurídica. Em 2005 estas já acumulam crescimento real de 34,8% (contra igual período do ano anterior), após forte retração em 2004 (queda de 40,7% no ano). Já as concessões de financiamento imobiliário à pessoa física aumentaram 16,5% (em termos reais) esse ano.

Mas é quando se olha para os empréstimos com recursos da caderneta de poupança que se percebe o desempenho mais expressivo. De acordo com os dados disponibilizados pela ABECIP (Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança), o financiamento imobiliário, após ter em 2004 o melhor desempenho dos últimos dez anos, vem apresentando crescimento contínuo em 2005. Em julho, a destaque foi para os empréstimos à produção de novos imóveis, 152,4% maiores que o volume observado em igual período do ano passado. Em termos reais, o total do financiamento à produção e à aquisição de unidades concluídas aumentou 75,22% em 12 meses, atingindo a cifra de R\$519 milhões em julho. No acumulado de 12 meses o total de empréstimos foi de R\$3.960 milhões, variação real de 37,14% em relação aos 12 meses anteriores. Para a ABECIP, o forte crescimento em julho é resultado do esforço dos agentes para ampliar o crédito, que superou com folga o percentual de 50% fixado pelo CMN (resolução nº 3.304) para o crescimento mínimo obrigatório do volume de financiamento imobiliário concedido pelos bancos privados.

Portanto, a julgar o pelo comportamento do crédito imobiliário com recursos das contas de poupança e pelo potencial de expansão dos empréstimos com recursos livres, a aposta de bom desempenho da construção civil deve se confirmar.

Política Fiscal

Margarida Gutierrez

Mudanças no perfil Dívida Pública: redução da dívida cambial e aumento dos papéis pré-fixados

Desde a implantação do regime de metas fiscais em 1999, os resultados apresentados pelas contas públicas são, sem dúvida, cada vez melhores e evidenciam o compromisso dos governos, anterior e o atual, em garantir no tempo uma trajetória declinante para o principal indicador de solvência das contas públicas, a relação Dívida/PIB.

Tabela 1: Perfil da Dívida Pública

	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	jul/05
Dívida/PIB	52,6	55,5	57,2	51,6	51,3
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100
a) Interna	80,2	74,3	79,4	85,5	91,2
i) indexada ao câmbio	27	26,2	17,7	8,3	3,94
ii) não indexada ao câmbio	53,2	48,1	61,7	77,2	87,3
b) Externa	19,8	25,7	20,4	14,5	8,8
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	46,8	51,9	38,1	22,8	12,8

Fonte: Banco Central

Tabela 2: 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
jul/05	44,2	4,0	55,2	21,5

Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional.

A combinação da continuidade do ajuste fiscal, garantindo superávits primários crescentes, com a consolidação de condições macroeconômicas favoráveis (contas externas, estabilidade cambial e controle do processo inflacionário), especialmente a partir de 2003, têm permitido a queda da Dívida Pública/PIB (Tabela 1) e uma mudança importante na sua composição, onde se destaca a queda expressiva da dívida indexada ao câmbio e o aumento da dívida pré-fixada. De acordo com os últimos dados do BC, a dívida cambial (considerando também a dívida externa) em julho deste ano era de apenas 12,8% quando em dezembro de 2002, esta parcela era de 51,9% do total do endividamento. Considerando apenas a dívida mobiliária federal interna, os percentuais são de, respectivamente, 4% e 33,6%. Também, a partir de dezembro de 2002, destaca-se o aumento contínuo, da dívida que paga juros pré-fixados. Atualmente, essa parcela

já representa 21,5% do total da dívida mobiliária federal interna, quando em dezembro de 2002, representava apenas 1,9%. Todos sabemos que os juros pagos aqui ainda são muito altos (próximos à taxa Selic) e que são, via de regra, títulos de prazos médios mais curtos que os demais títulos públicos (pós-fixados, corrigidos por índices de preços e cambiais), porque implicam em um risco quanto à evolução futura da taxa de juros básica da economia, embora tenham se dilatado continuamente a partir de abril de 2003, conforme mostra a Tabela 3.

Tabela 3: Prazo Médio da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna por Tipo de Rentabilidade (em meses)

	Pré-Fixados	Taxa Selic	Índices de Preços	Câmbio	Total
dez/02	3,06	20,68	79,6	35,79	32,43
dez/03	6,5	22,74	77,88	40,51	31,34
dez/04	5,63	17,49	76,74	58,03	28,13
jan/05	6,33	17,92	77,28	62,69	28,5
fev/05	6,25	18,13	76,92	64,62	28,09
mar/05	5,99	18,51	76,46	64,03	27,76
abr/05	7,61	18,13	76,51	64,4	27,92
mai/05	7,59	18,28	76,09	63,99	27,46
jun/05	7,46	18,37	75,14	62,87	27,11
jul/05	9,55	18,26	76,21	62	27,57

Fonte: BC/Nota para Imprensa – DPMFI e Mercado Aberto

O aumento do peso relativo dessa dívida só é possível em um ambiente macroeconômico estável (basicamente inflação sob controle, contas externas e disciplina fiscal), no qual os credores do governo podem projetar uma queda da taxa de juros como tendência. Do ponto de vista de política monetária, aumenta a sua eficácia, porque quando a Selic sobe, os preços de mercado dos títulos pré-fixados caem para se ajustarem à nova estrutura de juros da economia gerando, então, um efeito riqueza negativo aos seus detentores que, ao se sentirem mais pobres, gastarão menos em consumo e reduzirão seus níveis de endividamento, reforçando, assim, os canais de transmissão da política monetária.

A mudança no perfil do endividamento público teve como contrapartida o aumento do peso relativo da dívida indexada à Selic (55,2% da dívida mobiliária federal interna), o que, se de um lado, reduz os efeitos perversos de uma desvalorização do real sobre a dívida, de outro, a torna mais sensível às decisões de política monetária. No entanto, em princípio, como a vulnerabilidade da taxa de câmbio frente à da Selic é maior, é preferível um perfil de endividamento público com menor exposição cambial.

Daqui para frente, os grandes desafios da administração da dívida pública serão a redução da dívida pós-fixada e o seu alongamento.

Os resultados fiscais e perspectivas para 2006

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas, inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 51,3 bilhões em julho (2,73% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 97,1 bilhões (5,16% do PIB e, portanto, acima da meta fixada para o ano

de 4,25% do PIB). A maior contribuição foi do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) que gerou um superávit de R\$ 58,8 bilhões (3,12% do PIB) (Tabela 4).

Tabela 4: Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ Milhões			% do PIB		
	Jan/Dez 03	Jan/Dez04	Ago04/Jul05	Jan/Dez03	Jan/Dez04	Ago04/Jul05
Nominal	79.032	47 144	51 255	5,22	2,66	2,73
Juros Nominais	145.205	128 256	148 316	9,59	7,25	7,89
Primário	-66.173	-81.112	-97 061	-4,37	-4,58	-5,16
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-38.744	-52 385	-58 777	-2,56	-2,96	-3,12
-Emp. Est. Federais	-9.597	-8 937	-14 341	-0,63	-0,51	-0,76
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-13.821	-17 482	-20 827	-0,91	-0,99	-1,11
-Emp. Estat. Regionais	-4.010	-2 308	-3 115	-0,26	-0,13	-0,17

Fonte: BC

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

Na realidade, o que se observou foram crescentes superávits primários acompanhados, inclusive, de um incremento dos gastos primários (gastos não financeiros), sendo que a única exceção foi o ano de 2003, em que o maior superávit primário foi garantido por uma compressão significativa dos gastos primários, em particular, dos gastos com pessoal e dos gastos com investimentos. Em 2004, retomamos a tendência original e, novamente, o aumento da despesas primárias (não financeiras), como proporção do PIB, é compatível com um aumento do superávit primário, já que as receitas também se elevam (Tabela 5).

Tabela 5: Resultado Primário do Governo Central (% PIB)

	2001	2002	2003	2004
1. Receita Total	22,74	23,93	23,03	24,06
2. Transferências a Estados e Municípios	3,6	3,88	3,66	3,64
3. Receita Líquida (1 – 2)	19,13	20,04	19,37	20,42
4. Despesas Totais	17,32	17,83	16,97	17,7
4.1 Pessoal e Encargos	5,41	5,5	5,07	5,04
4.2 Benefícios da Previdência	6,19	6,41	6,77	7,15
4.3 Outras Despesas de Custeio e Capital (obrigatórias e discricionárias)	5,72	5,92	5,14	5,5
5. Resultado Primário Fiscal e Seguridade Social	1,83	2,37	2,49	2,83

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

Para 2005 e 2006, o quadro não é muito diferente como evidenciam os dados que constam da Reprogramação Orçamentária de julho de 2005 (relativo à Execução Orçamentária de 2005) e do Projeto de Lei Orçamentária elaborado pelo governo federal e enviado, em 31 de agosto, para ser votado pelo Congresso até o final do ano (referente ao Orçamento de 2006) (Tabela 6).

Tabela 6: Síntese de Orçamento (2005 e 2006)

	2005		2006 (PLO)	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
1. Receita Total	476,3	24,4	523,3	24,48
1.1 Receita Administrada	321,6	16,47	347,4	16,25
1.2 Arrecadação líquida INSS	108,2	5,54	120,5	5,64
1.3 Receitas não Administradas	46,8	2,4	55,6	2,6
1.4 Incentivos Fiscais	-0,3	-0,01	-0,2	-0,01
2. Transferências Estados e Municípios	76,9	3,94	84,8	3,97
3. Receita Líquida (1-2)	399,5	20,46	438,5	20,51
4. Despesas	357,1	18,29	389,5	18,22
4.1 Pessoal e Encargos Sociais	92,5	4,74	99	4,63
4.2 Benefícios da Previdência	146,5	7,51	159,6	7,46
4.3 Outras Despesas Obrigatórias	45,8	2,35	47,5	2,22
4.4 Despesas Discricionárias (inclusive PPI)	72,3	3,7	83,4	3,9
5. Discrepância Estatística/Ajuste Metodológico	1,3	0,06		
6. Recursos para o Projeto Piloto Investimentos (PPI)	2,8	0,14	3,3	0,15
7. Resultado Primário - fiscal e seguridade (3 - 4 + 5 + 6)	46,5	2,38	52,4	2,45
8. Resultado Primário Estatais Federais	15	0,77	15	0,7
9. Resultado Primário Estados e Municípios	21,5	1,1	23,5	1,1
10. Resultado Primário Consolidado (7 + 8 + 9)	83	4,25	90,9	4,25

Fonte: Ministério do Planejamento

Para os 2 anos, a meta de superávit primário do setor público consolidado é de 4,25% do PIB e as receitas e despesas primárias estão mantidas como proporção do PIB. No entanto, considerando o aumento da arrecadação federal de janeiro até julho de 2005 (6,10% em termos reais, utilizando-se como deflator o IPCA) e o resultado primário de 5,16% do PIB acumulado nos últimos 12 meses (até julho), a meta de 4,25% do PIB para 2005 provavelmente implicará em um aumento substancial dos gastos como proporção do PIB daqui até o final do ano. Se isto, de fato, ocorrer novamente estaremos repetindo o padrão dos anos anteriores em que o ajuste fiscal será compatível com aumento dos gastos, já que as receitas não param de subir.

O Projeto de Lei Orçamentária para 2006, traz uma novidade introduzida pela LDO que é o limite de 16% do PIB para a arrecadação da receita administrada pela Receita Federal e de 17% do PIB para as despesas correntes primárias (exclusive pagamento de juros, gastos com investimentos e transferências por repartição de receita). No PLO, as despesas correntes primárias totalizam 16,98% do PIB e as receitas federais são previstas em 16,25% do PIB. Portanto, de acordo com a LDO, o governo incluiu a constituição de uma reserva específica no valor de R\$ 4,4 bilhões (0,21% do PIB) para ser gasta em Previdência (se o déficit superar o previsto), Pessoal, Desoneração Tributária e Investimentos, caso as receitas excedam o limite de 16% do PIB.

Os gastos obrigatórios são aqueles determinados pela CF de 1988 ou por lei, mas incluem também gastos, como por exemplo, pessoal e previdência, que, pela sua natureza, são de difícil manejo enquanto que as despesas discricionárias são aquelas ligadas a Atividades, Projetos e Operações Especiais, cujos recursos alocados dependerão da meta de resultado fixada para o ano.

Para 2006, está previsto uma pequena elevação das despesas discricionárias como proporção do PIB (basicamente em projetos sociais de saúde, educação e combate à fome), acompanhada de uma redução dos gastos obrigatórios (basicamente pessoal e

previdência). Mais uma vez, os gastos planejados com investimentos para 2006 são menores como proporção do PIB, como evidenciam os dados da Tabela 7.

Tabela 7: Investimentos do Governo Central

	R\$ bilhões	% PIB
1998	8,13	0,89
1999	6,9	0,71
2000	10,1	0,92
2001	14,6	1,21
2002	10,1	0,77
2003	6,5	0,42
2004	10,7	0,52
2005 (Reprogramação Orçamentária)	14,1	0,72
2006 (PLO)	14,7	0,69

Fonte: Ministério do Planejamento

É evidente que mudar a qualidade do ajuste fiscal requer tempo e exige uma mobilização do governo junto ao Congresso e à sociedade brasileira, tarefa difícil porque obriga a discussão das reformas fiscal e previdenciária, mas que deve constar da agenda deste e dos próximos governos.

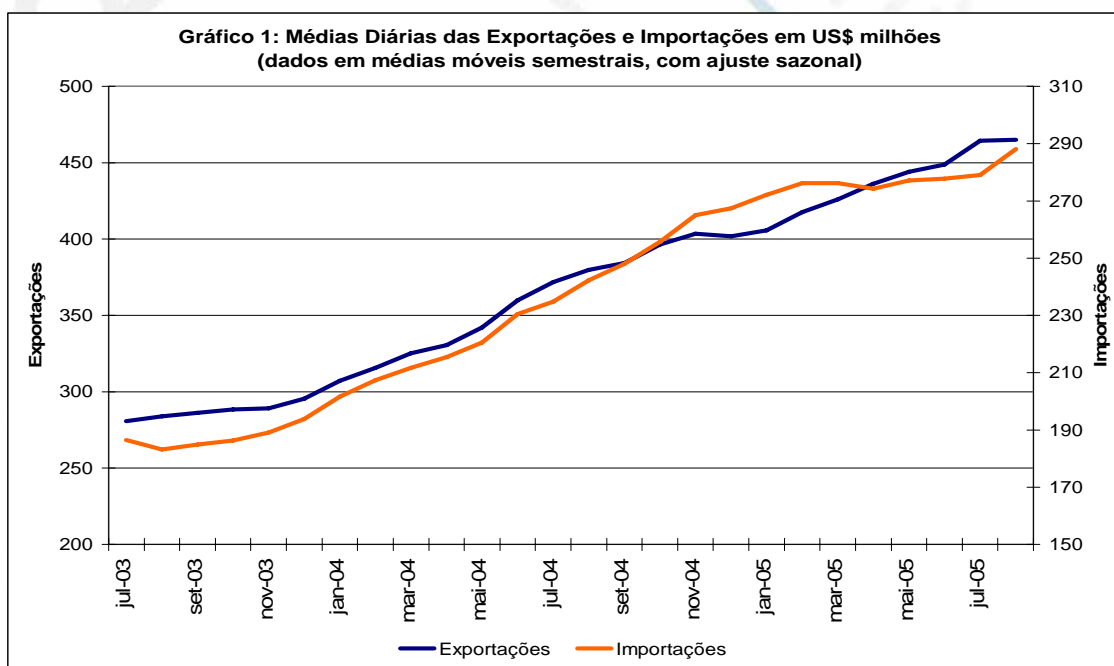
Setor Externo

Eduardo Bastian & Cecília Rutkoski Hoff

Perda de dinamismo das exportações não é conjuntural

A aparente insensibilidade dos resultados das exportações e importações brasileiras à apreciação cambial tem levado o mercado a recalcular para cima as suas projeções para o saldo comercial, ao mesmo tempo em que revisa para baixo as suas expectativas em relação à taxa de câmbio. Na comparação dos Relatórios de Mercado do Banco Central de 16/setembro e 17/junho, chama a atenção que a mediana das expectativas para a taxa de câmbio ao final de 2005 caiu de R\$2,65/US\$ em junho para R\$2,43/US\$ no relatório de setembro, enquanto a expectativa para o saldo comercial subiu de US\$35,0 para US\$40,5 nestes três meses. Estas revisões – que aparentemente seriam um contrasenso à teoria econômica – resultam, em geral, da incorporação dos dados mais recentes, combinados com uma perspectiva de que as tendências observadas nos últimos meses deverão se manter.

De fato, os saldos comerciais estão hoje em um patamar elevado, tornando certa a obtenção de um mega-superávit ao final de 2005 (a nossa projeção é de um saldo de US\$40 bilhões, US\$115,7 de exportações e US\$75,7 de importações), garantindo, desta forma, a confirmação das expectativas de curto prazo – tanto para as contas externas e muito provavelmente para o câmbio. Mas é possível que os fatores que permitiram o desempenho favorável no primeiro semestre não estejam presentes no segundo semestre de 2005 e em 2006, podendo frustrar as expectativas de médio prazo. Fazendo uma análise mais atenta dos dados recentes, pode-se perceber sinais de esgotamento no dinamismo das exportações. O gráfico 1 ilustra este ponto: após uma longa fase de crescimento, as exportações em médias diárias estão estabilizadas.



Deve ser ressaltado, no entanto, que o arrefecimento das exportações apontado no gráfico 1 ainda não é evidência suficiente para comprovar uma mudança na tendência observada nos últimos meses, ou seja, que o ciclo ascendente está chegando ao fim. O próprio gráfico 1 permite perceber que, no final do segundo semestre de 2004 houve também uma acomodação nas exportações, a qual acabou sendo seguida por uma nova fase de expansão. Neste sentido, cabe perguntar se a desaceleração atual difere daquela ocorrida no ano passado. Noutros termos, a questão é entender se devemos ou não esperar que esta estagnação de agora seja seguida por uma nova onda de crescimento, como ocorreu na experiência anterior.

Na tabela 1 podemos nos aproximar da resposta. Como pode ser observado, a estagnação ocorrida no segundo semestre de 2004 se deveu ao mau desempenho das exportações de básicos, tanto em preços como no quantum exportado. Naquele momento as exportações de manufaturados continuavam com fôlego e cresceram (em quantum) a uma taxa anualizada de 34,3% no último trimestre em relação ao trimestre imediatamente anterior. Na estagnação atual, por outro lado, a situação é inversa: enquanto básicos apresentam uma boa performance, as exportações de manufaturados é que estão estacionadas. Apesar de ter apresentado uma melhora nos últimos dois meses, pode-se perceber que o quantum exportado de manufaturados está praticamente no mesmo nível que estava em fevereiro.

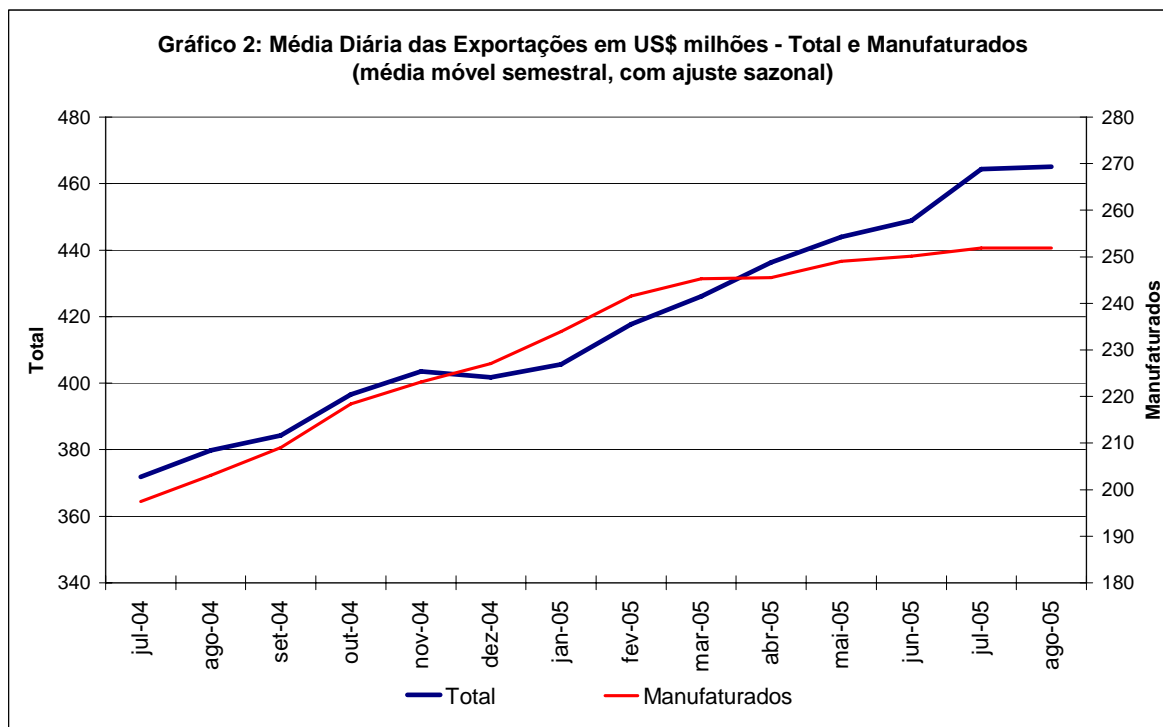
Tabela 1: Exportações por Fator Agregado: valor e quantum*

	Totais		Básicos		Semi-Manufaturados		Manufaturados	
	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum
ago/04	101,6	101,1	102,4	102,9	98,7	97,3	102,3	101,6
set/04	96,5	95,5	90,3	91,4	93,3	90,4	101,8	99,9
out/04	95,1	93,6	86,3	88,0	87,4	84,0	103,4	100,1
nov/04	97,3	95,2	86,1	88,1	93,0	87,9	105,9	101,8
dez/04	103,4	101,1	92,5	96,2	94,2	87,7	112,4	107,6
jan/05	106,1	103,1	95,7	99,9	97,2	89,5	116,5	110,0
fev/05	108,9	105,5	97,2	101,4	100,9	92,8	120,0	112,6
mar/05	108,2	103,8	95,2	98,2	109,6	99,0	118,4	109,8
abr/05	112,8	106,5	103,4	103,0	122,6	107,9	117,0	108,1
mai/05	113,4	104,9	104,8	100,0	123,9	107,2	116,3	106,5
jun/05	116,6	106,3	108,8	99,6	126,7	109,8	118,8	108,3
jul/05	118,2	107,0	113,1	101,5	118,3	104,4	120,6	109,3
ago/05	120,8	108,6	120,0	105,8	108,0	96,4	124,2	111,8

Fonte: FUNCEX.

*Médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal. Base Jul/04=100.

A relevância desta diferença entre os dois períodos é enorme. As exportações de básicos são mais instáveis (porque mais dependentes da evolução dos preços) do que as de manufaturados, de forma que, enquanto a aparente estagnação ocorrida no ano passado foi um problema conjuntural, a atual apresenta traços estruturais. Ou seja, o fato de as exportações de manufaturados estarem paradas e das exportações totais estarem sendo sustentadas pelos preços dos básicos é um sinal de que a presente perda de dinamismo não é um fenômeno passageiro. O gráfico 2 torna mais visível esta diferença entre os dois períodos no que concerne ao desempenho das exportações de manufaturados.



Este panorama das contas externas poderia estar pior se as importações estivessem sinalizando um crescimento forte, mas não é o que os dados mostram. A rigor, o gráfico 1 permite observar uma recuperação, porém ainda insuficiente para comprometer o saldo. Não obstante, os dados da tabela 2 chamam a atenção para o fato do quantum importado ter aumentado na margem em todas as categorias. Neste contexto, é importante destacar o avanço dos bens de consumo duráveis, os quais apresentaram um crescimento anualizado do quantum importado de cerca de 84% no trimestre encerrado em agosto em relação ao trimestre anterior. Outro segmento que registrou crescimento expressivo foi o de bens de capital, cujo quantum importado avançou a uma taxa anualizada de 47% no mesmo período. Este aumento na compra de bens de capital é positivo em termos da trajetória futura do investimento e do crescimento da economia, uma vez que é uma indicação de confiança na continuidade do crescimento. Por outro lado, a aceleração na compra de duráveis nos últimos meses é um sinal de alerta e pode ser um indício de que as importações podem intensificar seu ciclo ascendente.

Tabela 2: Importações por Categoria de Uso*

	Importações Totais		Bens de Capital		Intermediários		Bens de Consumo Duráveis		Bens de Consumo Não Duráveis	
	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum	Valor	Quantum
ago-04	104,1	102,9	102,6	103,4	106,0	104,6	102,1	97,6	100,1	100,9
set-04	102,8	102,0	101,0	106,0	106,8	103,8	100,4	97,2	101,1	101,0
out-04	104,2	101,8	102,1	105,7	109,2	104,2	98,0	93,8	98,5	99,2
nov-04	108,0	104,1	106,5	107,5	113,2	108,1	102,9	105,5	101,8	101,1
dez-04	112,7	107,6	111,2	112,5	116,6	111,6	107,5	110,2	105,0	100,6
jan-05	114,5	109,8	116,9	120,9	118,4	113,8	109,9	112,0	112,6	105,8
fev-05	112,9	108,8	113,7	119,9	114,7	110,0	107,5	109,1	116,5	108,0
mar-05	109,4	104,6	113,7	120,0	109,9	104,7	107,5	115,5	113,8	106,2
abr-05	108,5	101,7	114,6	119,1	109,5	103,4	108,9	116,4	112,8	102,1
mai-05	112,0	102,9	121,1	127,3	112,4	104,7	108,9	115,1	111,1	97,2
jun-05	116,4	105,8	129,9	134,0	118,7	107,7	110,6	113,4	123,8	103,6
jul-05	117,2	106,9	129,6	134,1	118,3	107,6	112,5	121,0	121,0	103,5
ago-05	124,1	112,5	136,2	140,2	123,9	111,9	121,6	134,2	126,1	107,9

Fonte: FUNCEX.

*Médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal. Base Jul/04=100.

Diante deste contexto, cabe perguntar: os movimentos de estagnação das exportações e crescimento das importações podem ser entendidos como reflexo, ainda que tardio, da apreciação cambial? A tabela 3 abaixo mostra que talvez não seja necessário voltar ao nível de taxa de câmbio observado em 2002 e 2003 para garantir um bom desempenho das exportações – isto é, um crescimento em quantum acima do quantum do comércio mundial. Um nível de taxa de câmbio em torno de 120, o equivalente hoje a uma taxa de câmbio nominal de cerca de R\$2,65/US\$, pode ser o suficiente para tanto. Este nível estaria próximo daquele observado em 2001 e na média do primeiro semestre de 2005, sendo que, neste último período, os resultados foram ainda muito favoráveis: as exportações cresceram 24% em valor, ao mesmo tempo em que o comércio mundial cresceu cerca de 14%. Cabe salientar, todavia, que o câmbio em 120 pode ser um piso, uma vez que uma parte das exportações do primeiro semestre de 2005 deve ter sido contratada ainda em 2004 e, portanto, a uma taxa de câmbio mais elevada. Assim, é possível que a taxa necessária para garantir um bom desempenho das exportações seja superior a 120.

Por outro lado, se a taxa de câmbio permanecer no patamar atual, de cerca de R\$2,35/US\$, mantendo-se estáveis as paridades entre as demais moedas que compõem a cesta de moedas e o dólar, a taxa de câmbio real efetiva ficaria num nível de cerca de 106 no segundo semestre de 2005. Trata-se de um nível próximo do observado em 1999, e talvez insuficiente para garantir um crescimento sustentado das exportações brasileiras acima da demanda mundial. A rigor, a estagnação das exportações de manufaturados observada recentemente pode ser explicada por estes dois fatores: uma desaceleração na margem do crescimento do comércio mundial, combinada com uma taxa de câmbio que não permite obter um crescimento das exportações brasileiras acima da demanda mundial. Isso não impede um bom desempenho ao final de 2005, embora este resultado esconda uma dinâmica de exportações distinta entre um semestre e outro.

Tabela 3: Crescimento das Exportações no Brasil e no Mundo

	Exportações em Quantum - var%		Exportações em Valor - var%		Taxa de Câmbio Real Efetiva - Base: jun/94=100
	Mundiais	Brasil	Mundiais	Brasil	
	1998	4,9	3,5	-2,4	
1999	5,6	7,7	3,6	-6,1	106,0
2000	13,2	11,0	12,8	14,7	97,5
2001	-0,3	9,6	-4,2	5,7	120,9
2002	3,5	8,6	4,5	3,7	133,7
2003	5,3	15,7	16,6	21,1	138,5
2004	10,7	19,2	21,1	32,0	136,2
2005*	7,9	10,5	13,8	19,9	112,8
1ºsem/05 ⁽¹⁾	-	12,8	13,9	24,0	118,7

*Projeção.

(1) Em relação ao mesmo período do ano anterior.

Fontes: Dados primários da Funcex, MDIC, FMI e OECD. Elaboração dos autores.

No que diz respeito às importações, se esperaria que as mesmas estivessem crescendo de forma mais acelerada, dado que não existem sinais claros de uma desaceleração mais forte do nível de atividade e que as mesmas tendem a refletir com mais agilidade a

apreciação cambial. É possível, no entanto, que as incertezas em relação à estabilidade da taxa de câmbio em patamares mais apreciados tenha retardado este processo. Diante deste quadro, a combinação atual – de exportações estagnadas e importações a partir de agora respondendo à apreciação cambial – pode levar a resultados ligeiramente inferiores ao que o mercado espera para 2005 e a uma piora mais acentuada em 2006. E dado que os resultados comerciais têm sido um fator determinante da apreciação cambial recente, pois têm se configurado em uma forte âncora para as expectativas, é possível que a incorporação pelo mercado destas mudanças na dinâmica do saldo comercial seja seguida de uma correção para cima da taxa de câmbio. Este tema será discutido com mais detalhe na próxima edição.



Seção Coppead

Ricardo P. C. Leal

Ranking de Práticas de Governança Corporativa

Este breve artigo apresenta rankings de práticas de governança corporativa para as empresas mais líquidas na Bovespa no ano de 2002 para ilustrar a aplicação de um questionário que procura medir a qualidade destas práticas por meio de informações públicas. O questionário foi desenvolvido para o projeto de pesquisa intitulado “*Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)*” apoiado pelo Banco Inter-Americano de Desenvolvimento (BID). Os resultados completos do projeto podem ser encontrados em Leal e Carvalho da Silva (2005): “Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile), Inter-American Development Bank, disponível em <http://www.iadb.org/res/laresnetwork/projects/pr220finaldraft.pdf>.

O projeto visava desenvolver um índice que refletisse a qualidade das práticas de governança corporativa de empresas no Brasil (o IGC). Esta nova métrica foi associada a medidas de valor relativo das empresas. A hipótese geral era de que quanto melhores forem as práticas de governança corporativa, menos sujeitos à expropriação estariam os acionistas minoritários e, portanto, maior seria o valor de mercado das empresas. Sempre é bom frisar que um valor de mercado maior corresponde a um custo de capital menor.

Havia métricas similares, como a desenvolvida pelo Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA), que avalia poucas empresas brasileiras e que tem muitos componentes qualitativos. A intenção foi que nossa métrica avaliasse o maior número possível de empresas para que pudéssemos, pela primeira vez, responder de quanto o valor de uma empresa aumenta quando ela passa a adotar melhores práticas de governança. Outro objetivo era que as perguntas que constituíram o questionário, a partir do qual se apura o valor do índice de cada empresa, fossem respondidas de forma objetiva a partir de informações disponíveis para o público. Com isso, evitamos os vieses naturais de questionários de opinião, além de suas baixas taxas de resposta. O preço que pagamos é que não pudemos abordar todos os aspectos relevantes que envolvem indicadores de boas práticas de governança corporativa porque nem todos podem ser objetivamente avaliados a partir de informações públicas. Além disso, um questionário como o nosso, baseado em respostas do tipo “sim” ou “não” só é capaz de capturar práticas de governança corporativa “no papel” mas é incapaz de fornecer uma avaliação qualitativa sobre se uma empresa que aparece com boa pontuação exerce boas práticas de governança corporativa de fato.

Foi construído um questionário de 24 perguntas (no apêndice 1, em inglês). A resposta a cada pergunta poderia ser zero (não) ou um (sim). Cada resposta positiva está associada a uma medida consistente com as melhores práticas de governança corporativa.

Portanto, o índice podia variar entre 0 e 24. O valor do índice de cada empresa em um determinado ano foi relacionado ao valor de mercado relativo da empresa, em uma amostra de mais de 200 empresas listadas na Bovespa, dependendo do ano.

Foram analisados os anos de 1998, 2000 e 2002. O IGC manteve uma relação positiva e significativa com o valor de mercado da empresa. Uma melhora na pontuação de uma empresa com a menor pontuação no índice para uma pontuação equivalente à da empresa com a maior pontuação levaria a um aumento de 95% no valor de mercado da companhia típica em 2002. Um aumento de 1 ponto no índice da empresa típica levaria a um aumento de 6,8% no valor de mercado de sua ação. Este resultado foi submetido a diversas análises para verificar sua robustez e ele manteve-se após novas formulações econométricas e novas definições das variáveis principais. Os testes de robustez enfraqueceram a intensidade da relação mas ela não desapareceu. Nós responderíamos com um sonoro “sim” quando perguntados se melhores práticas de governança corporativa aumentam o valor da empresa no Brasil.

Os resultados para toda a amostra mostram que os níveis do índice de práticas de governança corporativa (IGC) melhoraram com o tempo. A pior empresa em 2002 obteve um índice de 5 a melhor de 19 e a média foi 10. Os valores parciais do índice indicam que as empresas brasileiras se saem melhor em transparência do que em outros aspectos da governança corporativa, como práticas de conselho, direitos dos acionistas em geral e mecanismos para lidar com conflitos de interesse.

A seguir apresentamos uma análise estatística do índice de práticas para as empresas mais líquidas em 2002.

Análise Estatística Resumida para 2002

Concentramos nossa análise apenas nas 50 empresas com maior índice de liquidez (IL) calculado pela Bovespa em dezembro de 2002. A razão de analisarmos somente as 50 mais líquidas para a Bovespa é que acreditamos que empresas que não oferecem liquidez para seus acionistas minoritários já apresentam um problema crucial no relacionamento com estes acionistas. O IL da 50ª empresa é de 0,1, o que significa que ela corresponderia, na melhor das hipóteses, a 0,1% do volume total negociado em bolsa em dezembro de 2002.

A Tabela 1 apresenta nossas estatísticas descritivas. A pontuação média do IGC foi de 12,4 pontos em 24 pontos possíveis (51,8 pontos em 100). A relação das empresas com sua pontuação encontra-se no apêndice 2. A média e a mediana indicam que a pontuação das empresas brasileiras não é alta. A dispersão dos retornos fica entre um mínimo de 6 e um máximo de 19 mas 50% das observações encontra-se entre 11 e 14. É interessante notar que há certa simetria na distribuição da pontuação uma vez que a distância entre o mínimo (6) e o 1º quartil (11) é a mesma que entre o 3º quartil (14) e o máximo (19).

O IGC foi dividido em 4 sub-índices com pontuação igual a 6 (veja a Tabela 1). O primeiro deles foi chamado de “Disclosure”. Nós não traduzimos “disclosure” por transparência porque entendemos que o significado não é exatamente o mesmo. Uma empresa pode divulgar muitas informações sem ser muito transparente. Em termos relativos, foi neste quesito que as empresas da amostra atingiram sua maior pontuação,

77,7 em 100 pontos. As empresas brasileiras parecem se sair melhor em “disclosure” do que nas demais dimensões das práticas de governança corporativa consideradas no IGC com 75% das empresas pontuando acima de 66,7 em 100. Nas demais dimensões, a pontuação no quesito “Conselho” foi a melhor (46,3 em 100), seguida do quesito “Conflitos de Interesse” e “Direitos dos Acionistas”. Talvez as práticas de disclosure estejam mais desenvolvidas do que as demais práticas no Brasil uma vez que se regulamentou o disclosure, pelo menos, desde a introdução da Lei 6404 em 1976.

Em termos de dispersão, a maior foi no quesito “Conselho” e a menor no quesito “Disclosure”. Ou seja, há consistência em termos de disclosure aos acionistas e, em termos de práticas de conselho, há uma grande dispersão em sua adoção.

IGC Reduzido

Nós calculamos um IGC reduzido (IGCR) excluindo as perguntas que pouco discriminaram entre as empresas. O IGCR resultou em 17 perguntas. Os resultados obtidos com o IGCR estão resumidos na Tabela 1. O IGCR apresenta média de 8,2 (48,5 pontos em 100), muito próxima à do IGC original (de 51,8 pontos em 100). O grau de dispersão entre os quartis também é bastante similar ao do IGC mas a distribuição do índice reduzido é maior nos extremos, particularmente entre o 3º quartil e o máximo, indicando que um pequeno conjunto de empresas se sai bem melhor do que as demais.

Conclusão e Destaques

A análise acima mostra que o número de empresas que adotam muitas das boas práticas de governança corporativa é pequeno e que ainda há muito que melhorar mesmo entre as empresas mais líquidas da Bovespa. As empresas brasileiras se saem melhor no quesito disclosure mas tem muito a melhorar nas demais práticas de governança corporativa.

Entre as empresas estudadas, podemos destacar as dez melhores no índice geral no apêndice 2 além das 5 melhores em cada sub-índice. No sub-índice disclosure, destacamos Sabesp, Net, Marcopolo, Klabin e Embraer. No sub-índice “Conselho”, destacamos Sabesp, Bradespar, Celesc, Siderúrgica Tubarão e Petrobras. No sub-índice “Conflitos de Interesse” destacamos Sabesp, Telemar, Siderúrgica Nacional, Ipiranga e Souza Cruz. Finalmente, no sub-índice “Direitos dos Acionistas”, destacamos Braskem, Net, Acesita, Ambev e Cemig.

É importante ressaltar que nossos índices refletem apenas a existência ou não de certas características consideradas como boas práticas por meio de informações públicas das empresas e não pode medir as reais práticas das empresas que não são retratadas pelo que está no papel e é declarado publicamente.

Tabela 1:

Estatísticas descritivas do Índice de Governança Corporativa (IGC) para as 50 empresas mais líquidas na Bovespa em dezembro de 2002 calculado por meio do questionário mostrado no Apêndice para o ano de 2002. O IGC foi dividido em 4 sub-índices: "Disclosure"; "Conselho"; "Conflitos de Interesse" e "Direitos dos Acionistas". IGC Reduzido é um subconjunto de 17 perguntas do questionário original entre as que mais discriminaram entre as empresas. O número em parêntesis é a pontuação percentual em uma escala de 0 a 100.

Estatística	IGC (24 pontos)	IGC Reduzido (17 pontos)	Disclosure (6 pontos)	Conselho (6 pontos)	Conflitos de Interesse (6 pontos)	Direitos dos Acionistas (6 pontos)	Índice de Liquidez Bovespa
Média	12.4	8.2	4.7	2.8	2.5	2.4	1.4
Mínimo	51.8	48.5	77.7	46.3	42.3	40.7	0.1
1º quartil	6.0	5.0	3.0	0.0	0.0	1.0	0.3
Mediana	25.0	29.4	50.0	0.0	0.0	16.7	0.8
3º quartil	11.0	7.0	4.0	2.0	2.0	2.0	1.7
Máximo	45.8	41.2	66.7	33.3	33.3	33.3	10.3
DP	12.5	8.0	5.0	3.0	3.0	2.0	1.8
	52.1	47.1	83.3	50.0	50.0	33.3	
	14.0	9.0	5.0	3.0	3.0	3.0	
	58.3	52.9	83.3	50.0	50.0	50.0	
	19.0	13.0	6.0	6.0	5.0	6.0	
	79.2	76.5	100.0	100.0	83.3	100.0	
	2.4	2.0	0.8	1.3	0.9	1.1	

Apêndice 1: Index Questions Applied to Brazilian Companies

Each question corresponds to a “yes” or “no” answer. If the answer is “yes”, then the value of 1 is attributed to the question, otherwise the value is 0. The index is the sum of the points for each question. The maximum index value is 24. Index dimensions are simply for presentation purposes and there is no weighing among questions. All questions are answered from public information disclosed by listed companies and not by means of potentially subjective interviews. Sources of information are company filings, charters, and annual reports, for example, made available by Infoinvest.com.br

		% of “No” Answers		
		2002	2000	1998
<i>Disclosure</i>				
1	Does the company’s annual report, website or publicly disclosure include substantial and factual information about potential conflicts of interest such as third party transactions?	3.7	4.5	5.7
2	Does the company specify in its charter, annual reports or other means sanctions against management in the case of violations of its desired corporate governance practices?	95.0	98.5	98.9
3	Does the company produce its legally required financial reports by the required date?	5.8	3.7	2.8
4	Does the company use an international accounting standard (IASB or US GAAP)?	69.0	73.4	76.3
5	Does the company use one of the leading global auditing firms?	24.8	22.5	24.4
6	Does the company disclose in its website or annual report compensation information for the CEO and board members?	16.5	18.4	18.7
<i>Board composition and functioning</i>				
7	Are the Chairman of the Board and the CEO different persons?	36.4	36.7	33.9
8	Does the company have monitoring committees such as a compensation and/or nominations and/or audit committee?	86.4	90.6	88.7
9	Is the board clearly not made up of a majority of corporate insiders and controlling shareholders?	69.4	72.6	78.3
10	Is the board size between 5 and 9 members, as recommended by the IBGC Code of Best Practices?	37.6	38.2	38.2
11	Do board members serve consecutive one-year terms, as recommended by the IBGC Code of Best Practices?	71.1	75.7	79.2
12	Is there a permanent Fiscal Board?	77.7	78.7	76.7
<i>Ethics and Conflicts of Interest</i>				
13	Is the company free of any undergoing inquiries at CVM regarding the company’s potential governance malpractices?	4.1	3.7	3.5
14	Is the company free of any CVM rulings convicting and/or fining the company for governance malpractices or other securities law violations in the last five years?	1.2	0.7	0.7
15	Does the company submit to arbitration in place of regular legal procedures in the case of corporate governance mal practices?	96.7	100	100
16	Do ultimate controlling shareholders, considering shareholder agreements, own less than 50% of the voting shares?	75.2	75.3	75.6
17	Is the percentage of non-voting shares in total capital less than 20%?	77.1	79.8	80.6
18	Is the ultimate controlling shareholders’ ratio of cash-flow rights to voting rights greater than 1?	88.0	91.0	89.4
<i>Shareholder rights</i>				
19	Does the company charter or verifiable actions facilitate the process of voting to all shareholders beyond what is legally required?	93.8	94.4	95.8
20	Does the company charter grant additional voting rights beyond what is legally required?	85.5	88.0	89.8
21	Does the company grant tag along rights beyond what is legally required?	86.4	98.9	100
22	Are pyramid structures that decrease control concentration present?	40.9	40.4	45.6
23	Do shareholder agreements that decrease control concentration exist?	82.2	83.1	82.7
24	Is the free-float greater than or equal to what is required in Bovespa’s Level I trading list (25%)?	30.2	27.0	22.3

Apêndice 2: Relação de empresas e sua pontuação

Empresa	IGC	IGCR	IGC-Discl	IGC-Cons	IGC-Etica	IGC-Direit	IL
Sabesp ON	19	9	6	6	5	2	12.549
Braskem PNA	17	8	5	4	2	6	0.1926
Net PN	16	9	6	3	3	4	15.258
Bradespar PN	16	8	5	5	3	3	0.7326
Celesc PNB	15	11	3	5	3	4	0.3772
Brasil Telecom PN	15	9	5	4	3	3	21.941
Sid Tubarao PN	15	9	5	5	2	3	0.6281
Brasil T Par PN	15	8	5	4	3	3	19.868
Ambev PN	15	8	5	4	2	4	12.028
Marcopolo PN	15	8	6	2	3	4	0.1413
Itausa PN	14	11	5	2	3	4	10.748
Klabin PN	14	10	6	5	2	1	0.1322
Sadia SA PN	14	9	5	3	3	3	0.4483
Aracruz PNB	14	8	5	3	3	3	0.6552
Acesita PN	14	6	5	3	1	5	0.7646
Embratel Part PN	13	13	5	3	3	2	57.226
Cemig PN	13	11	5	2	2	4	25.462
Petrobras PN	13	9	4	5	3	1	66.425
Vale Rio Doce PNA	13	9	4	4	3	2	22.176
Tele Centroeste Cel PN	13	9	5	3	3	2	15.796
Telemar-Tele NL Par PN	13	8	4	3	4	2	102.697
Eletrobras PNB	13	6	5	3	3	2	26.369
Embraer PN	13	6	6	2	2	3	21.717
Sid Nacional ON	13	6	3	3	4	3	14.414
Telemig Celul Part PN	13	5	5	3	3	2	0.9597
Gerdau PN	12	12	5	2	2	3	14.778
Lojas Americanas PN	12	11	5	3	2	2	0.2414
Telesp Cel Part PN	12	10	4	3	3	2	37.823
Cesp PN	12	10	5	3	2	2	0.3484
Confab PN	12	10	4	5	2	1	0.2293
Tele Norte Celular PN	12	6	5	2	3	2	0.1956
Copel PNB	12	5	5	2	2	3	17.704
Tele Leste Celular PN	11	9	4	2	3	2	0.3752
Comgas PNA	11	8	4	2	2	3	0.2639
Votorantim C P PN	11	7	5	2	2	2	0.4013
Gerdau Met PN	11	7	5	2	2	2	0.2916
Ipiranga Pet PN	11	5	4	2	4	1	0.1590
Belgo Mineira PN	11	7	5	3	2	1	0.1207
Coteminas PN	10	12	5	0	2	3	0.1944
Usiminas PNA	10	8	4	1	3	2	12.533
Eletropaulo Metropo PN	10	8	4	2	2	2	0.9868
Souza Cruz ON	10	8	4	1	4	1	0.7890
Tele Celular Sul PN	10	7	5	3	0	2	23.188
Telemar N. Leste PNA	10	7	5	1	3	1	18.686
Pao de Acucar PN	10	6	5	1	2	2	0.4099
Fosfertil PN	10	6	4	1	3	2	0.1620
Transmissao Paulist PN	9	9	3	3	2	1	0.3439
Tele Nordeste Celul PN	9	7	4	1	2	2	0.7722
CRT Celular PNA	9	5	4	2	2	1	0.7430
Bombril PN	6	9	3	1	0	2	0.1549