

Crescimento econômico ficou abaixo do esperado em 2005

A discussão sobre conjuntura econômica no Brasil ganhou novas referências nos últimos anos. Os avanços conquistados na gestão da política econômica nesse período, tais como a disciplina fiscal e a estabilidade monetária, são valorizados por todas as correntes políticas no país e devem ser mantidos como fundamentos na elaboração da estratégia do governo para 2006. Entretanto, existem divergências no debate econômico quanto ao grau de ajuste a ser feito no campo fiscal e o nível de juros ideal para que o Banco Central possa conciliar crescimento com a inflação fixada no seu sistema de metas. Em 2005, a Balança Comercial voltou a apresentar resultados positivos, e a inflação se manteve dentro do intervalo previsto pelo governo. Já a variação negativa da taxa do PIB no terceiro trimestre do ano acabou por surpreender boa parte dos agentes, levando os analistas a revisar para baixo suas previsões de crescimento para 2006.

Política Monetária

Os objetivos alcançados pela política antiinflacionária fizeram contraponto a um crescimento aquém do esperado pelos analistas. Dessa forma, a análise da estratégia adotada pela Autoridade Monetária em 2005 implica, necessariamente, uma avaliação da eficiência dos mecanismos de transmissão da política monetária no período. Tal política é conduzida de forma a evitar movimentos de alta volatilidade dos principais indicadores econômicos e financeiros, servindo como parâmetro para os agentes formarem suas expectativas ao longo do tempo.

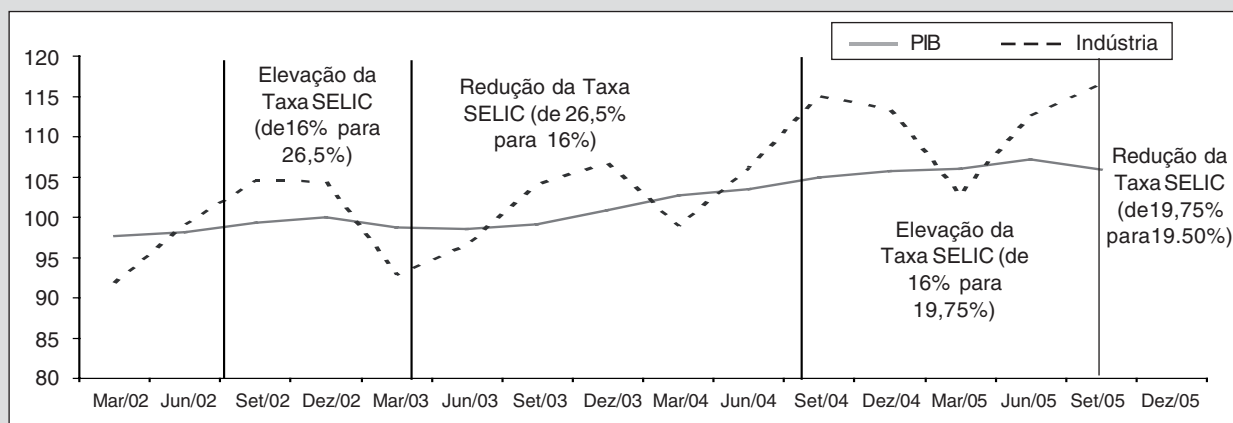
O ciclo de aumento da meta da Taxa SELIC, iniciado em setembro de 2004, não ocorreu em uma conjuntura de crise, mas em um período de superávit comercial, metas fiscais cumpridas e redução do risco país. Um possível foco inflacionário naquele momento residia em eventuais incertezas de curto e médio prazos que não foram ratificadas pela equipe econômica. Apesar do rigor com que o governo geria o sistema de metas de inflação – requisito fundamental para dar credibilidade a esse mecanismo –, os agentes mantinham a certeza de que o início do processo de queda das taxas básicas de juros seria iminente e as expectativas de crescimento para

2005 convergiam para um patamar próximo de 4% (em março de 2005, a previsão de crescimento do PIB feita pelo Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANDIMA era de 3,6%).

A primeira redução da SELIC, porém, ocorreu apenas em setembro de 2005, exatamente um ano após a elevação da taxa. O conservadorismo da equipe econômica pode ser explicado por fatores como o aumento do preço do petróleo no mercado internacional, as sucessivas elevações das taxas de juros norte-americanas e as incertezas resultantes da crise política. Por outro lado, tudo indica que a sensibilidade da atividade econômica à trajetória dos juros básicos foi subestimada nas previsões de crescimento da economia para 2005 (veja gráfico). No final do ano, a SELIC estava em 18,00%, equivalentes a uma taxa de juros reais *ex-post* de cerca de 11% (deflacionada pelo IPCA do IBGE), muito acima dos padrões internacionais vigentes.

A sintonia fina entre crescimento e inflação foi favorecida, em 2005, pela conjuntura econômica internacional extremamente positiva, em especial pela extraordinária *performance* das economias chinesa e norte-americana. Tal cenário propiciou uma grande liquidez no mercado de crédito para os países emergentes, o que permitiu a obtenção de superávits nas contas

Evolução do PIB Trimestral e da Indústria Geral (médias móveis trimestrais)



Fontes: IBGE, Banco Central e UFRJ. **Elaboração:** ANDIMA.

correntes (ver Setor Externo), sobretudo em função dos recursos do segmento comercial.

Com os números a seu favor, tanto interna quanto externamente, a Autoridade Monetária deu seqüência ao processo de melhora do perfil da dívida mobiliária. Em termos de composição, todas as metas previstas no Plano Anual de Financiamento para 2005 foram atingidas (ver tabela). Houve um aumento considerável da participação dos títulos prefixados em relação ao ano anterior (de 20% para 27%) e uma diminuição expressiva dos papéis cambiais (2,6% em novembro). Entretanto, o estoque predominante, com 54% do total, ainda é o das LFT (títulos indexados à Taxa SELIC), corrigido automaticamente pela própria taxa de juros.

Já o prazo médio da dívida apresentou um leve recuo ante o final de 2004 (de 28,13 para 27,17 meses), em função da maior colocação em mercado de papéis prefixados, cuja maturidade ainda é menor do que a dos papéis indexados. Mesmo para essa classe de títulos, a Autoridade conseguiu colocar vencimentos mais longos, por meio de NTN-F com resgates em 2008, 2010 e 2012. Tal movimento se refletiu na expressiva redução das LTN/NTN-F que vencem em 12 meses, de 90% para 57% entre dezembro de 2004 e novembro de 2005. Para

o saldo total, nesse mesmo período, a participação dos papéis com vencimento em 12 meses registrou leve queda, de 46% para 42,6%.

A estratégia de melhorar o perfil da dívida baseou-se em colocações líquidas de LTN, NTN-F e de NTN-B ao longo do ano. No total, entre colocações primárias e resgates, houve uma retirada de recursos do sistema da ordem de R\$ 70 bilhões, o que compensou, em parte, a forte liquidez experimentada pelo mercado de reservas bancárias desde 2002, decorrente dos sucessivos resgates de títulos e *swaps* cambiais e das intervenções de compra de divisas por parte do Banco Central no segmento de câmbio. Este cenário vem obrigando o BC a realizar inúmeras operações de financiamento como tomador de recursos excedentes no sistema, de forma a alcançar o equilíbrio entre títulos e dinheiro no segmento.

Política Fiscal

A meta fiscal de superávit primário do setor público programada para 2005, de 4,25% do PIB, foi ultrapassada, alcançando 5,6% até novembro. Desse total, o governo central responde por 3,40%; os governos regionais, 1,28%; e as empresas estatais, 0,89%, o que demonstra o comprometimento de todas as esferas com o equilíbrio fiscal.

A Taxa SELIC média de 2005 (19,05%), muito superior à de 2004 (16,25%), provocou um aumento da rubrica de juros nominais de 7,3% para 8,3% do PIB. Em termos monetários, esse aumento correspondeu a um acréscimo de R\$ 18 bilhões em relação ao final do ano anterior.

É importante, contudo, qualificar os resultados do

A estratégia de melhorar o perfil da dívida baseou-se em colocações líquidas de LTN, NTN-F e de NTN-B ao longo do ano. No total, entre colocações primárias e resgates, houve uma retirada de recursos do sistema da ordem de R\$ 70 bilhões

setor fiscal. Boa parte do ajuste neste segmento vem sendo obtido por meio de forte aumento da arrecadação tributária. Em 2005, as receitas com os impostos federais somaram R\$ 364 bilhões, representando crescimento de cerca de 8,02% em relação ao ano anterior. Já na esfera primária, houve elevação das despesas, de 17,82% para 18,72%, entre 2004 e 2005, em razão do aumento dos gastos previdenciários do INSS, de 7,2% para 7,6% no mesmo período. Esta rubrica específica, inclusive, vem subindo sistematicamente ano após ano. Em 1998, por exemplo, correspondia a apenas 5,7% do PIB.

Dessa forma, o ajuste a ser feito na política fiscal encontra constrangimentos, pois tanto o aumento da já elevada carga tributária quanto a compressão dos investimentos não são compatíveis com as circunstâncias políticas de um ano eleitoral. A rubrica Despesas Obrigatórias, que cresceu de 1,79% para 2,49% do PIB, engloba as despesas vinculadas, que não permitem nenhum tipo de manejo. Logo, a margem de manobra do governo deverá se concentrar em 2006 nas Despesas Discricionárias (que desde 2003 vêm apresentando elevação, de 3,33% a 3,88% do PIB).

Principal indicador de solvência fiscal, a relação Dívida Líquida/PIB registrou, até novembro de 2005,

Necessidades de Financiamento do Setor Público - % PIB

	2003		2004		2005
	Jan-Nov	Ano	Jan-Nov	Ano	Jan-Nov
Nominal	4,66	5,08	1,99	2,67	2,71
Governo Central	3,46	3,99	1,07	1,53	3,48
Governo Federal	3,60	4,76	1,33	1,87	3,45
Banco Central	-0,15	-0,77	-0,25	-0,34	0,03
Governos Regionais	1,64	1,74	1,83	1,92	0,03
Governos Estaduais	1,38	1,47	1,48	1,56	0,00
Governos Municipais	0,26	0,26	0,35	0,37	0,03
Empresas Estatais	-0,44	-0,65	-0,92	-0,79	-0,80
Primário¹	-4,96	-4,25	-5,29	-4,59	-5,58
Governo Central	-3,26	-2,49	-3,46	-2,97	-3,40
Governo Federal	-4,84	-4,20	-5,05	-4,79	-5,15
Banco Central	0,02	0,01	0,01	0,02	0,01
INSS	1,56	1,70	1,58	1,81	1,73
Governos Regionais	-1,02	-0,89	-1,11	-0,99	-1,28
Governos Estaduais	-0,88	-0,77	-1,02	-0,91	-1,07
Governos Municipais	-0,13	-0,12	-0,09	-0,08	-0,21
Empresas Estatais	-0,68	-0,87	-0,72	-0,64	-0,89

(1) Inclui o INSS. (+) déficit (-) superávit. **Fonte:** Banco Central.

O resultado negativo do PIB no terceiro trimestre do ano (-1,2% ante o trimestre anterior) reflete os efeitos da política ortodoxa adotada pela equipe econômica na atividade real da economia

queda de 0,8 ponto percentual (de 51,7% para 50,9 % do PIB) ante a posição final de 2004. Contribuíram para o recuo o resultado primário do governo (5,1 pontos percentuais), o efeito do crescimento do PIB valorizado (2,2 pontos percentuais) e o ajuste cambial decorrente da valorização (1,2 ponto percentual). Esses fatores suplantaram a pressão exercida por juros nominais (7,6 pontos percentuais) e reconhecimento de dívidas (0,3 ponto percentual). Mantido o resultado, será a segunda redução anual consecutiva desta variável, cuja trajetória foi ascendente de 1994 a 2003.

Atividade Econômica

O resultado negativo do PIB no terceiro trimestre do ano (-1,2% ante o trimestre anterior) reflete os efeitos da política ortodoxa adotada pela equipe econômica na atividade real da economia. Até então, as taxas trimestrais já haviam apresentado evolução aquém das expectativas (0,2% e 1,1% respectivamente), e muito abaixo das perspectivas de crescimento da economia mundial.

A análise dos números por setores indica a redução do nível de atividade (ver tabela) em todos, na comparação com o trimestre anterior, em particular no de Agropecuária

(-3,43%), em razão da seca no Sul e do recuo dos preços causado pela apreciação cambial, que comprometeu as safras de trigo, café e laranja.

Na análise dos componentes da demanda, houve queda de 0,9% na Formação Bruta de Capital Fixo no terceiro trimestre, o que reflete uma piora da percepção dos empresários quanto às perspectivas de investimento.

No mesmo sentido, sondagem feita pela CNI - Confederação Nacional da Indústria mostrou que, em setembro, apenas 30% das empresas haviam realizado os investimentos planejados.

O volume de vendas do comércio, medido pelo IBGE em sua Pesquisa Mensal de Emprego (PME), estabilizou-se no terceiro trimestre, com variação de 0,1%, contra 2,3% no período imediatamente anterior.

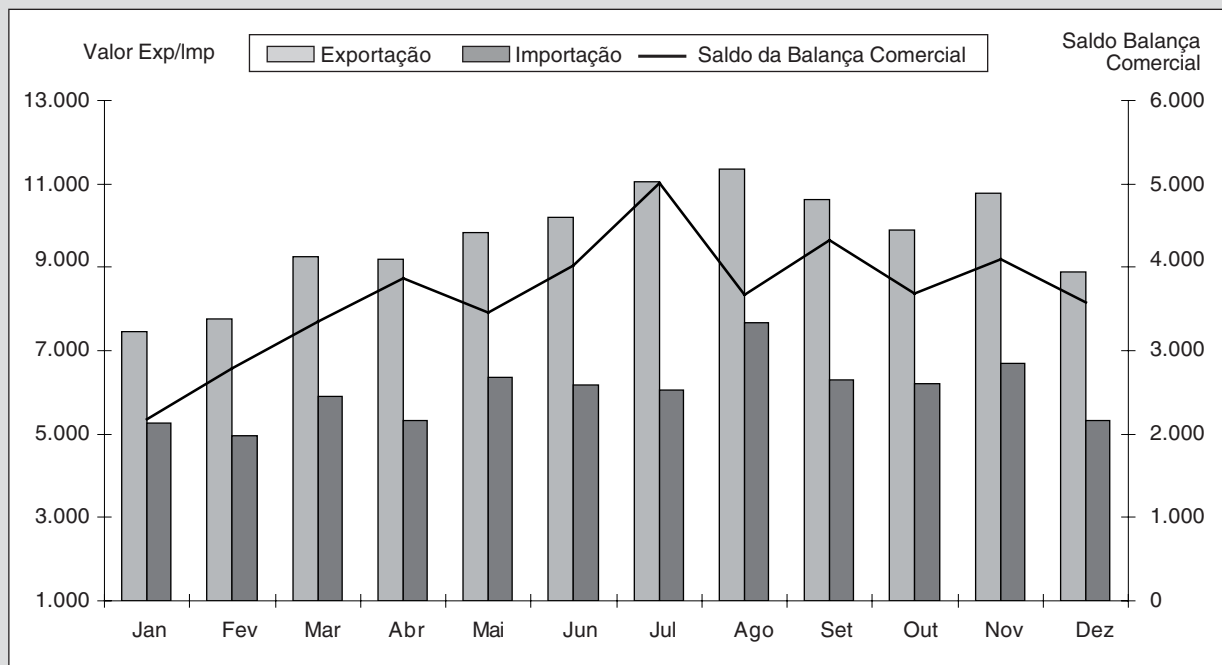
Mesmo beneficiado pelo aumento da massa real dos rendimentos do trabalho (indicador também aferido pelo instituto de pesquisa), este segmento apresentou uma redução significativa nos bens de consumo duráveis e não-duráveis, o que pode ser um reflexo da retração do crédito pessoal, dado o alto grau de endividamento do consumidor.

Variação do PIB (%) - Trimestre contra Trimestre Imediatamente Anterior

	4° trim./04	1° trim/05	2° trim./05	3° trim./05
Agropecuária	0,8	0,4	1,7	-3,4
Indústria	0,9	-0,8	1,4	-1,2
Serviços	0,6	-0,2	1,2	0,0
PIBpm	0,8	0,2	1,1	-1,2
Consumo das Famílias	1,1	-0,2	0,9	0,8
Consumo do Governo	0,5	0,3	0,9	-0,4
Formação Bruta de Capital Fixo	-2,8	-3,1	4,7	-0,9
Exportação	4,4	2,8	2,6	1,8
Importação	3,6	2,5	1,9	1,4

Fonte: IBGE. Elaboração: ANDIMA.

**Valor das Exportações e Importações x Saldo da Balança Comercial
Jan a Dez/2005***



(*) Foram divulgados dados referentes ao período de 1/1/2005 até 25/12/2005. Fonte: MDIC. Elaboração: ANDIMA.

A queda do PIB no terceiro trimestre também pode ser interpretada, portanto, como um indicativo de ajuste dos estoques na economia. Como o aumento da produção no início do ano somente foi absorvido pelo comércio no segundo trimestre, é possível que tenha ocorrido uma elevação involuntária da estocagem entre julho e setembro.

Setor Externo

O saldo recorde da Balança Comercial brasileira em 2005, da ordem de US\$ 44,8 bilhões, reflete a conjunção de fatores domésticos e externos que permitiu um novo desempenho positivo do segmento, contrariando mais uma vez a expectativa de queda das exportações, alimentada pela continuidade do processo de apreciação cambial.

Entre as condicionantes externas mais relevantes, deve-se creditar tal *performance* ao forte aumento do comércio mundial nos últimos anos (cerca de 15% apenas no primeiro semestre de 2005), por sua vez resultante do crescimento das economias desenvolvidas, em especial a norte-americana e a chinesa. A entrada da China no comércio internacional não deve mais ser vista como um evento temporário, mas como uma mudança

estrutural e permanente, dada a participação do país no mercado de *commodities*.

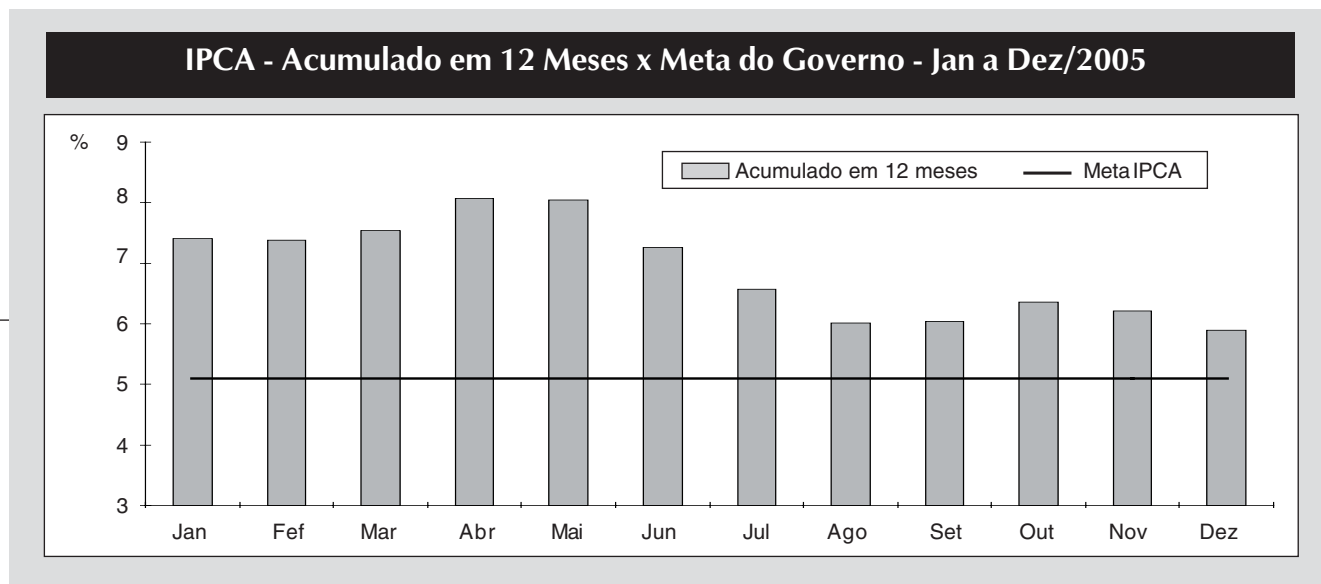
Já no mercado doméstico, a valorização da taxa de câmbio foi compensada pelo aumento da produtividade e elevação de preços em alguns segmentos. Esta última estratégia, inclusive já começa a comprometer a competitividade de alguns setores (tais como os manufaturados), cujas vendas vêm registrando queda

considerável. As importações, por sua vez, tiveram sua trajetória comprometida pelo desaquecimento da economia, principalmente no segundo semestre. A previsão é de manutenção de um saldo extremamente positivo em 2006, porém em um patamar inferior ao de 2005, em razão dos fatores citados nesta seção (a estimativa do Comitê de Acompanhamento Macroeconômico da ANDIMA é de US\$ 35,6 bilhões).

Os sucessivos recordes da Balança Comercial vêm permitindo o fechamento das contas externas. O saldo das transações correntes terminará positivo, assim como o do Balanço de Pagamentos. As rubricas que compõem a conta financeira sinalizam uma melhora significativa do resultado global (redução da saída de US\$ 9,1 bilhões para US\$ 1,8 bilhão), devido à forte redução dos investimentos brasileiros no exterior, conjugada com o aumento dos investimentos em carteira decorrentes dos recursos externos captados pelo setor público. Esse quadro permitiu, inclusive, que o governo brasileiro quitasse sua dívida com o FMI, ao antecipar o pagamento de empréstimo de US\$ 15,5 bilhões, aliviando a agenda de encargos externos para 2006.

Índices de Preços

A variação do IPCA (indexador oficial do sistema de metas de inflação) acumulada em 2005, de 5,69%, refletiu o conservadorismo da equipe econômica na gestão das expectativas de inflação. O resultado ficou acima da meta original estabelecida pelo Banco Central para o ano, de 4,5%, e daquela posteriormente ajustada, de 5,1%, mais ainda assim permaneceu dentro do intervalo estipulado no sistema (teto de 7%).



Fonte: IBGE. Elaboração: ANDIMA.

A valorização do real em 2005 causou forte impacto nos preços no atacado, que, por sofrerem influência dos bens *tradables* e importados, apresentaram queda de quase 1% no acumulado no ano, provocando deflação por quatro meses consecutivos no IGP-M – a variação acumulada de 1,21% em 2005 foi a menor da série histórica do índice. Como o IGP-M é o indexador de vários preços administrados, tudo indica que o bom resultado obtido em 2005 abrirá margem de manobra para a trajetória do IPCA em 2006, cuja meta foi fixada em 4,5%. Esse objetivo vem sendo considerado factível, dada a possibilidade de conjunção de uma queda na variação dos preços administrados com uma oferta adequada de produtos agrícolas, reforçada, ainda, pela expectativa de manutenção dos preços internacionais do

petróleo e ausência de focos de pressão sobre a taxa de câmbio.

Na análise desagregada dos componentes do IPCA, os grupos Transportes e Despesas Pessoais foram os únicos cujas variações superaram as do ano anterior (ver quadro). No primeiro caso, a elevação deveu-se à alta das cotações do petróleo no mercado internacional. Já a redução de boa parte dos preços nos demais setores pode ser creditada à oferta dos preços agrícolas e à forte influência do câmbio apreciado (particularmente nos preços dos produtos eletrônicos e dos agrícolas vinculados ao mercado internacional).

Marcelo Cidade
Analista Econômico