

Economia & Conjuntura

Apresentação

Antonio Licha

O desempenho frustrante do PIB no segundo trimestre de 2006 tornou claro que a economia brasileira terá em 2006 mais um ano de crescimento baixo. Assim, os prognósticos para 2006 e 2007 têm sido revisados para baixo nos últimos meses e reforçam a percepção de que não é fácil crescer de forma vigorosa nos próximos anos.

De qualquer forma, o nível de atividade vem se recuperando acompanhando a redução na taxa de juros SELIC como é destacado no Panorama Macroeconômico. Dos pontos podem ser destacados: a expansão ao longo deste ano será maior do que a taxa de crescimento média anual (devido a um carry-over negativo) e a demanda doméstica deve crescer mais do que a produção. Este segundo aspecto pode ser explicado por uma redução de estoques (mercadorias produzidas antes e vendidas neste ano) ou pela redução das exportações líquidas de bens e serviços (destinando para o mercado interno mercadorias que antes eram exportadas e substituindo produção local por produtos importados). Desses dois determinantes, a redução das exportações líquidas parece ser o principal responsável pelo baixo crescimento do PIB em 2006, o que, por sua vez, é explicado pela apreciação da taxa de câmbio que começou no final de 2004.

Desta forma, a taxa de câmbio é o determinante fundamental na explicação para o resultado frustrante do crescimento de 2006, apesar de indicadores financeiros favoráveis (risco país baixo e taxa de juros SELIC e de um ano em queda) e de uma evolução favorável nas projeções para inflação e balança comercial (explicada pela evolução favorável dos termos de troca).

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



Equipe do Grupo de Conjuntura

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

Editor Responsável

Antonio Luis Licha – licha@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

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

Colaboradores

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

Estagiários

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

Contato

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

Índice

	Página
Panorama Macroeconômico	6
Projeções do Grupo de Conjuntura	14
Nível de Atividade Industrial	15
Investimento	20
Inflação	23
Crédito	27
Política Fiscal	31
Setor Externo	38

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

O comportamento dos indicadores financeiros de expectativas no período recente – marcado pelo agravamento das tensões políticas na reta final da campanha eleitoral – tem sido uma clara indicação da blindagem atual da economia em relação ao cenário político: taxa de câmbio estável, taxa de juros de 1 ano em queda e diferença entre o risco Brasil e o risco dos emergentes menor do que estava há algumas semanas (como evidencia a tabela 1). Por sua vez, no que se refere ao desempenho da economia brasileira no restante deste ano e em 2007, as projeções do mercado para a inflação, balança comercial e taxa Selic têm evoluído favoravelmente nas últimas semanas. Mas os prognósticos para o PIB em 2006 e 2007 têm sido cada vez mais pessimistas, e reforçam a percepção de que criar condições para a economia crescer de forma mais vigorosa será o grande desafio do próximo governo.

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\$
07/03/2006 ⁽²⁾	229	197	16,24	2,17	15,10	10,23	4,72	61,17
18/04/2006 ⁽²⁾	231	189	22,22	2,13	14,58	9,99	4,98	72,51
30/05/2006 ⁽²⁾	280	216	29,63	2,32	15,68	11,02	5,08	71,05
18/07/2006 ⁽²⁾	242	210	15,24	2,20	14,55	9,73	5,13	74,36
29/8/2006 ⁽²⁾	226	195	15,90	2,14	14,19	9,26	4,78	69,86
21/0/2006	231	208	11,06	2,16	13,46	8,99	4,60	60,45

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

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

Com o desempenho frustrante do PIB no segundo trimestre – crescimento de apenas 0,5% em relação ao trimestre imediatamente anterior, de 2,2% no acumulado do ano, e de 1,7% nos últimos 4 trimestres relativamente aos 4 trimestres anteriores – tornou-se claro que a economia brasileira terá, em 2006, mais um ano de baixo crescimento. Não obstante a redução em curso da taxa de juros, os aumentos significativos da massa salarial e do crédito neste ano, e a política fiscal expansionista (forte expansão do gasto público acompanhada de redução do superávit primário), o crescimento do PIB será mais modesto do que vinha sendo projetado, tendo sido revisto para 3,2% pelo Grupo de Conjuntura e para 3,1% pelo mercado. De todo modo, dois aspectos do desempenho do PIB em 2006, examinados em seguida, devem ser ressaltados: i) a expansão do PIB ao

longo do ano (segundo semestre 06/segundo semestre 05 ou quarto trimestre 06/quarto trimestre 05) será, ao que tudo indica, significativamente maior do que a sua taxa de crescimento anual (ano contra ano); ii) a demanda doméstica (consumo mais investimento) crescerá bem mais do que o PIB neste ano.

Embora o crescimento do PIB no segundo trimestre (relativamente ao trimestre imediatamente anterior) tenha sido muito baixo (0,5%), este mau resultado deve ser relativizado. Na verdade, oscilações significativas nas taxas de crescimento do PIB trimestral têm sido comuns em períodos de expansão da economia. Por esta razão, médias móveis semestrais (obtidas pelos índices dessazonalizados do PIB trimestral) acabam dando uma idéia melhor da evolução na margem da atividade econômica. Utilizando-se este critério, percebe-se, na tabela 2, que a taxa de crescimento do PIB no primeiro semestre de 2006 relativamente ao semestre imediatamente anterior foi de 2,1%, ou 4,2% em termos anualizados. Assim, uma das regularidades empíricas mais marcantes do desempenho da economia brasileira nos últimos anos vem, mais uma vez, se confirmando: a sensibilidade da atividade econômica à trajetória da taxa de juros. Como sempre tem ocorrido, com a taxa Selic em queda (desta vez desde setembro de 2005), a economia reage positivamente e o PIB começa a crescer na margem a um bom ritmo.

Tabela 2: Taxas de Crescimento do PIB e da FBCF por Semestre

	Variação % (semestre encerrado no mês indicado/semestre imediatamente anterior) ¹	
	PIB	FBCF
2003 Jun	-1,0	-6,1
Set	-0,4	-8,1
Dez	1,3	0,3
2004 Mar	2,8	7,9
Jun	3,1	7,4
Set	2,7	7,8
Dez	2,1	6,1
2005 Mar	1,3	-1,9
Jun	1,2	-2,5
Set	0,9	2,6
Dez	0,1	2,2
2006 Mar	1,2	3,1
Jun	2,1	3,4

Fonte: IBGE

(1) Calculado a partir da série do PIB trimestral com ajuste sazonal

Outro ponto importante a destacar sobre a relação entre taxa de juros e atividade econômica é que, como evidencia a tabela 2, a sensibilidade do investimento (FBCF) à trajetória da taxa Selic tem sido maior do que a do PIB. Períodos de aumento da taxa Selic têm se caracterizado por um desempenho bastante negativo (e pior do que o do PIB) da FBCF, enquanto nos ciclos de queda da taxa Selic verifica-se o inverso. E isto está ocorrendo novamente no ciclo atual de redução da taxa de juros: entre o segundo semestre de 2005 e o primeiro semestre de 2006, a FBCF cresceu 3,4% (6,9% anualizado), taxa expressiva e bem superior ao aumento de 2,1% do PIB no mesmo

período. Assim, a despeito dos diversos fatores de desestímulo ao investimento atualmente existentes (juros altos, carga tributária muito elevada, câmbio apreciado, etc), a resposta da FBCF à queda da taxa de juros tem sido positiva. Como nos períodos de alta da taxa Selic o recuo do investimento tem sido muito forte, a taxa de investimento ainda se encontra em nível baixo e distante do requerido para garantir o crescimento sustentado do PIB a taxas mais elevadas (em torno de 5% aa). Mas a tabela 2 mostra que a FBCF vem reagindo bem – como ocorreu em ciclos anteriores de redução da taxa Selic -, o que não deixa de ser um resultado animador.

É verdade, porém, que no ciclo atual de redução da taxa Selic a expansão do PIB tem sido nitidamente inferior à observada no ciclo anterior de queda dos juros, iniciado em junho de 2003. Como evidencia a tabela 2, entre março e setembro de 2004 (respectivamente, 9 e 15 meses após o início da redução da taxa Selic), as taxas de crescimento do PIB semestre/semestre imediatamente anterior permaneceram muito elevadas, variando entre 2,7 (setembro) e 3,1% (junho) – portanto, entre 5,5% e 6,3% em termos anualizados. Já agora em junho de 2006, passados 9 meses do início da redução da taxa Selic, o crescimento semestral do PIB foi de 2,1%, e não se espera que fique muito acima disto no restante do ano. Na verdade, nas projeções para o crescimento do PIB em 2006, apresentadas na tabela 3, o crescimento implícito no segundo semestre (relativamente ao semestre imediatamente anterior) é de 1,9% no caso de projeção do mercado e de 2,1% na projeção do Grupo de Conjuntura – ou seja, levemente inferior ou igual ao do primeiro semestre. São estas taxas de expansão no segundo semestre que produziram o crescimento do PIB em 2006 de 3,1% previsto pelo mercado, ou de 3,2% projetado pelo Grupo de Conjuntura.

Tabela 3: Projeções para o Crescimento do PIB

	2006		2007	
	Crescimento Previsto (a)	Crescimento no 2º Semestre (relativamente ao semestre anterior) Requerido para (a)	Crescimento Previsto (b)	Crescimento médio Semestre/semestre anterior (relativamente ao semestre anterior) Requerido para (b)
Mercado	3,1	1,9	3,5	1,7
Grupo de Conjuntura	3,2	2,1	4,0	1,9

Fonte: Banco Central, Grupo de Conjuntura

De todo modo, tanto na projeção do mercado quanto na do Grupo de Conjuntura para o crescimento do PIB em 2006, a expansão do PIB acumulada nos dois semestres do ano ainda se daria a um ritmo bem razoável: de 4% para o mercado e de 4,2% para o Grupo de Conjuntura. Portanto, de acordo com estas projeções, se a taxa anual de crescimento neste ano vai ficar mais próxima de 3% do que de 4%, isto decorrerá basicamente do carry-over desfavorável de 2005 para 2006 (pelo fato do PIB dessazonalizado do segundo semestre de 2005 ter sido praticamente igual ao do semestre imediatamente anterior). Já de 2006 para 2007, o carry-over seria bem mais favorável. E é por esta razão que, nas projeções da tabela 3, o crescimento do PIB em 2007 é superior ao de 2006 (chegando a 3,5% para o mercado e a 4% para o Grupo de Conjuntura). Note-se, na tabela 3, que, a despeito destas taxas anuais mais elevadas em 2007, as taxas de expansão do PIB ao longo do próximo ano, implícitas nas projeções do mercado e do Grupo de Conjuntura, seriam inferiores às deste ano (taxas acumuladas nos dois semestres de 2007 de, respectivamente, 3,4% e 3,8% contra 4% e 4,2% em 2006).

Mesmo com as ressalvas de que i) o crescimento em 2006 será prejudicado pelo carry-over de 2005 para 2006 e ii) a expansão do PIB ao longo do ano provavelmente ficará em torno de 4%, o desempenho do PIB neste ano não deixa de ser frustrante. Como já destacado, o ritmo de expansão do PIB na margem vem sendo bem inferior ao observado no ciclo anterior de redução da taxa Selic (2003/2004), a despeito da flexibilização significativa em curso das políticas monetária e fiscal e do aumento expressivo da massa salarial e do crédito. A que atribuir este desempenho do PIB abaixo do esperado?

Um aspecto que chama a atenção no desempenho recente do PIB é que, como se observa na tabela 4, a demanda doméstica (consumo mais investimento) vem crescendo bem mais do que o PIB. Note-se, em particular, que na taxa acumulada do primeiro semestre de 2006 (contra igual período do ano anterior), enquanto o PIB cresceu apenas 2,2%, a expansão da demanda doméstica foi de 3,9%. Além disso, excluindo-se da demanda doméstica o consumo do governo (que reflete uma decisão de política fiscal), e considerando-se apenas os componentes da demanda doméstica (consumo das famílias e investimento) diretamente afetados pela taxa de juros, o seu comportamento foi ainda melhor: crescimento no primeiro semestre de 4,4%. Como o principal efeito negativo esperado da taxa de juros (ainda muito elevada) sobre o crescimento é o de conter a demanda doméstica, o comportamento razoavelmente positivo desta certamente minimiza a responsabilidade da taxa de juros no baixo crescimento deste ano. A questão que se coloca, então, é: se a demanda doméstica vem crescendo a um ritmo bem razoável, porque o PIB não vem tendo o mesmo desempenho?

Tabela 4: Taxas de Crescimento da Demanda Doméstica e do PIB

	Consumo			Demanda Doméstica		
	Famílias	Governo	FBCF	Total	Exclusive Consumo do Governo	PIB
I) Últimos 4 trimestres/4 trimestres imediatamente anteriores						
1999 IV	-0,40	2,44	-7,24	-1,20	-2,05	0,79
2000 IV	3,84	1,27	4,46	3,47	3,98	4,36
2001 IV	0,51	0,93	1,03	0,69	0,64	1,29
2002 IV	-0,41	1,30	-4,18	-0,82	-1,33	1,91
2003 IV	-1,52	1,27	-5,13	-1,63	-2,39	0,54
2004 IV	4,06	0,10	10,94	4,52	5,70	4,94
2005 IV	3,13	1,56	1,61	2,50	2,73	2,28
2006 II	3,45	1,46	2,94	2,94	3,31	1,70
II) 1º semestre de 2006 (contra igual período do ano anterior)	3,84	1,86	5,86	3,89	4,37	2,21

Fonte: IBGE e grupo Conjuntura

O fato da demanda doméstica estar crescendo mais que o PIB levanta duas possibilidades: i) redução de estoques, com a demanda sendo atendida pela produção realizada em período anterior; ii) redução das exportações líquidas de bens e serviços, com o redirecionamento para o mercado interno de uma parcela do PIB que atendia a demanda externa. Como se percebe na tabela 5 - que mostra a contribuição da demanda doméstica, da variação de estoques e das exportações líquidas para o crescimento do PIB -, estes dois fatores (estoques e exportações líquidas) têm estado presentes, com intensidades variáveis, nas diferenças entre taxas de crescimento da

demanda doméstica e do PIB que vêm sendo observadas. Mas se o objetivo é analisar, em particular, a diferença entre as taxas de crescimento da demanda doméstica (3,9%) e do PIB (2,2%) no primeiro semestre de 2006 (relativamente ao mesmo período de 2005), a tabela 5 sugere que esta se deve, sobretudo, à contribuição negativa das exportações líquidas para o crescimento do PIB. E foi também este fator o principal responsável pela desaceleração do crescimento do PIB (no acumulado de quatro trimestres) entre o quarto trimestre de 2005 e o segundo trimestre de 2006 (de, respectivamente, 2,3% para 1,7%).

Tabela 5: PIB - Contribuição ao Crescimento

I) Últimos 4 trimestres/4 trimestres imediatamente anteriores	Demanda Doméstica ^(a)	Variação de Estoques ^(b)	Exportações Líquidas ^(c)	PIB (a+b+c)
1999 IV	-1,21	-0,17	2,17	0,79
2000 IV	3,47	1,17	-0,29	4,36
2001 IV	0,69	-0,46	1,07	1,29
2002 IV	-0,81	-0,01	2,74	1,91
2003 IV	-1,57	0,44	1,67	0,54
2004 IV	4,27	-0,47	1,14	4,94
2005 IV	2,34	-0,89	0,83	2,28
2006 II	2,78	-0,98	-0,10	1,70
II) 1º semestre de 2006 (contra igual período do ano anterior)	3,65	-0,36	-1,09	2,21

Fonte: IBGE

De todo modo, a tabela 5 sugere que nos últimos trimestres estaria havendo uma redução sistemática de estoques, com impacto negativo sobre o crescimento do PIB. Neste caso, porém, é de se esperar que em algum momento à frente – possivelmente no segundo semestre deste ano e/ou ao longo de 2007 – este comportamento dos estoques seja revertido. Quando isto ocorrer, a recomposição de estoques passará a contribuir para elevar a taxa de crescimento do PIB, ao invés dos estoques atuarem como um fator de contenção do crescimento, como tem se verificado.

No que se refere à redução da contribuição das exportações líquidas para o crescimento, a questão é saber se isto está ocorrendo porque: i) o crescimento do PIB está travado por restrições de oferta (insuficiência de capacidade produtiva); ii) a apreciação cambial está prejudicando a competitividade do país, desestimulando as exportações em volume, ou levando ao deslocamento da produção doméstica para bens importados. Na primeira hipótese, não havendo como atender ao aumento da demanda com expansão da produção (nem com redução de estoques), a consequência seria uma redução das exportações líquidas em % do PIB (ou a emergência de pressões inflacionárias). Contudo, os indicadores mais recentes sobre a utilização da capacidade instalada na indústria (FGV e CNI) mostram que o nível dessazonalizado atual de utilização de capacidade, embora relativamente elevado pelos padrões históricos, encontra-se próximo da média do primeiro semestre de 2005 e abaixo da do segundo semestre de 2004. E não sugerem, de modo algum, que a falta de capacidade produtiva venha sendo uma restrição muito importante ao crescimento neste ano. Muito mais relevante para a redução da contribuição das exportações líquidas ao crescimento do PIB, e para o fato deste estar sendo inferior ao da demanda doméstica, parece estar sendo o impacto do câmbio apreciado sobre as exportações e as importações em volume.

Embora o impacto negativo da apreciação cambial sobre a atividade econômica venha sendo destacado por muitos analistas, a interpretação dominante sobre as razões do baixo crescimento atual têm privilegiado outros aspectos. Argumenta-se que a economia brasileira se defronta hoje com restrições poderosas ao aumento do investimento e ao crescimento do produto potencial, tais como os juros ainda muito altos, a carga tributária excessivamente elevada, a precariedade da infra-estrutura e a falta de um marco regulatório adequado para atrair investimentos para o setor, e, de modo geral, o ambiente desfavorável para os negócios no país. De fato, é legítimo supor que persistindo estas condições adversas para o investimento, a evolução do produto potencial não permitirá que o país cresça, de forma sustentada, a taxas mais expressivas (digamos, de 5% aa). Mas responsabilizar estes fatores pelo baixo crescimento atual significa dizer que o produto potencial está travando desde já o crescimento, o que não parece ser o caso. Em 2006, a demanda doméstica deverá crescer perto de 4,5%, taxa de expansão semelhante à de 2004 (como mostra a tabela 4), ano em que o PIB teve um desempenho bastante bom (cresceu 4,9%). Se o PIB vai crescer bem menos do que isto neste ano (em torno de 3%) parece ser muito mais pelo efeito negativo da apreciação cambial sobre as exportações líquidas do que por restrições de oferta (insuficiência de capacidade produtiva).

Indicadores mais recentes (início do segundo semestre) sobre a atividade econômica e o comportamento das exportações e das importações em volume, apresentados nas tabelas 6 e 7, continuam reforçando a idéia de que neste ano: i) está havendo um nítido descompasso entre demanda doméstica e oferta; ii) o desempenho das exportações e das importações pode estar sendo uma restrição relevante ao crescimento. Segundo a tabela 6, no acumulado do ano até julho, enquanto a produção industrial cresceu apenas 2,7%, o aumento das vendas do comércio varejista foi de 5,2%, o da massa salarial (neste caso até agosto) de 6,5%, e os indicadores de investimento tiveram excelente desempenho, com expansão de 10,1% do consumo aparente de bens de capital e de 5,1% da construção civil. Por sua vez, como se percebe na tabela 7, as taxas de crescimento em 12 meses mostram, entre dezembro de 2004 e agosto de 2006, uma desaceleração das exportações de manufaturados muito forte e mais intensa do que a da produção industrial como um todo (comportamento indicado na tabela 7 pela queda, neste período, da relação entre as taxas de crescimento destas exportações e da produção industrial). E, do final do ano passado para cá, enquanto a taxa de crescimento em 12 meses das importações (totais e de bens intermediários) vem subindo de forma expressiva, a da produção industrial continuou em queda, divergência de trajetórias que pode estar refletindo um deslocamento da produção doméstica por bens importados.

Tabela 6: Produção Industrial e Indicadores da Demanda Doméstica

	Var % Acumulada no ano (até julho)	Var % em 12 Meses (Julho)
I) Indústria Geral	2,7	2,2
Bens de Capital	5,5	5,1
Bens Intermediários	1,9	1,0
Bens de consumo	3,7	3,5
Duráveis	6,6	6,2
Não-Duráveis	2,8	2,8
II) Indicadores de Demanda Doméstica		
II.1) Consumo		
Vendas do Comércio Varejista	5,2	5,1
II.3) Massa Salarial Real Habitualmente Recebida*	6,5	5,9
II.2) Investimento	7,2	6,0
Construção civil	5,1	3,5
Consumo Aparente de Bens de capital	10,1	9,6

Fonte: IBGE

*Dados até Agosto

Tabela 7: Crescimento das Exportações, das Importações e da Produção Industrial

	Exportações (quantum)		Importações (quantum)		Produção Industrial ^(d)	(a)/(d)	(b)/(d)	(c)/(d)
	Manufaturados ^(a)	Total ^(b)	Bens Intermediários ^(c)	Total ^(b)				
I) Var % em 12 meses								
dez/04	26,1	18,1	21,0	8,3	3,1	2,2	2,5	
dez/05	11,0	5,4	6,0	3,1	3,5	1,7	1,9	
jul/06	4,8	10,0	9,5	2,2	2,2	4,6	4,3	
ago/06	4,0	9,2	9,4	-	-	-	-	
II) Var % acumulada no ano								
jan-jul/06	3,9	13,0	14,1	2,7	-	-	-	
jan-ago/06	4,1	13,7	13,2	-	-	-	-	

Fonte: Funcex, IBGE

Passando-se, para concluir, a uma breve referência às perspectivas de médio-prazo da economia brasileira, pode-se destacar três variáveis, cujo comportamento influenciará decisivamente o seu desempenho em 2007/2008: a taxa de juros, a taxa de câmbio e o investimento. Dada a extrema sensibilidade (sempre demonstrada) da atividade econômica à trajetória da taxa de juros, será preciso avaliar se, como se espera, será possível conciliar a continuidade do recuo gradual da taxa de juros com o cumprimento da meta de inflação estabelecida (4,5% em 2007 e 2008). Em relação à taxa de câmbio, a questão é saber se: i) o câmbio permanecerá relativamente estável e apreciado como atualmente – o que favorecerá o controle da inflação e a redução da taxa de juros, beneficiando o crescimento sob este aspecto, mas também exerceria impacto negativo sobre a atividade econômica ao prejudicar o desempenho das exportações líquidas e o investimento em bens comercializáveis com o exterior; ii) haverá uma desvalorização cambial moderada, que não chegue a ter efeitos negativos sobre a inflação a ponto de interromper a queda gradual da taxa Selic - cenário que, em princípio, seria o mais favorável ao crescimento; iii) ocorrerá uma desvalorização cambial mais forte (impulsionada por um cenário externo adverso), hipótese em que haveria inevitavelmente, durante algum tempo, efeitos negativos sobre a inflação, a taxa de juros e o crescimento do PIB. Finalmente, a variável crucial para o crescimento do PIB nos próximos anos será o comportamento do investimento. Por enquanto, como destacado anteriormente, não parece correto atribuir a restrições de oferta o baixo crescimento em curso. Mas se o investimento não continuar apresentando uma recuperação expressiva

nos próximos trimestres, a tendência é que o baixo crescimento do produto potencial inviabilize a sustentação de taxas elevadas de crescimento (mais próximas de 5%) nos próximos anos. Resta saber se, além da continuidade da redução da taxa de juros e de uma taxa de câmbio um pouco mais desvalorizada, outros requisitos para um aumento substancial do investimento, como a melhora da qualidade do ajuste fiscal (abrindo espaço para a redução da carga tributária e o aumento do investimento público e dando mais solidez à redução da taxa de juros), serão atendidos.

Projeções do Grupo de Conjuntura

	PROJEÇÕES			
	2006		2007	
	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ	Projeções do Mercado*	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	2,98	2,85	4,30	4,00
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,09	3,20	3,50	4,00
Saldo Comercial (US\$ bi)	43,00	45,00	36,00	34,00
Saldo em Conta Corrente (US\$ bi)	10,00	13,50	5,00	3,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)				
Final do Ano	2,20	2,20	2,30	2,4
Média do Ano	2,18	2,19	2,26	2,3
Taxa Selic				
Acumulada no ano	15,13	15,00	13,10	12,50
Final do Ano	13,50	13,50	12,50	12,00

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

*Segundo levantamento do BC junto ao mercado divulgado em 29/09/2006 (Relatório de Mercado).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

A indústria em julho e o PIB do 2º trimestre

Na série com ajuste sazonal, segundo a expectativa predominante do mercado, tão certo quanto a queda da produção industrial no confronto junho/maio foi o crescimento da atividade fabril de julho em relação a junho (0,6% tabela 1).

Tabela 1

Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Brasil - julho 2006

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

*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE-PIM-PF

O mês de junho, como foi visto na nota anterior registrou contração acentuada porque foi atípico, um “ponto fora da curva”. Em julho não seria possível esta conjugação fatores específicos se repetir ou surgirem outras influências similares: Copa do Mundo, greve de fiscais da receita e na indústria automobilística, plataformas de petróleo paralisadas para manutenção, alto forno de uma grande siderúrgica operando parcialmente etc. Portanto, em julho, quase todas as categorias de uso apresentaram incremento de produção frente ao mês anterior: bens de capital e bens intermediários, ambas com 1,0%, bens semiduráveis e não duráveis (0,4%). A única contração ocorreu em bens duráveis, e mesmo assim foi pequena (-0,2%).

O saldo é claramente positivo pois estão com aumento de produção o setor mais importante da indústria (bens intermediários), o mais relevante para o futuro incremento da produção (bens de capital) e o que normalmente se recupera com mais defasagem (bens semiduráveis e não duráveis). Cabe registrar que a produção interna de bens de capital cresce, apesar do aumento das importações de máquinas e equipamentos, que se ampliaram em 26,2% no período janeiro-julho 2006, relativamente a igual período do ano anterior.

O que estaria acontecendo com bens duráveis, para ser o único a apontar queda? A contração foi pequena, mas preocupante pois é a terceira consecutiva. Este desempenho

está associado a um conjunto de fatores: queda importante na fabricação de telefones celulares, decorrente sobretudo da redução nas exportações; concorrência com as importações em alguns segmentos de produtos da linha marrom; acomodação de estoques após a Copa do Mundo, que estimulou muito a demanda por televisores; e uma possível (e recente) saturação do endividamento do consumidor brasileiro.

No confronto com igual mês do ano anterior, o setor de bens de consumo duráveis se destaca pelo baixo acréscimo de produção (1,2%), bem aquém da média da indústria (3,2%). Como se pode verificar na tabela 2 os principais segmentos dessa categoria apresentam em julho resultados inferiores aos do acumulado no primeiro semestre.

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

Setores selecionados	Jan-Jun	Julho
Indústria Geral	2,6	3,2
Bens de Capital	5,0	8,4
para indústria	-1,9	9,1
para agricultura	-18,6	-27,5
para transporte	-2,4	7,6
para energia	37,1	34,7
para construção	17,5	9,4
para uso misto	10,2	6,9
Bens Intermediários	1,7	3,2
Petróleo e gás	6,4	2,0
Extr. minerais ferrosos	12,7	12,9
Têxtil - Intermediários	2,3	3,6
Embalagens	-0,3	0,9
Aubos e fertilizantes	-1,1	-5,5
Insumos para a construção civil	4,7	7,5
Cimento e clínquer	7,6	3,2
Celulose	6,4	2,8
Metalurgia básica	0,5	10,0
Bens de Consumo Duráveis	7,5	1,2
Automóveis	8,4	3,2
Eletrodomésticos	11,2	4,7
Linha Branca - Excl. forno microondas	9,3	9,7
Linha Marrom	27,9	0,7
Celulares	0,4	-12,4
Mobiliário - Duráveis	-2,4	-7,9
Bens de Consumo Semi e não Duráveis	2,7	3,3
Abate de bovinos e suínos	-1,1	3,0
Abate de aves	-3,6	-3,9
Leite e laticínios	4,3	2,5
Bebidas - Semi e Não Duráveis	7,6	12,5
Calçados	-6,0	-9,2
Farmacêutica - Semi e Não Duráveis	8,1	4,4
Álcool e gasolina (combustíveis)	8,7	7,4
Semiduráveis	-3,9	-6,2

Fonte: IBGE-PIM-PF

Destacam-se nesse confronto: automóveis (8,4% no semestre e 3,2% em julho), eletrodomésticos linha marrom (27,9% no semestre e 0,7% em julho) e celulares (0,4% e -12,4% respectivamente).

Em bens de consumo semi e não duráveis a marca de julho (3,3%) foi superior à do semestre (2,7%), com destaque para abate de bovinos e suínos (-1,1% no semestre e

3,0% em julho). Abate de aves, no entanto, continua com resultados negativos (-3,6% e -3,9% respectivamente), o mesmo ocorrendo, em maior intensidade, com calçados que é um setor exportador (-6,0% e -9,2% respectivamente).

A melhora em bens de capital (de 5,0% no semestre para 8,4% em julho) deve-se sobretudo aos bens de capital para a indústria (-1,9% no semestre e 9,1% em julho) o que mostra que esta categoria está crescendo “para dentro” o que significa boas perspectivas de aumento de produção para o setor industrial. O destaque negativo foi bens de capital para agricultura que acentua sua contração (-18,6% no semestre e -27,5% em julho).

A melhora mais significativa foi em bens intermediários que passa de 1,7% de acréscimo no semestre para 3,2% em julho. Mas seus subsetores não tiveram comportamento homogêneo. Houve desaceleração em petróleo e gás (6,4% no semestre contra 2,0% em julho), cimento e clínquer (7,6% no semestre ante 3,2% em julho) e celulose (6,4% e 2,8% respectivamente). Houve melhoras expressivas em metalúrgica básica (0,5% e 10,0% respectivamente) e insumos para construção civil (4,7% e 7,5%). Dos setores mais importantes, apenas adubos e fertilizantes acentuou sua queda (-1,1% no semestre e -5,5% em julho).

Tabela 3
 PIB com ajuste sazonal –trimestre em relação ao trimestre anterior (%)
 2005-2006

Setor de Atividade	2005		2006	
	Jul-Set	Out-Dez	Jan-Mar	Abr-Jun
PIB	-1,2	1,2	1,3	0,5
Por Setor de Atividade				
Agropecuária	-2,6	1	1,1	0,8
Indústria	-0,8	1,3	1,2	-0,3
Serviços	0,2	0,7	0,6	0,6
Por componentes da Demanda Final				
Consumo Famílias	0,9	1,3	0,6	1,2
Consumo Governo	-0,4	0,2	1,2	0,8
FBKF	-0,9	1,7	3,7	-2,2
Exportação	0,9	0,5	3,4	-5,1
Importação	1,9	-0,5	10,4	-0,1

Fonte: IBGE - Contas Nacionais

O baixo crescimento do PIB no 2º trimestre, na série com ajuste sazonal, frente ao trimestre anterior (0,5% tabela 3) também era esperado, dada a perda de dinamismo da indústria (-0,3% na mesma comparação), em especial em junho. O discreto avanço no trimestre portanto foi sustentado pela agropecuária (0,8%) e comércio e serviços (0,6%). No recorte por categorias da demanda final o destaque positivo foi o desempenho do consumo das famílias (1,2%), que é a categoria de maior peso, impulsionado pelo aumento da renda, das compras a crédito, da oferta de produtos importados, e da queda da inflação, em especial na área de alimentos. No campo negativo chama a atenção as quedas na formação bruta de capital fixo (-2,2%) e exportações (-5,1%), ambas com base de comparação elevada pois tiveram expressivo incremento no trimestre anterior (3,7% e 3,4% respectivamente).

O PIB, portanto, está custando a reagir aos estímulos do aumento da massa salarial, da queda das taxas de juros e de uma política fiscal menos restritiva propiciada pelas transferências de renda e por isenções pontuais de impostos. Pelos menos em parte, este “paradoxo” do pequeno crescimento do PIB é explicado pelo aumento do consumo de produtos importados.

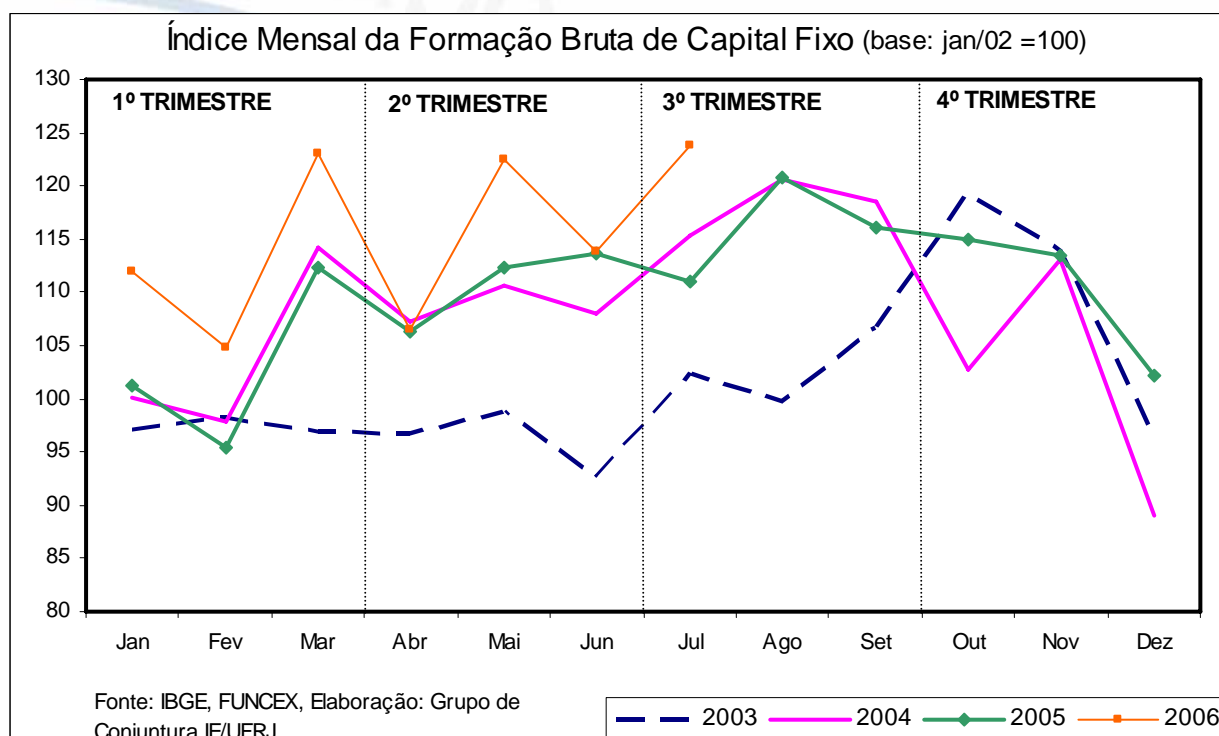


Investimento

Rafael Barroso

O IBGE divulgou no final do mês de outubro, as contas nacionais do segundo trimestre de 2006. Juntamente com o baixo crescimento do PIB, divulgou-se uma queda de -2,3% na Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em comparação com o trimestre anterior. Porém, em relação ao trimestre homólogo e no acumulado do ano, o investimento mostrou crescimento de 2,9% e 5,9% respectivamente.

A queda do investimento no trimestre, contudo, não parece suscitar muita preocupação, pois, está em linha com o comportamento histórico do PIB e da FBCF. Além disso, como mostra o gráfico com o índice de FBCF calculado pelo Grupo de Conjuntura, o investimento mostra sinais de crescimento no mês de julho.



Um fato que chama atenção no desempenho macroeconômico desse ano é que as revisões que tem sido feitas na expectativa de crescimento do PIB esse ano tem afetado

muito menos as projeções de investimento. Essa robustez do investimento merece, portanto, uma maior investigação para saber o que está puxando o investimento nesse ano.

Tabela 1 - FBCF e seus Componentes - Taxas de Crescimento

	Acumulado	
	Ano	12 meses
Índice de Formação Bruta de Capital Fixo	7,2	6,0
Consumo Aparente de Bens de Capital	10,1	9,6
Produção de Bens de Capital	5,5	5,1
Exportação de Bens de Capital	6,0	6,1
Importação de Bens de Capital	29,6	25,6
Construção Civil	5,1	3,5

Elaboração Própria. Fonte: IBGE, Funcex

A Tabela 1 mostra que em termos de contribuição os dois componentes da FBCF: máquinas e equipamentos e construção civil apresentam contribuições equânimes, uma vez que o menor crescimento da construção civil é compensado pelo seu maior peso no investimento. Porém, em termos de taxas de crescimento o que mais chama atenção é o crescimento da importação de bens de capital.

No segmento de máquinas e equipamentos, chama atenção também o fato de que a produção nacional e as exportações estarem crescendo mais ou menos no mesmo ritmo no ano de 2006, sinalizando que a parcela exportada da produção nacional de bens de capital vem se mantendo constante.

Tabela 2 - Produção de Bens de Capital

	Acumulado		Peso PIM-PF
	Ano	12 meses	BK
Bens de Capital Industriais	-0,3	-2,8	16,80
Seriados	-0,9	-3,3	13,96
Não-Seriados	3,6	6,1	2,84
Bens de Capital Agrícolas	-19,7	-30,8	4,81
Bens de Capital - Peças Agrícolas	-33,2	-49,6	0,12
Bens de Capital para Construção	16,2	24,0	3,65
Bens de Capital Energia Elétrica	36,8	38,3	5,26
Bens de Capital Equip. Transporte	-1,0	0,7	36,24
Bens de Capital Misto	9,6	7,8	33,12

Fonte: IBGE

A Tabela 2, por sua vez, mostra que o crescimento da produção nacional de bens de capital não está uniformemente distribuído. Os bens de capital destinados a agricultura prosseguem com quedas negativas, taxas de dois dígitos. Além disso, os bens de capital industriais seriados, que são aqueles mais suscetíveis à concorrência estrangeira por conta da taxa de câmbio apreciada e da concorrência chinesa no setor.

Por outro lado, os bens de capital de construção civil, que incluem também muitos itens que são usados na atividade extrativa juntamente com os itens destinados ao setor elétrico, apresentam desempenho excepcionais. O segmento de bens de capital misto, que possui um grande peso na produção nacional, que cresceu quase 10% no acumulado do ano, também vem contribuindo positivamente para o crescimento da produção de bens de capital. O crescimento nesse segmento é puxado principalmente por itens de informática, como computadores, monitores de vídeo que tiveram sua carga tributária reduzida.

Em resumo, o investimento parece estar concentrado em alguns segmentos da produção, o que explicaria essa robustez das previsões e dos dados ressaltadas no início do texto.



Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Preço de Commodities, Capacidade Instalada e Repasse Industrial

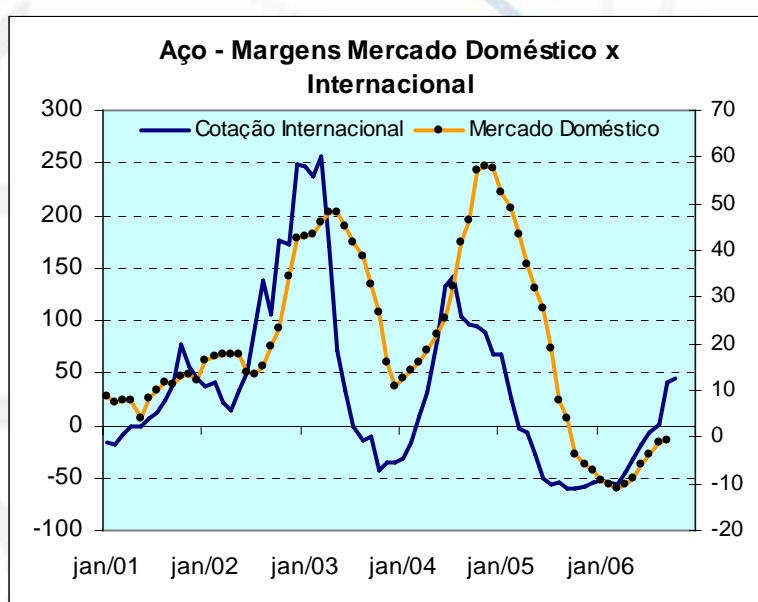
Esta seção se preocupa em investigar o potencial de repasses dos principais setores industriais para a inflação no atacado / consumidor. Os estudos desses setores já são informativos sobre o comportamento dos preços em 2007.

A literatura mais recente de política monetária mostra que o Banco Central deve monitorar um conjunto de indicadores que possuem capacidade preditiva sobre a inflação. Dessa maneira a autoridade monetária estaria atuando preventivamente na maximização do intervalo da meta.

Nesse caso, a investigação do Banco Central procura mensurar a capacidade setorial de repassar preço (análise microeconômica). Intuitivamente existe uma maior possibilidade de repasse quanto maior a capacidade utilizada ou maior coeficiente de abertura do setor (abre a possibilidade de exportar ao invés de vender no mercado doméstico).

Por exemplo, há uma deflação pronunciada no setor de aço e derivados que vem ajudando (em conjunto da taxa de câmbio) a reduzir os IGP's. De acordo com o Gráfico 1 (variação em 12 meses) a cotação de ferro e aço vem desacelerando desde 2004 (onde alcançou um pico de 60% em 12 meses). O importante nesse caso é avaliar as margens de cada setor – aqui mensurado como o diferencial de preço em 12 meses.

Gráfico 1 – Cotação de Ferro e Aço (inflação em 12 meses)



Elaboração: IE/UFRJ / Fonte: Bloomberg

O mesmo padrão de comportamento também pode ser observado no setor de petroquímica (Gráfico 2). Entretanto, neste caso podemos observar que a capacidade instalada do setor se tem se movido na mesma direção das cotações.

Gráfico 2 - Setor de Petroquímica (inflação em 12 meses)

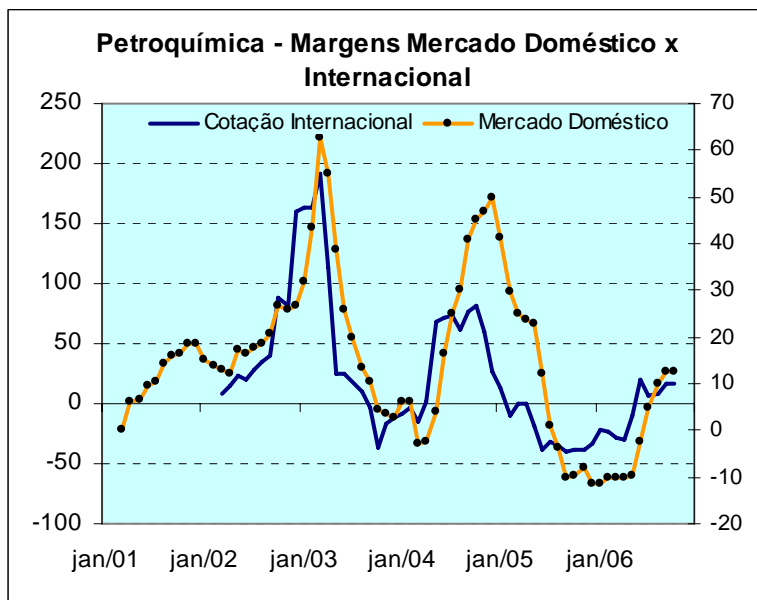
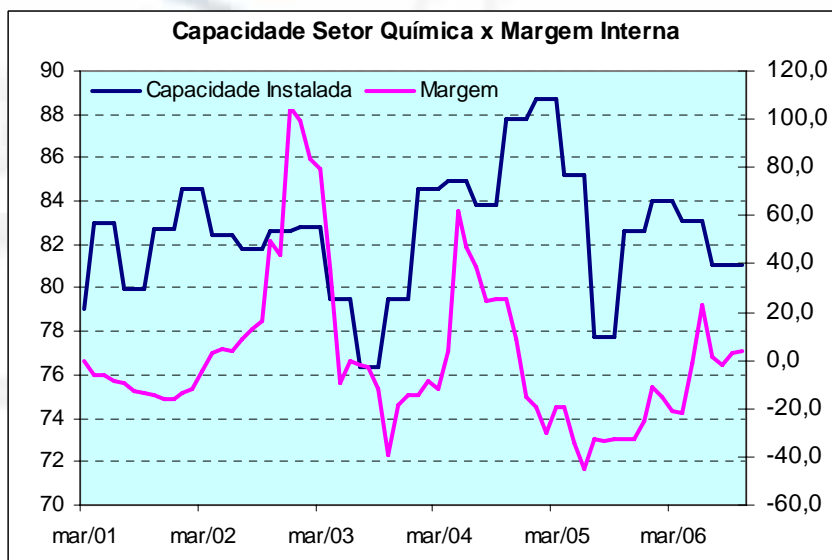


Gráfico 3 – Capacidade Instalada no Setor de Petroquímica



Constata-se que há uma retração na capacidade instalada dos principais setores industriais. Essa contração foi útil a fim de desinflar os preços e garantir a trajetória de desinflação da inflação no atacado.

Houve um momento muito particular e benigno para os preços domésticos que provavelmente não se repetirá nos próximos anos - a elevação nas cotações das

principais commodities, ajudando a elevar o saldo comercial o que por sua vez, apreciou a taxa de câmbio. Isso teve o efeito final de reduzir o impacto sobre os preços domésticos. A política monetária ativa operou do mesmo lado reduzindo a demanda interna e a capacidade instalada.

Podemos separar o processo de desinflação iniciado no final de 2004 em três períodos:

(i) Sintonia Fina + Efeitos Primários da Apreciação Cambial - Redução da capacidade como resposta a um movimento de estoques indesejados advindo de uma demanda em retração – política monetária apertada. A taxa de câmbio apreciando aumenta a concorrência interna e reduz custos de produção.

(ii) Expansão Moderada da Atividade + Efeitos Secundários da Apreciação Cambial – a economia crescendo moderadamente e abaixo do potencial não gera pressão sobre a capacidade e isso não permite repasses e normalização das margens. A taxa de câmbio segue apreciando, mas o efeito secundário (redução da exportação e internalização da produção antes exportada) gera um excesso de oferta com efeitos deflacionários.

(iii) Expansão Moderada + Crescimento Mundial Menor + Fim do Ciclo de Crescimento dos Commodities + Efeitos Secundários da Apreciação Cambial. – O crescimento ainda não se dá acima do potencial o que não acelera a capacidade da indústria. A absorção externa não é capaz de zerar o excesso de produção interno que mantém as margens contidas. Além disso, há um retorno dos principais commodities internacionais, reduzindo a necessidade de repasse.

Acreditamos que o momento atual seja a transição do período (ii) para o (iii). O importante é que em ambos cenários há espaço para a manutenção de queda da taxa SELIC sem que isso gere pressões inflacionárias. Nossa expectativa é que a inflação em 2007 acelere do nível atual (entre 2,5% e 3% em 12 meses) para um patamar próximo da meta.

- Projeções e Política Monetária

O regime de meta de inflação requer habilidade do Banco Central nas projeções futuras dos preços e principalmente do impacto da política de juros sobre a economia. Essa característica somada a com a administração das expectativas e sua convergência são a essência do sucesso do regime de metas. Claramente o Banco Central errou nas duas estimativas – a economia crescerá muito abaixo do esperado e a inflação ficará abaixo da meta.

A função de perda (também função objetivo – obter a menor inflação possível com o maior nível de produto) que o Banco Central teoricamente persegue se calculada, mostraria um erro expressivo em 2006. Vale lembrar que desvios da inflação abaixo da meta são tão indesejáveis quanto valores acima.

Um reconhecimento desse erro seria um corte superior a 50 pontos na próxima reunião. Entretanto, a política de juros do Banco Centrais procura ser suave a fim de não causar erros de expectativas e movimentos abruptos. Por isso, o COPOM deve seguir o ritmo de 50 pontos ou até mesmo desacelerar para 25 pontos.

Existe ainda a possibilidade da taxa de juros não interromper o ciclo de queda e concluí-lo apenas próxima de 12% ao longo do ano que vem. Isto é, o Banco Central não

necessitaria de tempo para observar o impacto defasado da taxa de juros. Esse cenário depende da manutenção de um crescimento moderado da atividade e do comportamento benéfico dos preços (cenário (iii)).

De todo modo, o Grupo de Conjuntura estima que o IPCA acumulará 2,85% em 2006 e 4% no ano posterior. Acreditamos haver uma mudança estrutural na transmissão dos choques de oferta para os preços que ajuda no processo de estabilidade da inflação.

Crédito

Eduardo Bastian & Frederico Felipe Medeiros

O volume de crédito do Sistema Financeiro Público e Privado atingiu o montante de R\$ 674,2 bilhões de reais no mês de agosto, apresentando crescimento de 16,4% em termos reais, frente a igual mês do ano anterior. A relação crédito/PIB alcançou a cifra de 32,8%, portanto, estável com relação ao mês anterior. Apesar da estabilidade, a perspectiva de que dentro de pouco mais de um ano a relação atingirá seu máximo histórico continua a ser bastante plausível. As operações de crédito com recursos livres cresceram a taxa de 19,4%, contra agosto do mês anterior, e os recursos direcionados em 10,5%, na mesma base de comparação. O crédito para habitação tem crescido a taxas significativas e vem puxando o crédito destinado ao setor privado. Dentro das atividades econômicas do setor privado a habitação ficou com o segundo maior crescimento em termos reais, apresentando uma taxa de 18,15% em termos reais.

Taxa de Crescimento Real¹ (%)

	Total do Crédito	Recursos Livres			Recursos Direcionados
		Total	Pessoa Jurídica	Pessoa Física	
em seis meses (ago/06-fev/06) ²	18,00	21,62	18,82	24,70	10,79
em 12 meses (ago/06-ago/05)	16,40	19,39	15,68	23,60	10,48

Notas: (1) IPCA Deflator (2) Taxas anualizadas

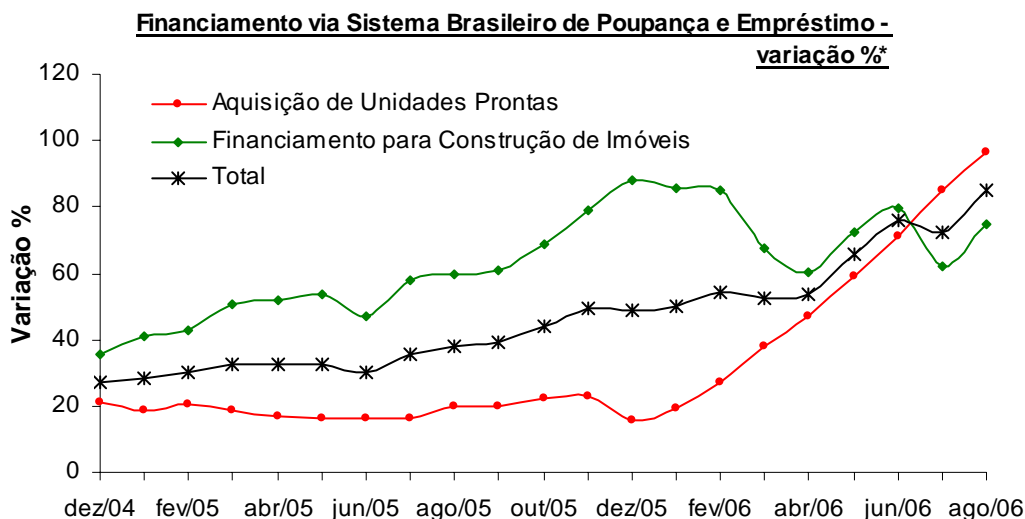
Fonte: Banco Central Elaboração: Grupo de Conjuntura

Crédito Imobiliário

O crédito imobiliário tem apresentado considerável taxa de crescimento ao longo dos últimos meses. Neste contexto, pode-se destacar o processo de financiamento imobiliário por intermédio do SBPE – Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – que vem confirmando recordes sucessivos no volume de operações.

O volume de crédito contratado, para aquisição e construção de imóveis comerciais e residenciais via SBPE, cresceu 84,9% em termos reais no acumulado dos últimos 12 meses – contra igual período do ano anterior (Vide Gráfico) –, somando R\$ 7,9 bilhões no período de setembro de 2005 a agosto de 2006. Deste total, R\$ 3,9 bilhões foram

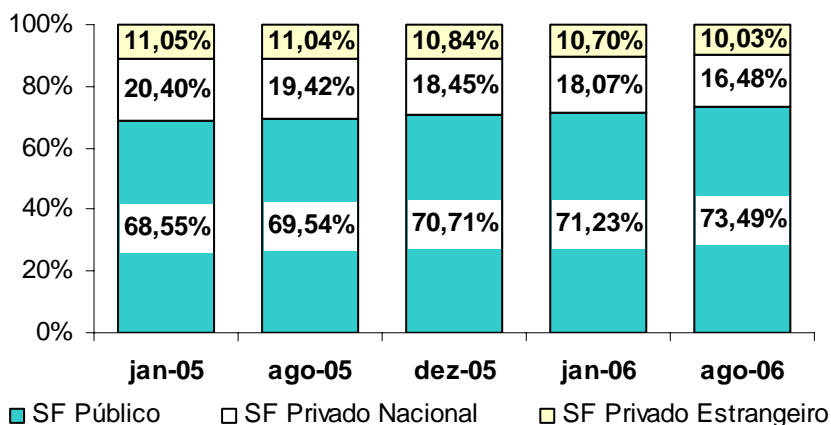
destinados à aquisição de imóveis prontos e os R\$ 4 bilhões restantes se destinaram à financiamentos para a construção de imóveis. O número de imóveis comerciais e residenciais prontos que foram financiados – novos e usados – cresceu 89,3% nos últimos 12 meses – contra igual período do ano anterior.



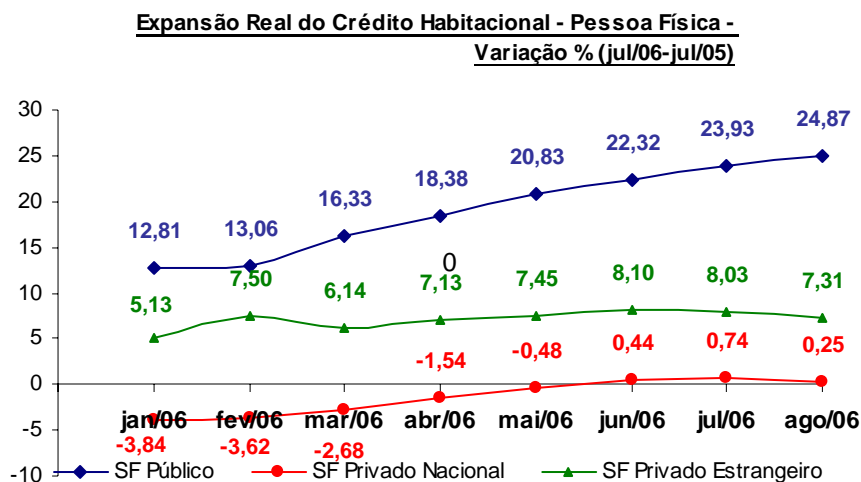
* Variação % do Acumulado em 12 meses contra igual período do ano anterior

Quanto ao estoque de crédito, no mês de agosto, o sistema financeiro como um todo apresentou saldo de R\$ 33,7 bilhões em operações de crédito destinadas ao setor habitacional para pessoa física, o que representa uma expansão de 18,15% em termos reais – frente a agosto de 2005 –, bem acima, portanto, da expansão do crédito total da economia que ficou em 16,4%. O volume de crédito ofertado pelo sistema financeiro público, que responde por mais de 70% do estoque de crédito destinado à Pessoa Física, cresceu 24,87% em termos reais – ago/06-ago/05 –, e o crédito contratado pelos sistemas financeiro privado, nacional e estrangeiro, cresceu 0,25% e 7,31% na mesma

Participação no Crédito Habitacional de Pessoa Física



base de comparação, respectivamente.



Este bom desempenho do crédito imobiliário deve persistir nos próximos meses e se acentuar no próximo ano. As novas medidas instituídas pelo governo, através do conhecido “Pacote da Habitação”, devem proporcionar um novo impulso ao mercado de crédito imobiliário, apesar de não tão vigoroso como se esperava. Dentre estas medidas estão: a redução do IPI sobre produtos da cesta básica, a possibilidade de financiamento com taxas prefixadas dentro do SBPE – através do caráter opcional de utilização da TR para os reajustes dos contratos -, o crédito consignado para financiamento da casa própria, financiamento do BNDES para empresas que estiverem dispostas a tomar recursos para financiar a casa própria de seus empregados, etc.

Diante deste conjunto de medidas, a seção Crédito destaca duas que se situam: o crédito a juros prefixados através de recursos do SBPE e o crédito consignado imobiliário.

O crédito a juros pré-fixados é uma medida importante para que as parcelas referentes aos contratos da casa própria sejam mais administráveis. Vale dizer que, apesar de pré-fixado, não significa que as parcelas não possam vir a ser reajustadas através de indexadores previstos nas cláusulas contratuais. O governo supõe que a TR deixará de ser utilizada como indexador devido à maior concorrência dos bancos pelo crédito habitacional, ou seja, é apenas uma hipótese. Não obstante, a maior previsibilidade das prestações, no caso de eliminação por completo do ajuste via TR, permitirá um maior planejamento para o contratante do crédito imobiliário, e deverá levar a uma gradativa e necessária expansão do crédito para habitação.

Por sua vez, a regulamentação do crédito consignado imobiliário é uma medida que possibilita a queda das taxas de juros cobradas nos financiamentos, e, com isso, haverá benefícios tanto para o contratante que diminuirá seu custo de financiamento quanto para instituição financeira que reduz o nível de inadimplência de suas carteiras. Uma dúvida com relação a tal modalidade de crédito relaciona-se com a dinâmica do comportamento da própria oferta. Como já discutido em sessões passadas, o crédito

consignado para o consumo foi um dos grandes mecanismos que levaram os bancos à alcançarem lucros expressivos nos últimos anos. Dado isto, revelar-se-á lucrativo – para os mesmos - deslocar o crédito consignado ao consumo, cuja rentabilidade real é bastante elevada, com risco nulo e prazos de vencimento menores que o crédito habitacional? É o que vamos saber nos próximos meses.

Sem dúvida, as medidas do pacote serão importantes para o crescimento do crédito imobiliário e para o mercado imobiliário como um todo, porém vale dizer que o impacto em termos de diminuição do déficit habitacional, que não deve ser inferior a 8,5 milhões de domicílios no ano de 2006, não será muito significativo. Sabendo-se que quase 80% do déficit habitacional situa-se em famílias com renda de até três salários mínimos, isto nos leva a crer que as novas medidas do “Pacote da Habitação” devem ter um impacto maior fora destes 80%. Sabidamente a nota oficial do dia 12/09/2006 do Ministério da Fazenda, sobre o pacote da habitação, não fazia menção ao déficit habitacional, mas apesar disto ele não passou despercebido no debate no âmbito do pacote.

Apesar das medidas, o financiamento da casa própria, ainda sim, é muito custoso para a maioria da população, mesmo com a opção de não se usar a TR para corrigir contratos, e com isso revela-se pouco eficaz na resolução do grave problema do déficit.

Vejamos um exemplo de um crédito imobiliário. Suponham-se: financiamento de uma casa via SBPE, taxas de juros de 12%, prazo de 180 meses – 15 anos - sem variação dos indexadores do contrato. Este tipo de financiamento possibilitaria ao contratante adquirir uma casa no valor de R\$ 27.180,00, com uma prestação por volta de R\$315, caso ele ganhe três salários mínimos. Para pessoas com rendimentos de dois salários mínimos a prestação máxima estaria ao redor de R\$210 e seria possibilitado um financiamento de R\$ 18.100,00. É possível que haja uma grande melhoria nas condições habitacionais destas classes salariais, e conseqüentemente um grande impulso no setor de construção civil, desde que seja possível contratar crédito nestas condições e que existam uma grande quantidade ofertada de casas prontas ou que possam ser construídas próximas aos valores de R\$ 27.180 e R\$18.100, o que não vai ser muito fácil dentro do mercado imobiliário urbano. Apesar destas particularidades, para classes de renda superiores a cinco salários mínimos o crédito consignado imobiliário deverá trazer algum benefício em termos de redução do custo do financiamento.

A conjuntura macroeconômica mais estável verificada nos últimos anos, caracterizada por melhorias no mercado de trabalho, via aumento da formalização do emprego e da massa de rendimentos reais recebidos, assim como o ambiente de inflação controlada e o bem-vindo início do processo de flexibilização da política monetária – iniciado no segundo semestre de 2005 - tem proporcionado um espaço maior para a contratação de empréstimos a prazos mais longos, como é o caso do crédito imobiliário, e a perspectiva é de que este continue seu ritmo de crescimento. Por conseguinte, a seção Crédito acredita que o processo de expansão do crédito imobiliário deve prosseguir nos próximos meses e que o impacto das medidas deve ser mais pronunciado a partir do primeiro semestre de 2007.

Política Fiscal

Margarida Gutierrez

- Os resultados fiscais de 2006 e perspectivas para 2007

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas, inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 71,6 bilhões em agosto (3,54% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 90,5 bilhões (4,47% 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\$ 54,6 bilhões (2,70% do PIB) (Tabela 1).

No acumulado de janeiro a agosto, com exceção das empresas estatais federais, todas as demais esferas de setor público obtiveram resultados muito acima das respectivas metas fixadas para 2006, sinalizando que este ano não teremos maiores dificuldades em cumprir o resultado primário estabelecido na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para 2006 (Tabela 2).

No entanto, desde que o regime de metas fiscais foi implementado em 1999, o que se observou foram crescentes superávits primários sustentados por receitas e gastos primários (não financeiros) também crescentes 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 2004, retomamos a tendência original e, novamente, o aumento das despesas primárias, como proporção do PIB, é compatível com um aumento do superávit primário, já que as receitas também se elevam (Tabela 3).

Tabela 1
Necessidade de Financiamento do Setor Público
Fluxos em 12 meses

	R\$ milhões								% PIB							
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 jul	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 jul
Nominal	56.284	39.806	42.789	61.614	79.030	47.144	63.641	71.597	5,78	3,66	3,62	4,61	5,22	2,67	3,29	3,54
Juros nominiais	87.372	77.963	86.443	114.004	145.203	128.256	157.145	162.123	8,97	7,18	7,31	8,52	9,59	7,26	8,13	8,01
Primário	-31.087	-38.157	-43.655	-52.390	-66.173	-81.112	-93.505	-90.525	-3,19	-3,51	-3,69	-3,91	-4,32	-4,59	-4,84	4,47
1. Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-22.672	-20.431	-21.980	-31.920	-38.744	-52.385	-55.741	-54.567	-2,33	-1,86	-1,83	-2,37	-2,49	-2,97	-2,88	-2,7
2. Estatais Federais	-6.406	-10.174	-7.571	-6.319	-9.597	-8.937	-13.179	-11.897	-0,66	-0,94	-0,95	-0,47	-0,63	-0,51	-0,68	-0,59
3. Governos Regionais	-2.105	-6.026	-10.471	-10.633	-13.822	-17.482	-21.323	-18.077	-0,21	-0,55	-0,89	-0,79	-0,91	-0,99	-1,1	-0,89
4. Estatais Regionais	96	-1.526	-3.634	-3.518	-4.010	-2.308	-3.262	-5.985	0,01	-0,14	-0,31	-0,26	-0,26	-0,13	-0,17	-0,29

Fonte: BC

(+) = déficit; (-) = superávit

Tabela 2
Resultado Primário Observado
e Metas para as diferentes esferas de setor público
2006

	Janeiro/Agosto		Meta Ano	
	R\$ bilhões	%PIB	R\$ bilhões	%PIB
Governo Central (fiscal e seguridade)	49,36	3,7	50,09	2,4
Estatais federais	7,42	0,56	17,74	0,85
União	56,78	4,26	67,83	3,25
Estados e Municípios (inclui as estatais)	19,17	1,43	20,87	1
Resultado Primário Consolidado	75,95	5,69	88,7	4,25 (não inclui os Investimentos em PPI no valor de R\$ 3,0 bilhões)

Fonte: Ministério do Planejamento/BC

Tabela 3
Resultado Primário do Governo Central
(%PIB)

	2002	2003	2004	2005
1. Receita Total	23,78	22,92	23,75	25,26
2. Transferências a Estados e Municípios	4,17	3,87	3,82	4,34
3. Receita Líquida (1 - 2)	19,61	19,05	19,93	20,92
4. Despesas Totais	17,25	16,52	17,13	18,21
4.1 Pessoal e Encargos	5,28	4,87	4,74	4,78
4.2 Benefícios da Previdência	6,54	6,88	7,12	7,57
Ajuste Metodológico	0	0	0,12	0,12
Discrepância Estatística	0,02	-0,04	0,05	0,04
5. Resultado Primário Fiscal e Seguridade Social	2,36	2,49	2,97	2,88

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

Para 2006 e 2007, o quadro não é muito diferente como evidenciam os dados que constam da 4ª Reprogramação Orçamentária (setembro de 2006) e do Projeto de Lei

Orçamentária (PLO) para 2007, este elaborado pelo governo federal e enviado, em 31 de agosto, para ser votado pelo Congresso (Tabela 4).

No Brasil existem, atualmente, as seguintes etapas no processo de elaboração do Orçamento: a formulação do Plano Plurianual, que deve ser encaminhado ao Congresso até o dia 31 de agosto do primeiro ano do mandato presidencial, onde se definem os parâmetros, metas e investimentos prioritários que vão nortear a formulação dos orçamentos nos próximos anos; a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) que define as diretrizes básicas para a elaboração do Projeto de Lei Orçamentária (PLO), elaborado pelo Executivo e encaminhado ao Congresso até o dia 31 de agosto, onde se faz uma primeira proposta das receitas e gastos para o próximo ano; a Lei Orçamentária (LO), definida pelo Congresso, que contem as alterações parlamentares relativas ao PLO e define os limites máximos de gasto para cada órgão e, por último, o Decreto de Programação Financeira, no qual o governo federal, com base no teto estipulado pelo Congresso, define as estimativas de receitas e gastos que vão compor o Orçamento da União. Além disso, a cada bimestre, o Ministério do Planejamento reavalia as receitas e despesas primárias do governo central com base em parâmetros atualizados (PIB, taxa de câmbio, taxa Selic e índices de inflação) e com base nos fluxos de receitas e despesas ocorridos até o período mais recente.

A Reprogramação Orçamentária relativa ao 4^o bimestre de 2006 ocorreu em setembro e contem as seguintes alterações nos parâmetros que são utilizados para as projeções de receitas e gastos:

Item	Decreto 5.861 (2006)	4 ^a Reprogramação
PIB – crescimento real (%)	4,5	4
PIB nominal – R\$ bilhões	2.101,50	2.087,10
IPCA acumulado %	3,69	3,27
Taxa de Câmbio (R\$/U\$ - média do ano)	2,2	2,18

Fonte: LDO de 2006/Ministério do Planejamento

Tendo em vista as mudanças acima, os fluxos de receitas e despesas ocorridos até o mês de agosto e a expectativa de melhora do resultado primário dos estados/ municípios e respectivas estatais (permitindo reduzir a meta do governo central de 2,45% para 2,40% do PIB e, contrariamente, elevar a meta de estados/municípios de 0,95% para 1,00% do PIB), o Decreto de Reprogramação reduziu em R\$ 1,6 bilhão as despesas discricionárias (não obrigatórias) em relação à Reavaliação de julho (Decreto 5.681/2006).

Os impactos dessas alterações sobre o Orçamento de 2006 são apresentados na Tabela 4. As receitas primárias do governo central deverão alcançar o patamar recorde de 26,34% do PIB, sendo que 17,30% do PIB é arrecadação de tributos federais. As despesas primárias também deverão atingir o nível recorde de 19,71% do PIB, pressionadas fortemente pelos gastos previdenciários do Regime Geral da Previdência Social (INSS) (7,92% do PIB).

Este ano, o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO), enviado pelo Executivo em abril, ainda não foi votado pelo Congresso (pelo cronograma previsto na lei, isto deveria ser feito até junho). Mesmo assim, o Executivo elaborou o PLO para 2007.

No entanto, o PLDO é um passo que antecede a elaboração do PLO, simplesmente pelo fato de que o primeiro contém as diretrizes básicas para a elaboração do segundo.

O PLDO fixou as seguintes regras: superávit primário de 4,25% do PIB para o setor público consolidado; Investimentos em PPI (que podem ser excluídos do cálculo dos gastos no cálculo do superávit primário) no valor de R\$ 4,6 bilhões (0,20% do PIB) e manutenção da regra de reajuste para o salário mínimo (INPC + variação do PIB per capita). A grande novidade do PLDO foi a determinação de que as despesas correntes (excetuando juros, investimentos, despesas com transferências constitucionais a estados/municípios, Lei Kandir, gastos relativos à correção determinada pela Justiça nos saldos das contas do FGTS e os repasses obrigatórios para custeio do Distrito Federal) deveriam ser reduzidas, já a partir de 2007, em 0,1 p.p. do PIB, a cada ano, em relação ao ano anterior. Por esta regra, que deveria valer até 2009 (inclusive), o teto para esse conjunto de despesas seria de 17,61% do PIB em 2007, conforme consta no próprio Projeto.

Como este ainda não foi votado, o Executivo simplesmente ignorou essa regra e o PLO elaborado pelo governo prevê o patamar de 17,81% do PIB para as despesas correntes, assim definidas. Ao Legislativo, restam 2 alternativas: fazer os cortes de gastos necessários para que se cumpra a regra ou, simplesmente, suprimi-la do texto. A primeira opção representaria, mais do que os valores em jogo, uma primeira iniciativa de melhorar a qualidade do atual ajuste fiscal. Caso se opte pela segunda, estaremos repetindo para 2007 o mesmo padrão de períodos passados: superávits primários acompanhados de receitas recordes e gastos crescentes.

Para 2007, a projeção das receitas primárias do governo central é de 26,24% do PIB, sendo 17,41% do PIB o valor estimado para a arrecadação da Secretaria de Receita Federal. Os gastos primários estão estimados em 19,56% do PIB e, apenas os gastos previdenciários somam 7,89% do PIB. As despesas obrigatórias, determinadas pela Constituição federal ou por lei, incluem Pessoal, Previdência, LOAS/RMV, seguro-desemprego e outras, totalizam 15,35% do PIB. As demais despesas são discricionárias (não obrigatórias) e incluem gastos com saúde, investimentos, bolsa – família, estando estimadas em 4,21% do PIB (Tabela 4). Os investimentos planejados são levemente superiores como proporção do PIB (Tabela 5), mas ainda muito abaixo da média histórica, em torno de 1,1% do PIB. Os recursos efetivamente alocados para as despesas discricionárias em 2007 dependerão da evolução dos fluxos de receitas e gastos primários que forem sendo observados ao longo do ano, de forma a garantir o cumprimento da meta de superávit primário de 4,25% do PIB.

Tabela 4
Síntese do Orçamento
2005 e 2006

	2006 (4 Reavaliação)		2007 (PLO)	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
1. Receita Total	549,73	26,34	603,4	26,24
1.1 Receita Administrada	362,32	17,3	400,3	17,41
1.2 Arrecadação Líquida INSS	123,71	5,93	134,9	5,87
1.3 Receitas não Administradas	65,18	3,12	67,4	2,93
1.4 Incentivos Fiscais	0,22	0,01	0,9	0,04
1.5 FGTS			1,7	0,07
2. Transferências Estados e Municípios	91,13	4,37	101,8	4,43
3. Receita Líquida (1-2)	458,6	21,97	501,6	21,81
4. Despesas Primárias	411,37	19,71	449,9	19,56
4.1 Pessoal e Encargos Sociais	106,65	5,11	117,9	5,13
4.2 Benefícios da Previdência	165,3	7,92	181,4	7,89
4.3 Outras Despesas Obrigatórias	53,43	2,56	53,59	2,33
4.4 Despesas Discricionárias (inclusive PPI)	85,99	4,12	97	4,21
5. Discrepância Estatística/Ajuste Metodológico	-	-	-	-
6. Recursos para o Projeto Piloto Investimentos (PPI)	3	0,14	4,6	0,2
7. Resultado Primário (fiscal e seguridade) (3 – 4 + 5 + 6)	50,09	2,4	56,2	2,45
8. Resultado Primário Estatais Federais	17,74	0,85	16,1	0,7
9. Resultado Primário Estados e Municípios	20,87	1	25,3	1,1
10. Resultado Primário Consolidado (7 + 8 + 9)	88,7	4,25	97,7	4,25

Fonte: Ministério do Planejamento

Tabela 5
Investimentos do Governo Central

	R\$ bilhões	% PIB
1998	8,1	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	8,9	0,52
2005	10,9	0,52
2006 (4a Reavaliação)	14,7	0,74
2007 (PLO)	17,6	0,77

Fonte: Ministério do Planejamento

- Dívida Pública: setor público é credor em câmbio

Ao longo dos 3 últimos anos, o Tesouro Nacional conseguiu promover mudanças importantes no perfil do endividamento público, aumentando a participação da dívida em títulos pré fixados e vinculados a índices de preços e tornando a dívida em câmbio um crédito.

Considerando apenas a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna, o Tesouro Nacional é credor em câmbio em uma proporção correspondente a 1,3% da sua dívida, enquanto que em dezembro de 2002, essa a dívida representava 33,6% (Tabela 5).

Se considerarmos a dívida do setor público como um todo (União, estados/municípios e empresas estatais) e descontarmos os respectivos créditos, a dívida cambial foi zerada em junho, tendo o setor público se tornado, em termos líquidos, um credor externo (Tabela 6).

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

Mas, a contraface da redução da dívida cambial foi o leve aumento da parcela da dívida indexada à taxa Selic que representava 41,9% da dívida mobiliária federal interna em dezembro de 2002 e passou para 42,9% em agosto de 2006, o que cria 2 tipos de constrangimento de política econômica: um, de natureza fiscal na medida em que vincula diretamente o resultado nominal (medida de déficit público que inclui o pagamento de juros) às decisões de política monetária (quando a taxa Selic sobe, o resultado nominal piora e a Dívida Pública/PIB se eleva; o outro se refere à perda de eficácia da política monetária pois, ao remunerar parcela importante de sua dívida à taxa Selic, o Tesouro Nacional estará gerando um efeito-renda em direção oposta a uma decisão de política monetária.

A agenda para os próximos anos deverá se concentrar, portanto, na substituição da dívida corrigida pela Selic em favor dos títulos vinculados a índices de preços e a juros pré-fixados.

Tabela 6: Indicadores do Perfil da Dívida Pública (%)

Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna				
	Curto Prazo (vencimento menor que um ano)	Correção Cambial	Corrigida pela SELIC	Pré- fixada
dez/02	41,1	33,6	41,9	1,9
dez/03	35,3	20,5	46,5	11,6
dez/04	46,2	9,3	49,5	19
dez/05	41,6	1,1	52,1	27,2
ago/06	42,2	-1,3	42,9	29,3

Fonte: Banco Central e Secretaria do Tesouro Nacional.

Tabela 7
Composição da Dívida Líquida do Setor Público

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/05	ago/06
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	57,2	51,5	50,3
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	95,3	102,8
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	25,8	13,3	6,7	0,6	0,3
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	54,4	61	72,9	94,7	102,5
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	4,7	-2,8
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	45,6	39	27,1	5,3	-2,5

Fonte: Banco Central

Setor Externo

Cecília Hoff

Os dados da balança comercial brasileira de agosto e setembro mostram que as exportações têm se mantido num patamar elevado e confirmam a perspectiva de um saldo comercial superior ao de 2005 este ano. Passados os efeitos da greve (que subestimaram o desempenho de maio e junho e superestimaram o desempenho de julho e agosto, como pode ser observado na tabela 1), é esperado que nos próximos meses os resultados da balança comercial se normalizem. Neste caso, mesmo admitindo-se uma desaceleração das exportações nos dois últimos meses do ano (possivelmente associada à queda recente nos preços das commodities), e a manutenção de um ritmo de crescimento elevado para as importações, o saldo comercial ainda pode ficar em torno de US\$ 45,0 bilhões – um resultado ligeiramente abaixo do observado na média de 2006 até setembro (tabela 2).

Tabela 1

	Exportações e Importações: valor, quantum e preço					
	(var. % anualizada no trim em relação ao trim anterior, com ajuste sazonal)					
	Exportações			Importações		
	valor	quantum	preço	valor	quantum	preço
2005-IV	21,1	11,3	8,8	10,2	1,7	8,4
2006-I	29,7	23,8	4,8	50,4	51,1	-0,5
2006-II	-15,1	-28,0	17,9	6,3	-8,6	16,4
2006-III ⁽¹⁾	52,4	27,7	19,3	41,2	35,9	3,9

⁽¹⁾ Dados referentes aos meses de julho e agosto.

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Em 2007, porém, se houver uma desaceleração não brusca da economia mundial, somada a uma estabilização dos preços das commodities num nível mais baixo do que média deste ano, é bastante provável que as exportações cresçam de forma mais lenta, em torno de 6% (um desempenho próximo do que se espera para o crescimento em volume do comércio mundial¹). Estes dois movimentos (cenário internacional mais instável e desaceleração das exportações) podem provocar uma depreciação moderada na taxa de câmbio (de cerca de 10%), que se por um lado ainda mantém a inflação confortavelmente sob controle (permitindo a continuidade do processo de redução da taxa de juros), por outro deve ser insuficiente para diminuir o ritmo de crescimento das importações. Em sendo assim, espera-se uma forte queda no saldo comercial no ano que vem, para cerca de US\$ 34,0 bilhões.

¹ A projeção mais recente divulgada pelo FMI (World Economic Outlook, set/06), indica que o comércio mundial em volume deve crescer 7,6% em 2007. No entanto, o próprio FMI admite ter aumentado a probabilidade de um cenário alternativo, o que significa que o grau de confiança desta projeção diminuiu.

Tabela 2

Saldo Comercial Anualizado em US\$ bilhões			
(médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)			
	Exportações	Importações	Saldo
jan/06	132,1	81,5	50,6
fev/06	129,5	82,4	47,1
mar/06	133,0	85,4	47,6
abr/06	130,8	85,3	45,5
mai/06	129,1	86,9	42,2
jun/06	127,7	86,7	41,0
jul/06	135,1	88,8	46,3
ago/06	144,1	94,3	49,8
set/06 ⁽¹⁾	141,8	94,5	47,4
2006^P	136,0	91,0	45,0
2007^P	144,0	110,0	34,0

⁽¹⁾ Até a 4ª semana

^P Projeção

Fonte: MDIC/Secex.

As projeções relativamente pessimistas para 2007 partem da noção de que as exportações estão cada vez mais dependentes da evolução dos preços no mercado internacional, podendo ser negativamente afetadas numa eventual queda e estabilização destes. Como pode ser observado na tabela 3, que mostra a variação acumulada das exportações mês a mês, uma parte razoável do crescimento recente das exportações deve ser creditado ao desempenho favorável dos preços. Ademais, deve ser notado que isso tem gerado um movimento de concentração das exportações.

Tabela 3

Exportações em Valor e Preço (dez/05=100)								
(médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)								
	Total		Básicos		Manuf.		Semi.	
	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço
dez/05	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
jan/06	106,0	100,3	110,0	99,7	106,0	100,3	103,0	101,1
fev/06	103,9	100,7	103,8	98,5	105,7	101,3	101,1	103,4
mar/06	106,7	101,2	104,5	97,1	109,9	102,2	106,5	105,6
abr/06	104,9	102,5	97,5	97,1	107,6	103,7	111,5	108,7
mai/06	103,6	103,7	95,2	97,2	106,8	105,0	110,7	112,3
jun/06	102,4	105,4	90,4	99,2	105,8	106,3	113,8	115,9
jul/06	108,4	107,5	99,8	101,2	110,3	108,2	117,0	119,8
ago/06	115,6	109,3	108,3	103,0	115,9	109,6	129,5	123,2

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Como mostra a tabela 4, o crescimento de básicos e semimanufaturados tem sido puxado por poucos produtos cujos preços estão tendo um desempenho favorável no mercado internacional (a soja é a exceção, estando o seu crescimento associado ao aumento da área plantada). Da mesma forma, as exportações de produtos manufaturados que apresentam crescimento são as de combustíveis ou aquelas que ainda contam com algum poder de mercado para repassar aos preços os custos da

apreciação cambial. Para os produtos desta classe que têm os preços comprimidos pela concorrência externa (como têxteis, móveis e máquinas e equipamentos), a apreciação cambial tem sido perversa e já se pode observar uma queda das vendas em relação ao mesmo período do ano passado.

Tabela 4

Exportações - Principais Produtos				
(var. % acumulada no ano - agosto de 2006)				
	(a) Jan-Ago 2005 US\$ bilhões	(b) Jan-Ago 2006 US\$ bilhões	(a)/(b) %	Contribuição em p.p para a var. das exportações da classe de produto
Total	76,1	88,2	15,9	-
Básicos	22,5	26,0	15,3	-
Soja	3,8	4,5	18,5	3,1
Minério de Ferro	4,4	5,7	29,7	5,8
Óleos Brutos de Petróleo	2,6	4,1	56,6	6,6
Semimanufaturados	10,5	12,2	16,8	-
Açúcar em bruto	1,5	2,3	53,7	7,7
Pastas Químicas de Madeira	1,3	1,6	28,1	3,4
Alumínio em bruto	0,9	1,4	65,7	5,4
Manufaturados	41,6	47,9	15,3	-
Gasolina e Óleos	1,5	2,6	73,8	2,6
Vestuário	0,4	0,4	-17,8	-0,2
Máq. e equipamentos	1,4	1,2	-11,4	-0,4
Móveis	0,7	0,6	-9,1	-0,1

Fonte: MDIC/Secex, Funcex.

Os sinais de crescimento das importações, por sua vez, estão cada vez mais consistentes. No trimestre encerrado em agosto o valor importado voltou a acelerar e, dado que os preços das importações estão de modo geral, relativamente estáveis, esta aceleração está associada a um aumento no volume importado. Este movimento pode ser observado em quase todas as categorias de uso (as compras de bens de capital são exceção, pois já tiveram uma forte aceleração no primeiro semestre do ano, quando as compras das demais categorias apresentavam um crescimento baixo, e agora mostram uma tendência de acomodação), com destaque para a forte expansão das importações de bens de consumo duráveis e não duráveis a partir de abril.

Tabela 5

Importações em Valor e Preço (dez/05=100)										
(médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal)										
	Total		Intermediários		BK		BCND		BCD	
	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço	Valor	Preço
dez/05	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
jan/06	105,7	99,2	105,3	99,6	105,2	99,2	103,6	99,4	106,3	99,4
fev/06	106,9	98,8	106,4	99,4	105,2	97,4	99,5	99,6	109,9	100,1
mar/06	110,7	99,9	108,9	100,5	111,6	98,4	106,2	105,1	108,8	100,8
abr/06	110,6	101,1	107,9	101,3	111,6	100,0	111,7	106,0	104,5	102,4
mai/06	112,7	102,9	110,3	102,7	116,6	100,6	122,6	108,0	107,8	103,8
jun/06	112,5	103,7	109,3	102,7	114,9	100,2	126,3	107,9	111,2	104,2
jul/06	115,2	104,1	113,4	102,7	114,5	99,2	130,8	108,6	114,8	102,7
ago/06	122,4	104,6	120,4	102,5	116,0	98,4	139,9	109,6	119,0	102,9

Fonte: MDIC/Secex e Funcex.

Na tabela 6 tenta-se avaliar, de forma simplificada, quanto do desempenho recente das exportações e importações pode estar associado ao comportamento da taxa de câmbio. A

razão entre o crescimento em doze meses do valor exportado pelo Brasil e o crescimento em doze meses da demanda externa, que vinha se mantendo estável desde abril de 2006, sofreu uma leve queda em julho. Note-se que no caso do Brasil é normal que as exportações cresçam acima da demanda externa (ou seja, uma relação entre exportações e demanda externa acima de 1), e uma queda desta relação indica que, neste mês, a desaceleração das exportações brasileiras foi maior do que a desaceleração da demanda externa (embora as exportações brasileiras tenham crescido mais do que a demanda mundial). Isto talvez seja um primeiro sinal do efeito da taxa de câmbio sobre as vendas externas, mas também deve ser ponderado pela greve. Ainda que os efeitos desta última estejam bastante diluídos nesta série (porque são médias de 12 meses), nos próximos meses poderemos ter uma noção mais clara de qual efeito predominou.

Já a relação entre o crescimento do quantum das importações e o crescimento da demanda doméstica deu um salto a partir de abril e continua aumentando. Neste caso, também é normal que as importações cresçam acima da demanda doméstica, e até março deste ano a relação estava se mantendo estável em torno de 2,0. A partir de abril, no entanto, a relação mudou de patamar e continua crescendo, o que indica que as importações estão crescendo mais rapidamente do que a demanda doméstica, um movimento claramente associado à apreciação cambial.

Tabela 6

Relações Demanda Externa/Exportações e Demanda Interna/Importações						
(variação % em 12 meses)						
	Ind. Demanda Externa (a)	Exportações - Valor (b)	(b)/(a)	Indústria Geral PIM-PF (c)	Importações - Quantum (d)	(d)/(c)
dez-05	16,2	20,9	1,3	3,1	5,4	1,7
jan-06	16,1	21,4	1,3	2,9	5,7	2,0
fev-06	15,9	19,0	1,2	3,0	5,2	1,7
mar-06	15,8	17,3	1,1	3,3	6,9	2,1
abr-06	14,8	17,5	1,2	2,6	8,3	3,2
mai-06	14,5	17,6	1,2	2,6	7,4	2,9
jun-06	14,5	17,2	1,2	2,0	8,1	4,1
jul-06	14,9	16,8	1,1	2,2	10,0	4,6

Fontes: Funcex, IBGE e MIDIC/Secex.

Em suma, os resultados do comércio exterior sugerem que o saldo ainda deve permanecer elevado este ano, mas pode sofrer uma forte redução no ano que vem. Isto implica que o fluxo comercial no mercado de câmbio deve continuar elevado nos próximos meses e ir se reduzindo gradativamente ao longo do próximo ano, o que, somado a um cenário internacional de maior aversão ao risco, tende a gerar alguma depreciação na taxa de câmbio. Por outro lado, a redução da necessidade de financiamento externo e o fato de que o diferencial de juros deve permanecer elevado (as projeções mais otimistas apontam para uma taxa Selic de 12% em dezembro de 2007) podem dar alguma sustentação à taxa de câmbio, impedindo que ocorram desvalorizações mais bruscas.

As incertezas a respeito do que pode acontecer no front externo a partir do ano que vem tem se refletido no mercado de câmbio à vista. Em agosto os bancos terminaram de se desfazer da posição comprada assumida na crise de maio-junho, e fecharam o mês com uma posição vendida de cerca de US\$ 1,0 bilhão. A taxa de câmbio só se manteve

estável (a rigor, com leve tendência de queda) frente esta opção porque o Banco Central comprou US\$ 4,6 bilhões no mercado à vista e intensificou a colocação de swaps reversos (tabela 7). Ou seja, até agosto o mercado ainda apostava na continuidade da tendência de apreciação cambial. Atualmente, porém, o mercado parece à espera de melhores definições no cenário internacional. Embora ainda não aposte numa depreciação, também não a descarta. Se os sinais de desaceleração da economia mundial ficarem mais claros, é possível que os bancos queiram remontar suas posições compradas (o que significa absorver as sobras do mercado de câmbio a taxas mais elevadas). Neste caso, e a exemplo do que ocorreu em junho, o Banco Central poderá novamente se abster de intervir.

Tabela 7

Fluxo Cambial, Posição dos Bancos (em US\$ bilhões) e Taxa de Câmbio								
	Segmento Comercial (a)	Segmento Financeiro (b)	Saldo (a)+(b)	Var. na Posição dos Bancos ⁽¹⁾	Compras do BC	Swaps Reversos	Taxa de Câmbio Nominal	Taxa de Câmbio Real ⁽³⁾
jan/06	3,1	-1,2	1,9	-0,6	2,4	7,8	2,27	76,0
fev/06	4,9	2,8	7,8	4,9	2,4	4,0	2,16	72,1
mar/06	5,5	2,5	8,0	5,4	3,1	1,3	2,15	71,8
abr/06	3,3	-2,7	0,6	-1,9	2,2	0,0	2,13	71,8
mai/06	7,3	0,2	7,5	3,4	4,4	0,6	2,18	74,9
jun/06	3,6	-6,3	-2,7	-2,8	0,0	-0,8	2,25	77,2
jul/06	4,8	-2,3	2,5	-2,6	4,4	0,8	2,19	75,4
ago/06	3,8	-2,5	1,3	-2,8	4,6	1,5	2,16	74,8
set/06 ⁽²⁾	2,9	-0,3	2,6	-	-	-	2,16	-

⁽¹⁾ Variação positiva significa aumento da posição comprada.

⁽²⁾ Até o dia 15 de setembro.

⁽³⁾ Taxa de Câmbio Real Efetiva, deflacionada pelo IPCA, base 2002=100.

Fonte: Banco Central do Brasil.