

## Taxa de câmbio deverá nortear o debate sobre o crescimento

O desempenho da economia brasileira em 2006 foi pontuado por resultados positivos nos mais diversos segmentos: a inflação ficou abaixo do centro da meta, o saldo comercial mais uma vez foi recorde histórico, houve melhora expressiva no padrão de financiamento da dívida pública brasileira e expansão considerável da massa salarial e do comércio varejista. Entretanto, o comportamento do PIB ficou aquém

das expectativas dos agentes e criou um sentimento de frustração em boa parte da sociedade nos últimos meses do ano.

A manutenção da estratégia de redução dos juros básicos da economia ao

longo de 2006 mudou o foco do debate, reduzindo o peso da estratégia de política monetária e ampliando a discussão para outros segmentos, tais como a produtividade da indústria brasileira, o produto potencial do país e o maior controle dos gastos fiscais. Desta forma, as análises ficaram mais qualificadas, o que vai exigir do governo um conjunto de propostas mais abrangentes para que o país consiga alcançar um ciclo de crescimento sustentado.

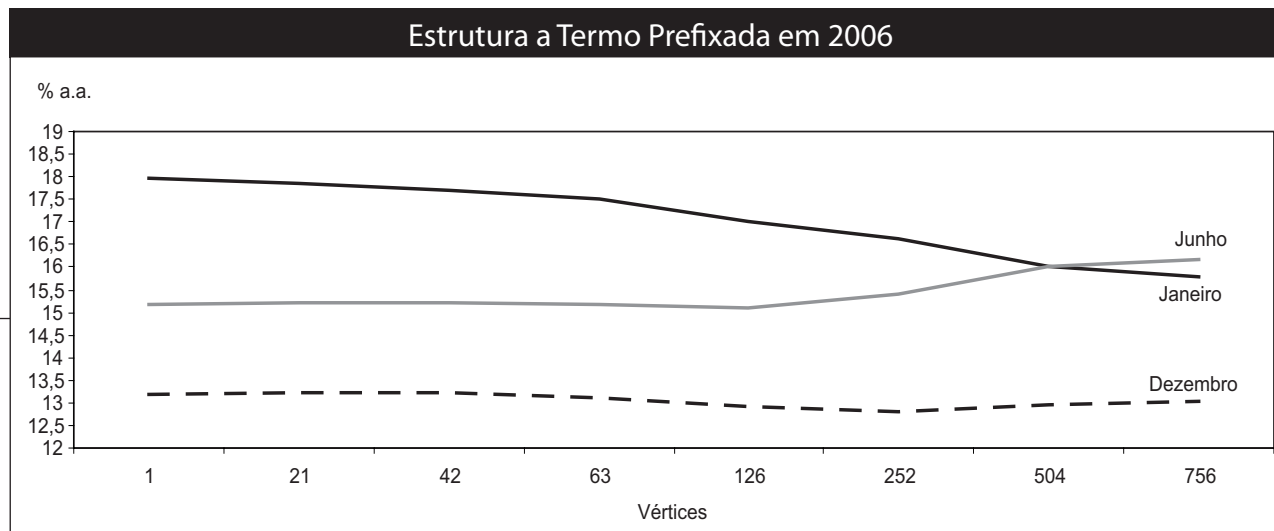
Variáveis	Projeções para 2006*	Resultados Efetivos 2006
Taxa SELIC (média -% a.a.)	16,1	15,1
Taxa SELIC em Dezembro (% a.a.)	15,1	13,3
Desvalorização cambial (%)	6,7	-8,7
Ptax em 31/12	2,404	2,138
IPCA (%)	4,6	3,1
IGP-M (%)	4,4	3,8
Taxa de Crescimento do PIB (%) *	3,6	2,5

\* A taxa de variação efetiva do PIB para 2006 corresponde ao acumulado do ano sobre o mesmo período do ano anterior, até o terceiro trimestre de 2006.

Fonte: ANDIMA (Comitê de Acompanhamento Macroeconômico). Elaboração: ANDIMA.

### Política monetária

A trajetória descendente da taxa básica de juros ao longo de 2006 (redução de 0,25 pontos nas reuniões realizadas entre janeiro e abril e 0,50 pontos naquelas ocorridas de abril até novembro) refletiu a preocupação da Autoridade Monetária em flexibilizar sua estratégia de política monetária, na medida em que os potenciais focos inflacionários mostraram estar sob controle – o IPCA acumulado no período se situou abaixo do centro da meta, estipulada em 4,5%, pela primeira vez desde a adoção do sistema de metas de inflação. A trajetória dos principais preços da economia e o estabelecimento de um ambiente mais favorável para que os agentes pudessem se posicionar em prazos mais longos com menores riscos de mercado foram consequência desta



Fonte: ANDIMA. Elaboração: ANDIMA.

redução na meta da Taxa SELIC, que iniciou 2006 no patamar de 18% ao ano e em dezembro chegou a 13,25 % a.a., uma redução de 4,75 pontos

percentuais. Uma análise da curva a termo de juros prefixada da ANDIMA mostra que houve um deslocamento de patamar desta variável ao longo do ano, o que ratifica uma mudança consistente de expectativa.

A continuidade da estratégia de redução dos juros permitiu à Autoridade Monetária intensificar o processo de melhora das condições do padrão de financiamento da dívida mobiliária interna, possibilitando uma avaliação mais positiva dos investidores quanto à condição de solvência do país, fato que foi integralmente refletido na queda

expressiva da taxa do risco soberano em 2006 (de 302 para 192 pontos no período).

Um dos fatores que certamente contribuíram para a melhora da gestão da dívida foi a manutenção da redução da exposição cambial do governo. A entrada de recursos estrangeiros na economia brasileira, principalmente via segmento comercial, provocou uma valorização da taxa de câmbio da ordem de 8,7% no ano. Isto requereu da Autoridade Monetária uma atuação sistemática ao longo de todo o ano neste segmento, por meio da compra de divisas no mercado à vista, de forma que pu-

desse ser esterilizado o montante de ingressos no país. Porém, as operações realizadas pelo governo não foram em quantidade suficiente para reverter a

trajetória de valorização da moeda nacional. Os efeitos desse movimento na dívida interna foram expressivos, pois, computados os *swaps* cambiais reversos, o governo tornou-se credor da parcela atrelada ao câmbio (1,1%) e eliminou a pressão desta variável na condução da dívida.

A entrada de recursos externos, conjugada aos sucessivos resgates líquidos dos títulos públicos, aumentou a liquidez de forma expressiva no mercado de reservas bancárias. Desta forma, o Banco Central também teve que atuar nesse segmento, no sentido de esterilizar o excesso de recursos. Foram

O aumento gradual dos prazos das operações compromissadas permitiu à Autoridade Monetária administrar com maior flexibilidade o nível dos recursos no sistema no médio prazo

realizadas sucessivas operações de nivelamento de liquidez de curtíssimo prazo na ponta tomadora de recursos. Além disso, o BC realizou ao longo do ano operações compromissadas com prazos de três e cinco meses envolvendo títulos prefixados, em montantes entre R\$ 70 e R\$ 90 bilhões a cada mês. A partir de setembro, o BC alongou os prazos dessas operações, passando a operar para sete meses. O aumento gradual dos prazos das operações compromissadas permitiu à Autoridade Monetária administrar com maior flexibilidade o nível dos recursos no sistema no médio prazo.

O ambiente, portanto, foi favorável para a obtenção pelo governo de resultados expressivos no tocante às mudanças de composição do estoque da dívida em poder do público. Foram atingidas com folga todas as metas estipuladas pelo PAF – Plano Anual de Financiamento 2006

(veja quadro), consonante com a estratégia de aumentar a participação dos títulos prefixados e indexados por meio de sucessivas colocações em ofertas públicas e redução do montante de títulos indexados à Taxa SELIC e à correção cambial decorrentes dos resgates líquidos desses papéis.

As LFT, que em dezembro de 2005 representavam cerca de 52% do total da dívida, deixaram de ser predominantes no estoque em relação ao total das outras classes de títulos. O somatório do estoque dos títulos prefixados com os indexados totalizou, no final de 2006, cerca de 58%, contra

Indicadores	Dez/05	PAF - 2006		Dez/06	PAF - 2007	
		Mínimo	Máximo		Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em Mercado (R\$ bi)	979,7	1.130	1.200	1.093,5	1.230	1.300
Prazo Médio (meses)	27,4	30	35	31,1	32	36
% Vencendo em 12 Meses	41,6	31	36	35,7	29	33
Composição do Estoque da DPMFi						
Prefixado (%)	27,9	28	37	36,1	37	43
Índice de Preços (%)	15,5	18	24	22,5	23	27
SELIC (%)	51,8	39	48	37,8	29	36
Câmbio (%)	2,7	1	3	1,3	1	2
TR e Outros (%)	2,2	2	4	2,2	2	4

Fonte: Tesouro Nacional. *Elaboração:* ANDIMA.

Títulos Federais em Poder do Público a Vencer em 12 Meses por Tipo de Rentabilidade - em R\$ bilhões

Mês	Prefixados		Taxa SELIC		Índices de Preços		Câmbio		TR		Outros		Total	
Dezembro/02	13,22	96,77%	185,83	49,02%	6,79	8,68%	49,16	35,25%	0,91	7,11%	-	0,00%	255,92	41,07%
Dezembro/03	78,69	85,97%	130,73	29,12%	10,66	10,76%	37,75	47,98%	0,67	5,12%	0,02	49,75%	258,52	35,34%
Dezembro/04	146,98	90,30%	183,86	39,71%	26,24	21,74%	14,68	35,17%	1,56	7,07%	0,01	59,69%	373,33	46,08%
Dezembro/05	149,90	54,93%	227,47	44,85%	17,38	11,42%	12,13	45,94%	1,03	4,90%	0,01	100,00%	407,91	41,64%
Dezembro/06	208,97	52,90%	150,14	36,30%	25,62	10,40%	1,41	9,98%	3,90	16,13%	-	0,00%	390,05	35,67%

Obs.: Valores apurados com base na posição de carteira avaliada pelo preço da curva de rentabilidade intrínseca dos títulos, considerando os pagamentos intermediários em suas datas efetivas. Percentual em relação ao total dos títulos a vencer com o mesmo tipo de rentabilidade. Fonte: Banco Central. Elaboração: ANDIMA.

38% dos títulos corrigidos pela Taxa SELIC. Esse perfil permite uma redução significativa do risco de mercado do ponto de vista do Tesouro, pois reduz a volatilidade dos vencimentos ao longo do ano e diminui as oscilações no estoque em função de eventuais choques macroeconômicos. Além disso, permite uma melhor percepção da relação risco x retorno e possibilita que administradores de carteira utilizem novas referências de parâmetro de rentabilidade, anteriormente focadas nas taxas de juros de curtíssimo prazo (DI).

Outro aspecto enfatizado na gestão da dívida mobiliária em 2006 foi a redução do risco de refinanciamento, por meio do alongamento do prazo de colocação de títulos nas ofertas públicas. Tal estratégia foi reforçada pela redução de 6% do

estoque vincendo em 12 meses, resultado da atuação do governo de realizar leilões primários com maturidades mais longas conjugadas às operações de troca de papéis de curto por longo prazo e de resgate antecipado de títulos de curtíssimo prazo.

Essa estratégia refletiu-se no estoque remanescente, pois o prazo médio da dívida em mercado aumentou de 27,4 para 31,6 meses (o PAF 2006 previa um intervalo entre 30 e 35 meses). Esse número ganha relevância se for considerado o esforço do governo em alongar o prazo das ofertas públicas de títulos prefixados, que nesse mesmo período subiu de 20 para 23,32 meses.

Nesse sentido, o Tesouro Nacional divulgou, no final de 2006, nova regra de emissões

de títulos prefixados, mais adequada aos padrões internacionais de financiamento, ainda que com prazos comparativamente mais curtos. A demanda por esse tipo de título refletiu-se numa maior colocação de NTN-F, que pagam cupons intermediários. Somente no último mês do ano, a participação desses títulos na carteira do IRF-M elevou-se de 10,3% para 12,5%.

Além do ambiente macroeconômico mais favorável, algumas iniciativas de caráter pontual foram significativas para o incremento dos negócios realizados no mercado secundário de títulos públicos. A medida de maior relevância, editada em fevereiro, reduziu a zero a alíquota do Imposto de Renda incidente sobre os rendimentos produzidos por títulos públicos federais auferidos por

não-residentes no país. Essa decisão propiciou o aumento da participação do investidor estrangeiro no mercado doméstico de dívida pública, segmento que tem preferência por títulos de mais longo prazo, geralmente prefixados ou corrigidos por índices de preços.

No início de 2006, observou-se uma colocação maciça de títulos atrelados ao IPCA (NTN-B), seguindo a tendência iniciada no final do segundo semestre de 2005. Usando como *proxy* a carteira do IMA, a participação desses títulos na dívida mobiliária federal subiu de 7,7% para 14,6% nos três primeiros meses do ano. Entretanto, dúvidas relacionadas à performance da economia norte-americana entre maio e junho indicavam a possibilidade de uma elevação dos FedFunds, o que causou uma realocação dos ativos por parte dos investidores estrangeiros no mercado doméstico nacional. Em

momentos de instabilidade, esses investidores buscam ser conservadores e costumam diminuir sua exposição em mercados emergentes. O movimento de venda de títulos foi reforçado no mercado brasileiro pela ausência de instrumentos de *hedge* compatíveis com o perfil da aplicação (títulos indexados de longo prazo), o que explica a forte queda da remuneração desses ativos. A rentabilidade no período do IMA-B – índice de renda fixa que reflete a carteira das NTN-B – foi de -3,4% (maio/06), demonstrando o movimento expressivo de vendas desse ativo no mercado. Além disso, observou-se queda entre junho e maio do volume negociado no segmento extragrupo desses papéis (redução de R\$ 20 bilhões para R\$ 9 bilhões no período).

Ainda no segmento de negociação de títulos públicos no mercado secundário, a Autoridade Monetária atuou ao longo de 2006 realizando su-

cessivas operações de compra e venda simultânea desses papéis, com o objetivo de criar parâmetro de preços que possibilitassem a eventual negociação desses ativos. No caso específico das NTN-B, outra medida importante foi permitir a inclusão do título nas operações compromissadas longas, com livre movimentação, efetuadas com as instituições *dealers*. O BC também incluiu esses papéis como passíveis de serem objeto de operações conjugadas, o que constitui um estímulo ao incremento das operações a descoberto (*short*), que ainda são incipientes no mercado financeiro.

Assim, o IMA – Índice de Mercado ANDIMA, que representa o comportamento de uma carteira teórica composta de títulos da dívida pública mobiliária federal, refletiu a mudança do perfil do estoque desses papéis em mercado. A estrutura da carteira do IMA sofreu modificações expressivas com um

O debate atual sobre as contas públicas no Brasil vem externando uma preocupação dos analistas quanto à qualidade do gasto efetuado e a piora em algumas rubricas fiscais, o que pode indicar uma deterioração desses números a médio e longo prazos

crescimento significativo dos títulos prefixados e indexados ao IPCA, em detrimento de uma redução significativa da participação da carteira das LFT.

### Política fiscal

Em 2006, o governo brasileiro superou, sem muitas dificuldades, a meta estabelecida de 4,75% de superávit primário para o ano (5,09% do PIB até novembro). Esses números garantiram uma redução da relação dívida/PIB de 51,5% do PIB em dezembro de 2005 para 49,3% do PIB em novembro de 2006, o que demonstra uma melhora significativa na percepção do grau de solvência do país. Entretanto, o debate atual sobre as contas públicas no Brasil vem externando uma preocupação dos analistas quanto à qualidade do gasto efetuado e a piora em algumas rubricas fiscais, o que pode indicar uma deterioração desses números a médio e longo prazos.

Uma análise dos números do ano (veja tabela de Gastos Primários) demonstra que no acumulado em 2006 até novembro houve redução expressiva do superávit do Governo Central (somatório das rubricas Governo Federal, BC e INSS) de 3,41% para 3,01% do PIB. Boa parte desse resultado é explicado pelo aumento do déficit previdenciário do INSS (1,74% para 2,11% do PIB neste período). Por outro lado, um novo recorde da arrecadação tributária em 2006 (cerca de R\$ 393 bilhões) garantiu um resultado positivo no âmbito do Governo Federal, a despeito dos aumentos dos gastos correntes que reduziram o superávit primário de 5,60% para 5,09% neste período.

A questão fiscal para os próximos anos reside em como manter os superávits primários necessários para garantir a queda da relação dívida/PIB e, ao mesmo tempo, promover uma redução da carga

tributária de forma que desonere os investimentos privados e as exportações. O governo também terá o desafio de conseguir realizar um aumento no nível dos investimentos públicos sem pressionar as despesas primárias correntes.

### Nível de atividade

Os números do PIB no terceiro trimestre de 2006 frustraram as expectativas dos agentes quanto à hipótese de o país entrar em um ciclo de crescimento econômico sustentado para os próximos anos. Uma análise dos segmentos mostra que a indústria brasileira cresceu, na comparação do acumulado de janeiro até setembro de 2006 em relação ao ano anterior, a uma taxa de 2,5%. Na ótica setorial, a indústria cresceu 2,7%, com um desempenho positivo de todos os subsectores. Os outros dois setores da economia,

O destaque em 2006 foi a Balança Comercial, que apresentou saldo recorde de US\$ 46,1 bilhões. Levando-se em conta que a taxa de câmbio sofreu apreciação neste período, esse resultado pode ser considerado significativo

Agropecuária e Serviços, também apresentaram taxas de crescimento positivas (2,5% e 2,3%, respectivamente).

Na análise da demanda, o destaque vai para o Consumo das Famílias, que apresentou elevação de 3,7%, contra 1,9% do Consumo do Governo. O resultado desse item se reflete no crescimento significativo do volume de crédito em 2006, causado em grande parte por um cenário de queda de juros, e que já representa 34% do PIB, patamar que não era alcançado desde o início da década de 90.

Ainda na ótica da demanda, outro número que merece atenção é a contribuição do Comércio Externo no PIB brasileiro, que indica um crescimento significativo das Importações de Bens e Serviços (16,1%) em relação às Exportações (5,3%) no ano de 2006.

Neste aspecto, o câmbio exerce um papel preponderante no debate sobre o crescimento. Por um lado, existem argumentos de que a taxa de câmbio valorizada propicia a importação de bens de capital que incorporem tecnologias mais modernas e, desta forma, aumentem a produtividade da indústria. Os gargalos, para os defensores desse argumento, estariam nas restrições estruturais do lado da oferta. Por outro lado, alguns analistas identificam que a moeda nacional valorizada provoca o deslocamento da produção doméstica (principalmente de bens comercializáveis) para a aquisição de bens importados, o que seria um limitador da taxa de crescimento econômico do país. Desta forma, como ocorria antes com os juros, a taxa de câmbio poderá ser a variável explicativa para a trajetória da economia brasileira no ano de 2007.

## Setor externo

Na área externa, mais uma vez, o destaque em 2006 foi a Balança Comercial, que apresentou saldo recorde de US\$ 46,1 bilhões. Levando-se em conta que a taxa de câmbio sofreu apreciação neste período, esse resultado pode ser considerado significativo. As exportações registraram US\$ 137,4 bilhões e as importações atingiram a cifra de US\$ 91,4 bilhões, o que representa uma corrente de comércio de US\$ 228,9 bilhões, valor 20,2% acima do registrado em 2005.

Além disso, foram registrados aumentos de vendas em todas as categorias de produtos (manufaturados, produtos básicos e semimanufaturados) com destaque para os manufaturados, que foram os responsáveis por cerca de 50% do crescimento ocorrido em 2006. Esses incrementos

O fluxo contínuo de recursos externos no país criou um nível de reservas internacionais confortável e possibilitou à Autoridade Monetária efetuar medidas que reduzissem seus compromissos na gestão da dívida externa, estratégia que começou a ser adotada em 2005

também ocorreram nos mercados de destino, com um crescimento das exportações para todas as regiões econômicas, o que demonstra que pode ter havido um ganho de *market share* por parte do segmento exportador.

Entretanto, a taxa de crescimento das importações foi superior à das exportações ao longo de todo o ano de 2006 (25,2 % contra 17,1 % pela média diária). Na análise por categorias de produtos, a maior taxa de crescimento foi de Bens de Consumo (cerca de 43%), o que pode reforçar a possibilidade, já citada na seção anterior, de que parte dessas compras externas sejam para substituir a produção doméstica. A perspectiva para 2007 ainda é de um resultado positivo, já que os principais organismos multilaterais prevêem apenas uma leve desaceleração do crescimento econômico mundial para o período.

O saldo comercial garantiu o financiamento das contas externas. Até novembro, o saldo em Transações Correntes foi de 1,55% do PIB, contra 1,87% em relação ao ano anterior. No mesmo período de comparação, a Conta Financeira do Balanço de Pagamentos registrou um aumento expressivo (de US\$ 1,3 bilhão para US\$ 14,8 bilhões), resultado do forte crescimento do investimento estrangeiro no mercado financeiro nacional em 2006.

Nessa rubrica, o saldo líquido dos investimentos estrangeiros diretos no país cresceu de US\$ 13,7 para US\$ 16,3 bilhões. No segmento de renda fixa, os recursos estrangeiros, beneficiados pela isenção do IR, registraram uma entrada total no ano de US\$ 25,6 bilhões contra US\$ 3,5 bilhões em 2005. Nesse mesmo período, em termos líquidos (que contempla a saída desses recursos do país), o

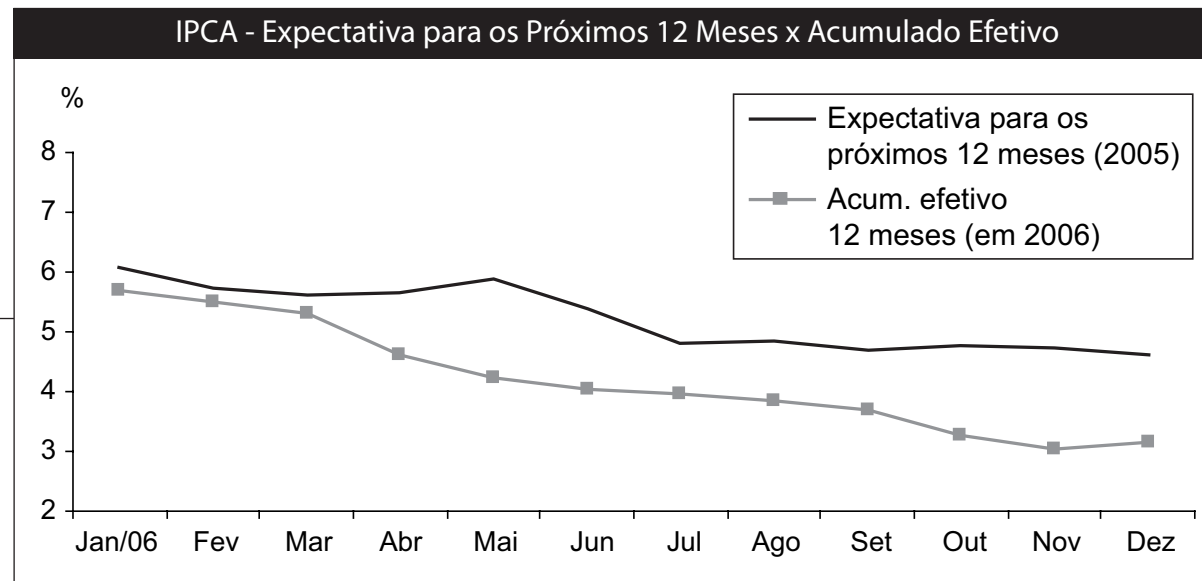
resultado de 2006 é extremamente positivo, com um crescimento do saldo de US\$ 0,6 milhão para US\$ 9,3 bilhões.

O fluxo contínuo de recursos externos no país criou um nível de reservas internacionais confortável e possibilitou à Autoridade Monetária efetuar medidas que reduzissem seus compromissos na gestão da dívida externa, estratégia que começou a ser adotada em 2005. Desta forma, ao longo de 2006, o governo efetuou o resgate antecipado dos títulos da dívida, o que irá diminuir o fluxo de pagamentos no período entre 2006 e 2024 em US\$ 8,5 bilhões. Além disso, em abril, foi exercido o direito de resgate antecipado (*call*) ao par do estoque remanescente dos bônus *bradies*, no valor de US\$ 6,6 bilhões; e, em junho, foi realizada uma oferta pública de compra de títulos da ordem de US\$ 1,6 bilhão (valor financeiro).

## Índices de preços

O monitoramento da inflação em 2006 foi extremamente bem-sucedido. O IPCA, índice oficial do sistema de metas de inflação, medido pelo IBGE, variou 3,14%, abaixo do centro da meta de 4,5% estipulada para o período. Esse resultado sofreu influência direta do nível das taxas básicas de juros, que, mesmo apresentando trajetória descendente, registrou ritmo gradual ao longo de todo o ano, o que certamente exerceu impacto contracionista na demanda agregada.

Porém, a continuidade de uma taxa de câmbio apreciada em 2006 exerceu forte influência no comportamento dos preços da economia. Também



Fontes: IBGE e Banco Central (Relatório de Mercado). Elaboração: ANDIMA.

deve ser considerada na análise a possibilidade de redução dos preços dos bens comercializáveis, em função de um excesso de oferta advindo do excedente exportado. A trajetória dos índices gerais de inflação demonstra o mesmo movimento. O IPA do IGP-M, que reflete os preços no atacado e tem uma maior correlação com os bens *tradables*, e portanto sofre maior influência da taxa de câmbio, variou 4,4% em 2006, enquanto o IPC desse mesmo índice registrou variação de 1,90% no período.

possíveis propostas de mudança no tocante à condução da política econômica, houve um reconhecimento por parte da sociedade e das principais vertentes políticas do país dos ganhos na manutenção dos fundamentos de disciplina fiscal e da estabilidade monetária, o que representou um avanço institucional relevante para qualquer estratégia de política econômica a ser adotada para os próximos anos.

Marcelo Cidade  
Analista Econômico

## Conclusão

A discussão sobre crescimento econômico pautou o debate sobre economia em 2006 em função das eleições de outubro. A despeito das