

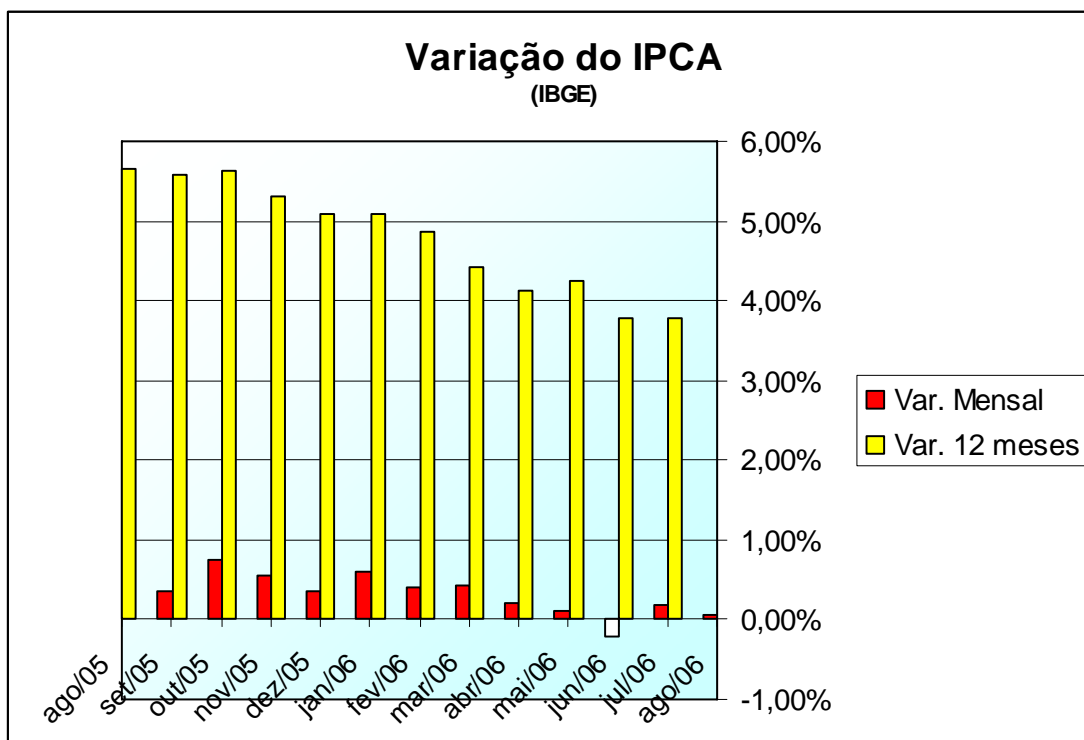


CEPEFIN – CENTRO DE PESQUISAS EM FINANÇAS

BOLETIM MENSAL – AGOSTO/2006

Em agosto/2006, a divulgação de vários indicadores econômicos nacionais revelou a acentuação de uma tendência verificada desde o início do 2º trimestre: manteve-se a redução do crescimento da produção nacional, ao mesmo tempo que persistiram tendências como a manutenção das taxas de câmbio relativas, a persistência na queda da inflação e a piora nas contas públicas. O Brasil continuou apresentando desempenho econômico relativo internacionalmente pífio, ao mesmo tempo em que aumentaram, ainda que em pequena monta, as incertezas no cenário internacional de médio prazo.

Já há mais de 15 meses nos quais as taxas de inflação brasileira vêm caindo de forma sistemática. Após apresentar deflação em junho e um pequeno repique em julho, a variação do IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) voltou a apresentar-se próxima de zero, contribuindo, assim, para a queda na inflação acumulada nos últimos 12 meses.

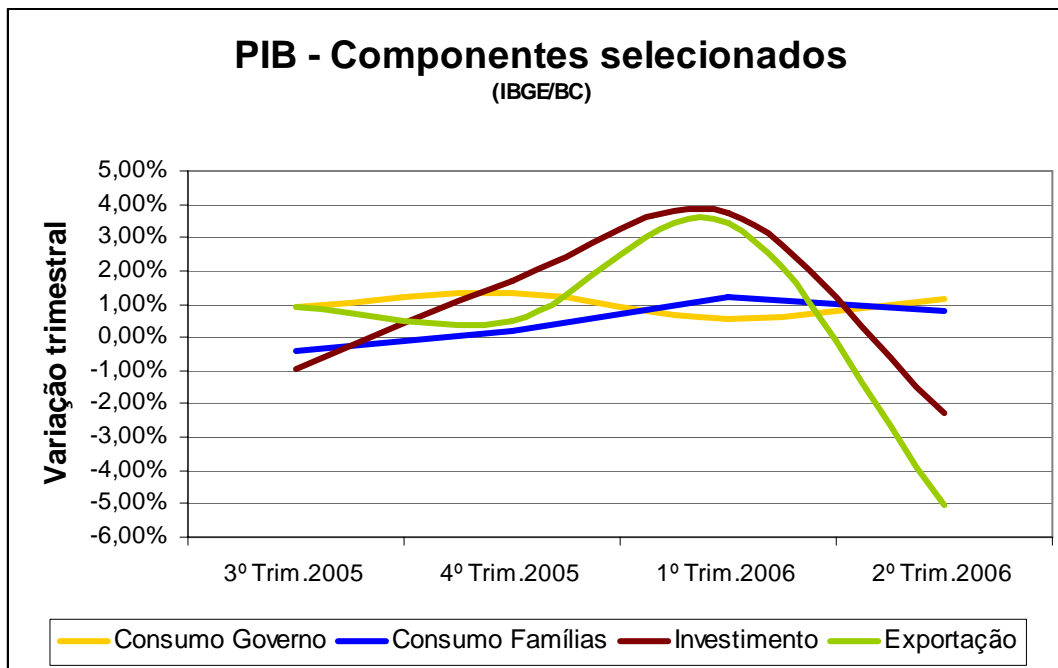




A inflação, medida pelo IPCA, acumulada nos 12 últimos meses encerrados em agosto/2006 é a menor desde 1998, período no qual a política cambial de valorização cambial e queda generalizada de preços de alimentos havia influenciado negativamente a inflação. A autoridade monetária vem atribuindo essa redução de inflação como resultado direto de sua política monetária mais restritiva implantada entre outubro/2004 e maio/2005.

No entanto, mesmo após o fim do ciclo de elevação nas taxas básicas de juros, a inflação persiste em queda. Parte expressiva desse movimento pode ser explicada pela redução na variação dos preços monitorados, que no mês apresentaram variação negativa de 0,03%. É interessante se observar que se reforçou, no mês, tendência oposta à verificada, por exemplo, no segundo semestre de 2002 e primeiro semestre de 2003: a queda generalizada da inflação vem reduzindo o aumento dos preços monitorados, o que por sua vez contém, ainda mais, a variação global da inflação. Esse efeito parece estar próximo do seu limite máximo, uma vez que a inflação acumulada de 3,48% nos últimos 12 meses já se encontra abaixo das atuais previsões do mercado para a inflação acumulada nos próximos 12 meses (4,26%).

Por outro lado, a divulgação do desempenho do PIB no segundo trimestre de 2006 foi decepcionante para o mercado. A variação trimestral do PIB, de apenas 0,45% (1,81% na taxa anualizada), desperta preocupações quando analisada em relação à variação de alguns dos seus componentes, como podemos observar no gráfico a seguir:

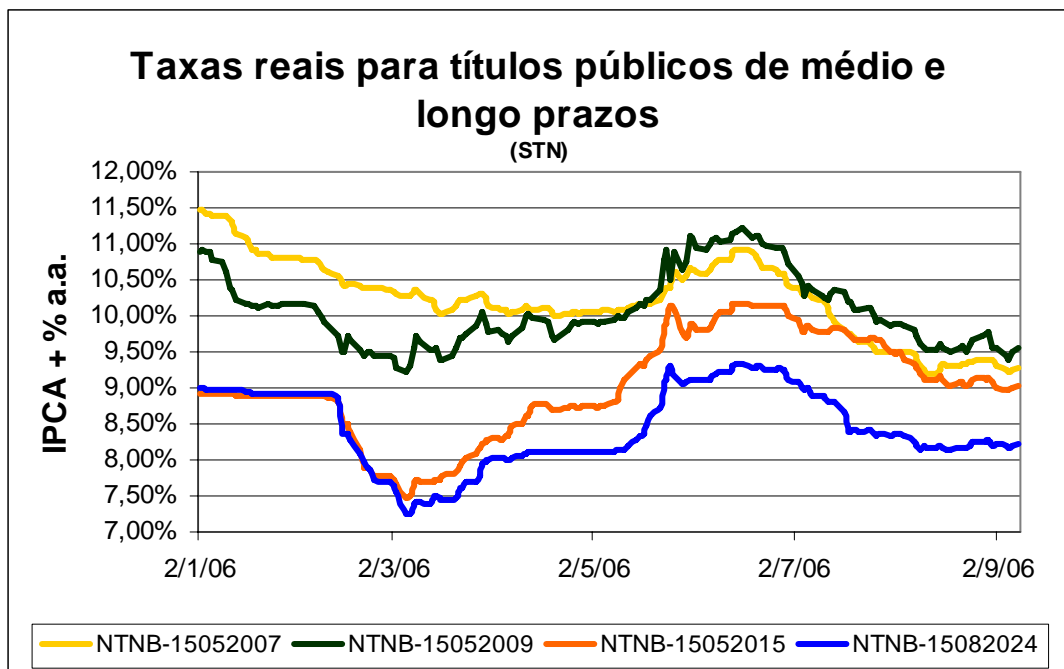


Desde 2001 o crescimento das exportações tem sido um importante fator de crescimento econômico no Brasil. Beneficiado por altas generalizadas nos preços de seus principais produtos de exportação, a balança comercial bateu recordes sucessivos. Em julho/2006, o saldo comercial atingiu recordes US\$ 5,63 bilhões. No entanto, a perda de competitividade de alguns setores, a queda em alguns preços agrícolas e a contenção do crescimento das importações em razão da redução do ritmo geral de crescimento do PIB levaram a uma importante recuo da contribuição das exportações para o PIB no segundo trimestre.

Essa tendência é corroborada pela redução dos investimentos verificada no trimestre, o que, a seu tempo, é encarado como um prenúncio de maior retração no ritmo de expansão futura do PIB ou maior inflação de demanda.

Persiste, todavia, o crescimento no consumo das famílias, impulsionado especialmente pela expansão do crédito ao consumidor; e pelo crescimento do consumo do governo. A dependência do consumo das famílias como fator de liderança na expansão do PIB é limitado pelo endividamento crescente das famílias e pela evolução da renda real. Essa, para os trabalhadores empregados nas regiões metropolitanas, atingiu R\$ 1.028,50 em julho/2006, pequena redução (-0,68%) em relação aos R\$ 1.035,58 observados no mês anterior. A inadimplência do crédito pessoal manteve-se estável em julho/2006,

No entanto, a redução das taxas de juros reais é muito menor que a redução nominal. Tomando-se como referência das taxas de juros reais efetivamente pagas pelo governo federal para o médio prazo, verifica-se que a queda nas taxas reais é limitada. O gráfico abaixo representa a remuneração real diária das Notas do Tesouro Nacional – série B, títulos públicos federais cuja remuneração é composta por cupom mais deságio pagos sobre um valor nominal atualizado pelo IPCA, representando, de forma bastante própria, os juros reais pagos hoje pelo governo para se endividar no médio e longo prazos.



Observa-se que as taxas reais para os vencimentos mais curtos em 2007 continuam elevadas, da ordem de 9,50% a.a. além da inflação. Após o *stress* dos mercados em junho e julho de 2006, as remunerações reais retomaram alguma tendência de queda, mais ainda assim as taxa reais pagas continuam não só extremamente elevadas como sem expectativas de elevada redução nos próximos meses.

André Lot
andrelot@fearp.usp.br