

Indicadores Outubro**Ibovespa médio**

39.073

+ 7,18% no mês

+ 17,47% no ano

IBX médio

12.634

+ 6,78% no mês

+ 18,22% no ano

S&P 500

1.377,94

+ 3,15% no mês

+ 10,39% no ano

CDI

+ 1,09% no mês

+ 12,76% no ano

Dólar = \$ 2,1430

- 1,44% no mês

- 8,45% no ano

Eduardo Castro*Chefe de Investimentos***Hugo Penteadó***Economia e Estratégia***Pedro Villani***Investimentos Socialmente Responsáveis***Gilberto Nagai****Cláudia Komamura****Cláudio Delbrueck****Daniel Pasquali****Eduardo Mendonça****Mônica Mardo****Sandra Petrovsky****Paschoal Paione***Gestão Renda Variável***Cal Constantino****Jose Malavasi****Ricardo Rossi****Sidney Uejima***Gestão Renda Fixa***Sylvio de Castro****Gustavo Taouil****Nathalie Ricconi****Renato Santaniello***Alocação de Ativos***Área de vendas**

55 11 3174 6166

Ecoeconomia

Este mês, excepcionalmente, deixaremos de publicar a nota sobre Economia socioambiental.

Economia externa**Desaceleração suave à vista**

Há três medidas usadas para se acompanharem as mudanças nos custos do trabalho nos Estados Unidos:

- 1) índice do custo do emprego (ICE, trimestral);
- 2) ganhos salariais semanais médios (GSM, divulgado mensalmente no relatório de emprego toda primeira sexta-feira útil);
- 3) custos unitários do trabalho (CUT, trimestral).

Recentemente, todas apresentaram elevação na variação anual (Figura 1), e essa alta tem sido interpretada como um indicador de maior preocupação inflacionária, justificando o discurso conservador dos membros do FED (banco central norte-americano) e a forte elevação observada nas taxas de rendimento dos títulos do governo norte-americano por ocasião da divulgação do CUT. Esse discurso conservador se alinha com a necessidade de não se mostrar leniente com a inflação e de ancorar as expectativas, mas não indica aumento iminente de juros nem muda o cenário-base em que a desaceleração da economia abaixo do potencial deverá reduzir as taxas de inflação nos próximos trimestres.

A Figura 1 mostra claramente que as variações do ICE e do GSM são bem mais próximas do que a do CUT, o que se explica pelo fato de este ser o único índice ajustado pela produtividade. Por ser mensal, o GSM é um bom indicador antecedente do ICE; na verdade, o GSM é um bom indicador para a parte de salários que representa 71% do ICE (Figura 2).

O ICE é tido como a melhor, mais ampla e mais pura medida dos custos de trabalho, porque não inclui apenas benefícios diretos, como salários, mas quase todos os benefícios indiretos trabalhistas pagos pelo empregador como, por exemplo, horas extras, bônus, pensão médica, seguro de saúde e de vida, fundos de pensão, seguro desemprego, compensação salarial etc. (Uma forma de compensação salarial ainda não capturada são as opções ?stock options). Outra característica importante do ICE é que não faz uso de pesos fixos por categoria de trabalho e, portanto, mudanças de contratação de trabalhadores menos bem pagos para salários mais altos não são capturadas como altas do índice.

Figura 1

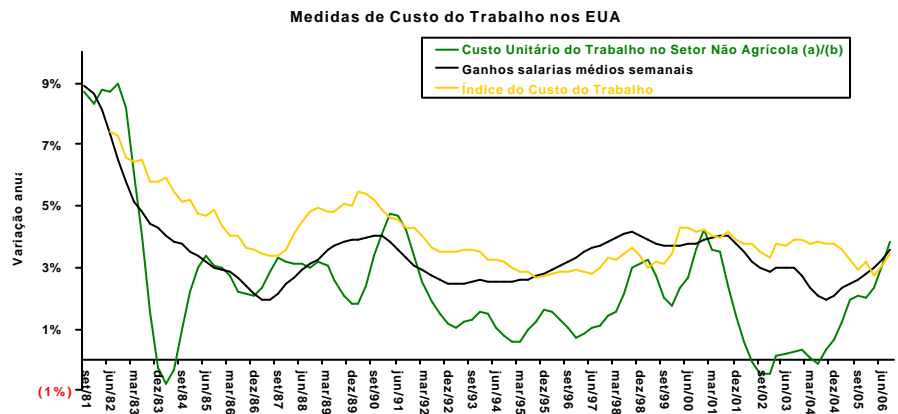
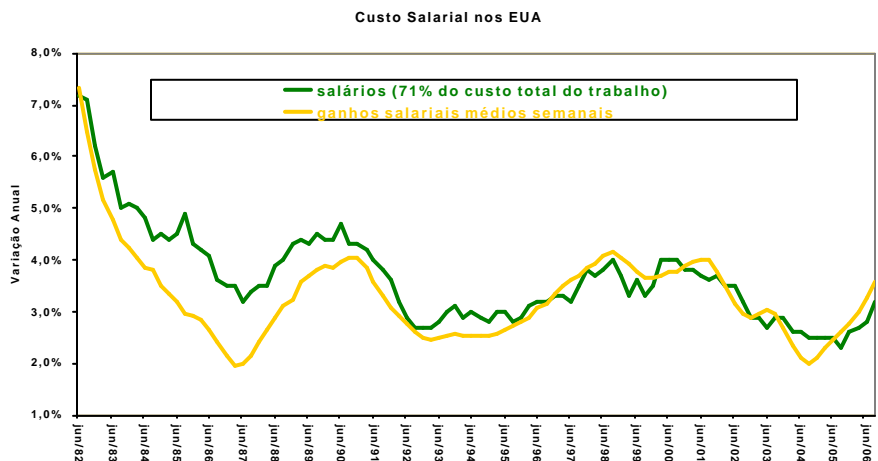


Figura 2



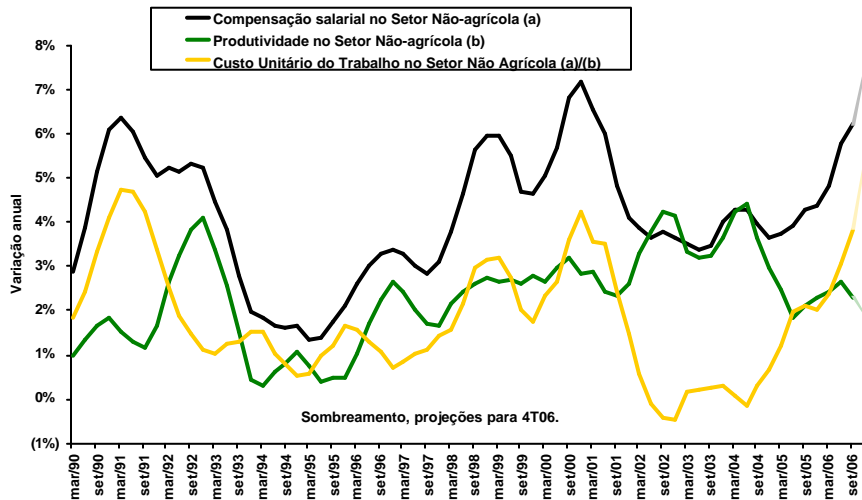
O GSM é parte do relatório de emprego e reflete mudanças nos incentivos salariais e no pagamento por horas extras trabalhadas. É um dado mensal, mas, embora mais freqüente que o ICE, não abrange uma série de benefícios. Além disso, restringe-se a trabalhadores na produção e empregados supervisionados e, pelo uso de pesos fixos por categoria de trabalhadores, pode indicar uma falsa alta dos custos salariais onde tenha havido uma simples mudança de empregos de salários baixos para altos.

O CUT é bem diferente dos outros dois índices, pois é uma medida de compensação salarial total por hora dividida por produto por hora ou produtividade do trabalho. Tal como o ICE, o CUT inclui quase todos os benefícios salariais pagos pelo empregador, mas tem a desvantagem da aplicação de pesos fixos, como o GSM e ao contrário do ICE. Por outro lado, tem a importante vantagem do ajuste em relação à produtividade do trabalho. Se uma alta do custo do trabalho for compensada pelo aumento da produtividade, o custo salarial por unidade de produto fica estável e não gera pressões inflacionárias nem nas margens de lucro das empresas. Isso, por outro lado, produz mais volatilidade no índice, em função dos aspectos cíclicos típicos da produtividade do trabalho (Figura 3).

Para avaliações de menor prazo, o GSM é o melhor índice. Para se ter uma idéia clara dos custos totais, o ICE é o melhor, porque tem maior abrangência e não usa pesos fixos para categorias de

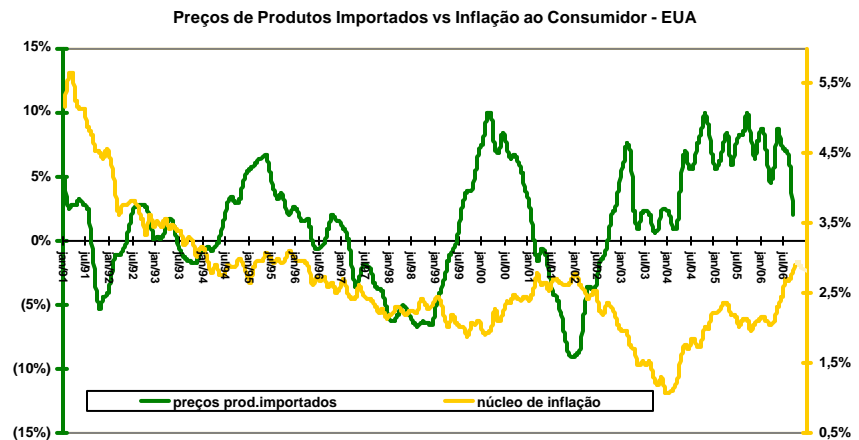
trabalho. Para se entenderem melhor as pressões inflacionárias, o CUT é o mais indicado, por estar ajustado à produtividade.

Figura 3



Graças à globalização, a inflação doméstica dos países é cada vez menos determinada por fatores internos. A relação entre custos domésticos – dos quais o mais importante é o salarial – e inflação se reduziu significativamente nos últimos 30 anos (dados recentes mostram queda abrupta nas correlações). Isso significa que hoje as forças globais são muito mais determinantes para a inflação do que fatores domésticos, em função de dois fatos importantes: 1) a integração na economia global da China e outras economias emergentes com uma abundante oferta de trabalho a um custo baixíssimo, diminuindo os preços e o poder de barganha dos trabalhadores dos países ricos; e 2) o aumento da competição global, dificultando às firmas repassarem o aumento de custos para os preços, obrigando-as a absorvê-los pela redução de suas margens de lucro.

Figura 4

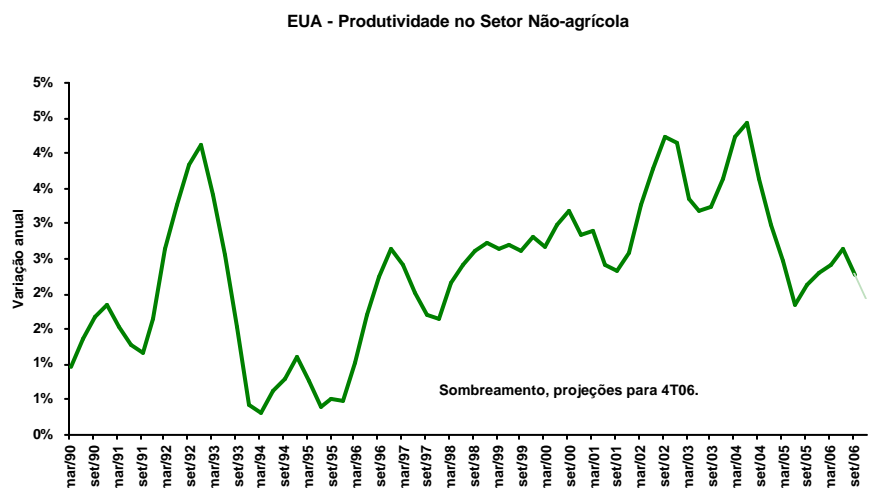


Uma consequência importante dessa feroz competição é que os preços de produtos importados passaram a ter uma relevância cada vez menor sobre os núcleos de inflação (Figura 4). Isso inclui, por exemplo, a pressão do preço de petróleo dos anos recentes que, ao contrário do passado, não elevou os núcleos de inflação

nem obrigou a um aperto monetário. (O fato de a alta do preço do petróleo não ter gerado recessão por ter sido causada por aumento de demanda nunca eliminou a possibilidade de se contaminar o núcleo da inflação.) Analogamente, a vinculação entre preços de produtos importados e taxa de câmbio também diminuiu, seja porque os importadores fazem hedge cambial ou porque absorvem os impactos cambiais nas margens de lucro.

Em geral, as flutuações do nível de emprego são defasadas em relação ao ciclo da economia. A produção responde muito rapidamente aos impulsos provenientes das vendas reais, que são um indicador antecedente de seu comportamento. A curto prazo, a produção se ajusta alterando-se as horas trabalhadas por empregado e quase sem alterar o nível de emprego, que responde aos estímulos provenientes das vendas ou da produção com uma defasagem média ou longa. O fato de as flutuações de produto antecederem as de emprego significa que a produtividade do trabalho (produto por hora trabalhada) apresenta um comportamento pró-cíclico. Quando a economia se desacelera, o produto cai, mas a mão-de-obra contratada, não, e, com isso, a produtividade recua (Figura 5). Quando a economia se acelera, a produção se expande ao mesmo tempo em que a contratação declina e a produtividade imediatamente sobe. O fato de, no momento, a renda estar se elevando e o emprego se aquecendo reflete movimentos cíclicos anteriores e não serve de indicador para o atual movimento de desaquecimento da atividade nos Estados Unidos.

Figura 5



Conclusão

A crescente competição global reduziu a capacidade das empresas de repassarem aumento de custos para o consumidor, e os modelos tradicionais de inflação que ignoram esse fato tornaram-se menos capazes de fazer uma boa previsão. Assumir que as companhias adicionam um mark up ao custo unitário total e que a margem depende do nível de utilização da capacidade ociosa e dos custos salariais não tem funcionado bem como antes. Pressões de custo domésticas como salários e energia não se transformam automaticamente em inflação, e, sim, em oscilações nas margens de lucro ou são compensadas por ganhos de produtividade.

As projeções de inflação estão muito mais associadas ao equilíbrio entre demanda e oferta globais do que às mudanças na taxa de desemprego ou na utilização da capacidade produtiva. O núcleo de inflação é cada vez menos sensível ao hiato de produto e cada vez mais ligado ao balanço global entre demanda e oferta. A maior eficiência da política monetária também é parte da explicação para uma menor contaminação inflacionária.

Os novos gigantes como a China não estão aumentando apenas a oferta global, mas a demanda, particularmente por petróleo e matérias-primas. Enquanto estiverem produzindo superávit em conta corrente, estão adicionando mais oferta que demanda, e seu efeito líquido tem sido desinflacionário. Se as taxas de câmbio desses países se valorizarem e/ou se sua demanda doméstica aumentar, esse efeito desinflacionário pode diminuir ou mesmo se reverter. Essa é uma das preocupações maiores dos bancos centrais, pois as pressões domésticas não perderam sua capacidade de influência ?apenas foram compensadas por fatores globais.

Do lado dos custos salariais, as medidas apontam para uma recuperação cíclica relacionada a momentos anteriores, pois as medidas de renda, emprego e produtividade são temporalmente defasadas em relação ao ciclo e não podem ser tomadas como uma alteração significativa do atual cenário de desaceleração da atividade dos EUA, que, com o passar do tempo e com o crescimento abaixo do potencial, deverá redimir as atuais pressões inflacionárias e permitir um afrouxamento monetário no início de 2007. É muito cedo também para se afirmar que o efeito restritivo do setor imobiliário já se esgotou ?a própria desaceleração da atividade deve ainda continuar por mais oito meses e a recuperação só deve aparecer nos dados no início do segundo semestre de 2007. Apesar de a desaceleração ainda continuar por um bom tempo e estar associada a mais deterioração nos indicadores de atividade e sentimento, permanece o cenário-base de desaceleração suave da economia norte-americana.

Economia Doméstica

Queda de juros ainda é possível

O estudo da elasticidade das exportações e das importações em relação ao PIB conta uma história interessante sobre as mudanças da economia brasileira e também produz algumas evidências em relação ao futuro. Com isso, conseguimos fundamentar o comportamento esperado da demanda interna e o do crescimento do PIB esperado para 2007. De 1992 até 2006, vários fenômenos podem ser observados (Figura 1):

1) As importações cresceram de 8,4% para 12,2% do PIB, posto que, de modo geral, a elasticidade das importações foram sistematicamente superior a 1 (crescimento das importações maior do que do PIB), razão pela qual o quociente no período inteiro subiu (Figura 2, onde se mostra que, no segundo e no terceiro trimestres de 1994, a economia cresceu com uma variação trimestral anualizada de 16% e 17%, respectivamente, seguida de forte apreciação cambial¹ e elevada demanda e barateamento via câmbio, os fatores por trás do forte aumento das importações no período).

¹ Quando o regime cambial é fixo, usam-se os termos valorização e desvalorização. Quando é flutuante, usa-se apreciação e depreciação.

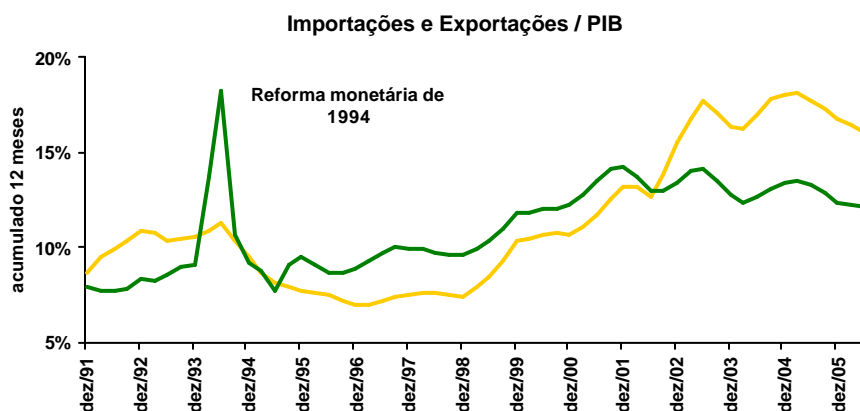
Figura 1

| ano | elasticidades observadas: $y = \text{PIB}$, $m = \text{importações}$ e $x = \text{exportações}$ | | | | | | explicação |
|------|--|---------|--------|-----------------|-----------------|-------|--|
| | dy/y | dm/m | dx/x | $(dm/m)/(dy/y)$ | $(dx/x)/(dy/y)$ | m/y | |
| 1992 | (0,6%) | 4,5% | 16,1% | (8,00) | (28,81) | 8,4% | crescimento baixo |
| 1993 | 4,9% | 26,7% | 11,8% | 5,43 | 2,40 | 9,1% | Câmbio fixo e restrição externa, após vários anos explosão cambial e crescimento baixo a partir de 1998. |
| 1994 | 5,8% | 20,3% | 3,9% | 3,48 | 0,66 | 9,2% | |
| 1995 | 4,2% | 30,7% | (1,9%) | 7,25 | (0,45) | 9,5% | |
| 1996 | 2,7% | 5,4% | 0,7% | 2,01 | 0,26 | 8,9% | |
| 1997 | 3,3% | 17,9% | 10,7% | 5,42 | 3,24 | 9,9% | |
| 1998 | 0,1% | (0,2%) | 3,8% | (1,05) | 26,35 | 9,6% | crescimento baixo |
| 1999 | 0,8% | (15,4%) | 9,2% | (20,02) | 11,98 | 11,8% | desv.enorme do câmbio (*) |
| 2000 | 4,3% | 11,6% | 10,6% | 2,69 | 2,44 | 12,2% | crescimento robusto |
| 2001 | 1,3% | 1,2% | 11,4% | 0,92 | 8,85 | 14,2% | crescimento baixo |
| 2002 | 1,9% | (12,3%) | 7,5% | (6,43) | 3,90 | 13,4% | desv.enorme do câmbio |
| 2003 | 0,6% | (1,7%) | 9,3% | (3,10) | 16,49 | 12,8% | crescimento baixo |
| 2004 | 4,9% | 14,3% | 18,1% | 2,89 | 3,66 | 13,4% | crescimento robusto |
| 2005 | 2,3% | 9,4% | 11,7% | 4,13 | 5,12 | 12,4% | |
| 2006 | 3,0% | 12,3% | 1,8% | 4,09 | 0,60 | 12,2% | |

(*) Desvalorização enorme do câmbio sempre esteve associado com baixo crescimento.

2) As recessões ou crescimentos baixos de 1992 (crise Collor), de 1998 (crise Rússia), de 2001 (crise energética) e de 2003 (ajuste pós-crise das eleições) produziram uma redução drástica da elasticidade das importações (8; 1,05; +0,92 e 3,1) em relação à elasticidade teórica de 48. Isso é compreensível: menor renda, menores importações.

Figura 2



3) Dois fortes movimentos de desvalorização registrados em 1999 (mudança de regime cambial) e em 2002 também produziram fortes quedas na elasticidade das importações (20,02 e 6,43). Em geral, todos os períodos de forte desvalorização são acompanhados de fraco crescimento da atividade, pois, dada a pequenez do setor exportador em relação ao PIB, o estímulo do câmbio tende a ser menor do que o desestímulo da perda de poder de compra gerada com a queda da moeda. Adicionalmente, a desvalorização encarece as importações e explica esse desempenho da elasticidade.

4) Durante o congelamento do câmbio pós-reforma monetária de 1994 a 1998, a elasticidade das importações foi muito superior à das exportações, aumentando o déficit em conta corrente e produzindo uma restrição externa que forçou uma forte desvalorização cambial em 1999. Anos consecutivos de baixa elasticidade das exportações, motivada por uma taxa de câmbio

artificialmente apreciada, associados à elevada elasticidade das importações, podem ser considerados um indicador antecedente de ajuste no câmbio, tão logo a restrição externa ou o aumento do risco de solvência externa pese sobre os fluxos voluntários de financiamento externo, causando uma crise na balança de pagamentos.

5) Em 2006, a elasticidade das exportações caiu para o nível mais baixo desde 1996. Esse movimento pode ser explicado pelo menor crescimento dos preços de commodities, pela relativa inelasticidade das exportações mundiais dos produtos primários e commodities em relação à renda global e pela desaceleração da economia mundial.

6) Para os anos de 2004 a 2007, a elasticidade de importações deve permanecer alta, pois não devem ocorrer os dois fatores primordiais por trás de uma queda: não há um regime de câmbio fixo que produza uma restrição externa com desvalorização cambial e não há um ambiente negativo de crescimento causado por uma crise ou por falta de investimentos, como no final dos anos 1990. A elasticidade das importações deve ficar próxima ao valor teórico de 4,8, indicando que as importações em 2006 deve crescer, em termos reais, perto de 20 a 25%.

7) O aumento das importações é desinflacionário por natureza, posto que aumenta a oferta de bens e serviços sem pressionar a capacidade produtiva. Em 2006 e 2007, a contribuição das exportações para o crescimento será negativa, e isso indica que a demanda interna precisa crescer mais depressa para que a produção e o PIB cresçam em torno ou acima de 3%. Para tanto, é preciso haver um maior afrouxamento monetário (o Brasil está passando por um dos ciclos mais longos de redução de taxas de juros nominais da sua história e talvez por uma das maiores reduções de juros reais já observadas).

8) Entre 1992 e 1998, o padrão brasileiro era de uma economia bem menos influenciada pelo comportamento das exportações e muito influenciada pelo comportamento da demanda interna e das importações, o que determinou o crescimento do quociente das importações sobre o PIB ao longo desse período. Assim, sem as exportações, o crescimento da demanda interna e das importações foi sempre superior ao do PIB e ao da produção.

9) Num regime cambial fixo como o praticado durante os anos 1994-1998, a menor elasticidade das exportações em relação à das importações acabou criando uma restrição externa e uma desvalorização abrupta do real. Esse fenômeno não se repetirá em 2006 ou em 2007, pois, embora o crescimento maior das importações e menor das exportações reduza o saldo em conta corrente, a situação da dívida externa, as reservas internacionais e as amortizações sofreram uma melhora inédita e, em 2007, o Brasil precisará de apenas 12,5 bilhões de dólares para fechar suas contas externas (em 1999, precisou de 71 bilhões e em 2006 precisou de 21,5 bilhões).

10) Com a elasticidade de exportações menor que a de importações sem restrição externa, tende a haver uma pequena depreciação da moeda, um espaço maior para a redução de juros e um crescimento do PIB mais dependente da demanda interna. Em 2004, a elasticidade das importações foi próxima de 3, mas a das exportações foi maior, e, em função disso, a produção ficou acima da demanda e o crescimento foi muito maior que o potencial ?

quase 5%. Em 2006 e 2007, a queda na elasticidade das exportações e sua menor contribuição para o crescimento produziram um descompasso entre demanda (crescimento de 5%) e produção (crescimento de 3%), mas esse descompasso é mais frequente nos últimos 20 anos do que o contrário. Quando as exportações, junto com a demanda interna, contribuem para estimular a produção doméstica, o crescimento da produção é igual ou superior ao da demanda interna. As exportações compensam o vazamento das importações que é um fenômeno típico de toda e qualquer economia.

Implicações para a política monetária

Toda demanda de consumo e investimentos que é vazada para importações é excluída do cálculo, por não ser um fator que expande nem a produção, nem a renda domésticas. Isso se faz assim: os gastos de consumo e de investimentos embutem também aquilo que é dirigido para importação ou para produção externa. Ao subtrair da demanda interna as exportações líquidas (exportações menos importações), mede-se apenas a demanda que foi dirigida para a produção doméstica ou PIB, excluindo-se as importações. As exportações são adicionadas, por impactarem a produção e a renda domésticas. Do ponto de vista da política monetária, isso mostra que o excesso de demanda externa ou de exportações líquidas são restrições para a queda de juros, pois aumentam a utilização da capacidade produtiva e o hiato de produto², tal como ocorreu em 2004, ano de forte expansão da economia (quase 5%), seguida de aperto monetário em 2005. E vale o inverso: quando as exportações líquidas caem, abre-se espaço para a demanda interna, via redução de juros. O único risco é a elevação de importações, que não seriam facilmente financiadas por exportações ou por financiamentos externos, produzindo-se uma crise na balança de pagamentos ou uma restrição externa ao crescimento. Num regime de câmbio fixo, esse processo, depois de alguns anos, forçaria a desvalorização do câmbio e eventualmente a mudança para um regime flutuante, como aconteceu em 1999.

Num regime flutuante, parte do vazamento das importações pode ser neutralizado por uma depreciação, melhor qualidade das contas externas ou financiamento externo que compense parte da queda dos resultados em conta corrente, igual a exportações menos importações de bens (mercadorias) e serviços (juros, lucros, salários, dividendos, seguros, fretes, transportes e turismo). Esse é o cenário traçado para 2007, quando as perspectivas de crescimento são totalmente favoráveis, através da rotação de crescimento de demanda externa (exportações líquidas) para a demanda interna, que certamente aumentará muito as importações. Em 2007, a elasticidade das importações em relação ao PIB deve ficar próxima da teórica das importações de 4,8 (para o crescimento do PIB de 3,5%, as importações em termos reais crescerão 16,8%), pois só fica abaixo quando há crises externas que causam forte retração da atividade (diminuindo a demanda por produtos importados) ou quando se acumula uma alta restrição

² Hiato de produto é a diferença entre o produto efetivo (y) e o potencial (y^*). Quando $y < y^*$, o hiato é negativo e a utilização da capacidade produtiva é menor, não gerando pressões inflacionárias. Quando $y > y^*$, o hiato é positivo e há pressões inflacionárias.

externa, que força uma forte desvalorização ou depreciação do câmbio (aumentando o custo dos produtos importados). Nenhum desses fenômenos se verificará em 2007.

Esse impulso das importações via aumento na demanda interna, na ausência de expansão das exportações, é um redutor do crescimento, o que permite uma calibragem da política monetária para se aproximar a economia do potencial estimado em 3,5%, que se discute a seguir. O espaço de juros menores só existe se o aumento das importações não produzir depreciação excessiva nem uma restrição externa, exatamente o cenário para 2007: ausência de restrições na balança de pagamentos.

Em resumo, parte da elevação da demanda interna é sempre dirigida para as importações, mas isso por si só jamais se traduziria num crescimento muito baixo. Embora uma economia muito dependente do crescimento de demanda interna tenda a produzir superávit comerciais menores ou mesmo déficit, isso pode ser contrabalançado pelo impulso das exportações, por financiamento externo e por uma baixa necessidade de financiamento externo³; em outras palavras, pelas boas condições das contas da balança de pagamentos. Nesse cenário, não existem pressões inflacionárias a partir da pressão cambial e, havendo capacidade ociosa e um bom panorama de investimentos, como é o caso atual, os juros podem ser calibrados de modo que a economia cresça próximo ao potencial.

Há duas formas de se produzir inflação: pela elevação do nível geral de preços ou pela elevação dos déficits comerciais. Em ambos os casos, a demanda interna excede a capacidade produtiva do país e, sem a obtenção de poupança externa para financiar esse déficit, a inflação e os juros tendem a subir via depreciação cambial, reduzindo o crescimento (num regime cambial semifixo, a restrição externa produzia redução de liquidez doméstica, com impacto negativo para o crescimento). No caso dos EUA, a demanda interna tem sido sistematicamente muito superior à capacidade produtiva doméstica, mas seu papel de emissor de moeda internacional e sua grandeza em relação à economia mundial permite que isso se estenda por muito mais tempo⁴. No Brasil, a situação atual é inversa: a demanda interna é inferior à capacidade produtiva, mas parte desta é utilizada pelas exportações líquidas, que, somadas, podem causar pressões inflacionárias, como aconteceu em 2004. Em países superavitários em conta corrente, a pressão inflacionária vem do lado da oferta (restrição na capacidade produtiva por causa das exportações), e não do lado da demanda, como acontece em países deficitários como os EUA.

Em 2006 e 2007, a economia brasileira será claramente mais dependente da demanda interna, mas sem uma grande contribuição das exportações líquidas, por conta do menor crescimento das exportações (via desaceleração mundial e inelasticidade das commodities em relação à renda mundial) e da maior expansão real das importações concentrada em 2007 (por

³ A necessidade de financiamento externo é exatamente igual ao resultado em conta corrente mais as amortizações da dívida externa (pública e privada). O saldo em conta corrente é exatamente igual à variação da dívida externa. Quando o Brasil acumulou sucessivos superávit em conta corrente, foi capaz de reduzir bastante a dívida externa, principalmente a do setor público.

⁴ Mas, mesmo para os EUA, uma dinâmica de contas externas muito negativa, prolongada e se deteriorando cobrará um ajuste no longo prazo via depreciação da moeda, elevação da inflação e dos juros e menor crescimento econômico.

conta do aumento da demanda interna). O vazamento da demanda interna para as importações não deve reduzir drasticamente o crescimento do PIB em 2007, pois não há restrição externa e há espaço do lado da oferta ou da capacidade produtiva, para induzir, via menores juros, uma expansão ainda mais forte da demanda interna. Dessa forma, só não será possível reduzirem-se os juros e atingir um crescimento da economia próximo do potencial em 2007 (3,5%) se houver uma desaceleração mais acentuada da economia mundial ou um choque negativo de oferta (petróleo, por exemplo), que produza um efeito muito negativo nas contas externas brasileiras.

PIB potencial, PIB efetivo e inflação: espaço para redução de juros

A estimativa do PIB potencial (y^p) é crucial, pois é também um indicador antecedente dos juros, pois toda vez que o PIB efetivo estiver crescendo acima do potencial, há pressões inflacionárias e necessidade de elevação de juros e vice-versa. A diferença entre o PIB efetivo e o PIB potencial é chamada de hiato de produto e serve para identificar a existência ou não dessas pressões inflacionárias. Uma medida alternativa importante do hiato de produto é a utilização de capacidade instalada total (ou U)⁵. Há várias outras formas de se calcular o hiato de produto, mas nenhuma delas produz números confiáveis ou próximos, que variam de 2 a 4%, sendo, portanto, inconclusivos. A razão para isso é a falta de uma série histórica de dados suficientemente longa que não tenha sido interrompida por planos econômicos, mudanças de regime cambial, explosões inflacionárias etc. Alguns cálculos do PIB potencial mostram uma situação em que o PIB efetivo já estaria acima do potencial e a política monetária deveria estar se preparando para um aumento de juros. Como o discurso ainda aponta para um afrouxamento, a realidade parece ser bastante diversa dessa.

Na verdade, está havendo uma ampliação do PIB potencial, sinalizada pela relativa estabilidade da utilização da capacidade instalada (U), pari passu com um crescimento – embora moderado – da produção (Figura 3, onde se vê que a U está hoje mais baixa do que em 2004 e 2005). Em outras palavras, mesmo moderado, o crescimento da produção deve induzir uma elevação da U ; quando isso não ocorre, a razão está na expansão dos investimentos (Figura 4). A expansão de investimentos ampliando-se capacidade produtiva futura, somada à menor utilização da capacidade produtiva existente, por conta da queda da contribuição real das exportações líquidas, permite que se concretize um cenário de redução de juros sem deterioração das taxas de inflação.

⁵ O PIB efetivo (y) é igual a $U \times y^p$. O hiato de produto é igual a $\ln\left(\frac{y}{y^p}\right)$. Substituindo, temos:

$\ln\left(\frac{y}{y^p}\right) = \ln\left[\frac{(U \times y^p)}{y^p}\right] = \ln(U)$. Como não temos a utilização de capacidade instalada total, utilizamos a UCI da indústria para calcular o hiato de produto.

Figura 3

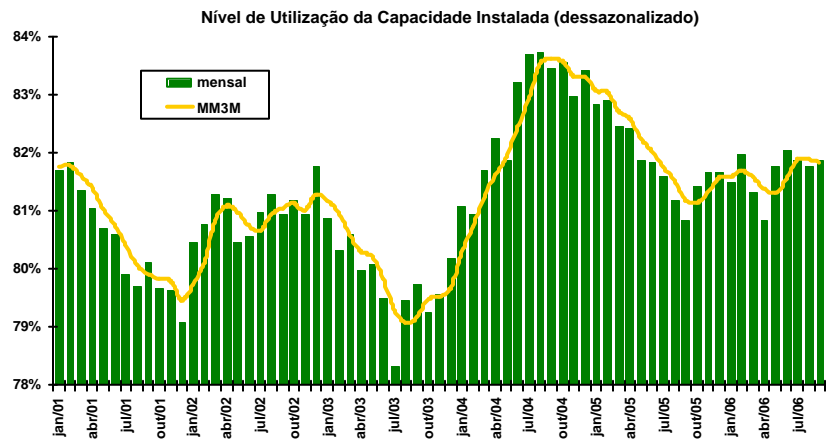
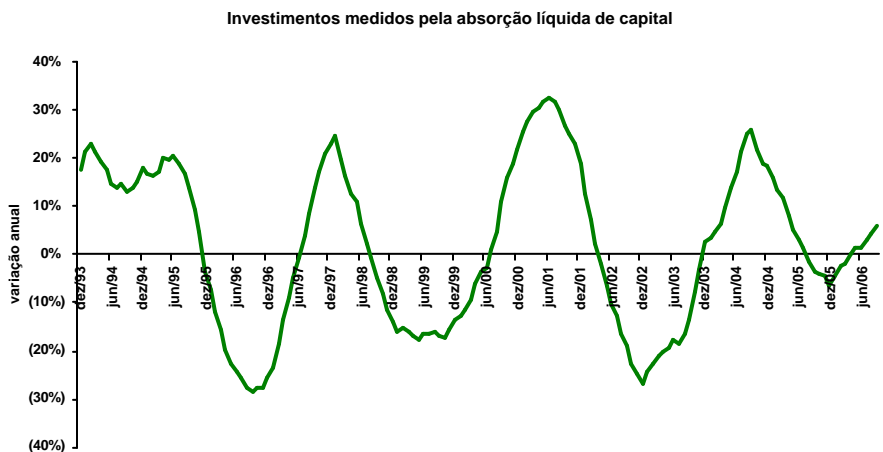


Figura 4



Conclusão

A menor contribuição das exportações e o impacto do crescimento das importações⁶, induzido pela ausência de deterioração do câmbio e pelo maior estímulo para a demanda interna, abrem espaço para a redução de juros, que só não será levada adiante se um ou ambos os eventos ocorrerem:

- 1) pressão cambial causada por uma mudança drástica do cenário externo, com queda a maior do nosso saldo em conta corrente;
- 2) estreitamento do hiato de produto ou desequilíbrio entre demanda e oferta, com riscos inflacionários, devido ao súbito enfraquecimento dos investimentos.

Não se verificando nenhum desses fenômenos ?o que é o mais provável ?o desnível entre demanda e produção permite reorientar

⁶ O aumento das importações é desinflacionário por natureza, posto que aumenta a oferta de bens e serviços, além de liberar recursos produtivos – principalmente trabalho – dos setores comercializáveis para os setores não comercializáveis.

o crescimento da demanda externa para interna, através de um afrouxamento inédito nas taxas de juros, fruto das condições também inéditas da balança de pagamentos e da atual expansão dos investimentos. A economia brasileira sempre teve como padrão um crescimento da demanda interna maior que o da produção, a diferença é que dessa vez esse desnível pode ser corrigido com políticas internas expansionistas sem gerar inflação ou problema na balança de pagamentos.

Mercado de Renda Fixa

Como esperava grande parte do mercado financeiro, o Banco Central (BC) reduziu em 0,50 ponto percentual a taxa básica de juros, na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de outubro. Mas o destaque do mês foi a divulgação de novos indicadores de atividade abaixo do esperado, que acabou aumentando a probabilidade de novas reduções, nas próximas reuniões do Copom. Essa melhora nas projeções dos analistas gerou um forte ajuste nos contratos de juros futuros, com destaque para o contrato de DI mais negociado, o de janeiro de 2008, que encerrou o mês cotado a 13,00%, contra um fechamento de 13,60% do mês de setembro. Para novembro, espera-se um repique inflacionado, devido a pressões sazonais nos preços de alimentos, mas os índices de inflação devem continuar contidos no médio prazo, uma vez que a atividade econômica ainda não mostra uma forte recuperação. Sendo assim, esperamos um novo corte de juros de 0,50 ponto percentual na próxima reunião do Copom, nos dias 28 e 29 de novembro.

O mercado cambial foi o menos favorecido pelo otimismo que caracterizou os mercados brasileiros no mês de outubro, e a principal razão para essa melhora contida foi a forte atuação do BC nos seus leilões de compra de moeda. O dólar comercial encerrou o mês cotado a R\$ 2,143, apresentando uma desvalorização de aproximadamente 1,40%. Continuamos esperando um fluxo comercial bastante positivo nos próximos meses, mas não uma apreciação considerável do real frente à moeda norte-americana, pois o mercado continuará dependente das atuações do BC.

Mercado de Ações

Em outubro, o Ibovespa teve uma performance positiva de 7,2%. O investidor estrangeiro contribuiu para essa performance com um fluxo positivo de investimento em torno de R\$ 1,5bi na Bolsa, revertendo a tendência negativa apresentada desde maio último.

Para novembro, esperamos que o cenário doméstico siga estável, sem grandes surpresas do lado econômico e, do lado político, apenas com alguma especulação sobre a formação do Ministério no segundo mandato do presidente Luís Inácio Lula da Silva.

Em decorrência da reestruturação do Congresso norte-americano e da divulgação de dados econômicos, pode vir alguma volatilidade do cenário internacional, mas, de modo geral, trabalhamos com um mercado menos volátil.

Projeções

INDICADORES MACROECONÔMICOS E PROJEÇÕES (*)

| Última atualização 16/11/06 | Projeções | | | | | |
|--|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| PIB Crescimento Real (%) | 1,9 | 0,6 | 4,9 | 2,3 | 2,9 | 3,4 |
| Inflação (IPCA/IBGE) (%) | 12,5 | 9,3 | 7,6 | 5,7 | 3,0 | 3,8 |
| Inflação (IGPM/FGV) (%) | 25,3 | 8,7 | 12,4 | 1,2 | 3,3 | 4,1 |
| Taxa de Câmbio Média (R\$/US\$) | 2,93 | 3,07 | 2,92 | 2,43 | 2,18 | 2,19 |
| Taxa de Câmbio Final (R\$/US\$) | 3,53 | 2,89 | 2,65 | 2,34 | 2,15 | 2,25 |
| Saldo em Conta Corrente (US\$ bi) | (7,6) | 6,7 | 11,8 | 14,2 | 12,9 | 7,0 |
| Saldo Comercial (US\$ bi) | 13,2 | 24,8 | 33,7 | 44,8 | 43,7 | 37,0 |
| Taxa de Juro Nominal Final do ano (Selic) | 25,0 | 16,5 | 17,8 | 18,0 | 13,25 | 12,00 |
| Taxa de Juro Nominal Média | 19,2 | 23,2 | 16,2 | 19,0 | 15,0 | 12,6 |
| Taxa de Juro Real (deflacionado pelo IPCA) | 5,9 | 12,8 | 8,0 | 12,6 | 11,7 | 8,5 |
| Risco Brasil | 1439 | 463 | 383 | 305 | 220 | 200 |
| Dívida Pública (% do PIB) | 55,5 | 58,2 | 51,7 | 51,6 | 50,2 | 50,1 |
| Resultado Nominal do Setor Público (% do PIB) | 10,3 | 3,6 | 2,5 | 3,0 | 3,2 | 1,9 |
| Resultado Primário do Setor Público (% do PIB) | (3,9) | (4,25) | (4,59) | (4,83) | (4,25) | (4,25) |

(*) As áreas sombreadas são projeções.

As informações contidas neste documento são publicadas apenas para auxiliar os usuários, podem não ser adequadas aos objetivos de investimentos específicos, situação financeira ou necessidades individuais dos receptores e não devem ser considerados em substituição a um julgamento próprio e independente do investidor. Por ter sido baseado em informações tidas como confiáveis e de boa fé, não há nenhuma garantia de serem precisas, completas, imparciais ou corretas. As opiniões, projeções, suposições, estimativas, avaliações e eventuais preço (s) alvo(s) contidos no presente material referem-se a data indicada e estão sujeitos a alterações a qualquer tempo sem aviso prévio. Este documento não é, e não deve ser interpretado como, uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de qualquer título ou valor mobiliário. Nem o ABN AMRO e nem qualquer sociedade por ele controlada ou a ele coligada podem estar sujeitos a qualquer dano direto, indireto, especial, secundário, significativo, punitivo ou exemplar, incluindo prejuízos provenientes de qualquer maneira, da informação contida neste material. Este material é para uso exclusivo de seus receptores e seu conteúdo não pode ser reproduzido, redistribuído publicado ou copiado de qualquer forma, integral ou parcialmente, sem a expressa autorização prévia do ABN AMRO.

Este material foi elaborado em nome do ABN AMRO ASSET MANAGEMENT, e de suas sociedades controlada no Brasil, para uso exclusivo no Mercado Brasileiro, sendo destinado a pessoas físicas e jurídicas residentes no País, e está sujeito à s regras e supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e Banco Central do Brasil.