

## NÍVEL DE ATIVIDADE, INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA

### O desempenho dos principais indicadores da economia brasileira em 2006

*Lucas Lantert Dezordi \**  
*Guilherme R. S. Souza e Silva \*\**

#### Introdução

Esta seção do boletim *Economia & Tecnologia* irá discutir cinco pontos básicos. Inicialmente, pretende-se apresentar o desempenho recente dos principais índices da inflação brasileira e suas perspectivas. Em seguida, uma análise da atividade produtiva a nível agregado, do comércio internacional e do mercado de trabalho. E, por último, uma visão da condução da política monetária será apresentada.

As previsões econômicas fornecidas foram coletadas a partir dos dados disponibilizados pelo Banco Central do Brasil em seu Departamento Gerin (Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores). A Gerin foi criada em abril de 1999, como parte do arcabouço do regime monetário de metas para a inflação. Seu objetivo é monitorar a evolução do consenso de mercado para as principais variáveis macroeconômicas, de forma a gerar subsídios para a implementação da política monetária. Atualmente, a pesquisa acompanha as expectativas de mercado para diferentes índices de preços, crescimento do PIB e da produção industrial, taxa de câmbio, taxa Selic, variáveis fiscais e indicadores do setor externo<sup>24</sup>.

#### 1. Inflação Atual e Perspectivas

Os dados recentes da inflação brasileira têm demonstrado um comportamento estável dos principais índices de preços. A tabela 1 destaca as variações mensais, acumuladas no ano de 2006 e acumuladas nos últimos 12 meses dos seguintes indicadores: Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M); Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI); Índice Nacional de Custo da Construção (INCC); Índice de Preço por Atacado - Disponibilidade Interna (IPA-DI); e o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

---

\*Professor da FAE *Business School* e Doutorando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: [ldezordi@fae.edu](mailto:ldezordi@fae.edu)

\*\*Mestrando em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Endereço eletrônico: [guilherme.fdg@uol.com.br](mailto:guilherme.fdg@uol.com.br)

<sup>24</sup> Ver em especial o site: [www.bcb.gov.br/expectativa](http://www.bcb.gov.br/expectativa)

No período de julho a setembro, de acordo com a tabela 1, os principais indicadores inflacionários vêm apresentando um elevado grau de estabilidade. Os índices de preços com as maiores altas nos últimos 12 meses são o INCC e o IPCA, com valores de 5,08% e 3,70%, respectivamente. Contudo, esses indicadores estão apresentando atualmente um ritmo de queda. O IPCA, índice de preços oficial do regime de metas de inflação, no acumulado do ano de 2006 está em 2,0%, isto é, bem abaixo da meta para o corrente ano de 4,5%, com desvio de +/- 2 pontos. O gráfico 1 ilustra que o IPCA segue, com defasagem e menos oscilações, os movimentos dos índices IGP-M e IPA-DI, por exemplo.

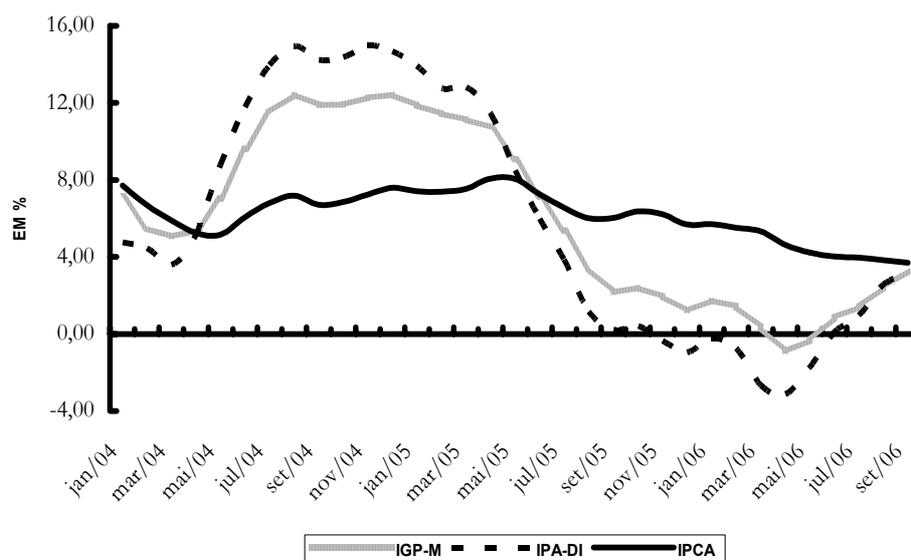
Destaca-se que, se o IPCA continuar apresentando o mesmo comportamento do período de julho a setembro, a inflação oficial pode ficar abaixo do limite inferior de 2,5%. Caso isso aconteça, o presidente do Banco Central deverá enviar uma carta aberta ao ministro da Fazenda, explicando o descumprimento, ainda que pequeno, da meta de inflação brasileira.

**Tabela 1. Variação percentual dos principais índices de inflação brasileira**

Índices de Inflação	Julho de 2006	Agosto de 2006	Setembro de 2006	Acumulado no ano de 2006	Acumulado nos últimos 12 meses
IGP-M	0,18	0,37	0,29	2,27	3,28
IGP-DI	0,17	0,41	0,24	2,11	3,17
INCC	0,47	0,24	0,11	4,20	5,08
IPA-DI	0,17	0,53	0,28	2,23	3,14
IPCA	0,19	0,05	0,21	2,00	3,70

Fonte: IBGE, FGV, Banco Central do Brasil.

**Gráfico 1. Desempenho anualizado dos principais índices de preços**



Fonte: Banco Central do Brasil

**Tabela 2. Expectativa média de inflação do mercado para os anos de 2006 a 2010**

Ano	IGP-M	IGP-DI	IPA-DI	IPCA
2006	3,24%	3,09%	3,17%	3,00%
2007	4,32%	4,29%	4,52%	4,22%
2008	4,34%	4,28%	4,33%	4,32%
2009	4,35%	4,27%	4,32%	4,28%
2010	4,35%	4,26%	4,44%	4,29%

Fonte : Banco Central do Brasil, Gerin. Com base nas expectativas de 06/10/2006.

A tabela 2, acima, descreve as expectativas do mercado em relação aos principais índices de preços. Todas estas previsões foram coletadas no Banco Central do Brasil (Gerin), e referem-se ao valor médio esperado da inflação para dezembro de cada ano, desde 2006 até 2010. O principal ponto observado é o fato de que praticamente todos os indicadores estão abaixo da meta oficial de inflação, que é de 4,5%.

## 2. Nível de Atividade

A taxa de crescimento do PIB brasileiro no segundo trimestre de 2006, divulgada no final do mês de agosto, foi recebida com decepção. Isso porque a economia cresceu apenas 0,5% em relação ao primeiro trimestre do ano. A partir desse resultado, as expectativas do mercado para o crescimento anual do PIB, que estavam em cerca de 3,5%, tiveram de ser revistas. O governo, que tinha uma previsão bastante otimista de crescimento, de aproximadamente 4,5%, também teve que rever seus números. A tabela 3 mostra que no último dia útil de setembro de 2006, o mercado estava projetando um crescimento médio do PIB de 3,12% para este ano e de 3,52% para o ano de 2007.

**Tabela 3. Expectativas de mercado para o crescimento do PIB**

Setor	2006	2007
Total	3,12%	3,52%
Agropecuária	2,45%	3,32%
Indústria	3,64%	4,06%
Serviços	2,78%	3,09%

Fonte: Gerin (Banco Central)

Analisando o PIB pela ótica da oferta agregada, pode-se destacar que nos últimos trimestres a indústria foi o setor que mais se expandiu, seguido pelo de serviços. A agropecuária, desde 2005, vem perdendo dinamismo econômico e, com isso, reduzindo seu crescimento. Este fato pode ser justificado pelos seguintes fatores: apreciação do câmbio; estiagem; diminuição dos preços das *commodities* agrícolas; e falta de uma política nacional de longo prazo para a agricultura.

Com relação às variáveis pelo lado da demanda agregada, pode-se destacar o desempenho positivo, mas ainda pouco expressivo, do crescimento no consumo das famílias. O consumo do governo teve seu maior aumento no primeiro trimestre de 2006, conforme mostra a tabela 4. O investimento privado nacional, representado pela formação bruta de capital fixo, cresceu significativamente no segundo trimestre de 2005 e no primeiro trimestre de 2006. No segundo trimestre de 2006, entretanto, sofreu uma queda de 2,2%. Este fato, se não for revertido, pode comprometer o desempenho do crescimento do PIB no médio prazo.

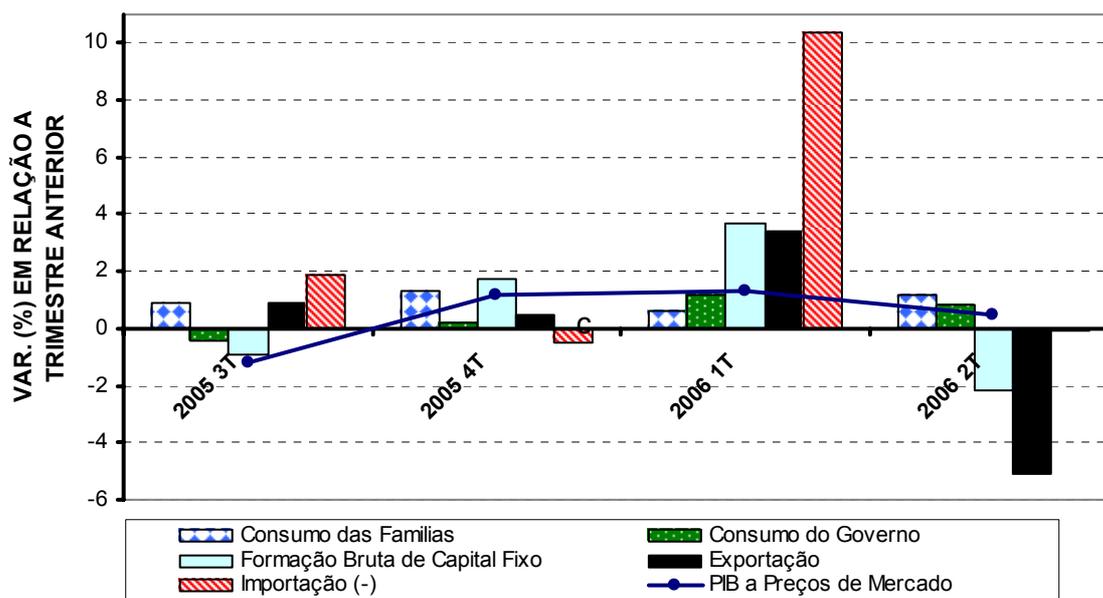
**Tabela 4. Taxa de Crescimento (%) por setor da economia**

Setor de Atividade	Desempenho trimestral (em relação a trimestre anterior)				
	2005 2T	2005 3T	2005 4T	2006 1T	2006 2T
Agropecuária	-0,4	-2,6	1	1,1	0,8
Indústria	1,9	-0,8	1,3	1,2	-0,3
Serviços	0,9	0,2	0,7	0,6	0,6
Valor Adicionado a preços básicos	1,2	-1,3	1,2	1,2	0,5
<b>PIB a preços de mercado</b>	<b>1,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>
Consumo das Famílias	0,8	0,9	1,3	0,6	1,2
Consumo do Governo	0,9	-0,4	0,2	1,2	0,8
Formação Bruta de Capital Fixo	4,7	-0,9	1,7	3,7	-2,2
Exportação	4	0,9	0,5	3,4	-5,1
Importação (-)	2,7	1,9	-0,5	10,4	-0,1

Fonte: IBGE.

O gráfico 2, apresentado abaixo, ilustra os dados destacados pelo lado da demanda da tabela 2. É importante salientar, ainda, a queda significativa no crescimento das exportações no segundo trimestre de 2006 e a forte expansão das importações no primeiro trimestre do corrente ano.

Gráfico 2. Taxa de Crescimento (%) dos Setores (demanda) e do PIB

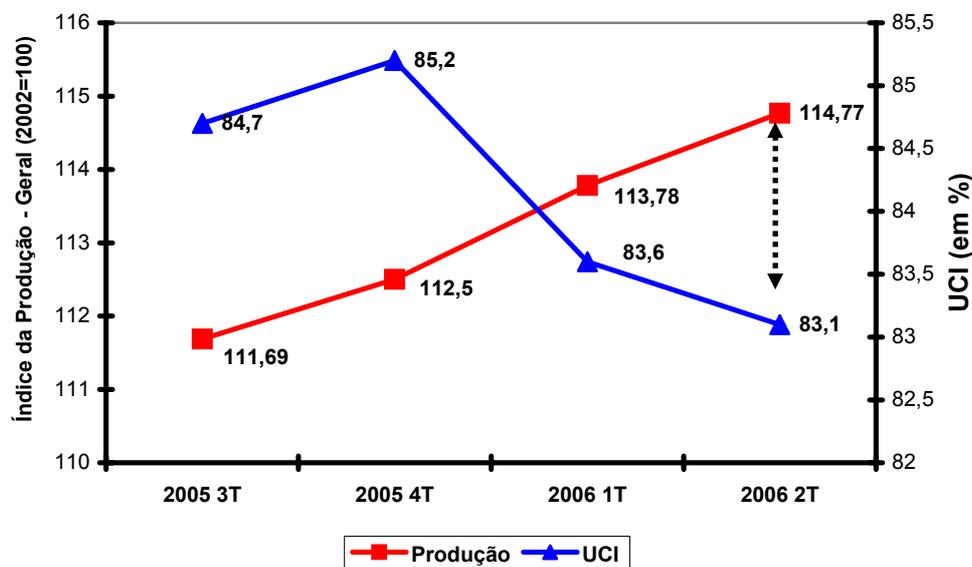


Fonte: IBGE

É necessária, agora, uma análise mais detalhada do nível de atividade no setor industrial. De acordo com o gráfico 3, observamos que o índice de produção geral da indústria vem apresentando um crescimento contínuo desde o terceiro trimestre de 2005 até o segundo trimestre do corrente ano. É importante destacar, entretanto, que o nível de utilização da capacidade instalada (UCI) não vem acompanhando a mesma trajetória. No quarto trimestre de 2005, a UCI estava em 85,2%; no segundo trimestre de 2006 esse nível caiu para 83,1%. O desempenho destes indicadores demonstra um comportamento pouco usual na economia. Normalmente, em períodos de crescimento da produção industrial, as empresas ampliam suas atividades fazendo com que o nível de utilização da capacidade instalada suba. Neste caso, o crescimento da demanda efetiva (leia-se: produção industrial) será equivalente ao crescimento da oferta de produtos.

Contudo, o que vem sendo observado na economia brasileira é que o crescimento da produção industrial, nos últimos trimestres, não está aumentando o nível de UCI. A produção de bens de capital (máquinas e equipamentos) cresceu em todos os trimestres, expandindo a capacidade de produção industrial. Com isso, pode-se concluir que o crescimento da demanda efetiva está sendo menor do que a expansão da capacidade instalada, isto é, a oferta industrial disponível está maior do que sua demanda.

Gráfico 3. Utilização da Capacidade Instalada *versus* Produção Industrial



Fonte: IPEA

### 3. Comércio Internacional

Os principais indicadores do comércio internacional, a balança comercial e o saldo em transações correntes, apresentaram resultados positivos no mês de agosto. No entanto, conforme observado no item anterior, as exportações sofreram uma queda de 5,1% do primeiro para o segundo trimestre de 2006. As importações, por sua vez, mantiveram-se praticamente estáveis neste período, após uma forte elevação no trimestre imediatamente anterior. Este fato indica que a taxa de câmbio apreciada já está diminuindo o ritmo de crescimento das exportações e ao mesmo tempo afetando positivamente as importações, expandindo com isso, a disponibilidade interna de produtos comercializáveis na economia.

A taxa de câmbio apreciada é consequência do forte resultado do setor externo, tanto pelo saldo da balança comercial como pela entrada de capitais. O gráfico 4 descreve que o câmbio nominal caiu de aproximadamente R\$ 2,70 para R\$ 2,19 em um período de um ano e meio, representando uma queda de 18,89%. Essa diminuição resultou também em uma queda da taxa de câmbio real de aproximadamente 21%, equiparando seu valor para níveis de 1994. Isto significa que a apreciação atual do real pode ser comparada ao período do início do Plano Real, implementado em julho de 1994 para combater a elevada inflação, mas com uma grande vantagem: um superávit em transações correntes. Este câmbio valorizado está influenciando a queda rápida e consistente dos principais índices de inflação. Contudo, a

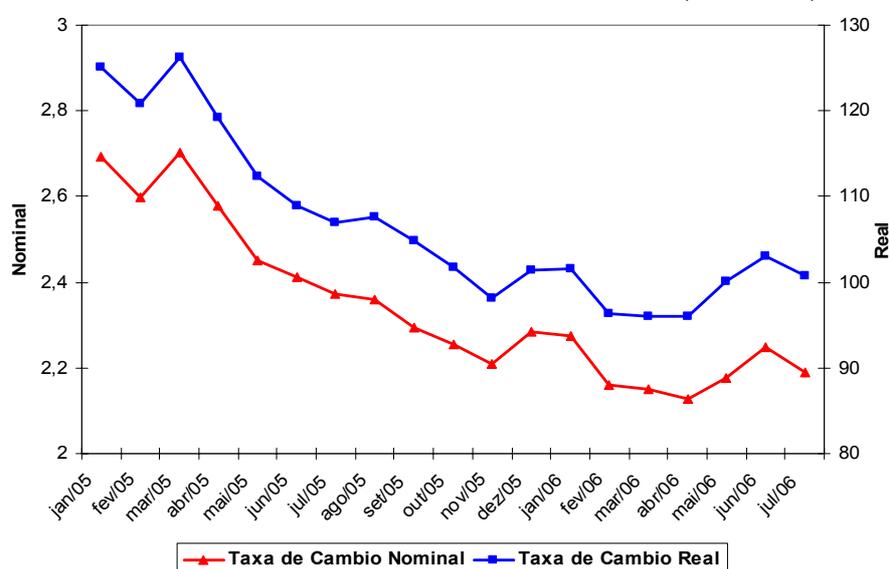
queda significativa na taxa de câmbio nominal e real prejudica as atividades produtivas, voltadas direta ou indiretamente para as exportações.

**Tabela 5. Desempenho dos principais Indicadores Externos**

Setor externo	Agosto de 2006	Acumulado no ano de 2006	Acumulado últimos 12 meses	Expectativa para 2006
Balança Comercial	4.515	29.684	46.113	42.780
Exportações (FOB)	13.642	88.164	130.387	131.770
Importações (FOB)	-9.127	-58.479	-84.274	-88.790
Saldo em transações correntes	2.095	8.225	13.789	10.490

Fonte: Banco Central do Brasil.

**Gráfico 4. Taxas de Câmbio Nominal e Real (1994=100)**



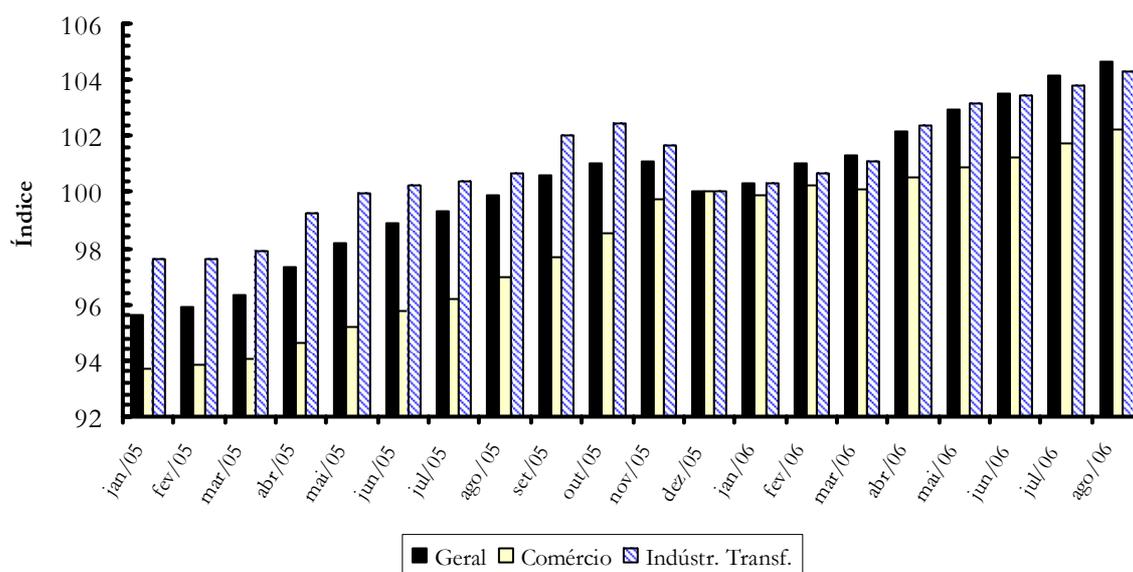
Fonte: Banco Central do Brasil

#### 4. Mercado de Trabalho

O mercado de trabalho formal da economia brasileira apresentou uma considerável recuperação no ano de 2005 em função, principalmente, do crescimento em 2004. Entretanto, apesar de a economia ainda registrar um volume crescente de empregos, este vem se expandindo a um ritmo menor no corrente ano, em decorrência do baixo crescimento do PIB em 2005 e no primeiro semestre de 2006.

O gráfico 5 demonstra claramente que a indústria de transformação liderou o crescimento do emprego em 2005; no corrente ano, porém, o crescimento não foi tão expressivo. O comércio, importante setor de geração de empregos, apresentou a mesma tendência, e em 2006 o nível de empregos formais também cresceu pouco nesse setor.

**Gráfico 5. Índice de emprego formal na economia geral, na indústria e no comércio**

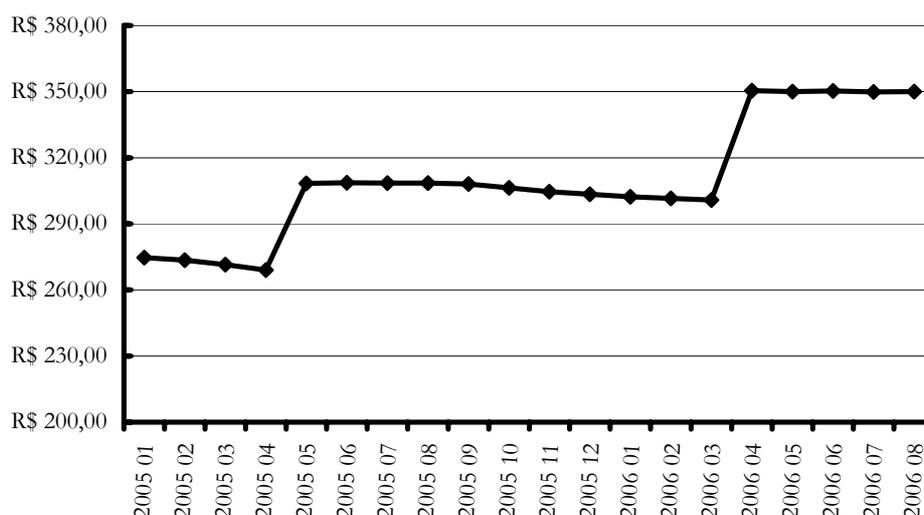


Fonte: Banco Central do Brasil

O salário mínimo real vem subindo, desde 2005, por duas razões básicas. A primeira delas é referente ao seu valor nominal, que em janeiro de 2005 era de R\$ 260,00 e que foi reajustado em julho de 2006 para R\$ 350,00. E, como segunda razão, a taxa de inflação ao consumidor, que fechou o ano de 2005 em 5,69% (IPCA) e está prevista para fechar 2006 em 3,00%. Neste sentido, com ajuste nominal de aproximadamente 34,6% e uma queda da inflação de 2,7 pontos percentuais, a elevação no salário mínimo real passa a ser considerável.

É importante destacar que o crescimento real do salário mínimo está sendo superior à média nacional dos salários. Grande parte dos sindicatos está negociando reajustes salariais com 2% acima da inflação ao consumidor, para o ano de 2006. De acordo com os dados do IBGE, entre dezembro de 2005 e julho de 2006, o salário real da população ocupada com carteira assinada subiu 3%. Com isso, podemos argumentar que o mercado de trabalho brasileiro não está aquecido, e conseqüentemente isso não está gerando problemas inflacionários.

**Gráfico 6. Crescimento do Salário Mínimo Real**



Fonte : IPEA

## 5. Política Monetária

A taxa de juros média praticada na economia brasileira em setembro de 2006 foi de 14,17%, abaixo do valor registrado de 14,66% no mês de agosto. Com uma inflação acumulada em 12 meses pelo IPCA de 3,7% (ver tabela 1), calcula-se uma taxa de juros reais de 10,10% ao ano. Projetando a taxa de juros reais para o final do ano de 2006, pode-se argumentar que mantendo os juros em 14,17% ao ano e esperando uma inflação do IPCA de 3,0%, os juros reais esperados estariam em 10,19%. Fazendo o mesmo exercício para os anos seguintes, temos uma queda gradual e consistente da taxa de juros reais da economia brasileira, como demonstrado na tabela 6.

Por exemplo, em 2010, de acordo com o Banco Central (Gerin), o mercado espera uma taxa de juros nominais em torno de 10,87%. Como a inflação esperada para o final desse ano é de 4,29% (ver tabela 2), a taxa de juros esperada (*forward looking*) é de 6,31% ao ano.

**Tabela 6. Taxa de juros (%), Câmbio (R\$/US\$) e Expectativas**

Descrição	Setembro 2006	Expectativas				
		2006	2007	2008	2009	2010
Taxa de juros nominal (Selic)	14,17	13,50	12,42	11,85	11,20	10,87
Taxa de juros real	10,10	10,19	7,87	7,22	6,64	6,31
Taxa de câmbio nominal (R\$/US\$)	2,16	2,19	2,25	2,36	2,45	2,53

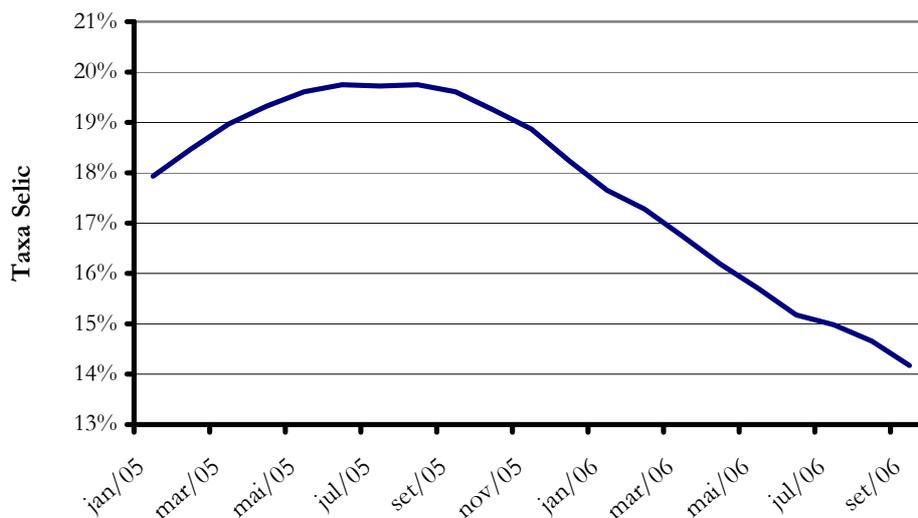
Fonte: Banco Central do Brasil.

Com relação à taxa de câmbio nominal, o mercado espera uma relativa estabilidade para os anos de 2006 e 2007. Os ajustes nominais esperados do câmbio no longo prazo são irrelevantes para o equilíbrio do setor externo.

A condução da política monetária (leia-se: determinação da taxa de juros Selic) tem como objetivo principal no Brasil manter a estabilidade dos preços, determinada pelo IPCA. O regime de metas de inflação leva em consideração o desempenho de vários indicadores, variáveis e mercados e suas influências sobre os preços na economia. Neste sentido, podem-se destacar os seguintes pontos:

- As expectativas de inflação para 2006 estão em 3,0%, isto é, ancoradas com a meta de 4,5% do IPCA com +/- 2 pontos percentuais;
- Se o IPCA continuar com seu comportamento observado nos últimos 3 meses, a taxa de inflação efetiva em dezembro de 2006 pode ficar abaixo do limite inferior de 2,5%;
- O PIB cresceu apenas 0,5% no segundo trimestre de 2006. E, com isso, o mercado abaixou suas expectativas de crescimento de 3,5% para 3,1%;
- A indústria é o setor que mais está contribuindo para o crescimento do PIB, pelo lado da oferta;
- Variáveis importantes como Investimentos e Exportações estão com taxas de crescimento negativas;
- Os saldos da balança comercial e de serviços, atuais e esperados para o fim do ano, ainda são expressivos e fortes para manter ou reduzir o preço do dólar;
- A taxa de juros reais em setembro está em 10,10% ao ano, prejudicando o investimento privado.

**Gráfico 6. Política monetária, Brasil: janeiro de 2005 a setembro de 2006**



Fonte: Banco Central do Brasil

Com os resultados expostos acima, pode-se argumentar que não há nenhum fator conjuntural macroeconômico que possa pressionar significativamente o nível geral de preços da economia. Neste sentido, com a tendência de queda dos juros e de manutenção da estabilidade monetária, a taxa de juros pode continuar caindo.

