

Carta Econômica Galanto

Março de 2008

Nº 100/08

Este é o [centésimo número](#) da Carta Econômica Galanto. É com satisfação que podemos comemorar este evento, verificando que o projeto inicial que foi anunciado no primeiro número continua atual e merecendo a atenção de nossos clientes:

O propósito da Carta Econômica Galanto é pesquisar aspectos selecionados da conjuntura econômica internacional, e examiná-los do ponto de vista da economia brasileira. E, também, analisar alguns aspectos da evolução da conjuntura econômica brasileira, adotando uma perspectiva que acreditamos se aproxime, em linguagem e ponto de vista, com a que analistas fora do país possam adotar. Essa concepção parte de um diagnóstico de que o confronto entre os debates internos e as análises externas da economia brasileira tem deixado contrastes surpreendentes. Parece haver um hiato nas percepções entre as perspectivas internas e externas sobre a inserção brasileira, cuja consequência usual tem sido um número de surpresas, que acreditamos, possa ser diminuído. Este produto enfatiza a análise e a opinião independentes sobre aspectos selecionados da conjuntura que julgamos relevantes para a tomada de decisão.

Agradeço a todos os colaboradores ao longo desses anos, a começar por Ilan Goldfajn e Renata Assis, que deram início ao conteúdo e ao projeto gráfico, a várias gerações de jovens economistas da Galanto Consultoria que fizeram deste projeto um elemento de seu treinamento profissional e contribuíram para o sucesso da empreitada, muitos dos quais continuam a contribuir de forma eventual, pelo empenho e pela seriedade profissional que permitiram a continuidade do projeto mesmo em momentos difíceis, sem abrir mão da qualidade e da isenção que tem caracterizado esse instrumento de veiculação para análises de questões pertinentes à política macroeconômica brasileira.

Lista completa de colaboradores, por ordem cronológica da primeira contribuição:

Ilán Goldfajn, Renata Assis, Rodrigo Paiva Guimarães, Flávio Fuchs, Thomas Yen Hon Wu, Yann Grandjean, André Monteiro, Mariana Sampaio, Luiz Roberto de Azevedo Cunha, Pedro Garcia Duarte, Eugênia Vilela, Sylvio Heck, Marcus Valpassos, Bernardo Goulart, Andrea Marandino, André Roscoe, Claudia Sussekind, Felipe Salles, Marcelo Carvalho, Pedro Saud, Paulo Vitor de Carvalho, Diogo Guillén, Felipe Tâmega, Helga Hoffmann, Thiago Develly, Daniel Lavarda Sinigaglia, Monica Baumgarten de Bolle, Nelson Camanho, André Gamerman, Deborah Oliveira, Luiza Niemeyer, Pedro H. de C. Simões e Solange Alencar.

SITE: Aproveitamos a oportunidade para anunciar que a partir de maio será lançado o site www.galanto.com.br

Carta Econômica Galanto

Março de 2008

Nº 100/08

A recessão americana e a reforma do aparelho regulatório proposta no Plano Paulson são os marcos da conjuntura internacional nos próximos meses. O [Editorial](#) revê as motivações do Plano e examina os desdobramentos para a economia internacional e para o quadro brasileiro de aceleração da inflação em face do crescimento da demanda interna.

Os resultados do PIB de 2007, divulgados em março e a continuação do elevado ritmo de crescimento do crédito deixaram poucas dúvidas sobre a aceleração da demanda doméstica e suas implicações para a trajetória de inflação, como já vínhamos enfatizando. Será o crescimento do investimento suficiente para alinhar a oferta ao crescimento da demanda? O [Primeiro Artigo](#) avalia quanto deveria crescer o investimento para gerar um crescimento potencial condizente com a ausência de significativas pressões inflacionárias e o papel das defasagens entre investimento e expansão da capacidade produtiva nesse debate.

A volatilidade cambial é o principal inimigo do regime de câmbio flutuante. O aumento dessa volatilidade em todo o mundo e a depreciação do dólar dão novamente relevo às propostas de metas para o câmbio. Isso requer controlar fluxos de capitais, o que fica especialmente atraente quando aumenta a participação dos capitais mais ariscos. O [Segundo Artigo](#) desta Carta examina alguns aspectos da experiência internacional recente com controle de capitais, em busca de lições úteis para o caso brasileiro.

O [Artigo de Conjuntura](#) analisa os mais recentes dados do setor externo e examina a questão dos preços das commodities, seu comportamento no ciclo e avalia as implicações para a balança comercial brasileira.

Dionísio Dias Carneiro

Monica Baumgarten de Bolle
Thomas Yen Hon Wu
Deborah Oliveira
Diogo Guillén
(Economistas)

Luiza Niemeyer
Pedro H. de C. Simões
(Assistentes de Pesquisa)

Solange Alencar
(Editoração)

Renata Assis
(Revisão)

Índice

Recessão Americana e Reforma Regulatória: mais inflação e menor desconfiança? 2

Política Monetária no Brasil e o Descolamento entre Oferta e Demanda Agregadas 8

1. Introdução 8
2. O Descompasso entre Demanda e Oferta 8
3. Medidas de Produto Potencial 11
4. Investimento e PIB Potencial 13
5. Conclusão 15

Controle de Capitais e Movimentos da Taxa de Câmbio 18

1. Introdução 18
2. O *trade-off* entre controle de capitais e desvios cambiais de médio prazo 19
3. A dinâmica cambial para diferentes grupos 21
4. Conclusão 22

Sector Externo e Commodities 25

DADOS MACROECONÔMICOS 31

Recessão Americana e Reforma Regulatória: mais inflação e menor desconfiança?

O agravamento da crise financeira mundial no último mês tem confirmado o quadro que traçamos no editorial de fevereiro. De um lado, as autoridades em final de governo abrem as comportas dos cofres públicos para impedir a quebra de bancos de investimentos. De outro lado, os cuidados com que o assunto tem sido mantido fora do foco da disputa eleitoral abrem espaço para que o governo Bush faça o que julgar necessário para evitar o pior. No Congresso americano, entretanto, batalhas longas devem ocorrer em torno do Plano Paulson.

Bernanke perdeu a cerimônia ao admitir que a economia americana já está em recessão, e que esta pode ser prolongada. O presidente do Fed bem que tentou ser explícito com relação aos custos da combinação de políticas adotadas pelos EUA. Mas em meio às acusações diretas de incompetência, mal conseguiu expor seu argumento acerca da necessidade da modernização regulatória proposta no Plano Paulson.

O diagnóstico é que os que administram recursos de terceiros para consumo futuro não têm incentivos corretos para avaliar corretamente os riscos a que expõem seus depositantes e ser remunerados em função da competência desta avaliação.

Do ponto de vista macroeconômico, os EUA precisavam hoje de um Paul Volker. Em vez disso, Ben Bernanke tentou ser uma reedição de Alan Greenspan.

No Brasil, o Banco Central expôs, com clareza, o aumento dos riscos inflacionários.

O agravamento da crise financeira mundial no último mês tem confirmado o quadro que traçamos no editorial de fevereiro. Ao início de abril, o potencial de danos para a economia americana é suficientemente assustador para que as medidas de socorro não sejam dificultadas pelo calendário eleitoral e para que levassem o secretário Henry Paulson a enfrentar as acusações de proteger banqueiros ao propor um plano de reforma de longo alcance para o sistema de regulação financeira. De um lado, as autoridades em final de governo abrem as comportas dos cofres públicos para impedir a quebra de bancos de investimentos, como aconteceu com o Bear Stearns. Segundo o testemunho de Bernanke no Senado, a absorção do Bear pelo J.P.Morgan não resultou simplesmente de uma boa motivação privada (o que não quer dizer que não tenha sido um bom negócio) mas sim como solução de mercado com o apoio do Fed para evitar que um recurso traumático à concordata para se proteger dos credores (no jargão americano, "*Chapter 11*") provocasse uma crise sistêmica. De outro lado, os cuidados com que o assunto tem sido mantido fora do foco da disputa eleitoral abrem espaço para que o governo Bush faça o que julgar necessário para evitar o pior. No Congresso americano, entretanto, batalhas longas devem ocorrer em torno do Plano Paulson.

A essas alturas, Bernanke perdeu a cerimônia ao admitir que a economia americana já está em recessão, e que esta pode ser prolongada caso o sistema de crédito bancário tenha dificuldade de rolar a dívida das famílias, por falta de apoio das instituições não bancárias, que até recentemente absorviam os títulos derivados dos empréstimos: a preferência pela inflação parece clara. O presidente do Fed bem que tentou, no diálogo embaraçoso que travou com os senadores em 2 de abril, ser explícito com relação aos custos da combinação de política adotadas pelos EUA, que não tardarão a aparecer: inflação maior para os próximos anos e estímulos ao comportamento ousado das instituições financeiras que tomam risco com o dinheiro alheio. Mas em meio às acusações diretas de incompetência, mal conseguiu expor seu argumento acerca da necessidade da modernização regulatória proposta no Plano Paulson. De fato, se forem preservadas as práticas que levaram à presente situação, não há porque esperar-se um comportamento mais prudente dos gestores financeiros do que o revelado no passado recente.

O diagnóstico é que os que administram recursos de terceiros para consumo futuro, no frígido dos ovos, não tem incentivos corretos para fazer o dever de casa que lhes cabe: avaliar corretamente os riscos a que expõem seus depositantes e ser remunerados em função da competência desta avaliação. O sistema atual é condescendente com a corrida por rendimentos a curto prazo, o que não apenas desvaloriza a idéia de prudência, mas contribui para deseducar os poupadores. A correção dessas distorções, que estamos em vias de vivenciar é penosa. E quanto mais dinheiro público for destinado a proteger os que perderam sem uma reforma de incentivos, maior a probabilidade para termos, no futuro, mais do mesmo.

Do ponto de vista macroeconômico, os EUA precisavam hoje de um Paul Volker que restaure a solidez da economia. Em vez disso, Ben Bernanke tentou ser uma reedição de Alan Greenspan. O resultado é que os mercados financeiros enxergam sinais de "restauração da liquidez" onde há apenas esforços de autoridades, e os economistas tendem a ficar mais pessimistas com a inflação diante das pressões de custos e da disposição dos bancos centrais para concentrar-se nos processos de amparo aos mais ousados em detrimento da restauração da prudência.

No Brasil, o Banco Central expôs, com clareza, no primeiro Relatório Trimestral de 2008, o aumento dos riscos inflacionários. A velocidade das vendas da indústria não é acompanhada pelo aumento da produção, as importações avançam e o saldo comercial diminui, aumentando o déficit em conta-corrente. Prevalecem, entretanto, nos mercados, dúvidas quanto à necessidade de iniciar, o quanto antes, um novo ciclo de aperto monetário. De um lado, prevalece a fé nas respostas da oferta ao aumento das despesas

Prevalecem, entretanto, nos mercados, dúvidas quanto à necessidade de iniciar, o quanto antes, um novo ciclo de aperto monetário.

Contra o aumento dos juros, permanece a visão de que a capacidade de oferta da economia não está saturada.

A defesa da posição externa brasileira continua a ser reforçada pelas compras de reservas internacionais, mas foi o crescimento do déficit em conta-corrente que fortaleceu a posição dos proponentes, dentro do governo, de uma reformulação da política macroeconômica. Os heterodoxos da Fazenda voltam a propor a substituição do regime de metas de inflação por um regime de metas para o câmbio.

de governos e famílias. De outro, não se podem ignorar os sinais claros de insustentabilidade na expansão da demanda impulsionada pelo endividamento das famílias. A aceleração da demanda doméstica evidenciou-se de forma particularmente notável no quarto trimestre do ano passado, quando o consumo das famílias aumentou 3,7% em relação ao trimestre anterior, e as importações cresceram 5,6%.

Contra o aumento dos juros, permanece a visão de que a capacidade de oferta da economia não está saturada, graças à maturação de investimentos no *pipeline*. Considerando diferentes medidas de produto potencial para a economia brasileira, entretanto, o [Primeiro Artigo](#) desta Carta mostra que as defasagens entre o crescimento do investimento e o aumento da capacidade produtiva não recomendam otimismo quanto à inflação em 2008 e 2009, mesmo quando se admite um crescimento potencial muito elevado em comparação com as hipóteses mais usuais.

A defesa da posição externa brasileira continua a ser reforçada pelas compras de reservas internacionais, que atingiu mais de US\$ 1,5 bilhão adicionais em março, mas foi o crescimento do déficit em conta-corrente que fortaleceu a posição dos proponentes, dentro do governo, de uma reformulação da política macroeconômica. Os heterodoxos da Fazenda, ajudados agora por economistas cuja opinião o Presidente tem ouvido, ainda que não necessariamente tenha seguido em outros momentos, voltam a propor a substituição do regime de metas de inflação por um regime de metas para o câmbio, o que significa, na prática, maiores intervenções direcionais no mercado cambial. Este assunto tem sido recorrente nos artigos da Carta Galanto, em seus múltiplos aspectos, tais como os riscos envolvidos na fixação de metas para o câmbio e a eficácia dos controles sobre os fluxos de capitais. O [Segundo Artigo](#) desta Carta examina alguns aspectos da experiência internacional recente com controle de capitais, em busca de lições úteis para o caso brasileiro.

Economia Internacional continua a ser a principal fonte de preocupações

Na prática, apesar das medidas tomadas e dos novos instrumentos que vêm sendo usados desde dezembro pelos principais bancos centrais, a liquidez bancária internacional continua cara. Aos níveis atuais de *spreads* (de 0,65% ou mais entre a Libor – custo do interbancário – e a taxa de Fed funds, em comparação com 0,15 a 0,20 em tempos normais), as perdas dos bancos com os derivativos de crédito vão continuar, o que força a redução da exposição ao risco de crédito e prolonga o processo de queima dos títulos lastreados em operações de crédito.

A liquidez bancária internacional continua cara. Este quadro tem elevado o reconhecimento das perdas de bancos grandes. Permanece a dúvida de sempre: como julgar a cautela de quem mostra tanta deficiência na avaliação e no controle da exposição a riscos?

Este quadro tem elevado o reconhecimento das perdas de bancos grandes, sendo o exemplo extremo, mas não isolado, as perdas de US\$ 37 bilhões do UBS, que tem US\$ 3,1 trilhões em ativos, e cujas ações caíram 52% em um ano. O Banco anunciou, em meio a debates nada elegantes em torno da disparidade entre os riscos e a capacidade técnica da administração para medir e controlar os próprios riscos a que expôs seus acionistas, uma reformulação estratégica que implica na redução ou eventual eliminação de seu braço de banco de investimentos e da administração de fundos de *hedge*, símbolos da americanização do Banco, para tentar salvar a marca suíça de administrador cauteloso de fortunas que atingiam um total de mais de US\$ 2 trilhões antes da crise. Permanece a dúvida de sempre: como julgar a cautela de quem mostra tanta deficiência na avaliação e no controle da exposição a riscos?

A falta de disposição para bancar operações que envolvam risco de crédito prolonga o encolhimento da oferta de financiamento e espalha a recessão.

A falta de disposição para bancar operações que envolvam risco de crédito prolonga o encolhimento da oferta de financiamento e espalha a recessão. O aumento da demanda por liquidez por parte dos próprios bancos devido à desalavancagem agrava a redução da oferta de liquidez disponível para o financiamento dessa demanda no mercado interbancário por causa da aversão ao risco. No mercado americano, a sobra de títulos tem de ser crescentemente absorvida pelo Fed, e fomenta a desconfiança sobre os efeitos fiscais que, a médio prazo, afetam a qualidade da dívida pública americana.

O fenômeno não se restringe aos EUA, onde o governo está absorvendo tanto risco de crédito que precisa agir com o cuidado necessário para manter o Congresso solidário com as autoridades fiscais e monetárias.

A configuração proposta pelo Tesouro aumenta o papel do Fed no sistema de regulação financeira.

No mercado internacional, os preços das ações do G3 reagiram bem e interromperam a queda. Além do aumento esperado da correlação em tempos de crise, razões adicionais são a perspectiva de menores lucros, a incerteza sobre as perdas dos bancos e os efeitos que a contração do crédito possa a vir a ter sobre as empresas nos próximos meses.

Está havendo, além disso, uma migração de recursos dos fundos de ações para Fundos de *Money Market*.

Finalmente, a queda do dólar continua a contribuir para a melhoria do desequilíbrio da conta-corrente americana, mas a velocidade tem agravado as tensões nos mercados financeiros. A novidade principal do mês foi a decisão chinesa de aceitar valores mais altos para o yuan. A segunda novidade importante nessa área é a perspectiva de diminuição da exposição ao dólar, de fundos asiáticos e do oriente médio.

Nesse quadro, o real apresenta uma fonte adicional de variância por causa da incerteza local sobre os movimentos das taxas de juros, e mostra resistência diante do dólar, em parte porque o Brasil se beneficia quando se leva em consideração uma cesta de moedas.

O fenômeno não se restringe aos EUA, onde o governo está absorvendo tanto risco de crédito que precisa agir com o cuidado necessário para manter o Congresso solidário com as autoridades fiscais e monetárias. As propostas de reforma englobadas no chamado Plano Paulson servem ao propósito de ao mesmo tempo dar respaldo ao Fed para absorver riscos e estender a fiscalização a instituições financeiras não bancárias (corretores e bancos de investimentos) que estavam fora de sua jurisdição e tiveram de ser abrigadas nos recursos de redesconto. Em maior profundidade, propõe-se reformular o sistema regulatório que se tem mostrado ineficaz na ação preventiva que é necessária como parte da regulação prudencial de instituições financeiras.

O projeto de mudança regulatória anunciado por Henry Paulson prevê a oficialização do poder do Fed de socorrer instituições não bancárias (bancos de investimentos e *broker dealers*) e propõe uma fusão entre a SEC e a Comissão que regula os negócios com futuros (CFTC), com o objetivo de aumentar o poder de regular o mercado de derivativos em nome da prudência financeira. Propõe também a criação de um órgão de supervisão da conduta dos bancos e instituições financeiras, com caráter preventivo. A configuração proposta pelo Tesouro aumenta o papel do Fed no sistema de regulação financeira, tentando dar ênfase ao caráter preventivo e manter a crença na auto regulação que caracteriza a filosofia americana na área financeira, que ficou abalada desde os escândalos da Enron e dos abusos debitados à crença no poder de defesa dos seguros de carteiras baseados nas estratégias de *hedge*. Como resultado, o Fed ficaria no topo do sistema, absorvendo no processo funções regulatórias que ampliam a base legal para o socorro às instituições em caso de risco sistêmico (Ver o sumário das medidas no [Apêndice](#)).

No mercado internacional, os preços das ações do G3 reagiram bem e interromperam a queda praticamente contínua desde o pico de *Halloween* até o final de março. A extensão das perdas dependem mais das moedas em que são medidas, mas os números já são impressionantes para as carteiras que refletem os índices. Em ienes, as quedas estão em torno de 24%, entre 12 e 13% em dólares e, em euros em torno de 20%. Além do aumento esperado da correlação em tempos de crise, razões adicionais são a perspectiva de menores lucros, a incerteza sobre as perdas dos bancos e os efeitos que a contração do crédito possa a vir a ter sobre as empresas nos próximos meses. Os dados revistos para o PIB americano mostraram que os lucros das empresas já caíram 3,3% no último trimestre de 2007, sem incluir as perdas e provisões devidas aos problemas nos mercados de hipotecas. No ano como um todo, os lucros corporativos cresceram 2,7% em comparação com 12,6% em 2006, mas as perdas dos bancos reveladas no primeiro trimestre de 2007 explicam porque as projeções de preços de ações estão tão voláteis.

Está havendo, além disso, uma migração de recursos dos fundos de ações para Fundos de *Money Market* que administram um total de US\$3,5 trilhões e receberam no primeiro trimestre algo como \$140 bilhões, - comparado com \$240 bi durante todo o ano de 2007, segundo estimativas divulgadas pelo Financial Times. Os beneficiários dessa migração foram alguns mercados emergentes (principalmente Rússia, Índia, Taiwan) e fundos de commodities que receberam US\$ 3 bilhões – o triplo de um ano antes. Os preços das *commodities* agrícolas continuam a receber análises favoráveis. Apesar do susto de meados de março, ainda se beneficiam das projeções favoráveis do consumo chinês. O [Artigo de Conjuntura](#) examina a questão dos preços das *commodities*, seu comportamento no ciclo e avalia a importância para a balança comercial brasileira.

Finalmente, a queda do dólar continua a contribuir para a melhoria do desequilíbrio da conta-corrente americana, mas a velocidade tem agravado as tensões nos mercados financeiros. Os movimentos cambiais ainda não encontraram os limites para as mudanças. A novidade principal do mês foi a decisão chinesa de aceitar valores mais altos para o yuan, diante das pressões inflacionárias locais. A segunda novidade importante nessa área é a perspectiva de diminuição da exposição ao dólar, de fundos asiáticos e do oriente médio.

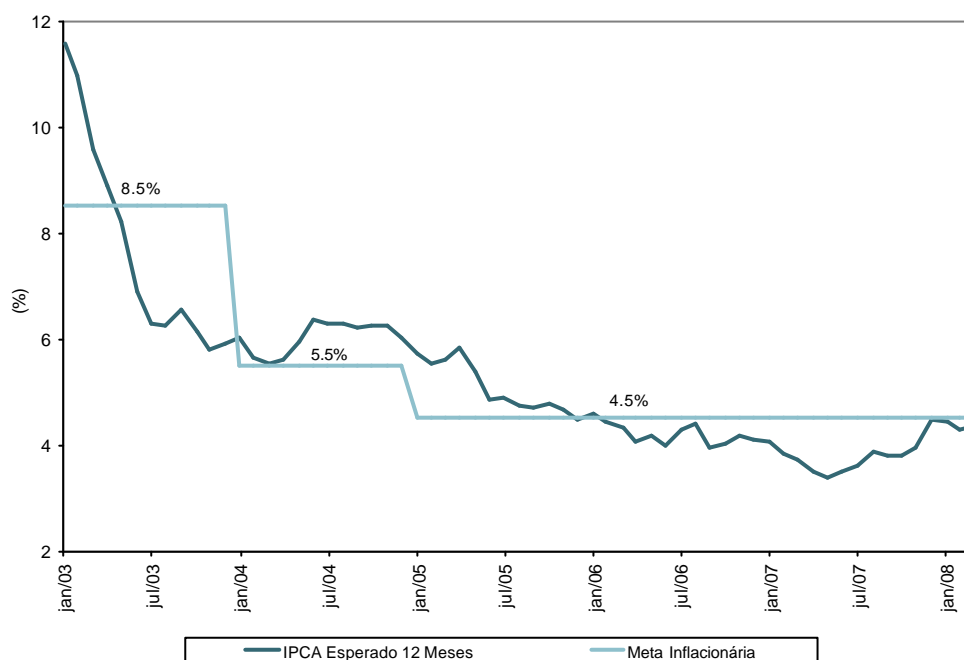
Nesse quadro, o real apresenta uma fonte adicional de variância por causa da incerteza local sobre os movimentos das taxas de juros, e mostra resistência diante do dólar, em parte porque o Brasil se beneficia quando se leva em consideração uma cesta de moedas.

O Relatório de Inflação sanciona aumento da inflação projetada

O Relatório de Inflação do Banco Central para o primeiro trimestre confirmou nossa análise de que a economia brasileira continua em ritmo de aquecimento propellido pelo aumento da oferta de crédito, e que a inflação brasileira medida pelo IPCA deve continuar a acelerar em 2008. O Banco Central tem uma tarefa complicada: alertar para os riscos de rompimento da meta, que ficam cada vez maiores, e ao mesmo tempo evitar que esse alerta contamine as expectativas e torne mais custosa a tarefa de reversão da tendência atual.

O Relatório de Inflação do Banco Central para o primeiro trimestre confirmou nossa análise de que a economia brasileira continua em ritmo de aquecimento propellido pelo aumento da oferta de crédito, e que a inflação brasileira medida pelo IPCA deve continuar a acelerar em 2008, a exemplo do que ocorreu em 2007, quando acelerou 1,3pp para 4,46%. Grande parte dessa aceleração de 2007 ocorreu no final do ano, e, durante o primeiro trimestre de 2008, a inflação continuou a acelerar-se. O Banco Central tem uma tarefa complicada: alertar para os riscos de rompimento da meta, que ficam cada vez maiores, e ao mesmo tempo evitar que esse alerta contamine as expectativas e torne mais custosa a tarefa de reversão da tendência atual. Até agora, durante a administração Lula, a confiança na manutenção da estratégia de metas ajudou a ancorar as expectativas de inflação, como se pode ver na [Figura 1](#). Isso fez, por exemplo, com que o aumento da inflação em 2004 fosse revertido em pleno ano eleitoral, e permitisse até mesmo que a meta fosse reduzida de 5 para 4,5% ao ano.

Figura 1: Expectativas de Inflação 12 Meses e Meta



Fonte de Dados: Banco central do Brasil e Focus

O Banco Central reconheceu que, em 2007, “a dinâmica inflacionária adveio do comportamento dos preços administrados, que pela primeira vez registraram variação no ano (1,65%) inferior à dos preços livres (5,73%)”. Pode-se contar com a mesma ajuda para 2008?

O governo recusou-se, no ano passado, a reduzir a meta para 4% e a inflação esperada, que estava em declínio, passou a acelerar-se ao longo do ano, em um movimento que acompanhou a aceleração da demanda global, impulsionada pelas taxas de juros menores, pelos gastos públicos em expansão e pelo extraordinário ritmo de crescimento da oferta de crédito ao setor privado. Até pouco tempo, como ilustrou o Relatório de Inflação do final do ano, os preços administrados (“monitorados”, no jargão oficial) desempenharam um papel importante no otimismo inflacionário. O Banco Central reconheceu que, em 2007, “a dinâmica inflacionária adveio do comportamento dos preços administrados, que desde a implantação do Regime de Metas para Inflação, em 1999, pela primeira vez registraram variação no ano (1,65%) inferior à dos preços livres (5,73%)”. Pode-se contar com a mesma ajuda para 2008? Particularidades nos contratos de energia elétrica e políticas de preços de combustíveis da Petrobrás eram os principais fatores do otimismo. Além disso, desempenhavam papel importante os preços dos produtos agropecuários, tanto pela recuperação da oferta do leite que atingiria os laticínios em geral, quanto pela fase favorável dos preços dos produtos agrícolas de exportação, beneficiados por correções dos exageros do ano passado e pela continuidade esperada do real forte.

Nada que pudesse ser atribuído à gestão da demanda global, que continua voltada para a aceleração da despesa privada sem sinais de compensação da despesa pública.

Os sinais positivos nos resultados de 2007 aumentam a incerteza quanto aos juros.

Ou seja, nada que pudesse ser atribuído à gestão da demanda global, que continua voltada para a aceleração da despesa privada sem sinais de compensação da despesa pública.

Os sinais positivos nos resultados de 2007 aumentam a incerteza quanto aos juros. O robusto aumento do investimento bruto fixo de 13,4%, e o crescimento das importações de bens de capital em torno de 35% poderiam justificar projeções menos pessimistas para a inflação, se não fossem as defasagens entre os gastos de investimento e seu impacto sobre a capacidade produtiva. No mundo real, predominam no curto prazo os efeitos de uma demanda em expansão exagerada, que cumpre ser moderada.

Política

Com o apoio popular em alta, os aliados de Lula reabrem a discussão do terceiro mandato, os aliados do Presidente disputam seu apoio direto nas eleições e os exageros geram novos escândalos e trazem novos riscos para os investidores no Brasil. Ou seja, o Brasil continua a ser um investimento especulativo.

Com o apoio popular em alta, os aliados de Lula reabrem a discussão do terceiro mandato. Os partidos que formam a aliança governista no Congresso têm prestado relevantes serviços ao governo, ao bloquear iniciativas da oposição com potencial relevante de desgaste para Lula, como é o caso do uso abusivo dos cartões corporativos. Os aliados do Presidente disputam seu apoio direto nas eleições, o que o torna mais personalista, na medida em que seu prestígio resulta da combinação de carisma e identificação com a capitalização eleitoral da abundância de recursos públicos e propaganda permanente, sob o guarda-chuva do PAC e da Bolsa Família. Os exageros geram novos escândalos e trazem novos riscos para os investidores no Brasil. As necessidades de juros maiores representam, na prática uma aceitação de que o risco não caiu como se esperava, e os prêmios continuam suficientemente elevados para atrair capital mais arisco. Ou seja, o Brasil continua a ser um investimento especulativo, o que permite que o governo navegue sem temores a deterioração da conta-corrente, graças à acumulação de reservas. Com o passar do tempo e a visão de que a atratividade brasileira só diminui por força de desastre externo, voltam as propostas de um terceiro mandato, especialmente diante da ausência notória de um candidato que mereça o empenho efetivo do Presidente.

DONISIO DIAS CARNEIRO

Referências Bibliográficas

Perspectivas para a Inflação. Relatório de Inflação, v. 10, nº 1. **Banco Central do Brasil**. Mar. 2008.

BREWSTER, D. Investors pull almost \$100bn out of equity funds. **Financial Times**. Mar. 2008.

Apêndice

O Plano Paulson

- Nova Configuração: três novas agências que consolidam o grande número de órgãos reguladores:

- PFRA - Prudential Financial Regulator Agency
- CBRA - Business Conduct Regulator resulta da fusão da SEC e CFTC
- FIGC - Regulador nacional para Seguros – A FDIC reconstituída como

Federal Insurance Guarantee Corporation, FIGC, administraria não só o seguro de depósitos, como também o FIGF (Federal Insurance Guarantee Fund). FIGF: dar maior transparência e uniformidade ao sistema de garantias governamentais.

- Fed: mandato de “estabilidade do sistema financeiro”

O Mandato amplo implica que estão sob o “guarda-chuva” do Fed:

- Os dois novos órgãos reguladores: PFRA e o CBRA, o OCC (Office of the Comptroller of the Currency) e OTS (“Office of Thrift Supervision”), ambos do Tesouro. A OTS última será gradualmente extinta, ficando suas atribuições com o OCC, que passa a responder ao PFRA.

- A Regulação de hipotecas: criação do MOC (Mortgage Origination Commission), cuja principal função é dar o carimbo de aprovação para a securitização de hipotecas, cujo board do MOC fica constituído por 6 membros – Fed, OCC, OTS, FDIC, National Credit Union Administration e Conference of State Bank Supervisors.

Política Monetária no Brasil e o Descolamento entre Oferta e Demanda Agregadas

1. Introdução

Os resultados do PIB de 2007 divulgados em março e a continuação do elevado ritmo de crescimento do crédito deixaram poucas dúvidas sobre a aceleração da demanda doméstica e suas implicações para a trajetória de inflação.

O reconhecimento de que o crescimento do crédito tem impulsionado o consumo além de limites considerados confortáveis, suscitou um amplo debate sobre as possíveis medidas para conter este fator propulsor da demanda. O dilema atual do Banco Central gira em torno das seguintes questões: quão descolada estaria a demanda agregada da capacidade produtiva da economia e o que fazer para conter os riscos de descontrole inflacionário sem interromper a recuperação do crescimento, em pleno processo de consolidação?

Os resultados do PIB de 2007 divulgados em março e a continuação do elevado ritmo de crescimento do crédito deixaram poucas dúvidas sobre a aceleração da demanda doméstica e suas implicações para a trajetória de inflação, como já vínhamos discutindo em [BOLLE, GUILLÉN e OLIVEIRA \(2008\)](#). No entanto, até recentemente, ainda predominava a visão de que as pressões inflacionárias deveriam arrefecer, evitando, assim, a necessidade de uma elevação dos juros este ano. Segundo muitos analistas, o Brasil estaria não só descolado do resto do mundo no que tange ao crescimento da economia, como também nas perspectivas para a evolução dos preços. Enquanto o mundo vive um surto inflacionário generalizado, que inevitavelmente suscita comparações com a “Grande Inflação” da década de 70, o Brasil, segundo alguns, estaria na contramão deste processo, vivenciando um círculo virtuoso de crescimento e inflação baixa.

A última Ata do Copom e as novas projeções do Relatório de Inflação, divulgado no final de março, jogaram um balde de água fria neste fervor otimista. Em tempos de descolamento, o Banco Central enfatizou inequivocamente o descompasso existente entre oferta e demanda agregadas. Ao mesmo tempo, o reconhecimento de que o crescimento do crédito tem impulsionado o consumo além de limites considerados confortáveis, suscitou um amplo debate sobre as possíveis medidas para conter este fator propulsor da demanda. Neste contexto, o dilema atual do Banco Central gira em torno das seguintes questões: quão descolada estaria a demanda agregada da capacidade produtiva da economia e o que fazer para conter os riscos de descontrole inflacionário sem interromper a recuperação do crescimento, em pleno processo de consolidação? Para aqueles que ainda minimizam a relevância destas questões citando a recente alta dos investimentos, é útil lembrar que investimento é, em primeiro lugar, um componente de demanda. Seus efeitos sobre a expansão de capacidade produtiva, e, portanto, sobre a oferta agregada, operam com defasagens, muitas vezes, consideráveis.

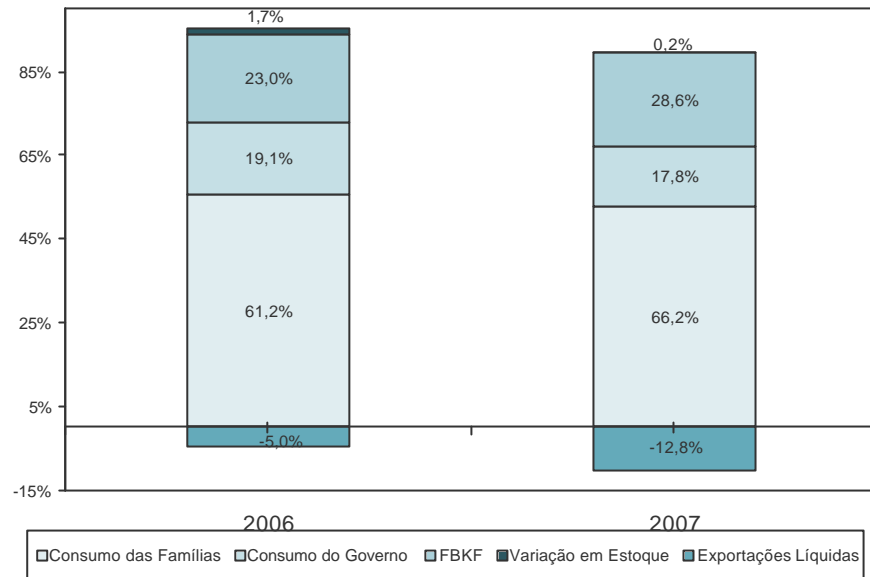
Neste artigo, contribuimos para este debate tentando identificar: 1) quanto deveria crescer o investimento para gerar um crescimento potencial condizente com a ausência de significativas pressões inflacionárias; e 2) quais as defasagens entre investimento e expansão da capacidade produtiva. Na [Seção 2](#), discutimos brevemente os resultados do PIB de 2007 e os mais recentes dados de crédito para ilustrar as preocupações com o ritmo de crescimento da demanda. A [Seção 3](#) analisa as diferentes formas de cálculo do PIB potencial e apresenta um indicador que reúne as principais vantagens de cada método. Em seguida, na [Seção 4](#), ajustamos este indicador para levar em consideração a importância das defasagens existentes entre investimento e capacidade produtiva. Utilizando este indicador ajustado, reestimamos o modelo descrito na [Carta Econômica Galanto de fevereiro](#) para calcular quanto o investimento deveria crescer para evitar uma elevação inflacionária nos próximos dois anos, na ausência de medidas de política monetária. Por fim, na [Conclusão](#), fazemos algumas observações sobre a condução da política monetária em tempos de grandes incertezas, domésticas e externas.

2. O Descompasso entre Demanda e Oferta

Os resultados do PIB de 2007 mostram claros sinais de superaquecimento da demanda.

Recentemente, argumentamos que os resultados do PIB de 2007 mostram claros sinais de superaquecimento da demanda. A aceleração da demanda doméstica evidencia-se de forma particularmente notável no quarto trimestre, tendo o consumo das famílias aumentado 3,7% em relação ao trimestre anterior, e as importações crescido 5,6% nessa base de comparação.

Figura 1: Crescimento Relativo do PIB (Ótica da Demanda)



O forte crescimento da demanda doméstica de 7,51% no ano deixa poucas dúvidas sobre o atual descolamento entre o ritmo de crescimento da demanda e da oferta agregada. A recente preocupação da equipe econômica com o ritmo de expansão do crédito ilustra os crescentes riscos de descontrole inflacionário e sublinha a necessidade de um novo ciclo de aperto monetário.

Fontes de Dados: Galanto Consultoria

O forte crescimento da demanda doméstica (consumo + investimento + gastos do governo) de 7,51% no ano deixa poucas dúvidas sobre o atual descolamento entre o ritmo de crescimento da demanda e da oferta agregadas. A recente preocupação da equipe econômica com o ritmo de expansão do crédito, um dos principais fatores por trás do forte aumento da demanda, ilustra os crescentes riscos de descontrole inflacionário e sublinha a necessidade de um novo ciclo de aperto monetário ([Tabelas 1 e 2](#)).

Tabela 1: Crédito e Componentes

	Fev/08 (em R\$ milhões)	Jan/08 - Jan/07 (em %)	Fev/08 - Fev/07 (em %)
Setor Público Federal	3.512	-17,5	-16,5
Setor Público Estadual e Municipal	15.275	5,2	4,9
Setor Privado Industrial	218.512	30,8	30,6
Habitacional	47.051	26,4	26,6
Setor Rural	90.579	14,4	14,3
Setor Comercial	98.544	30,2	26,8
Pessoas Físicas	326.162	33,3	33,3
Setor Privado de Outros Serviços	157.945	27,4	27,8
TOTAL	957.580	28,2	27,9

Fonte de Dados: Banco Central do Brasil

Tabela 2: Contribuição dos Componentes para o Crescimento Total do Crédito

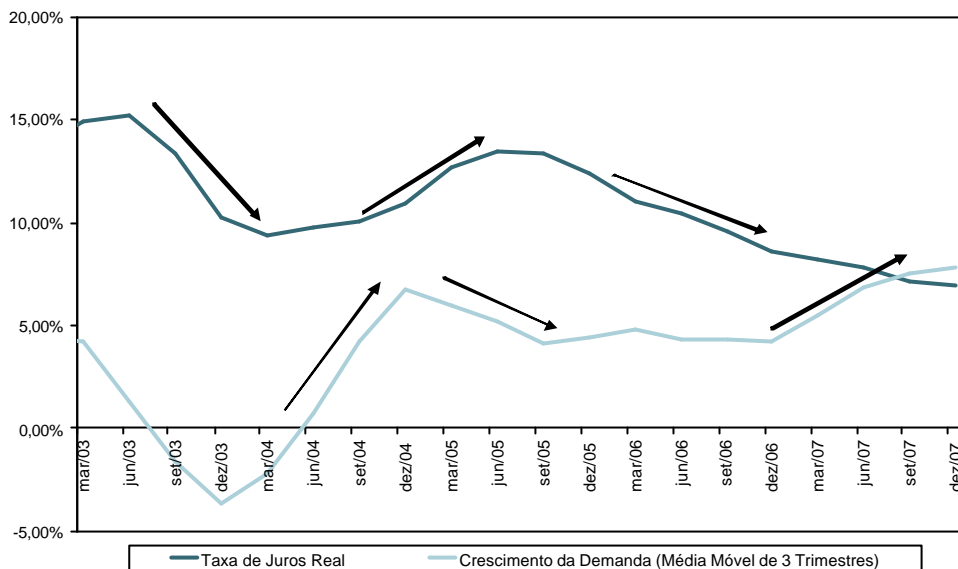
	Jan/08 - Jan/07 (em %)	Fev/08 - Fev/07 (em %)
Setor Público Federal	-0,4	-0,3
Setor Público Estadual e Municipal	0,4	0,3
Setor Privado Industrial	24,4	24,5
Habitacional	4,6	4,7
Setor Rural	5,4	5,4
Setor Comercial	10,9	10,0
Pessoas Físicas	38,4	38,9
Setor Privado de Outros Serviços	16,2	16,4
TOTAL	100,0	100,0

Fonte de Dados: Banco Central do Brasil e Galanto Consultoria

A absorção doméstica é bastante sensível à taxa real de juros, cuja queda recente ajuda a explicar seu elevado ritmo de crescimento.

De fato, como mostra a [Figura 2](#), a absorção doméstica é bastante sensível à taxa real de juros, cuja queda recente ajuda a explicar seu elevado ritmo de crescimento.

Figura 2: Crescimento da Demanda Doméstica e Taxa de Juros Real



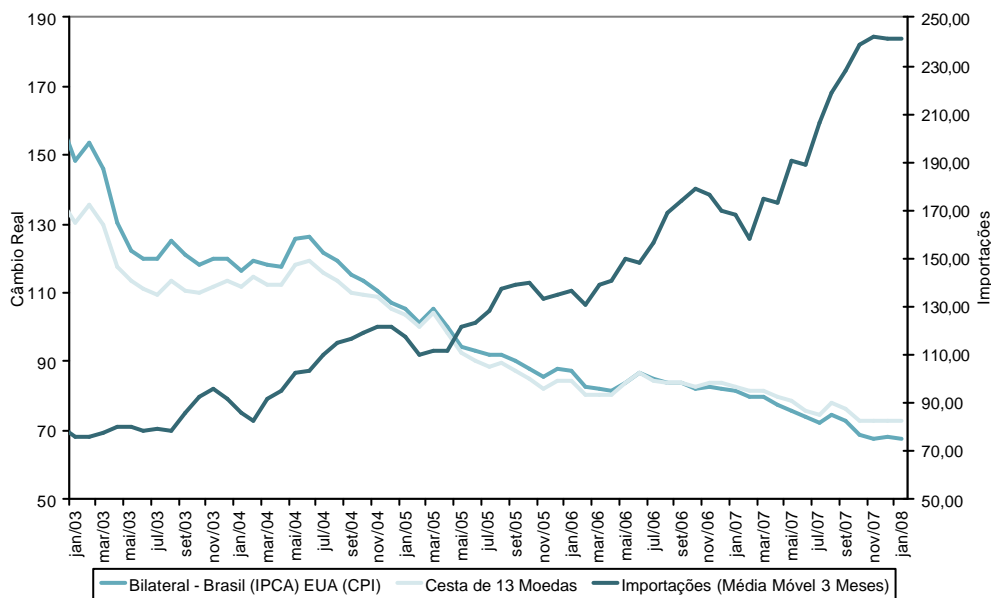
Nota: A taxa de juros real é calculada com base nos contratos de swap-pré de 180 dias e do IPCA esperado em 12 meses

Fontes de Dados: IPEA, Bloomberg e Galanto Consultoria

Os resultados do setor externo também apontam claramente para uma demanda interna excessivamente aquecida. No entanto, a valorização da taxa de câmbio real no período recente também teve um papel importante para a evolução das importações.

Os resultados do setor externo também apontam claramente para uma demanda interna excessivamente aquecida, contribuindo negativamente para o crescimento do PIB, dado o expressivo aumento das importações, de 20,7% em 2007, diante de um aumento de 6,6% das exportações. No entanto, nem toda a contribuição negativa do setor externo pode ser atribuída ao superaquecimento. A valorização da taxa de câmbio real no período recente também teve um papel importante para a evolução das importações.

Figura 3: Taxa de Câmbio Real e Importações (Índices: base = jan/01)



Fontes de Dados: Funcex e Galanto Consultoria

Há também sinais positivos nos resultados de 2007. O robusto aumento da formação bruta de capital fixo e o crescimento das importações de bens de capital melhoram as perspectivas para o crescimento potencial da economia brasileira.

Claramente, há também sinais positivos nos resultados de 2007. O robusto aumento da formação bruta de capital fixo, de 13,4%, e o crescimento das importações de bens de capital, em torno de 35%, melhoram as perspectivas para o crescimento potencial da

Porém, dadas as largas defasagens entre o investimento e seu impacto sobre a capacidade produtiva, predominam, no curto prazo, os efeitos de uma demanda em inequívoca expansão sobre os preços.

economia brasileira. Porém, dadas as largas defasagens entre o investimento (formação bruta de capital fixo e importações de bens de capital) e seu impacto sobre a capacidade produtiva, cujo aumento poderia suavizar as pressões inflacionárias, predominam, no curto prazo, os efeitos de uma demanda em inequívoca expansão sobre os preços, como alertou a Ata do Copom. Abordamos estas questões nas próximas seções.

3. Medidas de Produto Potencial

A mensuração do PIB potencial não é tarefa fácil. Há várias formas de fazê-la, porém todas com importantes vantagens e desvantagens. A forma mais usual e simples consiste em utilizar o filtro de Hodrick-Prescott. Sua principal desvantagem, no entanto, é que, por ser uma metodologia puramente empírica, não permite que se faça uso da teoria econômica para estimar o produto potencial. Por esta razão, muitos preferem usar métodos que se baseiam na especificação de uma função de produção para a economia. Porém, o problema de basear o cálculo do PIB potencial puramente em métodos de função de produção é que, por construção, supõe-se que a relação entre o produto potencial e os fatores de produção é contemporânea, ignorando-se a relevância das defasagens que os [métodos econométricos ressaltam](#)¹.

Construímos uma série de produto potencial que tenta incorporar as vantagens complementares dos métodos empíricos e teóricos. Utilizamos o filtro HP e as três diferentes funções mais comuns: a baseada no Modelo AK, a do Modelo Solow-Swan e a do Modelo de Solow ajustado para o pleno emprego de fatores. Há grande dificuldade de concluir qual é de fato a trajetória do produto potencial.

Por estas razões, construímos uma série de produto potencial que tenta incorporar estas vantagens complementares dos métodos empíricos e teóricos. Para evitar as limitações impostas pela especificação de um único modelo, utilizamos as três diferentes funções mais comuns: a baseada no Modelo AK, a do Modelo Solow-Swan e a do Modelo de Solow ajustado para o [pleno emprego de fatores](#)². A [Figura 4](#) resume o comportamento das diferentes séries calculadas, inclusive do indicador de componente principal que engloba os quatro métodos (filtro HP e as três funções de produção), ilustrando a grande dificuldade de concluir qual é, de fato, a trajetória do produto potencial, que ressaltamos anteriormente.

Especificamente, nota-se que, a partir de 2006, quando o investimento passou a crescer bem acima dos níveis verificados nos anos iniciais da amostra, os diferentes métodos, particularmente o da função de produção AK e o do filtro HP, começam a divergir significativamente. A razão para isso é a diferença do impacto do investimento sobre o produto potencial implícito em cada método que mencionamos anteriormente. Enquanto no modelo AK o impacto é contemporâneo e totalmente absorvido pelo produto potencial, no filtro HP ele obedece às regularidades empíricas da série histórica. O comportamento do indicador de componente principal, embora menos extremo que o do modelo AK, é dominado pelos métodos de função de produção. Por estas razões, modificamos um pouco o cálculo do indicador a fim de utilizá-lo para fazer projeções, como descreve a [Próxima Seção](#).

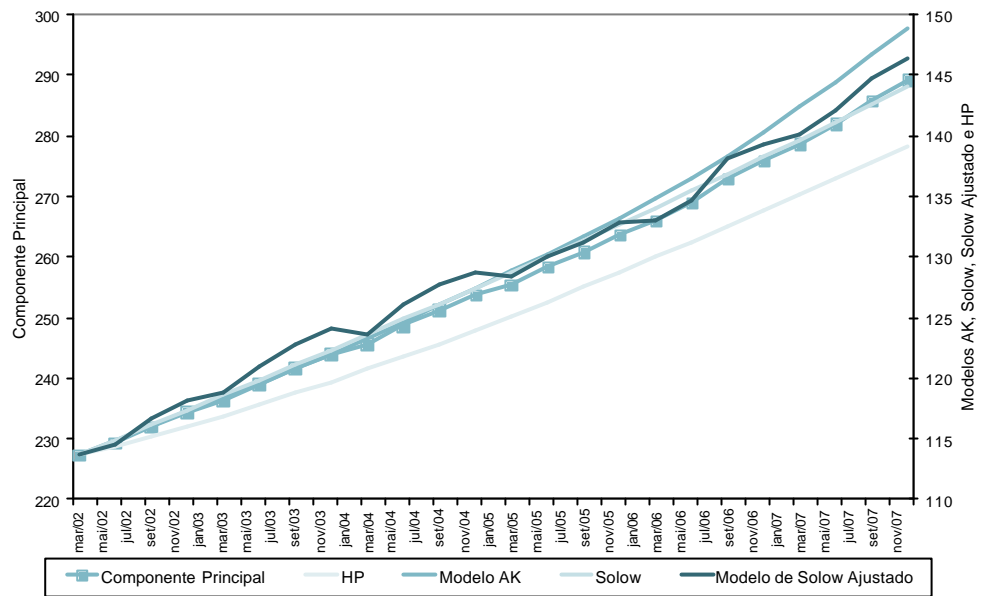
As diversas formas de calcular o hiato passam a divergir significativamente a partir do momento em que o investimento começa a crescer mais rapidamente. O método AK é o que apresenta a maior folga em relação à capacidade produtiva, enquanto que o filtro HP indica que a economia já estaria operando muito além da capacidade.

Adicionalmente, avaliamos quais as implicações das quatro diferentes medidas de produto potencial usadas na construção do nosso indicador para a evolução do hiato. Como ilustra a [Figura 5](#), as diversas formas de calcular o hiato passam a divergir significativamente a partir do momento em que o investimento começa a crescer mais rapidamente. Não surpreendentemente, o método AK é o que apresenta a maior folga em relação à capacidade produtiva, enquanto o filtro HP indica que a economia já estaria operando muito além da capacidade. Estes resultados estão relacionados à forma como o investimento impacta o cálculo do PIB potencial nos diferentes métodos, conforme explicado anteriormente.

¹ Nos métodos de função de produção, o investimento de cada trimestre é contemporaneamente transformado em maior produto potencial, ignorando-se as defasagens existentes entre investimento e expansão de oferta.

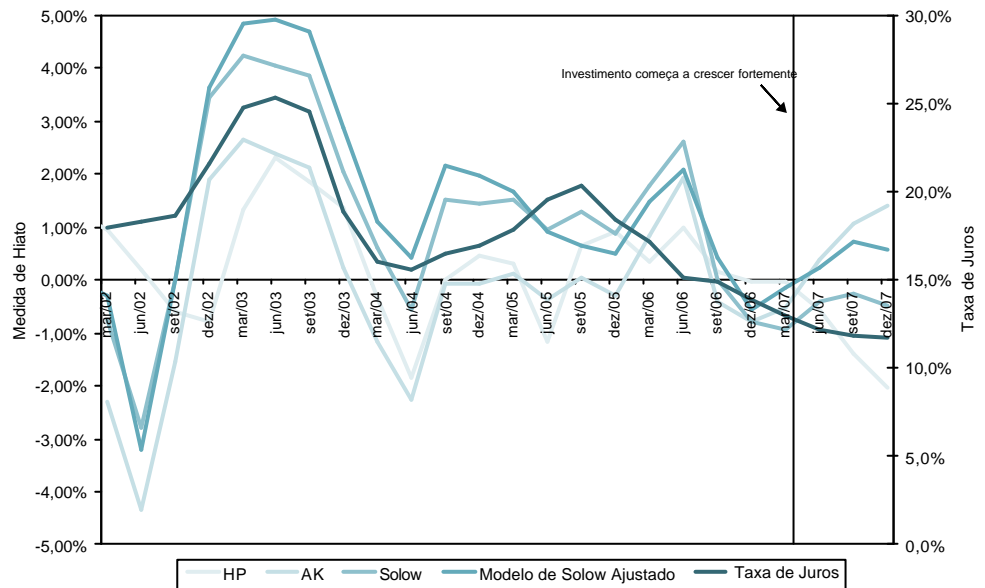
² Ver [Apêndice](#) para a descrição das funções de produção utilizadas e do cálculo do indicador de componente principal.

Figura 4: Medidas de PIB Potencial e Componente Principal



Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Figura 5: Brasil: Ciclos Econômicos pelos 4 Métodos (Março de 2002 a dezembro de 2007)



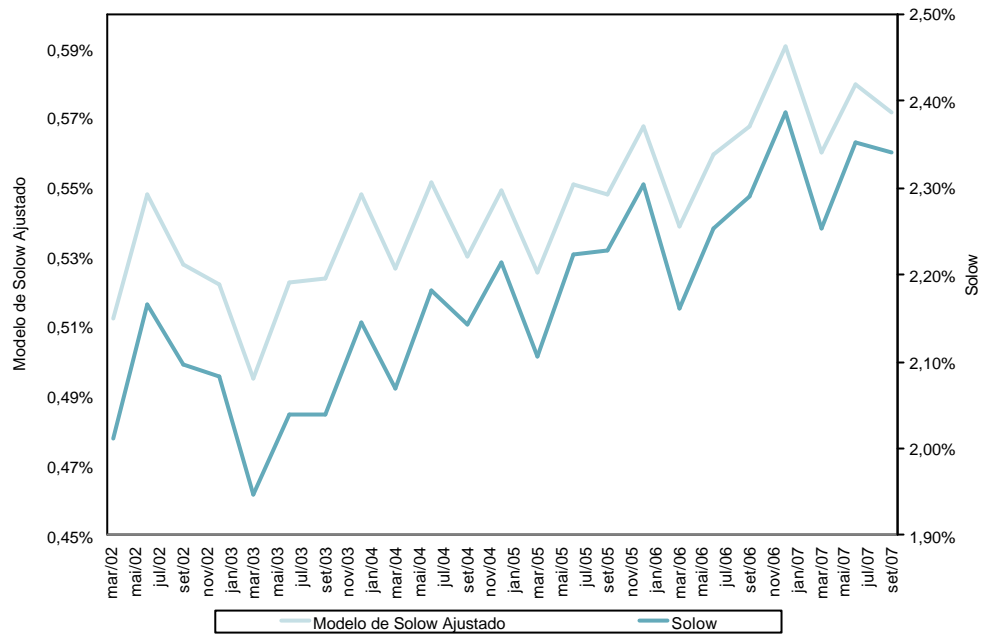
Nota: Hiato= 1- Pib/PIB Potencial
 Fonte de Dados: IPEA e Galanto Consultoria

Além disso, de acordo com os métodos de função de produção, a produtividade da economia brasileira vem aumentando nos últimos anos.

O cálculo do produto potencial pelos métodos de função de produção também nos permite avaliar o comportamento da **produtividade total dos fatores**³. A **Figura 6** mostra que, de acordo com algumas destas metodologias, a produtividade da economia brasileira vem aumentando nos últimos anos.

³ Obtivemos o coeficiente de produtividade por resíduo, como a literatura sugere.

Figura 6: Produtividade da Economia



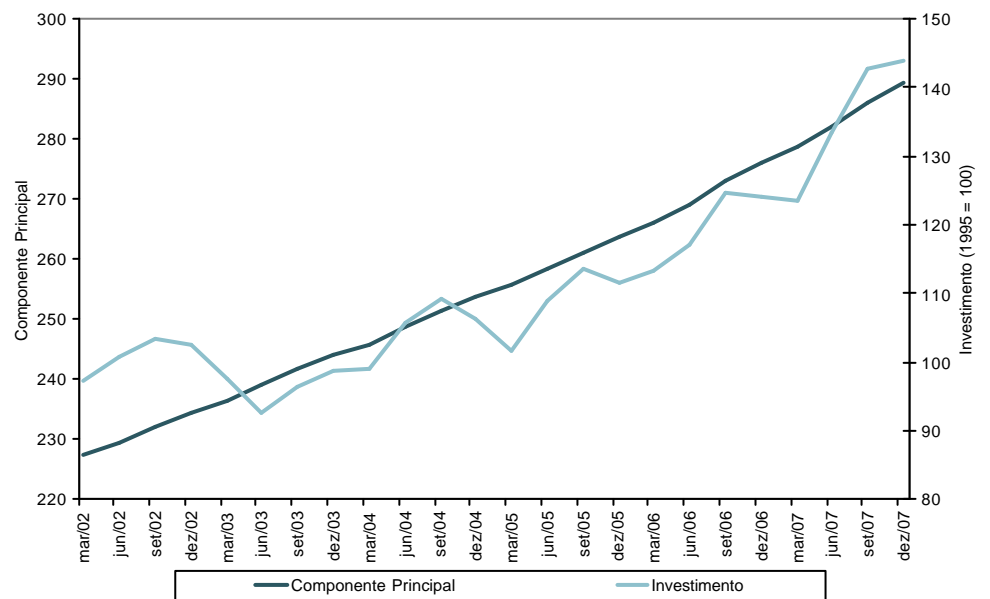
Fonte de Dados: IPEA e Galanto Consultoria

4. Investimento e PIB Potencial

Uma vez construído o indicador de PIB potencial, cabe identificar se o aumento do ritmo de investimento será suficiente para evitar o descontrole inflacionário.

Uma vez construído o indicador de PIB potencial, nosso interesse é avaliar em quanto tempo o investimento tipicamente se traduz em expansão da capacidade de oferta da economia. Como os últimos dados divulgados, analisados na [Seção 2](#), sugerem que a demanda está superaquecida em virtude do aumento do consumo, mas também por causa da forte elevação do ritmo de investimento, cabe identificar se este aumento será suficiente para evitar o descontrole inflacionário.

Figura 7: Produto Potencial e Investimento



Fonte de Dados: IBGE e Galanto Consultoria

A fim de tentar contornar o problema do indicador de componente principal tender a superestimar o crescimento da capacidade de oferta da economia, ajustamos o indicador da seção 3 para levar em consideração as defasagens do investimento.

Como nosso indicador de componente principal é dominado pelos métodos de função de produção, que supõem, implicitamente, que o investimento afeta contemporaneamente o **produto potencial**⁴, ele tende a superestimar o crescimento da capacidade de oferta da economia. A fim de tentar contornar este problema, ajustamos o indicador da **Seção 3** para levar em consideração as defasagens do investimento. Assim, utilizamos o nível da capacidade instalada como *proxy* do comportamento do produto potencial para investigar quanto tempo o investimento leva para alterar a capacidade de oferta da economia. Seguindo **SCHWARTSMAN (2007)**, utilizamos a seguinte especificação para a variação da **utilização da capacidade instalada**⁵:

$$u_t = \beta_1 u_{t-1} + \beta_2 \Delta y_t + \beta_3 \Delta i_{t-n} + \beta_4 \Delta l_t + \epsilon_t$$

Onde: u_{t-1} é a variação defasada da capacidade instalada; y_t é a variação do produto industrial; i_{t-n} é a variação do investimento no instante t-n; e l_t é a variação dos serviços da mão-de-obra. O sinal esperado para o coeficiente da variação do produto industrial é positivo, uma vez que um maior nível de produto requer maior utilização da capacidade; já os coeficientes para a variação do investimento e da mão-de-obra deveriam ter sinal negativo, já que maiores taxas de investimento e de utilização do trabalho aumentam a capacidade de oferta da economia. A **Tabela 3** resume os resultados encontrados.

Tabela 3: Regressão da Capacidade Instalada

Variável Dependente: Δu_t		
Método: Mínimos Quadrados Ordinários		
Amostra: 2003.1 a 2007.4		
Nº de Observações: 20		
Variável	Coefficiente	p-valor
u_{t-1}	0,3582	0,0119
Δy_t	0,4624	0,0001
Δl_t	-0,4980	0,0087
Δi_{t-4}	-0,0930	0,0352
R^2	82,11%	
R^2 Ajustado	78,76%	
Média da Variável Dependente	0,0072	

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Encontramos uma defasagem de 12 meses para que o investimento traduza-se em menor utilização da capacidade instalada.

Utilizando os critérios para a seleção da especificação descritos no **Apêndice**, encontramos uma defasagem de 12 meses para que o investimento traduza-se em menor utilização da capacidade instalada (o que equivale a uma expansão da capacidade produtiva). A partir destes resultados, nosso próximo passo consiste em construir um indicador de componente principal “ajustado” utilizando a série calculada na **Seção 3** e os coeficientes da equação de capacidade instalada (**Apêndice**). Em seguida, utilizamos esta nova série para fazer um exercício de previsão do crescimento potencial supondo que o investimento cresça, em 2008 e 2009, a uma taxa constante equivalente ao crescimento do último trimestre de 2007 (16%), e que a mão-de-obra cresça a uma taxa constante de 2%, equivalente à média dos últimos quatro anos. A **Tabela 4** resume o comportamento realizado e projetado do nosso novo indicador de produto potencial.

⁴ O investimento de cada trimestre é adicionado diretamente ao estoque de capital.

⁵ Nossa especificação para a equação de capacidade instalada é um pouco diferente da apresentada em **SCHWARTSMAN (2007)**, pois incluímos também a variação defasada da utilização da capacidade instalada.

Tabela 4: Crescimento Potencial medido pelo Componente Principal Ajustado

2007	3,72%
2008-2009	3,75%

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Investimento, Produto Potencial e Inflação

Fizemos dois exercícios de projeção para o quanto o investimento deveria crescer para evitar uma intensificação das pressões inflacionárias no período de projeção a partir do modelo da Carta Galanto de fevereiro: no primeiro caso, utilizamos o crescimento potencial médio de 3,7% projetado para o período 2008/09, que implica em uma taxa de crescimento do investimento de 16% durante o período de projeção; no segundo, usamos um crescimento potencial de 4,5%.

Com a introdução de uma equação que relaciona o produto potencial ao investimento, podemos incorporar uma nova dimensão ao modelo apresentado na Carta Econômica Galanto de [fevereiro de 2008](#)⁶. Especificamente, é possível calcular quanto que o investimento deveria crescer para evitar uma intensificação das pressões inflacionárias no período de projeção, supondo que não haja nenhuma mudança na direção da política monetária.

Como é possível que o nosso indicador de componente principal ajustado esteja subestimando um pouco o crescimento potencial, fizemos dois exercícios de projeção a partir do modelo da Carta Econômica Galanto de [fevereiro](#)⁷: no primeiro caso, utilizamos o crescimento potencial médio de 3,7% projetado para o período 2008/09, que, como já mencionamos, implica uma taxa de crescimento do investimento de 16% durante o período de projeção; no segundo, usamos um crescimento potencial um pouco mais alto, mas que ainda consideramos razoável, de 4,5%. A partir destes dois casos, reestimamos o modelo, obtendo os resultados para o crescimento do PIB e o comportamento da inflação observados na [Tabela 5](#).

Tabela 5: Crescimento e Inflação com Diferentes Produtos Potenciais

	Produto Potencial 3,7%		Produto Potencial 4,5%	
	PIB	IPCA	PIB	IPCA
2008	4,89%	5,82%	5,00%	5,81%
2009	4,74%	5,77%	5,20%	5,75%

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Os resultados mostram que mesmo com um crescimento potencial elevado, continuamos com uma inflação bem acima da meta, tanto em 2008 quanto 2009.

Os resultados mostram que mesmo com um crescimento potencial elevado, da ordem de 4,5%, continuamos com uma inflação bem acima da meta, tanto em 2008 quanto em 2009. Para que a inflação se aproxime de 5%, é necessário que o investimento aumente a taxas muito maiores do que as supostas, ou seja, cerca de 25% ao trimestre, o que nos parece muito pouco razoável.

5. Conclusão

Tendo em vista os sinais cada vez mais evidentes de superaquecimento da economia, a política monetária vive um momento extremamente delicado.

Tendo em vista os sinais cada vez mais evidentes de superaquecimento da economia, a política monetária vive um momento extremamente delicado. O Banco Central enfrenta o dilema de ignorar estes sinais, correndo o risco de uma aceleração inflacionária, ou frear a expansão da demanda, danificando a recuperação em pleno processo de consolidação. As dificuldades de mensurar de forma mais precisa a trajetória do produto potencial, que ressaltamos neste artigo, tornam a tarefa da autoridade monetária ainda mais árdua.

⁶ É preciso lembrar que o modelo da edição de fevereiro foi reestimado, uma vez que os dados utilizados neste artigo só estão disponíveis a partir de 2002. Dessa forma, as especificações de algumas equações do modelo foram alteradas e a comparação não pode ser realizada de forma direta.

⁷ As hipóteses do cenário base utilizado estão descritas no [Apêndice](#). Estas são um pouco diferentes das do cenário da [Carta Econômica Galanto de fevereiro](#).

O Relatório de Inflação divulgado ao final de março expôs com grande clareza as principais questões que rondam a definição dos rumos da política monetária. Utilizando as hipóteses do Relatório de Inflação para o [cenário de referência](#)⁸, reestimamos o modelo.

Supondo que o produto potencial cresça em média 3,7%, chegamos a uma projeção para o crescimento de 2008 muito próxima a do Banco Central, 4,87% contra 4,8%, porém temos uma inflação bem superior aos 4,6% projetados pela autoridade monetária, de 5,7%. Os preços administrados teriam que aumentar 2,5% em 2008 para que a projeção de inflação fique em 4,6%. Atualmente, o FOCUS projeta a inflação de administrados em 3,5% para 2008, enquanto a projeção do Banco Central divulgada no Relatório de Inflação é de 4%. Com isso, a inflação ficaria em torno de 5% em 2008.

Neste contexto, nos parece evidente que um ciclo de aperto monetário está a caminho.

Utilizar ferramentas intervencionistas para atingir objetivos macroeconômicos, além de configurar um retrocesso a políticas mal-sucedidas no passado, levanta dúvidas adicionais em um ambiente já repleto de incertezas.

O Relatório de Inflação divulgado ao final de março expôs com grande clareza as principais questões que rondam a definição dos rumos da política monetária. A fim de avaliar como comportam-se nossas projeções para o crescimento do PIB e a inflação utilizando as hipóteses do Relatório de Inflação para o [cenário de referência](#)⁸, reestimamos o modelo, conforme ilustra a [Tabela 6](#).

Tabela 6: Crescimento e Inflação com Diferentes Produtos Potenciais (Cenário do BC)

	Produto Potencial 3,7%		Produto Potencial 4,5%	
	PIB	IPCA	PIB	IPCA
2008	4,87%	5,70%	4,97%	5,68%
2009	4,91%	5,68%	5,15%	5,64%

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Nota-se que, supondo que o produto potencial cresça em média 3,7%, chegamos a uma projeção para o crescimento de 2008 muito próxima a do Banco Central, 4,87% contra 4,8%, porém temos uma inflação bem superior aos 4,6% projetados pela autoridade monetária, de 5,7%. Se supusermos que 5,7% equivale à variação dos preços livres, os preços administrados teriam que aumentar 2,5% em 2008 para que a projeção de inflação fique em 4,6%. Atualmente, o FOCUS projeta a inflação de administrados em 3,5% para 2008, enquanto a projeção do Banco Central divulgada no Relatório de Inflação é de 4%. Com estas projeções e a variação de 5,7% para os preços livres, a inflação ficaria em torno de 5% em 2008, ainda acima dos 4,6%. Apenas para sublinhar o quão próximo nosso exercício de projeções está do descrito no Relatório de Inflação, trabalhamos com uma taxa natural de desemprego de 9%, bem semelhante aos 8,5% discutidos no [relatório](#)⁹.

Neste contexto, nos parece evidente que as revisões do Relatório de Inflação e a atualização do cenário para este ano sinalizam que um ciclo de aperto monetário está a caminho. A busca por caminhos alternativos à elevação dos juros que tem guiado as recentes iniciativas do Ministro Mantega introduz riscos adicionais em um momento já suficientemente conturbado pela evolução do cenário externo. A forte oscilação da bolsa em resposta aos movimentos dos preços das *commodities* que resultaram da intensificação da aversão ao risco em meados de março foi um lembrete de que não estamos completamente isolados da turbulência. Utilizar ferramentas intervencionistas para atingir objetivos macroeconômicos, além de configurar um retrocesso a políticas mal-sucedidas no passado, levanta dúvidas adicionais em um ambiente já repleto de incertezas.

MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE, DIOGO GUILLÉN E DEBORAH OLIVEIRA

Referências Bibliográficas

BOLLE, M. B. , GUILLÉN, D. e OLIVEIRA, D. Efeitos da Conjuntura Externa: projeções com um modelo atualizado. **Carta Econômica Galanto**, nº 99. Fev. 2008.

JÚNIOR, J.R.C.S. Produto Potencial: conceitos, métodos de estimação e aplicação à economia brasileira. Texto para Discussão, nº 1130. **IPEA**. Nov. 2005

SCHWARTSMAN, A. Awaiting the 7th Cavalry. Local Markets – LatAm View. **Banco ABN AMRO Real SA**. Jan. 2008.

Perspectivas para a Inflação. Relatório de Inflação, v. 10, nº 1. **Banco Central do Brasil**. Mar. 2008.

⁸ Isto é, câmbio nominal a R\$ 1,70 e taxa de juros mantida em 11,25% para o resto do ano.

⁹ Se alternativamente utilizarmos a taxa natural do [Relatório de Inflação](#) de 8,5% nossos resultados não se alteram significativamente.

Apêndice

Descrição dos Modelos de Função de Produção

Neste artigo foram utilizadas três especificações diferentes para a função de produção.

Os modelos estão detalhados a seguir:

Modelo $Y=AK$: $Y = v \cdot u \cdot K$

Modelo de Solow: $Y = vK^{1/3}L^{2/3}$

Modelo de Solow ajustado para o Pleno Emprego: $Y = v(Ku)^{1/3}(L(1-d))^{2/3}$

Onde:

V = constante;

U = nível de utilização da capacidade instalada (FIESP);

K = estoque de capital líquido (considerando depreciação de 5% a.a.);

L = população economicamente ativa;

d = desemprego aberto (IBGE);

Y = PIB.

Em nossa estimação, usamos $\alpha = 1/3$ (*benchmark*) e a taxa de desemprego de 9% como aproximação da NAIRU para o Brasil calculada pelo IPEA.

Descrição da Metodologia

Tendo em vista as diversas metodologias de cálculo do produto potencial, optamos por construir um componente principal que capte o fator comum existente nas diversas medidas. Assim, foram utilizadas as funções de produção descritas anteriormente e o filtro HP para o cálculo do componente principal.

Em um segundo momento, estávamos preocupados em descobrir quanto tempo leva para que investimentos adicionais sejam transformados em aumento do produto potencial. Por isso, utilizamos a capacidade instalada como *proxy* do produto potencial e construímos a regressão descrita na [Seção 4](#). É importante ressaltar que escolhemos a defasagem de um ano do investimento devido ao fato deste explicar melhor a variação da capacidade instalada, ou seja, esta especificação possui o maior R^2 ajustado. Em seguida, estimamos o produto potencial ajustado utilizando o módulo dos coeficientes da regressão do nível de utilização da capacidade instalada.

Por último, reestimamos o modelo apresentado na [Carta Econômica Galanto de fevereiro](#) para projetar o crescimento do PIB e da inflação com o produto potencial em 3,7% e 4,5%. Assim, a amostra utilizada possui frequência trimestral de 2002 a 2007. Realizamos as projeções com base no cenário de referência do artigo da carta anterior. Com relação às hipóteses externas do modelo, substituímos as hipóteses do primeiro trimestre de 2008 pelos dados realizados, aumentamos o EMBI de 200 para 250 pontos durante o ano de 2008 e revisamos o crescimento dos EUA de 1,5% para 0% em 2008 e de 1,8% para 0,4% em 2009.

Controle de Capitais e Movimentos da Taxa de Câmbio

1. Introdução

Com o aumento da volatilidade cambial voltaram a ganhar relevo na imprensa as propostas de metas para o câmbio.

Neste primeiro trimestre de 2008, os fluxos de capitais têm refletido as incertezas de uma crise de confiança.

É natural, assim, que nesses países, o dilema entre desalinhamentos cambiais e perda de controle sobre a inflação possa desempenhar um papel mais importante nos argumentos a favor de controles de capitais.

Não apenas a incerteza cambial aumenta, mas também aumenta a inflação projetada, como examinamos no artigo anterior.

A incerteza cambial é exacerbada pelo impacto potencial que a crise financeira pode provocar na conta-corrente. A conta de capital registra mudanças significativas em sua composição em uma direção de maior volatilidade. Já as projeções de inflação produzidas pelos modelos macroeconômicos ainda estão sendo moderadas pelas expectativas de mercado reportadas pelos surveys semanais do Banco Central. Essa combinação de maior preocupação com a sustentação do nível da taxa de câmbio e maior otimismo com a resistência das expectativas inflacionárias reforça os argumentos a favor dos controles dos fluxos de capitais. Analisamos a eficácia dos controles de capitais em limitar desvios cambiais de médio prazo.

Com a forte depreciação do dólar e o aumento da volatilidade cambial, o principal inimigo do regime de câmbio flutuante, voltaram a ganhar relevo na imprensa as propostas de metas para o câmbio na economia brasileira. Há várias modalidades, que vão da mais tosca, o piso para a taxa bilateral contra o dólar, que rapidamente, como sabemos, transforma-se em um câmbio fixo, à mais ilusória de todas, a da meta para uma taxa de câmbio real (de preferência contra a cesta relevante de moedas), cuja versão, na prática, é uma indexação sem regras fixas, que costuma ser uma porta de entrada para a inflação descontrolada.

Neste primeiro trimestre de 2008, os fluxos de capitais têm refletido as incertezas de uma crise de confiança que atinge os sistemas bancários nos EUA e na Europa, e assim, os movimentos transoceânicos têm sido exacerbados pela liquidação de ativos arriscados, redimensionamento de carteiras que acompanham a desalavancagem dos bancos e fundos e simplesmente fuga de posições que combinam correções fortes de preços dos ativos na moeda local com fortes riscos de mudanças cambiais drásticas. Essa ainda é a tendência que deve perdurar pelo menos até o final do segundo trimestre, apesar dos esforços dos bancos centrais para compensar o encolhimento da liquidez internacional.

Para as economias nas quais as metas de inflação ditam o norte das taxas de juros, esses movimentos podem ser fortemente desestabilizadores para a inflação. É natural, assim, que, nesses países, o dilema entre desalinhamentos cambiais e perda de controle sobre a inflação possa desempenhar um papel mais importante nos argumentos a favor de controles de capitais como forma de minorar a volatilidade cambial e impedir que as expectativas de comportamento da taxa de câmbio tornem mais custoso o controle da inflação.

A discussão dessa questão tem sido objeto de vários artigos da Carta Galanto, e volta com toda a força no debate sobre a política econômica brasileira nesta primeira metade de 2008. Não apenas a incerteza cambial aumenta, mas também aumenta a inflação projetada, como examinamos no artigo anterior.

A incerteza cambial é exacerbada pelo impacto potencial que a crise financeira pode provocar na conta-corrente do Balanço de Pagamentos brasileiro, que já está em queda por causa do aumento das importações. A conta de capital, que ainda está fortemente superavitária, registra mudanças significativas em sua composição em uma direção de maior volatilidade, uma vez que os investimentos em carteira estão menos direcionados para ações e mais para a renda fixa. Já as projeções de inflação produzidas pelos modelos macroeconômicos ainda estão sendo moderadas pelas expectativas de mercado reportadas pelos surveys semanais do Banco Central, influenciadas pela eficácia com que o Banco Central tem agido nos últimos anos para abafar os surtos inflacionários.

Conforme examinamos em artigo da [Carta Galanto de Julho](#)¹, essa combinação de maior preocupação com a sustentação do nível da taxa de câmbio e maior otimismo com a resistência das expectativas inflacionárias reforça os argumentos a favor dos controles dos fluxos de capitais, especialmente quando aumenta o consenso sobre a alta incerteza desses fluxos e a maior concentração dos mesmos em aplicações de curto prazo.

Há, entretanto, dúvidas razoáveis sobre o efeito dos controles de capitais como instrumento para evitar movimentos indesejáveis da taxa de câmbio. Neste artigo, partimos de uma amostra definida pelos 21 países que adotam o regime de Metas para a Inflação há mais de cinco anos e analisamos a eficácia dos controles de capitais em limitar desvios cambiais de médio prazo. O objetivo é investigar até que ponto a imposição de mais controles sobre os fluxos de investimentos estrangeiros permite evitar a forte apreciação real de sua moeda em relação ao dólar, como a que o Brasil vem sofrendo nos últimos dois ou três anos.

¹ Ver [WU \(2007\)](#).

As principais conclusões obtidas são: o Brasil é um caso especial; controles de capitais só parecem afetar a dinâmica cambial se utilizados com alta intensidade; nos países da amostra mais fechados aos fluxos financeiros, a taxa de câmbio real demora mais para se tornar apreciada em termos reais.

O artigo está organizado da seguinte forma: na [Seção 2](#) justificamos a escolha da amostra, descrevemos as estatísticas utilizadas para medir controles de capitais e desvios cambiais, e analisamos a relação entre essas duas variáveis; na [Seção 3](#) estudamos a evolução recente da taxa de câmbio real dividindo os países em grupos de acordo com seu grau de volatilidade ou a intensidade dos controles impostos.

As principais conclusões são (a) que o Brasil é um caso especial por apresentar uma volatilidade cambial de médio prazo bem superior à de outros países com semelhante grau de abertura financeira, e aparece assim, como um *outlier* na amostra. (b) Apesar de existir uma relação positiva e significativa entre o grau de abertura financeira e a volatilidade cambial de médio prazo, controles de capitais só parecem afetar a dinâmica cambial se utilizados com alta intensidade. Finalmente, (c) nos países da amostra mais fechados aos fluxos financeiros, a taxa de câmbio real demora mais para se tornar apreciada em termos reais (frente ao dólar), mas mesmo assim se encontra hoje em média mais de 10% sobrevalorizada em relação às suas médias de 1997 a 2006.

2.0 *trade-off* entre controle de capitais e desvios cambiais de médio prazo

Com o principal instrumento de política monetária já comprometido com objetivos domésticos, maior estabilidade cambial só pode ser obtida com mais controles sobre o fluxo de capitais.

Dessa forma, consideraremos na nossa análise apenas os países que oficialmente operam sob o regime de Metas para a Inflação.

Como *proxy* do grau de intensidade dos controles de capitais impostos por um país, utilizaremos a medida de integração financeira calculada pela *Economic Freedom Network*. Quanto mais próximo de 10, menor é a intensidade dos controles de capitais.

Por fim, medimos o grau de volatilidade cambial real anual utilizando uma variante do coeficiente de variação.

Em primeiro lugar, escolhemos a frequência anual; em segundo, utilizamos a taxa de câmbio real bilateral média do ano, ao invés do final de período; e em terceiro lugar, o nosso coeficiente de variação “modificado” calcula os desvios em relação a uma média baseada em um período mais longo que o da janela.

O *trade-off* entre controle de capitais e volatilidade cambial existe apenas se o regime de política monetária for voltado para objetivos domésticos, como o controle da taxa de inflação e/ou a manutenção do produto em seu nível potencial. Nestes regimes, sabemos que a melhor forma de se atingir as metas propostas é fazer com que a taxa de juros siga uma regra de Taylor, na qual os coeficientes que representam a importância dos desvios do nível de atividade e da inflação dependerão de características específicas do país em questão, como a taxa de sacrifício e a elasticidade-juros do PIB. Com o principal instrumento de política monetária já comprometido, maior estabilidade cambial só pode ser obtida com mais controles sobre o fluxo de capitais.

Dessa forma, consideraremos na nossa análise apenas os países que **oficialmente**² operam sob o regime de Metas para a Inflação. Até a presente data, 27 países já anunciaram a adoção formal a este regime, sendo que dois deles mais tarde vieram a **abandoná-lo**³. Dos 25 países restantes, trabalharemos apenas com os 21 que operam no regime de metas há pelo menos **cinco anos**⁴. São eles: África do Sul, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Filipinas, Hungria, Islândia, Israel, Noruega, Nova Zelândia, Peru, Polônia, República Tcheca, Suécia, Suíça, Tailândia e Reino Unido.

Como *proxy* do grau de intensidade dos controles de capitais impostos por um país, utilizaremos a medida de integração financeira calculada pela *Economic Freedom Network*. Essa medida é baseada nos 13 tipos distintos de controles de capitais identificados pelo FMI. Para cada país, a porcentagem do tipo de controles **não-impostos** é normalizado em um índice de zero a 10. Ou seja, quanto mais próximo de 10, maior é o número de controles **não utilizados** pelo país e maior é o seu grau de integração financeira (menor é a intensidade de seus controles de capitais). Essa medida é anual, e calculamos para cada país a média dos últimos cinco anos da amostra, de 2001 a 2005.

Por fim, medimos o grau de volatilidade cambial real anual utilizando uma variante do **coeficiente de variação**⁵. Em primeiro lugar, escolhemos a frequência anual, ao invés de uma frequência mais alta, porque o que preocupa atualmente a autoridade monetária brasileira não são os movimentos de curto prazo (mensal ou diária) mas sim os movimentos de médio prazo (a forte apreciação que o Real vem sofrendo desde 2005).

² Argumenta-se que alguns países, como os EUA, operam não-oficialmente sob este regime.

³ Espanha e Finlândia, ao adotarem o Euro como moeda oficial.

⁴ Eslováquia, Indonésia e Romênia adotaram o regime em 2005 e a Turquia, em 2006.

⁵ O coeficiente de variação é o desvio-padrão normalizado pela média amostral, ou seja, nos fornece uma idéia de desvio percentual médio.

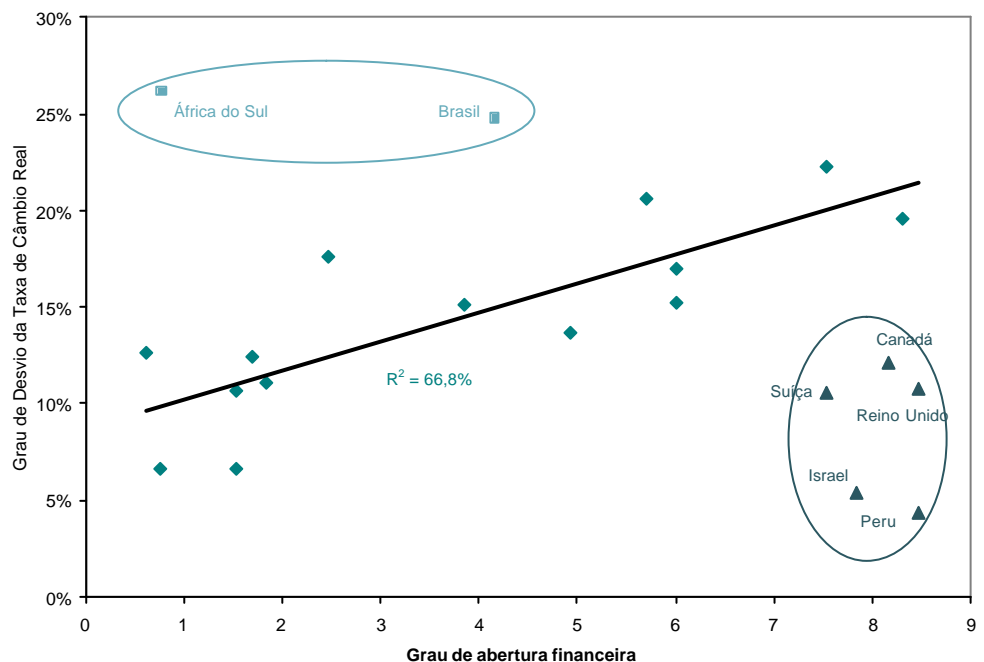
os movimentos de médio prazo (a forte apreciação que o Real vem sofrendo desde 2005). Em segundo lugar, utilizamos a taxa de câmbio real bilateral média do ano, ao invés do final de período, e portanto utilizamos os deflatores implícitos e não Índices de Preços ao Consumidor para deflacionarmos o câmbio nominal. Os dados foram obtidos na base de dados do Banco Mundial e vão até 2006. Em terceiro lugar, o nosso coeficiente de variação “modificado” calcula os desvios em relação a uma média baseada em um **período mais longo que a da janela amostral**. A razão é simples, queremos capturar a noção de distanciamento em relação à taxa de câmbio real “de equilíbrio”. Quanto maior for a janela, menor é a chance de que movimentos de curto e médio prazo contaminem a medida de câmbio real “de equilíbrio”. Consideramos então o período de 1997 a 2006 para o cálculo da média. Mas como vários países da amostra adotaram o regime de metas para a inflação apenas depois de 2000 (mais precisamente oito países), computamos os desvios utilizando apenas os seis últimos anos da amostra, de **2001 a 2006**⁶.

O primeiro grupo inclui os outliers instáveis: Brasil e África do Sul. No segundo grupo estão os outliers estáveis: Canadá, Suíça e Reino Unido, Israel e Peru.

A **Figura 1** plota para cada país na amostra o seu grau de abertura financeira médio de **2001 a 2005**⁷ no eixo horizontal contra o coeficiente de variação modificado da taxa de câmbio real anual entre 2001 e 2006 no eixo vertical. Podemos perceber na figura três grupos distintos. O primeiro grupo está representado em losangos, e contém dois terços da amostra (14 países). Para os países desse grupo, que chamaremos de “normais”, existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o número de controle de capitais não-utilizados e o grau de flutuação cambial real. E mais, o elevado R² estimado significa que quase 70% da variação percentual do câmbio real nos países desse grupo pode ser explicado apenas pela intensidade de seus controles de capitais.

Os outros dois grupos contêm os *outliers*. O primeiro grupo inclui os **outliers instáveis**: países que possuem volatilidade cambial demasiada dado o grau de controle de capitais que possuem. São eles o Brasil e a África do Sul. No segundo grupo estão os **outliers estáveis**: países com baixíssimo grau de controle de capitais que possuem uma volatilidade do câmbio bem menor que a esperada. Fazem parte desse grupo cinco países, dos quais três são desenvolvidos (Canadá, Suíça e Reino Unido) e dois são emergentes (Israel e Peru).

Figura 1: Grau de Abertura Financeira Média (2001 a 2005) versus Coeficiente de Variação Modificado da Taxa de Câmbio Real Anual (2001 a 2006)



Fonte de Dados: Banco Mundial

⁶ Ver detalhes no [Apêndice](#).

⁷ 2005 é o último ano disponível para esta série.

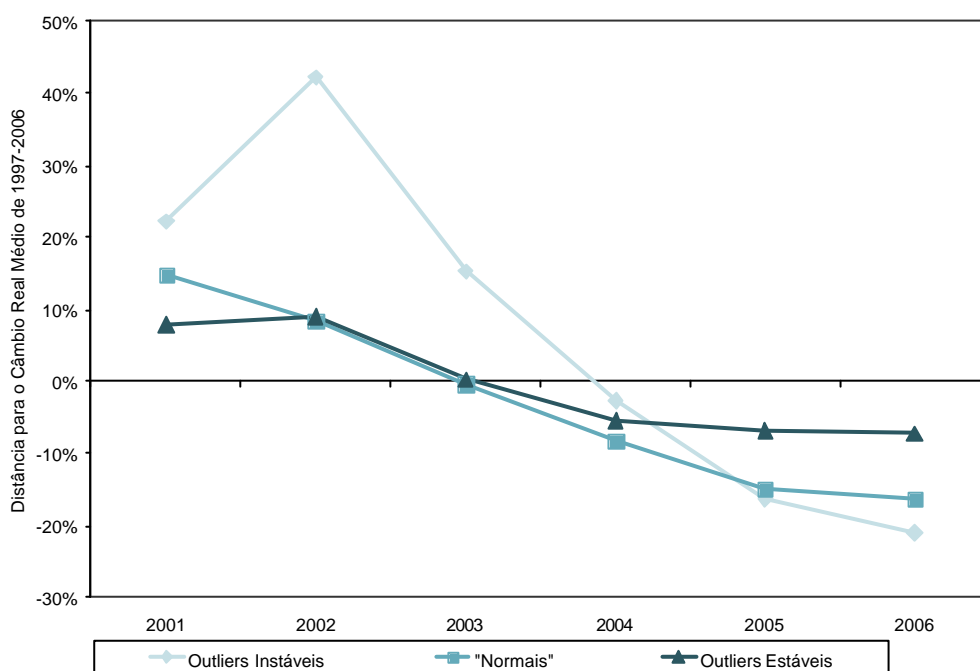
3. A dinâmica cambial para diferentes grupos

Em todos os grupos, a taxa de câmbio real caminha de um câmbio real mais depreciado do que a média de 1997-2006 em direção a um câmbio real mais apreciado. Não é surpresa que o movimento observado nos *outliers* estáveis seja menos acentuado.

Analisaremos com mais atenção o grupo que apresenta um *trade-off* entre integração financeira e volatilidade cambial. Podemos notar os grupos com médio e alto índices de integração financeira possuem praticamente a mesma dinâmica cambial.

Na [Seção Anterior](#), vimos como, para a maioria dos países (à exceção dos *outliers*), controles cambiais podem ajudar a conter movimentos excessivos da taxa de câmbio real. Na [Figura 2](#), ilustramos o grau de depreciação/apreciação excessiva para cada grupo. Em todos os grupos, a taxa de câmbio real caminha de um câmbio real mais depreciado do que a média de 1997-2006 em direção a um câmbio real mais apreciado, refletindo a depreciação do dólar. Não é surpresa que o movimento observado nos *outliers* estáveis (triângulos) seja menos acentuado, começando de um câmbio real em média menos de 10% depreciado em 2001, atingindo um câmbio real menos de 10% apreciado em 2006. Para o grupo dos países “normais” (quadrados), esse movimento é de 15% depreciado em 2001 a aproximadamente 16% apreciado em 2006. Note também que a volatilidade excessiva dos *outliers* instáveis (losangos) não é culpa apenas dos choques sofridos em 2002. Esses países já começam de um patamar (pré-crise) mais de 20% depreciado em 2001 e são os que se encontram atualmente com um maior grau de sobrevalorização (mais de 20% de apreciação real em 2006).

Figura 2: Grau de Depreciação/Apreciação Excessiva



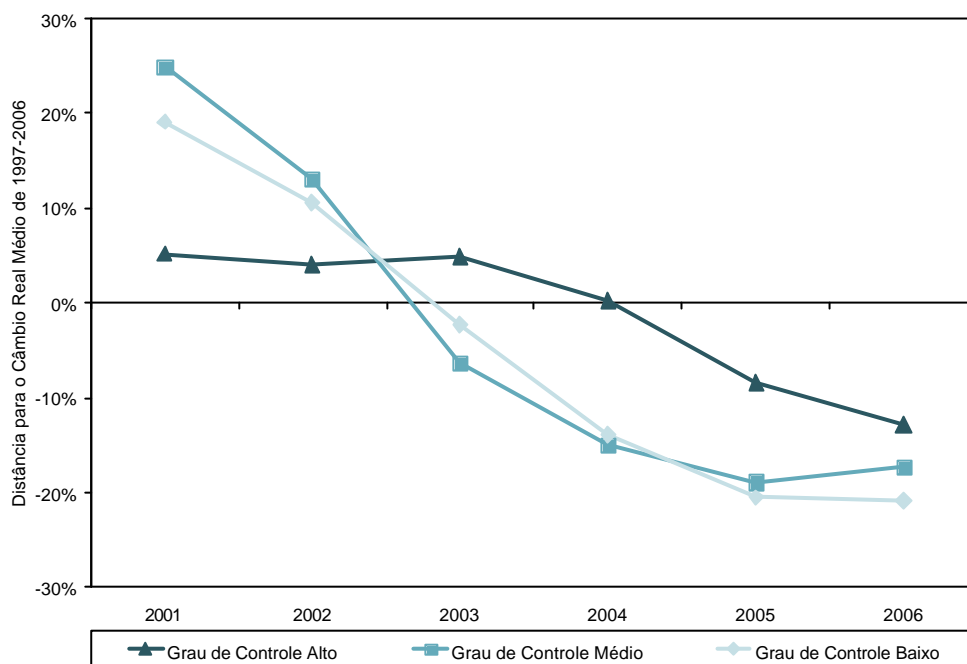
Fonte de Dados: Banco Mundial

Para melhor dimensionarmos o grau de eficácia dos controles de capitais, analisaremos com mais atenção o grupo que apresenta um *trade-off* entre integração financeira e volatilidade cambial. Dividimos os países desse grupo em três subgrupos de acordo com os seus índices de integração financeira: baixo (de seis a 10, em losangos), médio (de dois a seis, em quadrados) e alto (de zero a dois, em triângulos). A [Figura 3](#) mostra a distância média da taxa de câmbio real para a taxa de câmbio média de 1997 a 2006 em cada um dos subgrupos. Podemos notar os grupos com médio e alto índices de integração financeira possuem praticamente a mesma dinâmica cambial. Se, por um lado, o grupo com alto grau de integração financeira começa em 2001 de um patamar um pouco menos depreciado, por outro, ele termina em 2006 em um patamar um pouco mais depreciado.

A dinâmica é distinta apenas no grupo com baixa integração financeira. Apesar do alto grau de controles sobre o fluxo de capital ter retardado a apreciação cambial real nesses países, ela também acabou acontecendo, mas em menor magnitude.

A dinâmica é distinta apenas no grupo com baixa integração financeira. Não apenas a depreciação real era significativamente menor em 2001, como também o câmbio só cedeu à pressão apreciadora a partir de 2004. Porém, mesmo assim, a taxa de câmbio real dos países desse grupo já se encontrava, em 2006, mais de 10% apreciada em termos reais. Esse resultado é interessante se lembrarmos que os países desse grupo possuem um índice de integração financeira abaixo de dois, o que significa que mais de 10 dos 13 tipos de controles de capital classificados pelo FMI estão sendo utilizados. Ou seja, apesar do alto grau de controles sobre o fluxo de capital ter retardado a apreciação cambial real nesses países, ela também acabou acontecendo, mas em menor magnitude.

Figura 3: Distância Média da Taxa de Câmbio Real para a Taxa de Câmbio Média (1997 a 2006)



Nota: Em **losangos**, países com baixo grau de controle de capitais (índice de 6 a 10, média de 8,09): Chile, Hungria, Noruega e Nova Zelândia. Em **quadrados**, países com médio grau de controle de capitais (índice de 2 a 6, média de 4,23): Austrália, Islândia, República Tcheca e Suécia. Em **triângulos**, países com alto grau de controle de capitais (índice de 0 a 2, média de 1,33): Colômbia, Coreia do Sul, Filipinas, México, Polônia e Tailândia.

Fonte de Dados: Banco Mundial

Os controles de capitais são inerentes a regimes com alguma forma de controle sobre a taxa de câmbio, não importando muito se eles resultam simplesmente de fatalidade macroeconômica provocada pela chamada trindade impossível ou se são apenas a consequência natural de tentar proteger a economia de movimentos cambiais indesejáveis em momentos de alta turbulência nos fluxos de capitais.

4. Conclusão

Os controles de capital são inerentes a regimes com alguma forma de controle sobre a taxa de câmbio, não importando muito se eles resultam simplesmente de fatalidade macroeconômica provocada pela chamada trindade impossível (política monetária independente, câmbio flexível e livre movimentação de capitais) ou se são apenas a consequência natural da tentativa de proteger a economia doméstica de movimentos cambiais indesejáveis, em momentos de alta turbulência nos fluxos de capitais. No primeiro caso, opta-se claramente pelos controles ao se reconhecer a trindade impossível. No segundo caso, os governos optam pelos controles por força das circunstâncias indesejáveis, ainda que inescapáveis, como por exemplo, as que resultam da atual depreciação do dólar, força corretiva da incompatibilidade entre o desequilíbrio externo dos EUA e a inflação que corrói o valor da dívida pública americana, e das mudanças na composição dos fluxos desejados pelos investidores.

Cresce na atual conjuntura a probabilidade de que sejam revividos os controles de câmbio no Brasil como instrumento de maior intervenção no mercado de câmbio.

Neste artigo, observamos como os países com um elevado grau de controle de capitais conseguiram retardar por alguns períodos a recente apreciação real que praticamente todos os países vêm sofrendo em relação ao dólar, mas não evitá-la. Vimos também como o Brasil é um *outlier* no grupo de países analisados, por apresentar desvios da taxa de câmbio real mais acentuados relativamente aos de outros países com grau semelhante de abertura financeira.

Finalmente, é bom ressaltar que a análise deste artigo se refere à eficácia dos controles de capitais, e não a sua otimalidade.

No caso brasileiro, o desconforto com o regime de flutuação cambial que resultou da ruptura desastrosa do regime de câmbio administrado em janeiro de 1999 evoluiu de mero ceticismo com a possibilidade do câmbio efetivamente flutuar, logo no primeiro ano da mudança da política, para uma insatisfação com a apreciação excessiva a partir da correção do overshooting de 2002, que denominamos no passado de “[medo de flutuar ao avesso](#)”⁸, para finalmente desembocar em uma frustração diante dos resultados das compras de reservas como instrumento de limitar a apreciação do real. Cresce na atual conjuntura a probabilidade de que sejam revividos os controles de câmbio no Brasil como instrumento de maior intervenção no mercado de câmbio.

Neste artigo, observamos como países com um elevado grau de controle de capitais conseguiram retardar por alguns períodos a recente apreciação real que praticamente todos os países vêm sofrendo em relação ao dólar, mas não evitá-la. Vimos também como o Brasil é um *outlier* no grupo de países analisados, por apresentar desvios da taxa de câmbio real mais acentuados relativamente aos de outros países com grau semelhante de abertura financeira.

Finalmente, é bom ressaltar que a análise deste artigo se refere à **eficácia** dos controles de capitais, e não a sua **otimalidade**. Ou seja, o fato de concluirmos que controles de capitais são parcialmente eficazes na contenção de movimentos cambiais não significa que sejam desejáveis. A questão de reduzir ou não o grau de integração financeira da economia brasileira deve levar em consideração outros fatores, como por exemplo perdas no nível de investimento, tanto o estrangeiro direto quanto o doméstico, na medida em que limitará o acesso das firmas domésticas a financiamento externo. A abertura financeira no Brasil tem sido sempre combatida por parcela ponderável do empresariado brasileiro e do próprio sistema bancário, a exemplo do que acontece em outros países. O ciclo de abertura financeira global dos anos noventa pode sofrer, por conta dos danos eventuais que a atual crise externa possa causar, uma reversão considerável, o que aumenta a atratividade das medidas de proteção e controles, especialmente se não tiverem êxito os esforços atualmente em andamento, para melhorar a transparência dos contratos e a visibilidade dos riscos que correm os investidores em aplicações financeiras que transcendem as fronteiras nacionais em consequência dos esforços criativos dos gestores de recursos para obter ganhos de arbitragem nas esferas regulatórias e fiscais.

THOMAS YEN HON WU E DONISIO DIAS CARNEIRO

Referências Bibliográficas

CARNEIRO, D. D. e WU, T. Crescimento e Inflação: melhoraram as perspectivas? **Carta Econômica Galanto**, nº. 91, Jun. 2007.

ROSE, A. A Stable International Monetary System Emerges: Inflation targeting is Bretton Woods, reversed. **Journal of International Money and Finance**, nº 26, pp. 663-681. 2007.

WU, T. Sucesso na Política Monetária e Desafios na Política Cambial: tentando obter a “Trindade Impossível”. **Carta Econômica Galanto**, nº 92. Jul. 2007.

¹ Ver [CARNEIRO e WU \(2007\)](#).

Apêndice

Seja X_t a taxa de câmbio real bilateral anual média deflacionada pelos deflatores implícitos, \bar{x}_{97-06} a taxa de câmbio real média de 1997 a 2006, e cv_{01-06}^* , o coeficiente de variação “modificado” da taxa de câmbio real anual entre 2001 e 2006:

$$(1) \quad cv_{01-06}^* = \frac{\sigma_{01-06}^*}{\bar{x}_{97-06}}, \text{ onde } \sigma_{01-06}^* = \sqrt{\frac{1}{6} \sum_{t=01}^{06} (x_t - \bar{x}_{97-06})^2}$$

Setor Externo e *Commodities*

1. Introdução

Embora ainda predomine a visão de que o pilar de sustentação dos preços de matérias-primas permaneça intacto, muitos começam a encarar mais seriamente as implicações para o Brasil de um cenário menos favorável.

A queda dos preços de matérias-primas em março esteve fortemente relacionada aos movimentos de realização de ganhos e ao *unwinding* de posições de fundos de *hedge*, diante dos desdobramentos da crise bancária nos EUA. No entanto, a percepção de piora das perspectivas mundiais também contribuiu para que as teorias de pujança do mercado de *commodities* fossem vistas com maior ceticismo. As correlações entre os ciclos econômicos da China e dos EUA aumentaram significativamente nos últimos anos, sugerindo que uma recessão intensa e prolongada nos Estados Unidos pode ter reflexos mais extensos sobre a economia chinesa.

Os reflexos das oscilações nos mercados de matérias-primas sobre a bolsa brasileira serviram para dar uma prévia do que pode acontecer caso a bonança de *commodities* sofra uma reversão. As teses de *decoupling* podem estar vivendo seus derradeiros momentos de glória.

A deterioração do saldo em conta corrente continuou em trajetória de aceleração em fevereiro; o saldo negativo realizado nos dois primeiros meses do ano já equivale à metade do projetado para 2008.

Os movimentos dos preços de *commodities* nas últimas semanas, particularmente a queda acentuada em meados de março, serviram como um importante sinal de alerta do que pode ocorrer caso os mercados de matérias-primas se tornem as próximas vítimas da crise. Embora ainda predomine a visão de que o pilar de sustentação dos preços de matérias-primas, a robustez da demanda mundial liderada pela China, permaneça intacto, muitos começam a encarar mais seriamente as implicações para o Brasil de um cenário menos favorável. Recentemente, o Banco Central refletiu suas preocupações com as conseqüências da deterioração generalizada do cenário externo ao revisar as projeções para o déficit em conta corrente em 2008 de US\$ 3,5 bilhões para US\$ 12 bilhões.

A significativa queda dos preços de matérias-primas agrícolas e metálicas em meados de março esteve fortemente relacionada aos movimentos de realização de ganhos e ao *unwinding* de posições de fundos de *hedge*, diante dos desdobramentos da crise bancária nos EUA. No entanto, a percepção de piora das perspectivas mundiais, na esteira das revisões de projeções para o crescimento da OCDE e do FMI, também contribuiu para que as teorias de pujança do mercado de *commodities* fossem vistas com maior ceticismo. Olhando para frente, outro fator que pode impactar negativamente a evolução dos preços de matérias-primas são as perspectivas para a economia chinesa. Como argumentamos anteriormente em [BOLLE \(2007\)](#), as correlações entre os ciclos econômicos da China e dos EUA aumentaram significativamente nos últimos anos, sugerindo que uma recessão intensa e prolongada nos Estados Unidos pode ter reflexos mais extensos sobre a economia chinesa do que muitos gostariam de imaginar. A recente intensificação das pressões inflacionárias na China e a disposição das autoridades em combatê-las, mesmo que isso signifique adotar medidas que sacrifiquem o crescimento, também não sustenta a idéia de um persistente cenário róseo para as matérias-primas.

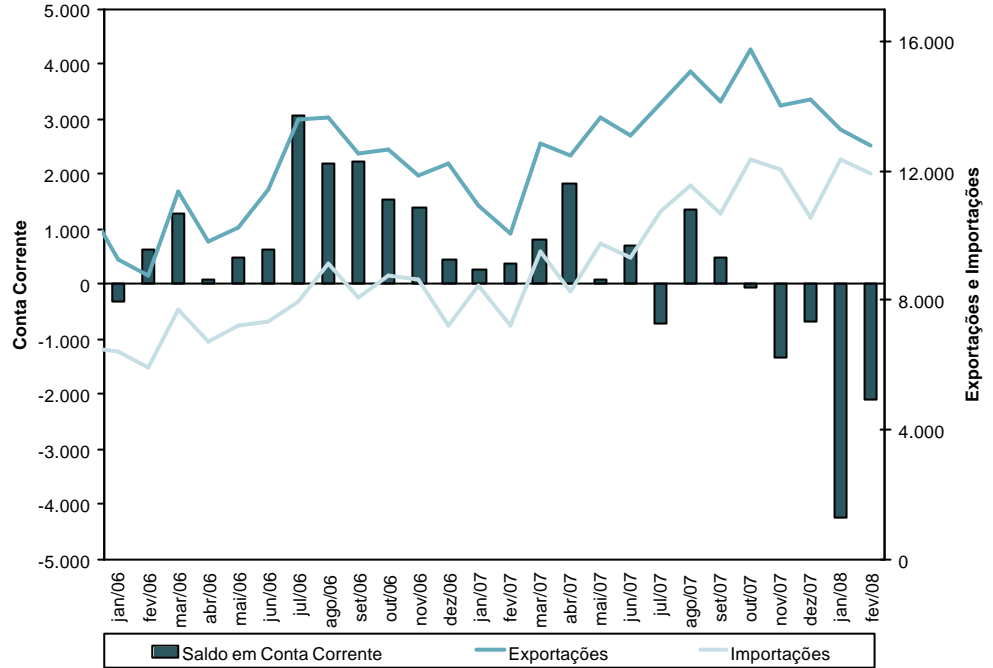
Os reflexos das oscilações nos mercados de matérias-primas sobre a bolsa brasileira em março serviram para dar uma prévia do que pode acontecer caso a bonança de *commodities* sofra uma reversão. Este foi um claro sinal de que as teses de *decoupling* podem estar vivendo seus derradeiros momentos de glória. Após uma breve análise dos dados do balanço de pagamentos para fevereiro e da balança comercial no primeiro trimestre de 2008, discutiremos, neste artigo, o possível impacto de uma reversão das tendências dos preços de *commodities* sobre as variáveis externas brasileiras. Aprofundaremos esta discussão calculando a sensibilidade da pauta de exportações brasileira a mudanças de rumo do ciclo econômico mundial. Dadas as fortes correlações existentes entre os preços das principais matérias-primas exportadas pelo Brasil, a evolução da bolsa e alguns dados da conta financeira, analisaremos as implicações globais para o balanço de pagamentos brasileiro de uma queda nos preços de *commodities* associada à inevitável desaceleração da economia mundial. Por fim, o Índice de Condições Monetárias evidencia a manutenção do afrouxamento monetário.

2. O Setor Externo em Fevereiro e a Balança Comercial no Primeiro Trimestre

Segundo a última nota do setor externo divulgada recentemente pelo Banco Central, a deterioração do saldo em conta corrente continuou em trajetória de aceleração em fevereiro, registrando um déficit de US\$ 2,1 bilhões ante um superávit de US\$ 376 milhões no mesmo mês do ano passado. A persistente piora da conta corrente (fevereiro foi o quinto resultado mensal negativo), refletindo o aquecimento da economia e a valorização cambial, levou o Banco Central a aumentar de US\$ 3,5 bilhões para US\$ 12 bilhões sua

projeção para o déficit de 2008. No entanto, o saldo negativo realizado nos dois primeiros meses do ano, de US\$ 6,3 bilhões, já equivale à metade do projetado para 2008. Neste sentido, os riscos de que a deterioração da conta corrente em 2008 seja bem maior do que se imagina são consideráveis, uma vez que as estimativas do Banco Central não contemplam uma reversão mais permanente nos preços das matérias-primas, tema a ser abordado na [Próxima Seção](#).

Figura 1: Brasil: Saldo em Conta Corrente, Exportações e Importações (em US\$ Milhões)



Fonte de Dados: Funcex e Banco Central do Brasil

A maior contribuição para o saldo veio do investimento estrangeiro em carteira, que tem se concentrado mais em títulos de renda fixa do que em ações, ao contrário do que aconteceu no ano passado.

O saldo comercial acumulado no primeiro trimestre foi de US\$2,8 bilhões, representando uma redução de 67% em relação ao mesmo período de 2007.

Os resultados da conta financeira em fevereiro também sublinham uma importante mudança que vem ocorrendo nos últimos meses. A maior contribuição para o saldo de US\$ 3,9 bilhões em fevereiro veio do investimento estrangeiro em carteira, que registrou um fluxo de entrada de recursos da ordem de US\$ 2,6 bilhões, comparado a saídas líquidas de US\$ 1,8 bilhão em janeiro. Contrastando os resultados deste ano com os de 2007, nota-se que, além dos fluxos mais modestos observados até o momento, os investimentos estrangeiros em carteira têm se concentrado mais em títulos de renda fixa do que em ações, ao contrário do que aconteceu no ano passado ([Tabela 1](#)). Dada a disposição do governo de conter os investimentos em títulos, com a recente imposição do IOF sobre estas operações, uma deterioração das perspectivas para as principais *commodities* exportadas pelo país seria mais um fator de redução dos fluxos de recursos estrangeiros, acentuando a queda de apetite externo por ações brasileiras observada no período recente.

Tabela 1: Investimento Estrangeiro em Carteira (em US\$ Bilhões)

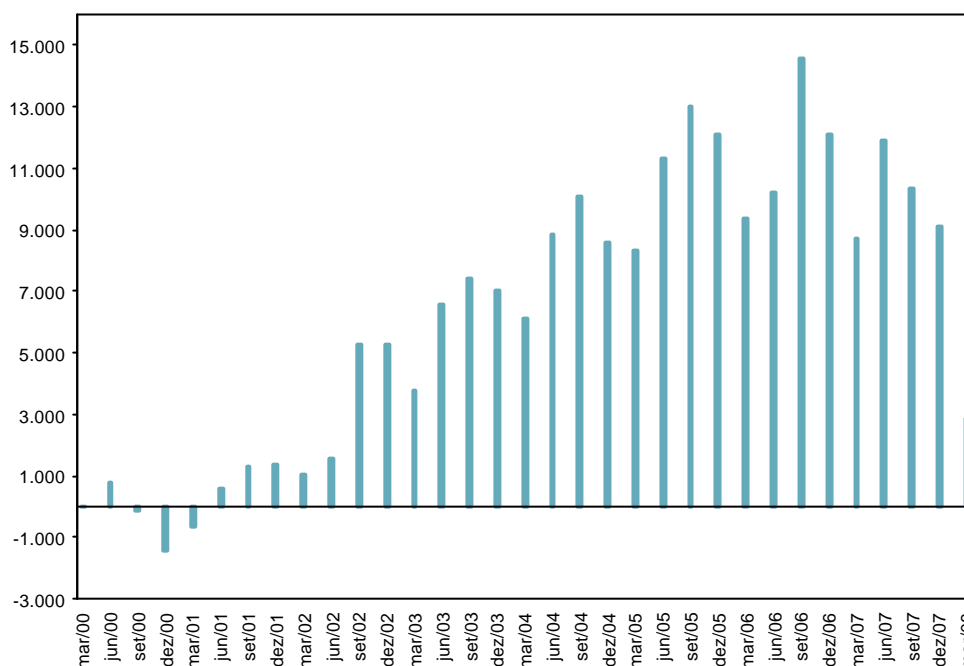
	2007		2008	
	Fevereiro	Acumulado até Fevereiro	Fevereiro	Acumulado até Fevereiro
Total	3,6	5,4	2,6	0,8
Títulos	1,3	2,7	2,9	4,2
Ações	2,3	2,7	-0,3	-3,4

Fonte de Dados: Banco Central do Brasil

A Balança Comercial no Primeiro Trimestre

Segundo os dados recentemente divulgados pela SECEX, o saldo comercial acumulado no primeiro trimestre foi de US\$2,8 bilhões, representando uma redução de 67% em relação ao mesmo período de 2007. É o menor saldo comercial do primeiro trimestre desde 2002. O principal fator por trás da deterioração da balança comercial foi o forte ritmo de crescimento das importações, que alcançou 44% nos primeiros três meses do ano.

Figura 2: Saldo Trimestral da Balança Comercial (em US\$ Milhões)



Fonte de Dados: Funcex

3. Commodities, Ciclo Mundial e Balanço de Pagamentos no Brasil

Os preços de matérias-primas em geral caem sensivelmente durante episódios de desaceleração da economia mundial. Investigamos o quanto vulnerável a uma forte reversão estaria o balanço de pagamentos brasileiro.

Em um artigo recente do FMI, [HELBLING e BEACKMAN \(2008\)](#), mostra-se que os preços de matérias-primas em geral caem sensivelmente durante episódios de desaceleração da economia mundial. Como algumas categorias de *commodities* tendem a ser mais sensíveis ao ciclo global ([Tabela 2](#)), investigamos o quanto vulnerável a uma forte reversão estaria o balanço de pagamentos brasileiro.

Tabela 2: Mudanças nos Preços de Commodities entre Picos e Vales de Recessões (em %)

Pico	dez/73	fev/80	ago/81	set/00
Vale	jun/75	set/80	set/82	jan/02
Petróleo	117,2	-10,5	-1,8	-37,0
Metais	-5,4	-25,6	-14,9	-15,4
Alimentos	-13,0	11,0	-8,1	-4,8
Bebidas	-17,3	-20,5	-3,2	-8,3
Materiais Agrícolas	-19,2	-12,9	-2,1	-13,5

Fonte de Dados: FMI

Atualizamos o índice de *commodities* para o Brasil apresentado em [DEVELLY \(2007\)](#).

Para isso, atualizamos o índice de *commodities* para o Brasil apresentado em [DEVELLY \(2007\)](#) a fim de investigar:

- o grau de ciclicidade das nossas exportações, isto é, o quão vulnerável a uma reversão do ciclo mundial é a pauta brasileira;
- a sensibilidade de variáveis que podem influenciar os fluxos de investimentos externos a uma forte reversão dos preços das principais matérias-primas que o Brasil exporta.

As [Tabelas 3, 4 e 5](#) resumem os principais resultados.

Tabela 3: Correlações entre o Índice de Commodities e Variáveis Seleccionadas

Índice de Commodities	2003-2007	2004-2007	2000-2007
Invest. em Carteira	37,53%	41,15%	45,77%
Conta Corrente	13,41%	-19,38%	62,92%
Bovespa	84,50%	75,00%	89,32%
PIB Mundial	88,90%	81,97%	93,13%
Exportações Mundiais	37,91%	13,37%	63,47%

Nota 1: O Índice abrange os preços das principais *commodities* da pauta de exportação brasileira e representam, juntas, 32,3% das exportações totais.

Nota 2: A correlação negativa no período de 2004 a 2007 se deve à diminuição, em tempos recentes, do saldo da conta corrente enquanto subiam os preços de *commodities*

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Tabela 4: Correlação entre PIB Mundial e Exportações de *Commodities* (1998 a 2007)

Couros	97,83%
Carne Bovina	96,49%
Carne de Frango	95,70%
Minérios de Ferro	93,18%
Açúcar	82,04%
Açúcar Refinado	78,69%
Fumo em Folhas	66,49%
Café Cru	63,32%
Soja	61,39%
Farelo de Soja	59,12%

Nota: Estas *commodities* equivalem a 25% das exportações brasileiras

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

Tabela 5: Correlação entre Exportações Mundiais e Exportações de *Commodities* (1998 a 2007)

Minérios de Ferro	70,65%
Fumo em Folhas	66,17%
Farelo de Soja	64,39%
Açúcar	62,77%
Couros	62,51%
Carne de Frango	58,98%
Carne Bovina	51,51%
Café Cru	44,56%
Soja	40,74%
Açúcar Refinado	36,60%

Nota: Estas *commodities* equivalem a 25% das exportações brasileiras

Fonte de Dados: Galanto Consultoria

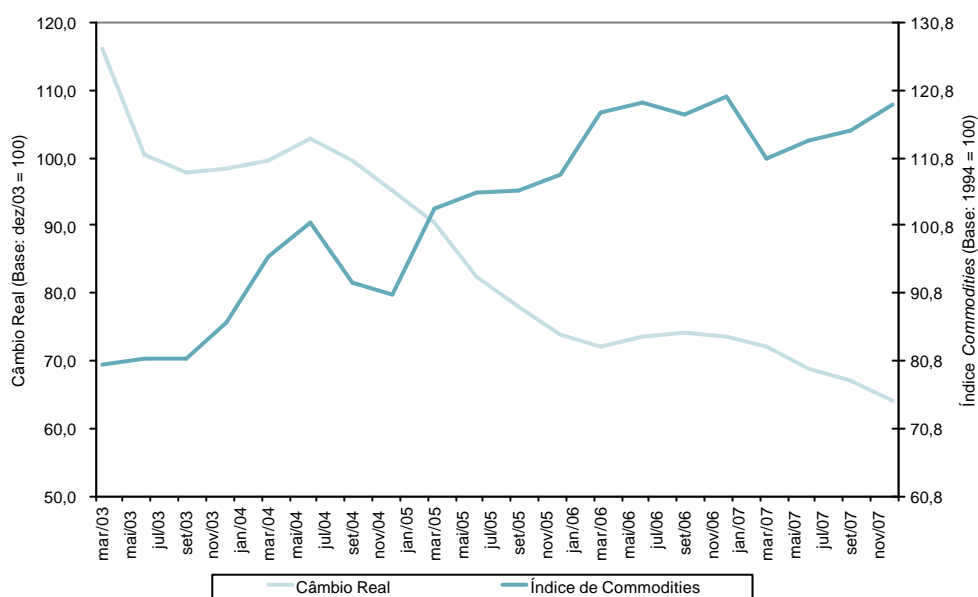
Como mostram as tabelas, as principais matérias-primas exportadas pelo Brasil têm forte correlação tanto com o PIB global, quanto com as exportações mundiais.

Como mostram as tabelas, as principais matérias-primas exportadas pelo Brasil têm forte correlação tanto com o PIB global, quanto com as exportações mundiais. Se as importações continuarem crescendo ao nível exorbitante dos últimos meses, cerca de 55%, a deterioração da balança comercial e da conta corrente pode ser muito maior do que alguns imaginam.

Tornou-se comum o argumento de que, como as exportações representam apenas cerca de 15% do PIB, uma piora dos preços das commodities teria impacto limitado sobre o Brasil. Esta visão ignora os efeitos globais sobre o balanço de pagamentos, que não estão restritos apenas à balança comercial. O duplo impacto de uma reversão dos preços das commodities, tanto sobre a conta corrente quanto sobre a conta financeira, não deve ser ignorado.

Apesar disso, tornou-se comum o argumento de que, como as exportações representam apenas cerca de 15% do PIB, mesmo uma piora mais acentuada dos preços das commodities teria impacto limitado sobre o Brasil. Esta visão, porém, ignora os efeitos globais sobre o balanço de pagamentos, que não estão restritos apenas à balança comercial. De fato, como ilustra a [Tabela 3](#), há uma forte correlação entre o índice de commodities e a evolução da bolsa. Como durante o ano de 2007 uma grande parcela dos investimentos estrangeiros em carteira direcionou-se às ações, uma menor atratividade da bolsa associada a preços de matérias-primas menos favoráveis levaria a uma redução destes fluxos além da já observada com o aumento de aversão ao risco associado à crise bancária. Portanto, o duplo impacto de uma reversão dos preços das commodities, tanto sobre a conta corrente quanto sobre a conta financeira, não deve ser ignorado. As conseqüências para a evolução do câmbio e seu impacto sobre a inflação, cuja deterioração já vínhamos apontando há vários meses, também não.

Figura 3: Índice de Commodities Galanto e Câmbio Real Efetivo



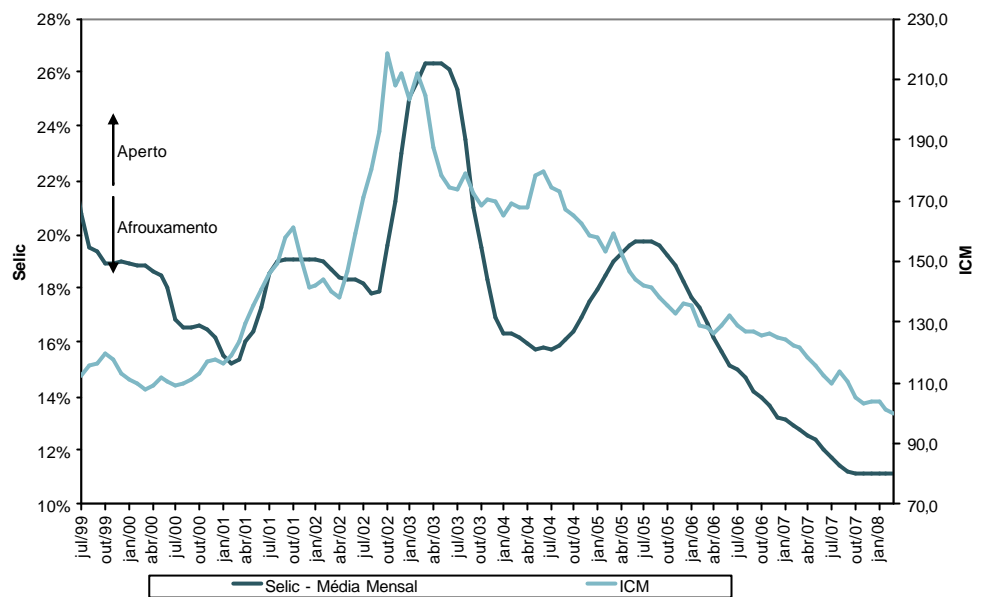
Fonte de Dados: Funcex e Galanto Consultoria

4. ICM

No mês de março, as condições monetárias indicaram continuidade de afrouxamento na política monetária.

No mês de março, mais uma vez, as condições monetárias sofreram somente uma pequena variação, indicando continuidade de afrouxamento na política monetária. Uma vez que os juros médios mantiveram-se inalterados, conservando o patamar de 11,18%, pode-se afirmar que a variação deveu-se ao câmbio, que apresentou uma valorização da ordem de 1,3% no mês, passando de R\$/ US\$ 1,7295 em fevereiro para R\$/ US\$ 1,7074 em março.

Figura 4: Índice de Condições Monetárias e Selic



Fonte de Dados: Galanto Consultoria e Banco Central do Brasil

MONICA BAUMGARTEN DE BOLLE

Referências Bibliográficas

BOLLE, M.B. Integração Regional na Ásia e Dependência da Economia Americana. **Carta Econômica Galanto**. nº 89. Abr.2007.

HELBLING, T. e BEACKMAN, V. M. Commodity Price Moves and the Global Economic Slowdown. **IMF – Finance & Development**. Mar. 2008.

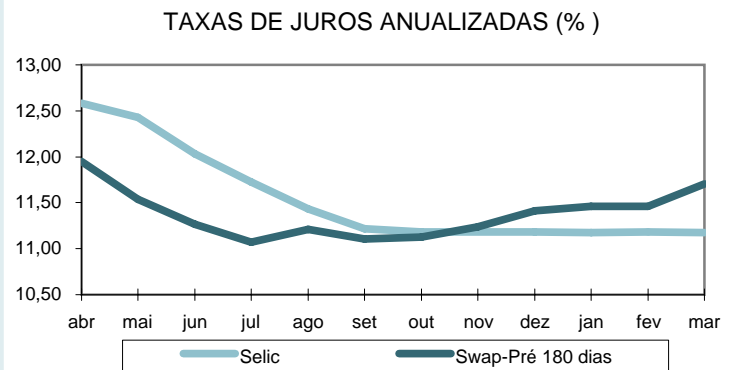
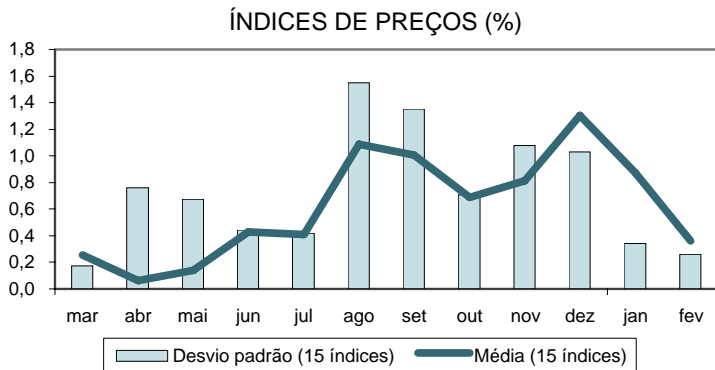
DEVELLY, T. S. A Relação entre Commodities e Saldo Comercial no Brasil. **Departamento de Economia Puc - Rio**. Monografia de Final de Curso. Jun. 2007.

	nov	dez	jan	fev	mar	Acumulado	
Índices de Preços (%)						Ano	12 meses
IGP-DI	1,05	1,47	0,99	0,38	0,70	2,08	9,18
IPA-DI	1,45	1,90	1,08	0,52	0,80	2,42	11,39
IPCA	0,38	0,74	0,54	0,49	nd	1,03	4,61
IPC-FIPE	0,47	0,82	0,52	0,19	0,31	1,02	4,29
Média (15 índices)	0,82	1,31	0,87	0,36	nd	1,24	7,68
Desvio Padrão (15 índices)	1,08	1,03	0,34	0,26	nd	0,60	9,14

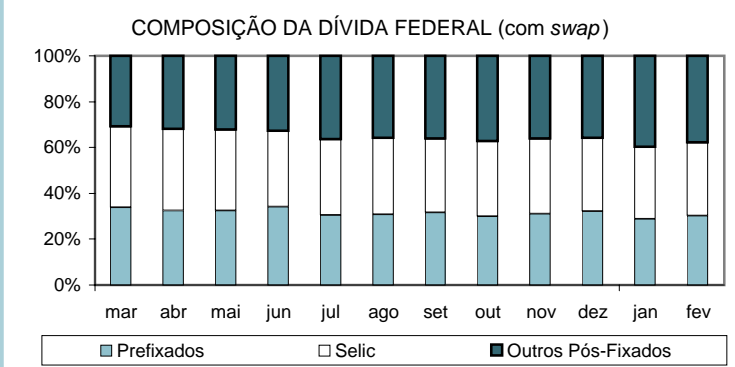
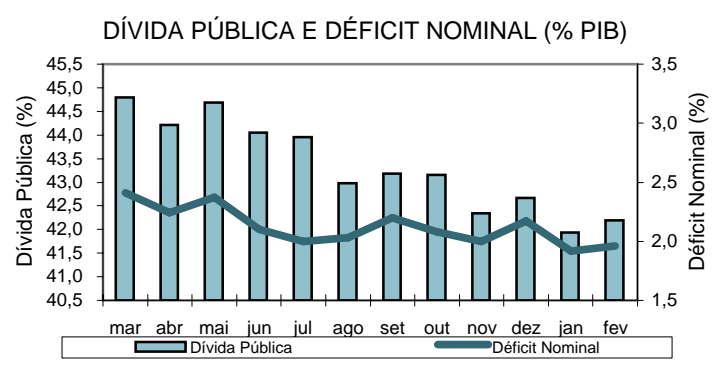
	nov	dez	jan	fev	mar	Acumulado (%)	
Ativos Financeiros						Ano	12 meses
Dólar Comercial (fim de período)	1,784	1,771	1,760	1,683	1,748		
Tx. de Variação Ponta a Ponta (%)	2,28	(0,70)	(0,62)	(4,37)	3,86	(1,30)	(14,73)
Dólar Paralelo (fim de período)	2,030	1,950	2,000	1,930	1,890	(3,08)	(17,11)
Ágio (%)	13,81	10,09	13,62	14,66	8,11		
CDI – OVER Anualizado	11,11	11,11	11,09	11,08	11,09	2,71	11,70
Selic Efetiva Anualizada	11,18	11,18	11,18	11,18	11,18	2,73	11,77
IBOVESPA (fim de período)	63.006	63.886	59.490	63.489	60.968	(4,57)	30,12

	ago	set	out	nov	dez	jan	fev
Variáveis Fiscais							
Dívida Pública Líquida Total (R\$ milhões)	1.096.037	1.120.509	1.132.026	1.127.620	1.150.357	1.140.900	1.157.005
% PIB	42,99	43,18	43,16	42,34	42,67	41,94	42,19
Déficit Primário 12 meses (% PIB)	(4,12)	(4,05)	(4,23)	(4,23)	(3,99)	(4,15)	(4,18)
Déficit Nominal 12 meses (% PIB)	2,03	2,20	2,08	2,00	2,17	1,92	1,96
Títulos Federais fora do BACEN	1.189.087	1.200.833	1.199.031	1.219.726	1.224.871	1.203.962	1.242.164
Pré-fixados (% total)	31,54	32,13	30,35	31,62	32,86	29,35	30,75
SELIC (com swap) (% total)	33,70	32,74	33,35	33,29	32,26	31,96	32,29
Cambiais (com swap) (% total)	(2,19)	(2,01)	(1,91)	(1,97)	(2,01)	(1,92)	(1,87)

Preços



Variáveis Fiscais



	nov	dez	jan	fev	mar	Acumulado	
Balança Comercial (US\$ milhões)						Ano	12 meses
Importações	12.025	10.595	12.333	11.918	11.601	35.852	131.165
mpaa (%) *	38,66	46,68	45,61	64,93	21,71	42,11	36,05
Exportações	14.052	14.231	13.277	12.800	12.613	38.690	165.345
mpaa (%) *	18,42	16,31	21,11	26,68	(1,88)	14,06	16,43
Saldo Comercial	2.027	3.636	944	882	1.012	2.838	34.180

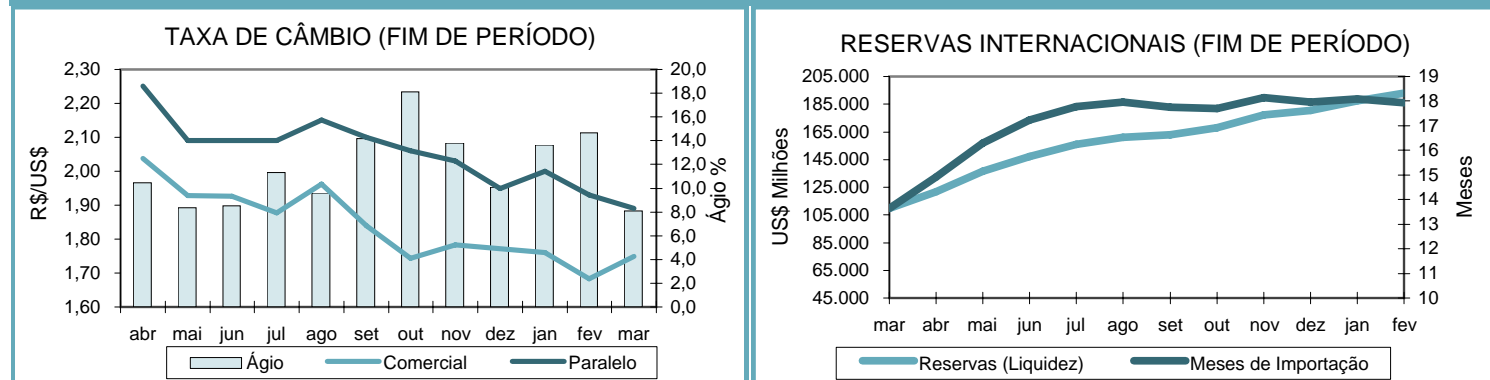
	out	nov	dez	jan	fev	Acumulado	
Conta Corrente (US\$ milhões)						Ano	Var. mpaa*
Déficit Transações Correntes	(4.996)	(2.297)	(1.461)	2.402	4.868	6.322	NA
% do PIB	(0,40)	(0,18)	(0,11)	0,18	0,37		
Nec. Financiamento Externo	(41.290)	(38.454)	(36.046)	(34.574)	(31.621)	619	NA
% do PIB	(3,29)	(3,01)	(2,78)	(2,65)	(2,40)		

	out	nov	dez	jan	fev	Acumulado	
Balança de Serviços (US\$ milhões)						Ano	Var. mpaa*
Saldo Serviços	(39.176)	(40.784)	(40.587)	(43.559)	(44.268)	(8.758)	72,50%
Juros	(8.246)	(7.818)	(7.107)	(7.082)	(6.833)	(1.884)	-12,72%
Outros	(30.930)	(32.966)	(33.480)	(36.477)	(37.436)	(6.874)	135,54%
Viagens	(2.803)	(3.058)	(3.258)	(3.549)	(3.781)	(697)	300,02%
Remessa Lucros e Dividendos	(19.713)	(21.071)	(21.098)	(23.491)	(23.741)	(4.281)	161,22%

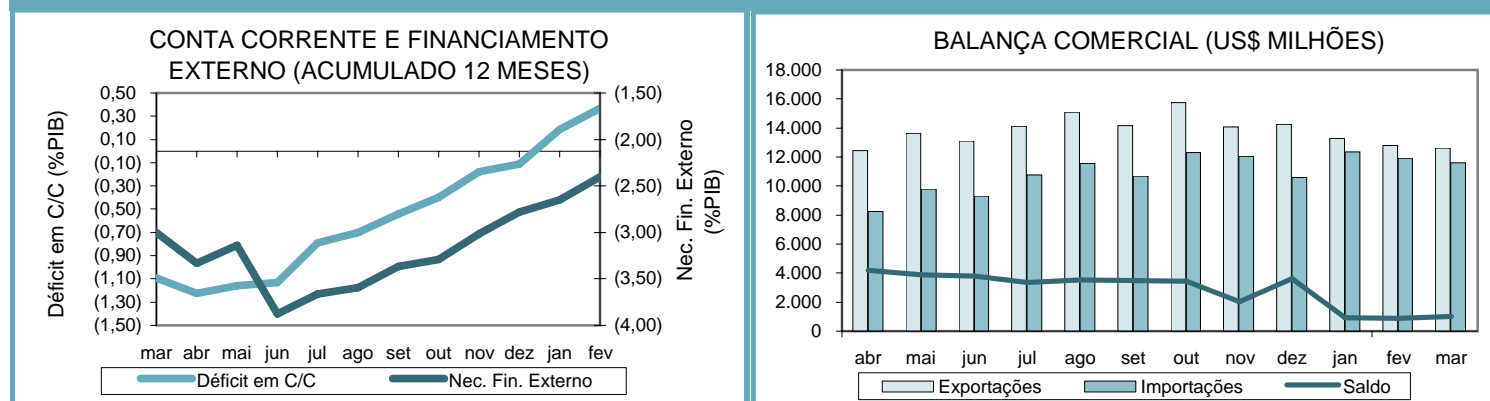
	ago	set	out	nov	dez	jan	fev
Dívida Externa e Reservas Internacionais (US\$ milhões)							
Dív. Externa Total (+ emp. intercompanhias)	235.557	237.632	238.262	242.098	240.839	244.829	247.998
Reservas (Liquidez)	161.097	162.962	167.867	177.060	180.334	187.507	192.902
Meses de Importações	18,0	17,7	17,7	18,1	18,0	18,1	17,9

* Mesmo período ano anterior

Câmbio e Reservas



Contas Externas



	out	nov	dez	jan	fev	Acumulado (%)	
Produção e Vendas						Ano	12 meses
IPF Base Fixa — IBGE	136,83	130,47	116,58	118,71	114,17	9,18	6,85
mpaa (%) *	10,54	6,72	6,32	8,69	9,71		
IPF Dessazonalizado — IBGE	127,21	124,70	123,81	125,97	125,33	7,03	6,59
var. Mês Anterior (%)	3,36	(1,97)	(0,71)	1,74	(0,51)		
Vendas Reais — CNI	136,54	134,00	122,88	118,82	119,18	14,47	6,65
Vendas Reais (Dessaz.) — CNI	126,50	127,38	129,29	130,33	132,28	10,23	6,34
Util. Capacidade Inst. — CNI	84,28	84,30	81,30	81,60	81,70	2,10	2,23
Util. Capacidade Inst. (Dessaz.) — CNI	82,80	83,10	83,00	83,10	82,90	1,97	2,23

	out	nov	dez	jan	fev	Acumulado (%)	
Emprego e Salário						Ano	12 meses
Desemprego Aberto — IBGE (%)	8,70	8,20	7,40	8,00	8,70		
Pessoal Ocupado (Dessaz.) — CNI	109,38	109,27	109,81	110,69	110,91	5,34	4,16
Horas Trabalhadas (Dessaz.) — CNI	117,73	117,15	118,43	119,26	121,41	6,59	4,65
Rendimento Real Médio — IBGE	1.154,97	1.245,68	1.484,11	1.175,79	nd	2,11	3,36
Salários Reais — CNI	113,85	121,00	141,21	116,50	117,78	8,90	5,28

	nov	dez	jan	fev	mar	Acumulado (%)	
Comércio						Ano	12 meses
Índice Volume Vendas Varejo — IBGE	138,31	188,06	135,83	nd	nd	11,80	9,95
Índice Receita Nom. Vendas Varejo — IBGE	156,88	215,18	156,24	nd	nd	16,49	12,56
Falências Requeridas — ACSP	44	48	40	43	50	(21,76)	(25,18)
SPC (Consultas Diárias) — ACSP	77.006	87.710	83.915	86.303	92.216	34,51	12,76
Usecheque (Consultas Diárias) — ACSP	104.708	122.340	89.885	93.847	101.500	34,77	12,47

* Mesmo período do ano anterior

Nível de Atividade

