

# Piora do cenário não comprometeu crescimento econômico

O período de instabilidade externa iniciado no segundo semestre de 2007 reforçou o debate entre os agentes econômicos quanto à sustentabilidade do crescimento da economia brasileira a médio e longo prazos. O cenário de incerteza levou à formação de um amplo leque de opiniões, que oscilavam desde os defensores da idéia de que os mercados emergentes ficariam descolados da crise norte-americana até posições mais conservadoras, que recomendavam a adoção de um receituário ortodoxo na condução da política monetária.

A interrupção do processo de queda dos juros básicos a partir de outubro sinalizou aos agentes que o governo adotaria, naquele momento, uma postura mais alinhada com a segunda corrente. A princípio, a manutenção dos juros não implicou uma reversão de expectativa capaz de comprometer a trajetória do

crescimento econômico nem o nível dos investimentos. Porém, a cada indício de piora da crise financeira nos EUA, aumentava a percepção de adiamento da retomada de redução dos juros para o segundo semestre de 2008 e surgiam questões relacionadas à vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Desta forma, tudo indica que as condicionantes para um crescimento sustentado dependerão diretamente da forma como o mercado doméstico absorverá a retração da economia mundial, conjugada com o nível de exposição do governo em face de um cenário de maior volatilidade.

## Política monetária

A redução de dois pontos percentuais na meta para a Taxa SELIC (de 13,25% para 11,25%) até outubro de 2007 criou uma margem de manobra para que o governo pudesse continuar o processo de melhora do

perfil da dívida mobiliária. Entretanto, ao contrário de 2006, quando houve um aumento substancial dos papéis prefixados e indexados no saldo total da dívida, essas mudanças ocorreram em um ritmo mais gradual, tendo sido prejudicadas no último trimestre do ano, com interrupção do processo de corte dos juros.

Ainda assim, as metas acordadas no Plano Anual de Financiamento para 2007 foram cumpridas dentro do intervalo esperado (veja tabela). No final do ano, os papéis prefixados representavam 37,3% da carteira de títulos públicos, e os indexados, 26,3%. O prazo médio da dívida mobiliária chegou a ultrapassar o limite máximo previsto, registrando 36,5 meses. Neste sentido, vale assinalar que, em 2007, ocorreu a primeira emissão de título prefixado de dez anos (NTN-F vencimento 2017) no mercado doméstico, o que representou a criação de um novo *benchmark* para a curva de juros.

Os avanços conquistados na gestão da dívida mobiliária ainda não se refletiram integralmente nas operações realizadas no mercado secundário de títulos públicos federais

A mudança na composição do saldo foi compatível com a estratégia do governo de continuar a reduzir a exposição em juros e câmbio e, conseqüentemente, os riscos inerentes ao gestor da dívida, contribuindo para melhorar seu padrão de financiamento. Também houve diminuição do risco de refinanciamento do governo, possibilitada

pela contínua queda da parcela vincenda de curto prazo (de 35,7% para 30,2 %), fruto da estratégia que conjuga maiores prazos de emissão primária com sucessivas operações de troca de papéis de curto pelos de longo prazo.

Os avanços conquistados na gestão da dívida mobiliária ainda não se refletiram integralmente nas operações realizadas no mercado secundário de títulos públicos federais. Apesar das melhores condições de negócios ao longo do ano, com perspectivas de redução dos juros ante a maior oferta de papéis prefixados e indexados, o volume negociado nesse segmento ainda não é compatível com o tamanho do mercado nacional e está muito aquém de seu potencial. O montante financeiro das operações em 2007 correspondeu a uma relação de 1,3 vezes o estoque, ainda bastante inferior à verificada nos mercados desenvolvidos.

No tocante à dívida externa, foi emitido e consolidado um terceiro e novo ponto na curva de juros em reais no mercado financeiro internacional: o papel BRL 2028, que, além da emissão, apresentou três reaberturas ao longo do ano, totalizando R\$ 3,8 bilhões. Nas emissões em moeda estrangeira, para melhorar o perfil do passivo externo, o governo deu prosseguimento ao programa de resgate antecipado, com a recompra de US\$ 5,4 bilhões em valor de face, o que equivale a 12 % do estoque registrado no final de 2006.

A redução dos juros básicos, conjugada com o alongamento dos prazos, criou condições cada vez mais favoráveis ao crescimento das operações de crédito no mercado financeiro nacional. Em 2007, até novembro, a massa total de crédito aumentou 3,6 pontos percentuais do PIB, alcançando o patamar inédito de 34,3% do Produto. Além disso, esse

**Resultados da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna - DPMFi**

Indicadores	Dez/07	PAF- 2007	
		Mínimo	Máximo
Estoque da DPMFi em mercado (R\$ bi)	1224,9	1230	1300
Prazo médio da DPMFi (meses)	36,5	32	36
% vincendo em 12 meses	30,2	29	33
Composição do Estoque da DPMFi			
Prefixado (%)	37,3	37	43
Selic (%)	26,3	23	27
Câmbio (%)	33,4	29	36
Índice de Preços (%)	0,9	1	2
TR e outros (%)	2,1	2	4

Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: ANDIMA.

cenário possibilitou a continuidade do crescimento das emissões de papéis originados de operações de crédito no mercado de títulos privados brasileiro (veja texto sobre valores mobiliários).

Entretanto, a despeito da melhora das condições de financiamento e do ritmo de crescimento da atividade econômica, houve também uma piora das expectativas inflacionárias (veja seção sobre inflação) que obrigou o governo a interromper o processo de queda dos juros a partir de outubro. A deterioração do cenário benigno comprometeu a manutenção da estratégia de melhora das condições de financiamento da dívida mobiliária (veja texto sobre o IMA) e criou dúvidas quanto à trajetória de crescimento para 2008.

### Atividade econômica

A taxa de crescimento da economia acumulada até o terceiro trimestre, de 5,3%, reflete ainda a conjuntura

favorável que persistiu nos primeiros seis meses de 2007. A questão da sustentabilidade do crescimento em um cenário desfavorável se coloca no debate sob a forma do descolamento das economias emergentes em um quadro de desaceleração econômica mundial.

Na análise do cenário interno, o padrão de crescimento da economia brasileira tem se caracterizado por um aumento da demanda doméstica superior ao do PIB. Desta forma, as importações assumem um papel complementar para a trajetória da demanda agregada. Até setembro, na composição da absorção doméstica, as importações haviam crescido 19,6%, patamar bastante superior ao dos demais componentes da demanda agregada (veja tabela).

A ampliação da demanda interna resultou das melhores condições do mercado de crédito, por sua vez decorrente da redução das taxas e do aumento dos prazos nas operações do segmento. O aquecimento

do mercado de trabalho formal, com crescimento de postos com carteira assinada e elevação da renda, contribuiu fortemente para explicar o aumento do nível de atividade.

A trajetória dos investimentos é outro ponto relevante na questão do crescimento. O aumento de 12,4% (até o terceiro trimestre) na formação bruta de capital fixo da demanda doméstica é um indicativo relevante, que pode resultar tanto em aumento de produtividade da indústria nos pró-

PIB (ótica da demanda)			
	Variação Acumulada em 4 trimestres (%)		
	2000 (4º trim)	2004 (4º trim)	2007 (3º trim)
PIB	4,31	5,72	5,23
Consumo de Famílias	4,03	3,82	5,63
Consumo do Governo	-0,15	4,09	3,29
FBCF	5,03	9,12	12,13
Demanda Doméstica	4,21	5,18	6,85
Exportação	12,86	15,29	6,37
Importação	10,80	13,30	20,43

Fonte: IBGE e Grupo de Conjuntura da UFRJ. Elaboração: ANDIMA.

O câmbio apreciado e a maior abertura do segmento comercial brasileiro têm permitido, nos últimos anos, que os produtos importados desempenhem papel importante no controle dos preços do mercado doméstico

ximos anos (a exemplo do que já vem ocorrendo nos últimos três) quanto em ampliação da capacidade instalada da economia. Esse último aspecto remete aos riscos inflacionários a que o modelo de crescimento em questão está sujeito, em função de um excesso de demanda doméstica. Desta forma, o nível da capacidade instalada da economia em 2007 (86,1%), o maior desde 1977, indica a necessidade de ampliação da oferta agregada, para que a trajetória do crescimento não comprometa a da inflação a médio e longo prazos.

## Inflação

O resultado do IPCA, índice utilizado no Sistema de Metas de Inflação, surpreendeu negativamente os agentes do mercado em 2007. Embora o acumulado do ano tenha ficado um pouco abaixo do centro da meta pactuada (4,46%, ante 4,50%), a

reaceleração dos preços verificada no segundo semestre acabou por quase comprometer a estratégia do Banco Central no que diz respeito à sua política antiinflacionária. Até agosto, o acumulado em 12 meses do IPCA situou-se sistematicamente abaixo dos 4%, o que propiciou margem de manobra para uma redução dos juros, pelo menos no tocante ao comportamento dos preços. No último trimestre do ano, a inflação acumulada registrou variação de 1,43% ou 5,84% anualizada.

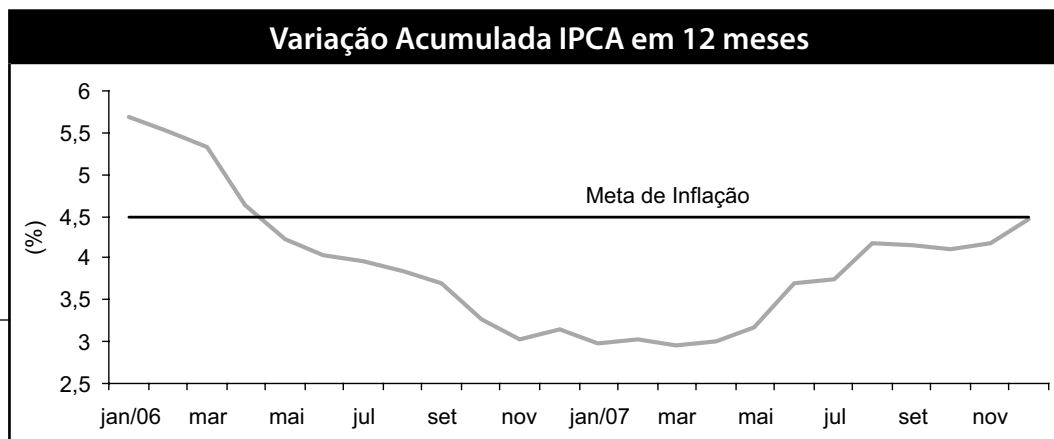
Na análise por segmentos, a maior pressão ocorreu no setor de alimentos, que registrou variação de 10,79% em 2007, contribuindo com 2,21 pontos percentuais para o índice. A alta se deveu à quebra de safras de alguns produtos e à diminuição da área cultivada nos EUA em favor dos biocombustíveis.

O câmbio apreciado e a maior abertura do segmento comercial brasileiro têm permitido, nos últimos

anos, que os produtos importados - sejam insumos, bens de capital ou finais, sobretudo os relacionados ao consumo - desempenhem papel importante no controle dos preços do mercado doméstico. Desta forma, a possibilidade de que haja um processo de depreciação cambial em face da piora do cenário externo torna-se elemento decisivo na avaliação do Banco Central quanto aos potenciais riscos inflacionários da economia brasileira.

## Setor externo

A despeito da redução do saldo comercial brasileiro em 2007 - a primeira desde 2000 -, tanto as exportações quanto as importações registraram recordes, com crescimentos de 16,1% e 31,5%, respectivamente, o que elevou a corrente de comércio do país em 22% ante o ano anterior.



Fontes: IBGE e Tesouro Nacional. Elaboração: ANDIMA.

No tocante às vendas externas, houve aumento dos índices de *quantum*<sup>1</sup> (10,3%) e de preço (5,8%).

Com relação aos volumes financeiros totais, na comparação com o ano anterior, houve expansão substancial em todos os segmentos, com destaque para os produtos básicos (27,6%). No caso das importações, também ocorreu elevação em todos os itens, em especial nos Bens de Consumo (33,5%) e de Capital (32,2%).

Os resultados positivos no segmento comercial são explicados pelo fato de o câmbio apreciado (valorização de 17,2% em 2007) ser compensado pelo contínuo aumento dos preços das *commodities* no mercado internacional, conjugado com a utilização dos bens importados, de menor custo, pelas empresas exportadoras nacionais. A manutenção desse quadro tende a pressionar a redução do saldo comercial a médio e longo prazos, pois os preços mais altos

das *commodities* comprometem a competitividade dos produtos exportáveis, da mesma forma que as crescentes importações realizadas pelo segmento exportador tendem a diminuir esse saldo.

A forte entrada de recursos externos na economia brasileira em 2007 provocou um aumento substancial no resultado global do Balanço de Pagamentos, que passou de US\$ 30 bilhões para US\$ 87 bilhões, o que correspondeu a um aumento das Reservas Internacionais nessa mesma ordem. Mas apesar da elevação substancial dos investimentos externos (veja tabela), tanto diretos quanto em carteira, com saldos recordes nas duas rubricas, o recuo do saldo comercial, somado ao maior nível

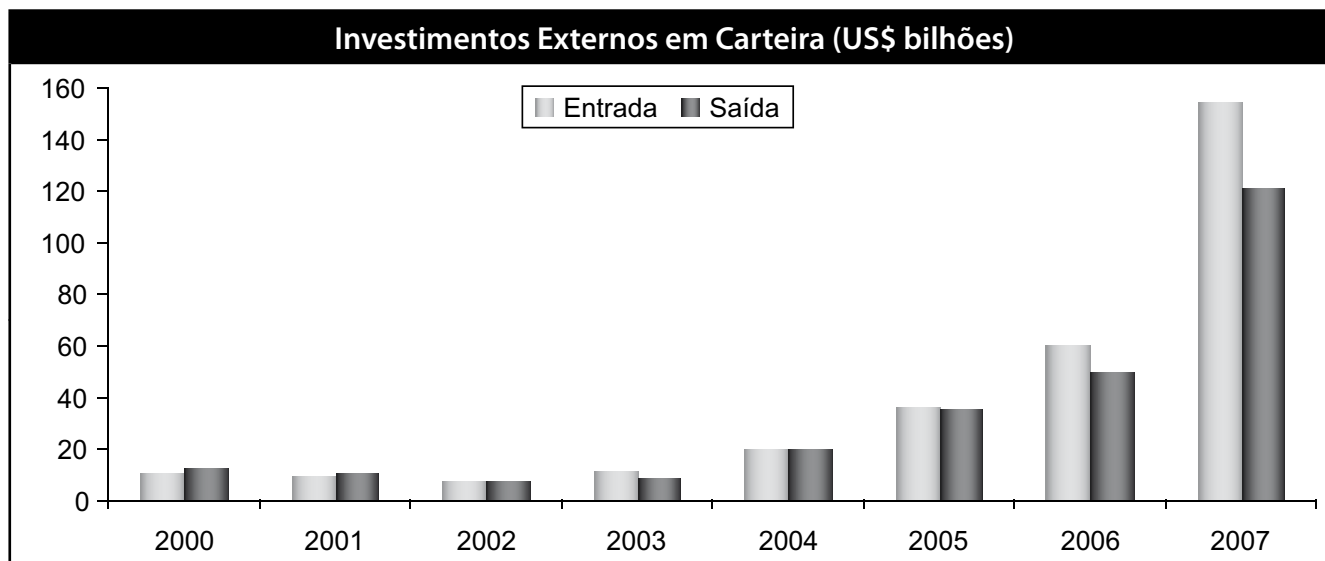
de remessa de lucros e dividendos (em função do crescente estoque dos investimentos estrangeiros no

país), vem comprometendo o financiamento das contas correntes. O saldo das transações correntes em relação ao PIB caiu de 1,27% em 2006 para 0,27% em 2007. Tal resultado, entretanto, não se deve à piora do cenário externo, e sim à maior inserção da economia brasileira no mercado internacional.

### Política fiscal

Os resultados auferidos pelo governo em 2007 indicam o cumprimento das metas fiscais com relativa margem de manobra. No que diz respeito à esfera primária, houve superávit em todas as rubricas. No

1 - Índice que mede a quantidade física dos produtos



Fonte: CVM. Elaboração: ANDIMA.

consolidado primário, as contas governamentais ultrapassaram a meta prevista de 3,8%, registrando no ano o patamar acumulado de 3,98% do PIB. Os elevados e sucessivos superávits primários, conjugados com a queda dos juros em 2007, possibilitaram a redução do déficit nominal do governo de 3,0% para 2,27% do PIB, na comparação com 2006. A mesma conjunção se refletiu na diminuição da dívida líquida, indicador de solvência do setor público, que recuou de 44,7% do PIB em 2006 para 42,8% no final de 2007.

Esses números porém não foram resultados de cortes ou reavaliação das despesas do governo. Na

verdade, com o crescimento da atividade econômica, a estrutura tributária brasileira que não havia sofrido nenhum aumento de alíquotas mostrou-se tendenciosamente elástica à elevação da renda, com crescimento de 16,56% em 2007, alcançando a marca histórica de R\$ 65,6 bilhões arrecadados no ano.

Entretanto, a perspectiva para a política fiscal em 2008 aponta para dificuldades no tocante às fontes de receita. A não-aprovação da emenda do governo que prorrogava a CPMF até 2011 provocará uma perda de cerca de R\$ 40 bilhões anuais, o que exigirá do gestor das contas públicas um contingenciamento de recursos

para fazer face à essa redução. Além disso, a perspectiva de um menor crescimento da economia a partir de 2008 poderá comprometer ainda mais o potencial de arrecadação do governo, que vem sendo o pilar da estratégia adotada nos últimos anos na esfera fiscal.

## Conclusão

O provável desaquecimento da economia mundial em 2008 não deverá reverter a tendência de crescimento da economia brasileira no ano, mas poderá comprometer variáveis que reflitam a sua sustentabilidade. Neste sentido, o fluxo de comércio brasileiro, que vem se tornando crescente nos últimos anos, será fator fundamental para a melhor avaliação desse quadro. A influência dos bens importados no controle dos preços e na indústria brasileira, seja como complemento da demanda doméstica, seja como elemento de estímulo ao aumento da produtividade (inclusive na indústria exportadora nacional), tem sido o diferencial para a aposta em um crescimento sustentado de longo prazo. A intensidade desse fluxo em um cenário desfavorável definirá de que forma tais impactos ocorrerão.

Marcelo Cidade

*Analista Econômico*