

Cenário mundial adverso irá moderar o ritmo de crescimento futuro

Desempenho da economia real em 2008 não foi afetado pela crise financeira mundial

O desempenho corrente da economia brasileira permanece expressivo, associado à ampliação da demanda interna. O aprofundamento da crise financeira internacional, contudo, altera o cenário prospectivo em duas dimensões.

Primeiro, a ampliação das dificuldades, que passaram a alcançar também os países europeus, tem como consequência imediata a redução da liquidez internacional e o volume de recursos disponíveis às economias emergentes, como o Brasil. Segundo, as economias avançadas entrarão em recessão, com implicações sobre o dinamismo do comércio mundial, independentemente do conjunto de medidas adotadas para enfrentar a crise americana.

A capacidade de o Brasil enfrentar as dificuldades é maior que no passado: reservas elevadas, substancial superávit primário, sistema de regulação bancária desenvolvido e menor dependência externa. Não obstante, essas condições não impedem que os desdobramentos da crise mundial alcancem o Brasil; mesmo que os efeitos imediatos ainda sejam tênues no setor real.

São dois os principais vetores da transmissão: a menor disponibilidade de crédito internacional e a redução da demanda externa pelos produtos brasileiros. O primeiro tem efeito mais imediato, enquanto o segundo irá se apresentar de forma progressiva à medida que o comércio mundial perca dinamismo.

No curto prazo, faz-se necessário que a autoridade monetária mostre-se atenta aos problemas de liquidez e ao aumento do custo do crédito, em especial o crédito voltado para as exportações. A não-renovação das linhas externas de financiamento, aliado à dificuldade em sua substituição integral por linhas domésticas, gera dificuldades à operação das empresas. É também imprescindível, mesmo na continuidade de tensões inflacionárias domésticas, reavaliar a intensidade da política monetária

em execução, que não foi dimensionada para um cenário mais adverso como o atual.

O menor crescimento da economia mundial significará menor demanda externa para os produtos brasileiros, o que fragiliza as contas externas do país e compromete importante fator de expansão da produção. A deterioração do déficit em conta corrente aumenta a necessidade de financiamento externo, justamente em um momento de redução da liquidez internacional.

Com a redução da poupança externa é crucial elevar a capacidade doméstica de poupança para manter o ritmo de crescimento do investimento. Isto exige aumento da poupança pública, o que implica redução do crescimento dos gastos correntes.

Dessa forma, apesar do crescimento em 2008 já estar assegurado em ritmo acima de 5%, o novo cenário deverá promover uma inflexão. O desafio para a economia brasileira será manter as condições de crescimento em 2009, enquanto a economia mundial irá crescer de forma bem mais lenta.

a economia brasileira no terceiro trimestre de 2008

Forte crescimento econômico deste ano não se repetirá em 2009

Pág. 2

Mercado de trabalho sustenta o crescimento da demanda interna

Pág. 4

Redução nos preços das commodities traz alento ao cenário inflacionário

Pág. 6

Aumento de despesas reduz contribuição da política fiscal para controle inflacionário

Pág. 8

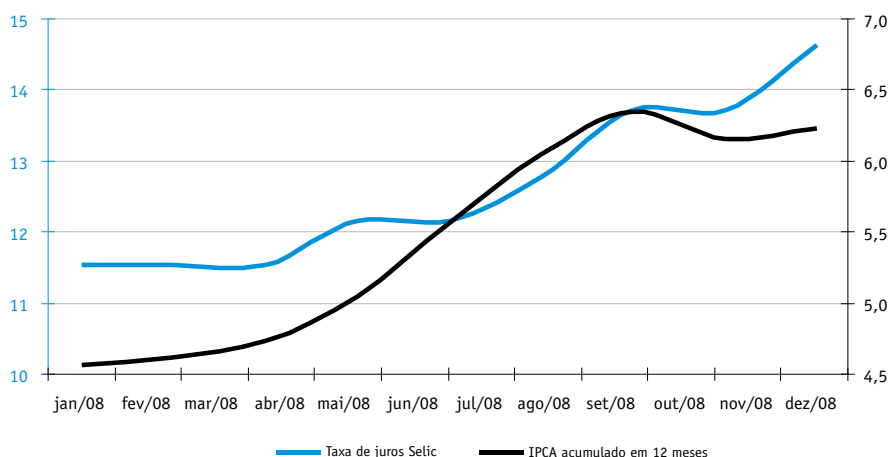
Setembro foi marcado por incertezas e alteração no patamar de câmbio

Pág. 10

Evolução da taxa de juros Selic e IPCA

Acumulado em 12 meses (em %)

É imprescindível, mesmo na continuidade de tensões inflacionárias, reavaliar a intensidade da política monetária em execução



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

Crescimento intenso em 2008 não se estende a 2009

Aperto monetário e crise financeira nos Estados Unidos dão o tom da atividade econômica futura

O cenário econômico do terceiro trimestre é marcado por uma dualidade: de um lado, está a exuberância do crescimento em 2008, e de outro lado, emergem fatos que prenunciam inflexão no ritmo de crescimento, como a intensificação na alta dos juros e o agravamento da crise financeira nos Estados Unidos.

O PIB expandiu-se 6,0% no primeiro semestre de 2008 frente ao mesmo período do ano anterior. O crescimento está associado à ampliação da demanda interna, que cresce quase 8% em 2008, frente a 2007. A demanda, por sua vez, é alimentada por três fatores: expansão da massa real de salários, aumento do gasto público e ampliação do crédito.

A massa real de salários está em expansão, beneficiada não apenas pela geração de emprego, como também pelo menor crescimento da inflação. O gasto público

acelerou-se a partir de julho. Por fim, a participação do crédito no PIB cresceu em julho e em agosto e atingiu 38% do PIB, o que beneficia tanto o consumo familiar de produtos de maior valor, como o investimento, com destaque para a expansão da construção civil e para a aquisição de máquinas e equipamentos.

Demanda interna é alimentada por três fatores

Com renda e crédito em alta, o consumo das famílias aumentou 6,7% em 2008. As vendas no comércio varejista ampliaram-se à taxa de dois dígitos, na comparação entre as médias dos sete primeiros meses de 2008 e de 2007. Mais do que consumo, o crescimento econômico é liderado pela expansão dos investimentos.

A formação bruta de capital fixo ampliou-se em 15,7% no primeiro semestre, comparativamente ao mesmo período de 2007. Nos últimos dois anos – comparando-se os segundos trimestres de 2008 e de 2006 – a formação bruta cresceu 32,3%. Trata-se de um ritmo de crescimento que permitiria ao Brasil dobrar o volume de investimentos em cinco anos.

Para 2008, o crescimento vigoroso está garantido. Entretanto, ao mesmo tempo em que vários indicadores sustentam a avaliação positiva sobre o desempenho da economia, avolumam-se os indícios de que esse forte ritmo de crescimento terá fôlego curto. A combinação de juros em alta no Brasil e crise financeira no mercado americano formam um cenário propício à perda do ritmo de expansão.

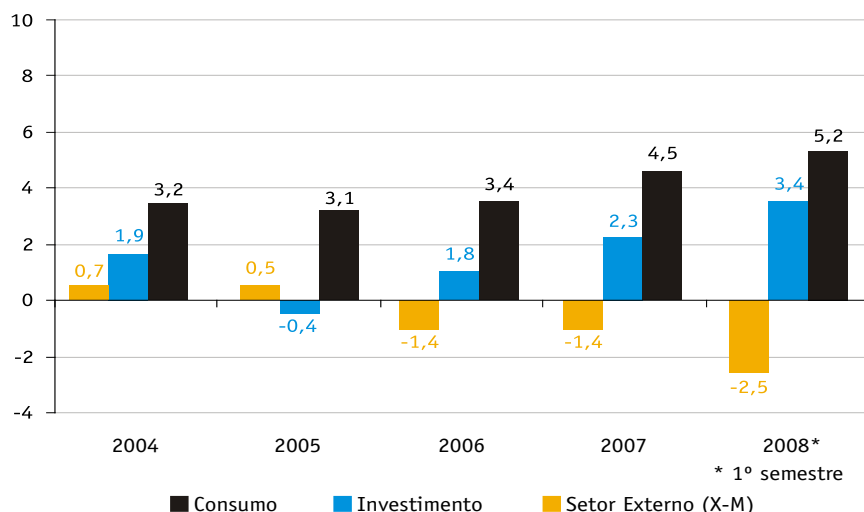
A expansão da demanda interna não se dissipará rapidamente: levará tempo para que a crise financeira no mercado internacional atinja a produção no Brasil. Mas o cenário para 2009 exige cautela. A crise financeira atingirá o mercado brasileiro, por várias frentes: a) pela retração da demanda internacional; b) pela dificuldade de captação de crédito; c) pela perda de valor de mercado das empresas brasileiras; d) pelo encarecimento da produção, pois a valorização abrupta do dólar encarecerá os insumos importados, que tiveram sua participação ampliada no processo produtivo.

Além da crise internacional, o crescimento econômico neste fim de 2008 – e especialmente em 2009 – estará limitado pela intensificação da elevação dos juros. O aperto monetário, que se iniciou em abril, não trouxe impactos significativos sobre o ritmo de expansão no segundo ou

PIB: composição do crescimento

Em pontos percentuais

As contribuições do consumo e do investimento na formação do PIB são crescentes nos últimos três anos.



Fonte: Contas Nacionais/IBGE Elaboração: CNI

no terceiro trimestres. Mas as perspectivas são de que no quarto trimestre, os efeitos do aperto monetário se somem aos efeitos da crise financeira internacional, reduzindo as taxas de expansão. Esse efeito será ainda mais claramente percebido em 2009.

PIB deve expandir-se 5,3% em 2008

A CNI elevou a estimativa de crescimento do PIB para 5,3% em 2008, praticamente repetindo a taxa de expansão registrada em 2007 (5,4%). Essa revisão do crescimento econômico para cima – anteriormente a CNI previa uma expansão de 4,7% em 2008 – foi motivada, sobretudo, pelos resultados das Contas Nacionais do segundo trimestre. A expansão de 6,1% no PIB no segundo trimestre de 2008, relativamente ao mesmo período de 2007, ficou acima das expectativas da CNI, que era algo próximo de 5,5%. A par disso, os resultados da atividade industrial neste terceiro trimestre não sinalizam perda de intensidade no crescimento.

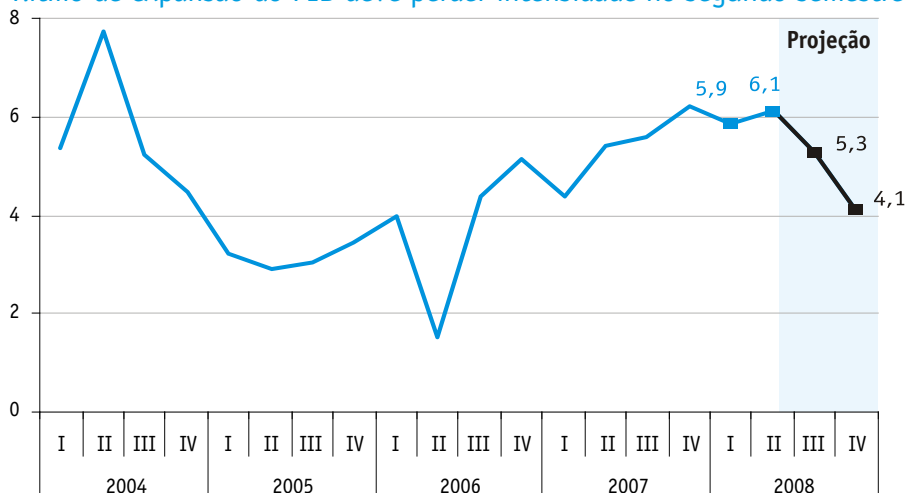
A indústria deve crescer 5,5% em 2008, um pouco acima da média da economia. Na indústria, ressalte-se a estimativa de crescimento de 8,7% da produção na construção civil. Esse crescimento está associado, em boa medida, à expansão do crédito para a habitação. A indústria de transformação – maior segmento do PIB industrial – cresce um pouco aquém da média da indústria (5,1%).

Em 2008, a produção agropecuária deve ampliar-se 5,5%. O crescimento da produção está atrelado, em boa medida, aos altos preços das commodities agrícolas vigentes desde o ano passado, quando serviram de base para a decisão de aumento da área plantada e, conseqüentemente, da safra em 2008. Os serviços, impulsionados em grande medida pelo comércio e pela intermediação financeira, devem crescer 4,8%. Os impostos devem expandir-se 7,3% em 2008.

Evolução do PIB

Variação (%) em relação ao mesmo trimestre do ano anterior

Ritmo de expansão do PIB deve perder intensidade no segundo semestre



Fonte: Contas Nacionais/IBGE Elaboração: CNI

Com relação aos componentes da demanda interna, a CNI estima crescimento do consumo das famílias em 6,0%, o que deve explicar 70% de todo o crescimento econômico em 2008. O consumo do governo deve aumentar 5,6% em 2008.

A CNI elevou a estimativa de expansão da formação bruta de capital fixo para 13,5%. Esse crescimento está associado ao aumento da utilização da capacidade instalada e à expansão dos gastos públicos. O volume de exportações de bens e serviços deve aumentar 1,0% este ano e as importações devem ampliar-se em 22,0%.

Com isso, a contribuição líquida do setor externo na formação do PIB deve ser negativa em 2,6 pontos percentuais em 2008, aproximando-se do recorde de 3 pontos percentuais em 1995.

O ritmo de crescimento do PIB em 2008 não deve se estender para 2009. Os impactos da elevação dos juros e da crise financeira dos Estados Unidos devem conter a atividade econômica a partir do quarto trimestre de 2008 e, de forma mais pronunciada em 2009, quando o ritmo de expansão da economia deve recuar para algo próximo de 3,5%.

PIB: Variação (%) frente ao mesmo trimestre do ano anterior

		2008	
Componentes do PIB		Taxa de crescimento (%)	Contribuição (p.p.)
Ótica da demanda	Consumo das famílias	6,0	3,7
	Consumo do governo	5,6	1,4
	FBKF	13,5	2,4
	Exportações	1,0	0,1
	(-) Importações	22,0	-2,7
Ótica da oferta	Agropecuária	5,5	0,3
	Indústria	5,5	1,6
	Serviços	4,8	3,1
	Impostos	7,3	
PIB pm		5,3	

Mercado de trabalho reduz desemprego em ritmo intenso

Fluxo de contratações em ritmo acima da procura por emprego ainda persiste

O mercado de trabalho continuou aumentando o fluxo de novas contratações formais em todo Brasil. A criação de empregos formais nos últimos 12 meses findos em agosto ultrapassou os 2 milhões, o que representa o maior fluxo de novas vagas da história (Caged, MTE).

Na mesma linha, os dados da Pesquisa Mensal de Emprego (IBGE) – a qual cobre apenas as seis principais regiões metropolitanas brasileiras – apontam um crescimento da ocupação, incluindo formal e informal, de 3,7% em agosto, comparativamente ao mesmo mês do ano anterior. Esse crescimento representa um fluxo de 771 mil novas vagas nesse período (número acima de todas 623 mil vagas criadas no ano passado).

Apesar do intenso crescimento do emprego metropolitano, a variação de agosto foi

a terceira desaceleração consecutiva, na comparação com o mesmo mês do ano anterior: em maio o emprego cresceu à taxa de 4,6%.

Ocorreram mudanças também na tendência de crescimento das diferentes formas de inserção da ocupação metropolitana. O emprego com carteira do setor privado, que cresceu 9,1% na média do primeiro semestre – relativamente ao mesmo período de 2007 – registrou menor crescimento em julho (7,8%) e em agosto (5,8%), frente ao mesmo mês do ano anterior. Paralelamente, o emprego sem carteira do setor privado delineou uma trajetória inversa: após 13 meses consecutivos de variação negativa, esse contingente passou a crescer em intensa aceleração a partir de julho deste ano e atingiu 6,0% em agosto, também na comparação com o mesmo mês do ano

anterior. A ocupação por conta própria seguiu a mesma tendência, mas com alguma defasagem: a expansão anual da ocupação por conta própria, que vinha perdendo ímpeto, voltou a acelerar o ritmo em agosto.

A combinação desses movimentos interrompeu uma tendência que se mantinha por 42 meses seguidos: crescimento do emprego com carteira do setor privado em ritmo mais intenso do que o emprego sem carteira.

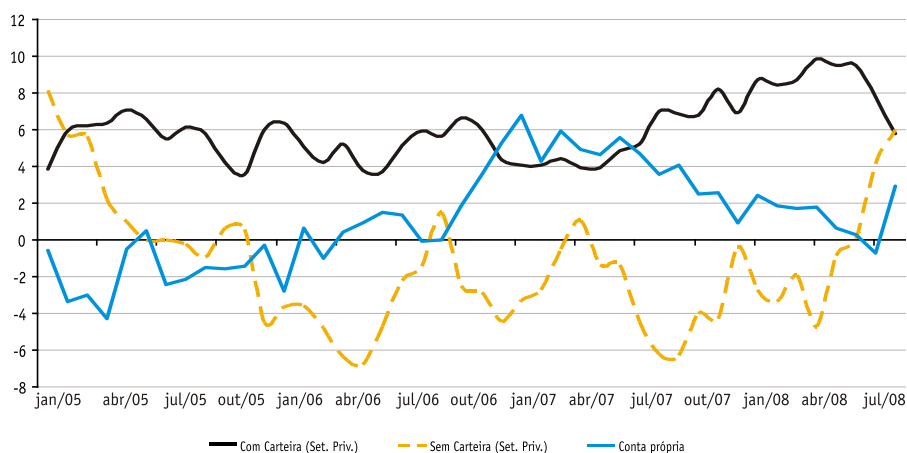
O grau de formalidade – que contempla os empregados com carteira, militares e estatutários no total da ocupação – refletiu a maior oferta de empregos informais e recuou pelo terceiro mês seguido (de 56,4% em abril para 55,9% em agosto). Ressalte-se que mesmo com a recente queda, esse indicador ainda se mantém 0,4 ponto percentual acima da média registrada em 2007.

O período eleitoral – pela maior oferta de empregos informais e temporários – pode estar influenciando na redução do grau de formalidade nos últimos três meses.

Variação da ocupação por posição na ocupação

Comparação com o mesmo mês do ano anterior (em %)

Emprego sem carteira volta a crescer no mesmo ritmo do contingente com carteira pela primeira vez em 42 meses



Fonte: PME/IBGE

Taxa de desemprego deverá reduzir ritmo de queda

A taxa de desemprego iniciou a tendência de recuo meses antes do que o padrão de anos anteriores. Enquanto que em 2006 e em 2007 a taxa de desemprego só passou a registrar redução em meados do segundo trimestre, em 2008 esse indicador iniciou a trajetória cadente em março. Esse movimento se manteve até a taxa de desemprego atingir 7,6% em agosto – o segundo menor patamar desde 2002.

Esse movimento não é resultado apenas do intenso crescimento da ocupação, mas também por uma menor procura por trabalho: desde julho de 2007 que a ocupação cresce frente ao mesmo mês do ano anterior, em pelo menos, 1 ponto percentual acima da variação da população economicamente ativa (PEA). Esse diferencial aumentou ao longo de 2008 de forma a ultrapassar 2,5 pontos percentuais em maio. Em agosto, o diferencial de crescimento entre os dois contingentes de 2,2 pontos percentuais é resultado de uma expansão de 3,7% da ocupação e um avanço de apenas 1,5% da PEA – ambos indicadores na comparação com o mesmo mês do ano anterior. A tendência de crescimento da renda nos últimos anos pode estar diminuindo a urgência de membros secundários familiares (como cônjuge e filhos) buscarem trabalho para ajudar nas despesas domiciliares, como ocorreu em 2003.

Boas negociações salariais garantem expansão dos rendimentos

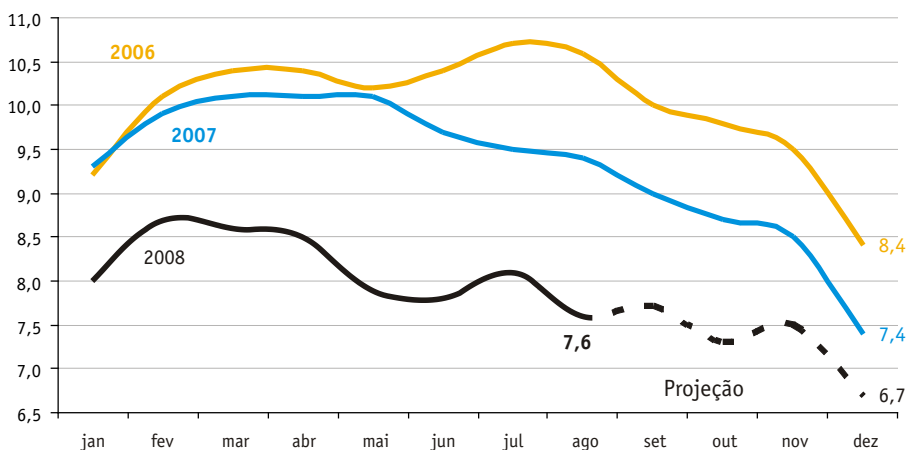
Com o resultado de agosto, a CNI projeta que a diferença de 1,8 ponto percentual da taxa de desemprego frente ao mesmo mês do ano anterior deverá diminuir progressivamente nos próximos meses, devido a um recuo mais lento desse indicador no final de ano. Em dezembro, devido a fatores sazonais, a taxa de desemprego voltará a ampliar o movimento de queda para 6,7%, o que será o menor patamar desse indicador desde 2002. Com isso, a média anual da taxa de desemprego será de 7,9% em 2008.

A média dos rendimentos reais habitualmente recebidos pelo trabalhador cresceu

Evolução da taxa de desemprego

Em % da PEA

A diferença da taxa de desemprego com o registrado no mesmo mês do ano anterior deverá reduzir gradativamente até o final do ano



Fonte: PME/IBGE

2,1% em agosto, frente a julho. Comparativamente ao mesmo mês do ano anterior, a renda acelerou o crescimento para 5,7%. Essa é a maior taxa de variação positiva anual dos últimos 25 meses, o que ajuda a explicar o dinamismo da demanda interna.

As negociações salariais têm exercido importante papel na evolução dos rendimentos reais: 74% das negociações asseguraram aumentos de salários acima da inflação no primeiro semestre de 2008 (Dieese). A rápida queda da taxa de desemprego também traz pressões no sentido de aumentar a oferta da renda do trabalho para atrair melhores candidatos às vagas oferecidas.

Maior crescimento da renda veio dos servidores públicos e trabalhadores por conta própria

Os trabalhadores por conta própria foram os que tiveram os maiores ganhos de renda real (12,3% em agosto frente ao mesmo mês do ano anterior), sendo seguidos pelos ganhos da renda dos

trabalhadores do setor público (10,3% na mesma comparação). No primeiro caso, a explicação do alto crescimento se deu pelo fato dos ocupados por conta própria terem maior flexibilidade para compensar sua remuneração à variação dos preços. No segundo, a fonte desse movimento foi originada pelos dissídios do governo muito acima da média do setor privado.

Massa salarial volta a crescer em taxa de dois dígitos

A massa salarial atingiu crescimento de 10,7% em termos reais em agosto, frente ao mesmo mês do ano anterior. Trata-se da segunda maior variação nessa base de comparação desde 2002. Os intensos crescimentos da ocupação e da renda real influenciaram nesse resultado. No entanto, a persistência do arrefecimento da ocupação – à se confirmar – poderá reduzir o ritmo de crescimento da massa salarial, principalmente ao longo de 2009, quando projeta-se um menor ritmo de crescimento da economia.

Queda dos preços das *commodities* ameniza inflação

IPCA ainda ficará próximo do teto da meta de inflação em 2008

O principal foco da aceleração inflacionária mundial perdeu força com a redução dos preços internacionais das *commodities*. Os preços das *commodities* de alimentação e energia (considerando petróleo, gás e carvão) recuaram, respectivamente, 6,7% e 12,6% em agosto (FMI), frente ao mês anterior. Esse comportamento é resultado da piora da crise americana que trouxe perspectivas de menor crescimento da economia global (principalmente dos Estados Unidos).

O movimento de queda das *commodities* trouxe impactos quase que imediatos aos índices de preços no Brasil. A inflação no atacado (IPA-DI/FGV), que em maio e em junho registrava variações mensais acima de 2%, desacelerou o ritmo de crescimento em julho e passou a ficar negativa em agosto (-0,80%). Em setembro, mesmo não apresentando deflação, o IGP-M ficou muito perto da estabilidade (0,1%).

No tocante à inflação ao consumidor, o repasse da redução dos custos também ocorreu quase que de forma instantânea. O grupo alimentação do IPCA (IBGE), que foi responsável por metade da inflação nos últimos 12 meses, passou a registrar deflação em agosto (na variação frente ao mês anterior). Esse movimento foi suficiente para que o IPCA, no acumulado em 12 meses, quebrasse a tendência de aceleração – que vinha ocorrendo por nove meses seguidos – e atingisse 6,2% em agosto (ante 6,4% no mês anterior).

A rápida transmissão dos efeitos da redução dos preços das *commodities* na inflação doméstica comprova que parte relevante da pressão inflacionária brasileira nos últimos 12 meses se deveu por fatores externos.

No entanto, a recente trégua da inflação ainda está concentrada nos preços dos

alimentos. O grupo serviços do IPCA e o núcleo de inflação (por exclusão de alimentos e preços monitorados) ainda estão em trajetória de aceleração: ambos os indicadores cresceram 5,9% no acumulado em 12 meses findos em agosto.

A CNI projeta que o IPCA no acumulado em 12 meses volte a crescer levemente no decorrer desse ano, para somente em dezembro registrar perda de ritmo e finalizar o ano em 6,2%.

Dois fatores influenciaram – em sentidos opostos – no comportamento da inflação corrente e, conseqüentemente, na projeção para 2008. De um lado, houve transmissão mais rápida e mais intensa do que se previa dos efeitos da descompressão dos preços internacionais das *commodities* nos índices de inflação. Por outro, a demanda interna continuou crescendo com força. A lenta perda de dinamismo na criação de empregos metropolitanos a partir do segundo trimestre deste ano ainda não trouxe impactos relevantes ao consumo interno. Os aumentos do emprego, da renda (mesmo que de forma mais lenta) e do crédito continuam, portanto, a alimentar o consumo das famílias.

Variação dos preços das *commodities* e índice de inflação no Brasil

Comparação com o mês anterior (em %)

Redução dos preços das *commodities* afetou rapidamente a inflação brasileira

Índices de *Commodities* e inflação

	junho	julho	agosto
Total	5,73	1,54	-10,68
Alimentação e bebidas	4,08	-0,56	-6,66
Energia (Petróleo, Gás e Carvão)	7,56	2,09	-12,63
Insumos industriais	-1,33	1,05	-4,77
Matérias-Primas Agrícolas	0,60	1,36	-0,18
Minerais Metálicos	-2,20	0,91	-6,90
Índices de inflação			
IGP-DI	1,89	1,12	-0,38
IPA-DI	2,29	1,28	-0,80
IPC-DI	0,77	0,53	0,14
IPCA	0,74	0,53	0,28
Grupo alimentação do IPCA	2,11	1,05	-0,18

Fonte: FMI, IBGE e FGV

Queda nos preços das *commodities* cria condições para que o Banco Central interrompa o ciclo de aperto monetário

O impacto da queda dos preços das *commodities* nos índices de inflação brasileiros alterou o cenário prospectivo da inflação. Porém, dada a rigidez dos preços dos serviços e dos núcleos de inflação e considerando a leitura da última ata do Copom, o Banco Central deverá continuar com o aperto monetário, mas reduzindo

a intensidade de forma progressiva das elevações da *Selic*. Apesar do espaço para interrupção do ciclo monetário contracionista, a CNI acredita que o Copom aumente os juros em 0,5 ponto percentual na reunião de outubro e em 0,25 ponto percentual na de dezembro – sendo a última desse ciclo contracionista –, de modo que a taxa de juros básica finalize o ano de 2008 em 14,5%. Com o aumento da *Selic*, a expectativa para a taxa de juros média real para este ano elevou-se de 6,3% para 6,6%.

A política monetária em execução não foi dimensionada para a situação de crise como a atual

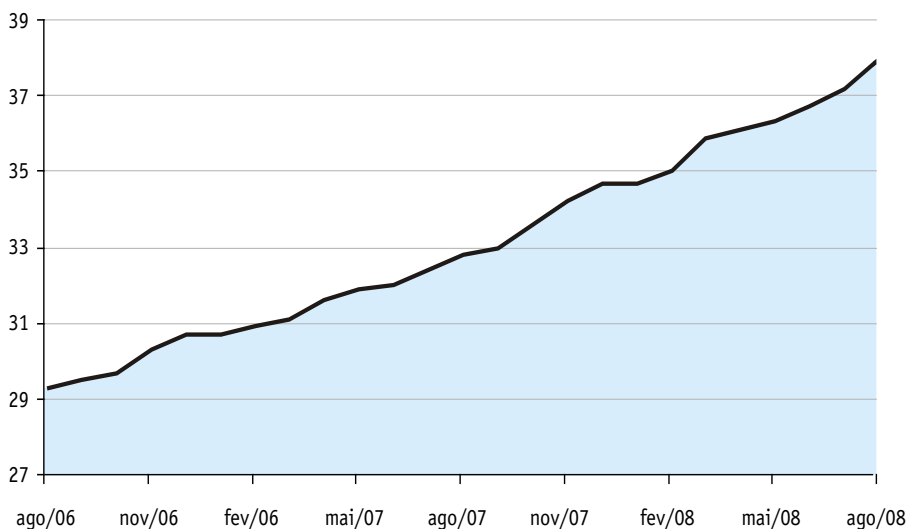
Ressalte-se que em um cenário de elevação da taxa de juros, o Banco Central reduziu os compulsórios duas vezes em menos de uma semana. Na primeira medida, houve ampliação de R\$ 100 milhões para R\$ 300 milhões do valor a ser deduzido pelas instituições financeiras da exigibilidade adicional sobre depósitos à prazo, poupança e recursos à vista. Na segunda medida, o Banco Central alterou o recolhimento do compulsório em títulos federais. Na prática a instituição liberou 40% do compulsório sobre depósito a prazo para que bancos possam comprar carteiras de crédito de instituições menores, na tentativa de amenizar as dificuldades dessas instituições para conseguirem crédito no cenário atual.

As alterações no compulsório em um cenário de elevação da *Selic* cria um paradoxo por representar uma política monetária com forças em sentidos opostos: ao mesmo tempo que o Banco Central torna o crédito mais caro ao elevar os juros, proporciona mais liquidez ao sistema financeiro com a redução do compulsório.

Evolução do crédito em proporção do PIB

Em %

Crescimento do crédito não manterá o mesmo ritmo



Fonte: Banco Central do Brasil

Leasing continua sendo a modalidade de crédito de maior crescimento

O volume de crédito total do sistema financeiro cresceu 31,5% em agosto na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Essa expansão possibilitou o crédito a atingir 38% do PIB, o que representa um crescimento de 5,2 pontos percentuais frente ao registrado no mesmo mês de 2007. O resultado de agosto registra a maior proporção do crédito em relação ao PIB desde o início da série histórica do Banco Central (1988).

O avanço do crédito ainda é puxado preponderantemente pelo crédito com recursos livres – expansão de 35,0% nos últimos 12 meses –, enquanto o crédito consignado, na modalidade de repasse do BNDES, cresceu a uma taxa menos expressiva: 19,9%.

A modalidade de crédito com recursos livres que mais aumentou nos últimos 12 meses, tanto para pessoa física como jurídica, continua sendo o *leasing*,

principalmente nas operações de compra de veículos. A concessão total de *leasing* cresceu em agosto 135,3% no caso de pessoa física e 75,4% no caso de jurídica. Como reflexo desse comportamento, a modalidade de crédito referencial para taxa de juros para a compra de veículos – a qual tem incidência de IOF – alterou o crescimento de 31,4% em agosto de 2007 para uma queda de 35,3% em agosto de 2008 (ambas as variações na comparação com o mesmo mês do ano anterior).

Apesar do forte crescimento do crédito no Brasil, sinais de contágio da crise americana já se fazem presentes nesse setor. Com a forte volatilidade do mercado acionário e redução da liquidez financeira internacional, os lançamentos de IPOs (*Initial Public Offering*) na Bovespa foram interrompidos, de forma a quebrar a tendência de aumento dessa modalidade de captação de recursos. Acompanhando esse cenário, o crédito também se mostra mais escasso para o setor exportador e para empresas que fazem uso das linhas de crédito internacionais.

Política fiscal reduz viés anti-inflacionário

Ritmo de crescimento das despesas do Governo Central elevou-se nos últimos meses

Diversas fontes de pressão contribuíram para o aumento do ritmo de crescimento das despesas do setor público no terceiro trimestre de 2008. Este movimento, embora não recoloca a política fiscal na trajetória expansionista observada nos últimos quatro anos, indica que a coordenação com a política monetária na busca do controle inflacionário não deve se sustentar.

Gastos com pessoal, custeio e investimento pressionaram as despesas do Governo Central

As despesas primárias do Governo Central tiveram um aumento real de 5,7% (IPCA) nos primeiros oito primeiros meses de 2008, se comparadas àquelas ocorridas no mesmo período de 2007. Essa mesma comparação realizada para os cinco primeiros meses do ano indicava cresci-

mento real de 4,1%. Todos os principais componentes das despesas primárias contribuíram para a elevação do ritmo de crescimento. As despesas com custeio e capital, que até maio cresciam à taxa real de 5,7%, apresentaram expansão real de 8,3% entre janeiro e agosto de 2008, quando comparadas ao mesmo período do ano anterior. Por sua vez, os gastos com pessoal, que cresciam à taxa real de 2,1% nos cinco primeiros meses do ano, registraram aumento real de 3,7% entre janeiro e agosto de 2008, se comparados ao mesmo período do ano anterior. Finalmente, ocorreu aceleração de 4,3%, até maio, para 5,0%, até agosto, do ritmo de crescimento das despesas previdenciárias.

Este comportamento das despesas foi compensado pela continuidade do espetacular ritmo de crescimento das receitas. Nos oito primeiros meses de 2008, a

receita líquida cresceu 10,9%, em termos reais. Este resultado supera o observado até maio, quando a receita líquida teve expansão real de 10,0%.

Eleições municipais e arrecadação maior levam a aumento de despesas nos governos estaduais e municipais

Com relação às despesas dos governos estaduais e municipais, embora o ritmo de crescimento tenha desacelerado nos últimos meses, o que chama a atenção é o aumento real de 16,3% nos sete primeiros meses de 2008, em relação ao mesmo período do ano anterior. Um fator explicativo para este comportamento é a proximidade das eleições municipais. Outro fator é o crescimento das receitas. Nos sete primeiros meses deste ano, em relação ao mesmo período de 2007, as receitas expandiram-se 13,9%, em termos reais. Em todo o ano passado, com relação a 2006, o crescimento real da arrecadação de estados e municípios foi de 7,2%. Com exceção da parcela legalmente destinada ao pagamento de juros nos acordos com o governo federal para renegociação das dívidas, a ampliação das receitas se converte em maiores possibilidades de gastos.

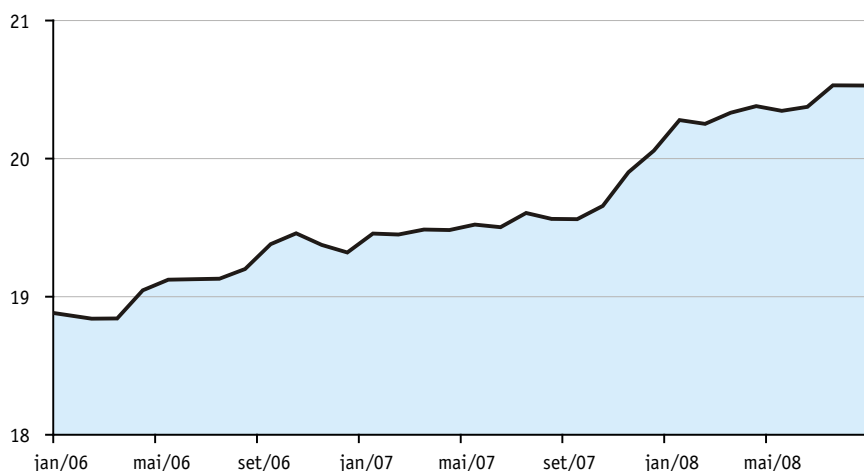
Ampliação de receita impede deterioração do resultado primário

Mesmo com o aumento das despesas nos três níveis da administração pública, o crescimento da receita foi suficiente para impedir a deterioração do resultado primário. No Governo Central, o superávit primário acumulado em 12 meses

Evolução da receita líquida do Governo Central

Em % do PIB

Entre ago/07 e ago/08, a receita líquida do Governo Central acumulada em 12 meses aumentou em 1,0 ponto percentual do PIB.



Fonte: STN/Ministério da Fazenda

Elaboração: CNI

cresceu de 2,78% do PIB, em maio, para 2,99% do PIB, em agosto. Nos governos regionais e suas estatais, o resultado ficou praticamente estável, passando de 1,09% para 1,10% do PIB. Estes resultados garantiram a elevação do superávit primário do setor público consolidado (Governo Central, governos regionais e estatais) acumulado em 12 meses de 4,35% para 4,42% do PIB, mesmo com a redução do resultado das estatais federais.

Despesas primárias do Governo Federal devem crescer, em termos reais, 6,5% em 2008 comparativamente a 2007.

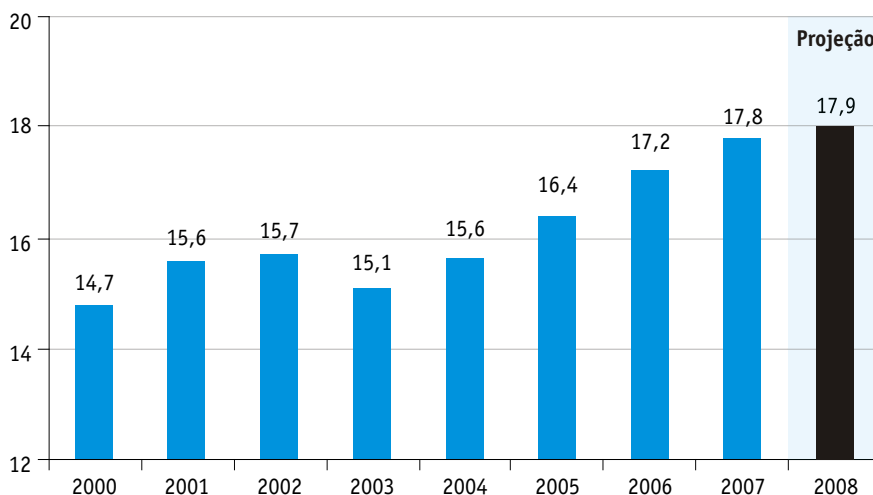
Superávit primário deve alcançar a meta de 4,3% do PIB

Para os próximos meses, no que diz respeito ao Governo Central, a expectativa é que o ritmo de crescimento das despesas continue crescendo. Os gastos com pessoal e de custeio e capital devem apresentar aceleração até o final do ano. Nas despesas com custeio e capital, os impactos do salário mínimo sobre o seguro-desemprego, o abono salarial e os benefícios assistenciais vão continuar pressionando. Além disso, no último decreto de programação orçamentária e financeira foram descontingenciados R\$ 5,1 bilhões em despesas discricionárias. Com relação aos gastos com pessoal, além da continuidade dos efeitos dos aumentos salariais do início do ano, passarão a ser sentidos os impactos dos reajustes concedidos no segundo semestre, que devem acrescentar, ainda em 2008, R\$ 3,5 bilhões a estas despesas.

Evolução das despesas primárias do Governo Central

Em % do PIB

Despesas primárias do Governo Central deverão registrar o menor aumento em relação ao PIB dos últimos 5 anos



Fonte: STN/Ministério da Fazenda
Elaboração e Projeção 2008: CNI

Assim, nossa projeção é que as despesas primárias do Governo Federal cresçam, em termos reais, 6,5% em 2008 comparativamente a 2007.

Pelo lado da receita, nossa estimativa é que a receita líquida tenha crescimento real de 9,0%. Nesse cenário, o Governo Central deve obter superávit primário equivalente a 2,8% do PIB e superar sua meta ampliada (2,7% do PIB).

Com relação aos governos regionais e suas estatais, a desaceleração simultânea do ritmo de crescimento das despesas e, principalmente, das receitas deve assegurar que a meta de superávit primário (0,95% do PIB) seja novamente superada, como tem acontecido nos anos anteriores. Esperamos que estados e municípios terminem o ano com superávit primário em torno de 1,05% do PIB.

Os resultados do Governo Central e dos governos regionais devem compensar o não cumprimento da meta de superávit primário (0,65% do PIB) por parte das

estatais federais. É importante ressaltar que grande parte dos investimentos do PAC está a cargo destas empresas. Nos seis primeiros meses de 2008, as estatais federais ampliaram seus investimentos em 8,8%, em termos reais. Embora este comportamento seja positivo para o crescimento da economia, ele compromete a geração de superávit primário. Sendo assim, esperamos que o setor público consolidado cumpra a meta de superávit primário de 4,3% do PIB.

Os indicadores fiscais mais amplos não apresentaram evolução tão favorável. Ampliamos a estimativa de déficit nominal de 1,7%, no último Informe, para 1,9% do PIB. Essa revisão se deu, principalmente, em função o ritmo de elevação da taxa de juros básica acima do que esperávamos. Apesar da elevação do déficit nominal, a expectativa de crescimento maior do PIB deve proporcionar uma redução maior da relação dívida/PIB. Nossa estimativa é de 40,4% do PIB, contra 40,6% projetada até então.

Incertezas geram fortes oscilações no câmbio

Perspectivas para 2009 são desfavoráveis para exportações

O mês de setembro mostrou brusca alteração nas paridades cambiais do real. No caso do dólar, a cotação média do dólar elevou-se 11,6% e reverteu toda a valorização ocorrida ao longo de 2008, que em julho alcançou 10,9%. Não se pode, contudo, interpretar a desvalorização do real frente ao dólar como uma nova tendência. O momento é de grande incerteza, o que está gerando forte oscilação no mercado de câmbio.

Setembro também é marcado pelo agravamento da crise americana. Outros países já enfrentam dificuldades: bancos europeus tiveram que ser estatizados ou vendidos nos últimos dias do mês. Após a intervenção em uma série de bancos, o banco central americano (FED) e o Tesouro daquele país anunciaram medidas de socorro ao sistema financeiro de caráter mais sistêmico. Há, contudo, a contaminação da proximidade das

eleições americanas na discussão do pacote, o que vem causando adiamentos em sua discussão, muito embora seja consensual que uma medida sistêmica de socorro é necessária. Não há segurança sobre a dimensão da crise e da eficácia das medidas, o que vem gerando grande insegurança nos mercados.

Setembro é marcado pelo agravamento da crise americana

O Banco Central do Brasil, por sua vez, está realizando leilões com o objetivo de frear a especulação sobre a cotação da moeda americana no mercado doméstico, tendo em vista a forte desvalorização da moeda doméstica em setembro. A ação do BC sinalizou sua intenção de

suavizar oscilações na cotação da moeda americana.

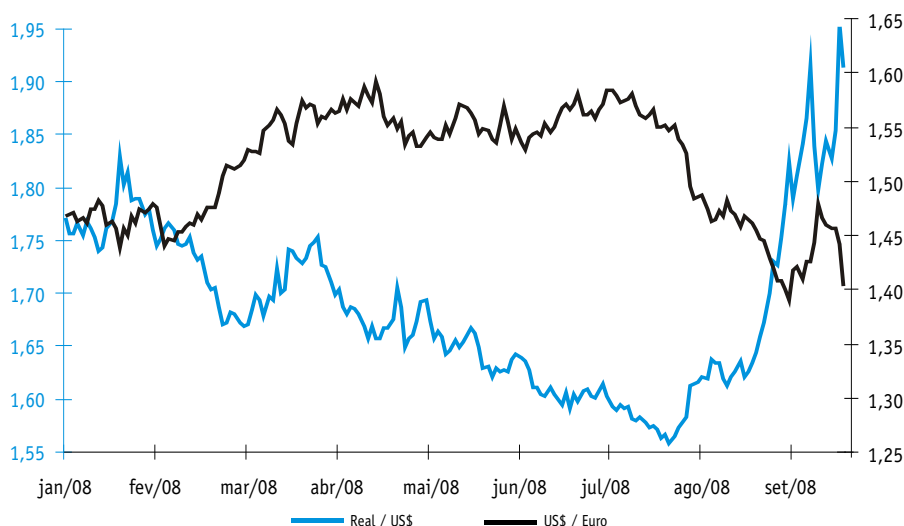
O acirramento da crise americana pressiona pela desvalorização do dólar por dois motivos. Com o aumento da aversão ao risco, investidores procurem papéis considerados mais seguros, como títulos do tesouro americano, o que fortalece a moeda americana em todo o mundo. No caso do real, há ainda a maior remessa de lucros ao exterior para cobrir os prejuízos registrados em suas matrizes. Esse estímulo está provocando uma saída mais expressiva de dólares que a inicialmente projetada e, conseqüentemente, uma deterioração mais forte do déficit em conta corrente.

Assim, para o trimestre, espera-se que o Banco Central tome ações semelhantes para evitar fortes oscilações na cotação da moeda americana. Com isso, projetamos a cotação em torno de R\$ / US\$ 1,80 para o fim do ano.

Taxa de câmbio

Diário - Valor de compra no fechamento

Dólar se valoriza frente ao Euro e ao Real



Fonte: Banco Central do Brasil

Preços de exportação atingem patamar recorde

As exportações brasileiras cresceram 29% nos primeiros nove meses do ano frente ao mesmo período de 2007. Ressalte-se, contudo, que o crescimento do valor exportado se deve exclusivamente à elevação dos preços de exportação. No acumulado no ano até agosto os preços aumentaram 29%, enquanto o volume exportado recuou 1% na comparação com igual período de 2007. Em agosto, o índice de preços calculado pela Funcex atingiu nível recorde, acumulando crescimento de 52% em dois anos.

Apesar do recuo nos preços das *commodities* no mercado internacional, os preços

ainda seguem superiores aos observados em 2007. Além disso, parte das exportações já foi contratada, de forma que o impacto das alterações dos preços só serão sentidos quando das alterações de contratos, o que pode levar alguns meses. O mesmo raciocínio se aplica para a desvalorização do real que, a princípio, auxiliaria as vendas externas.

Dessa forma, tendo em vista os bons resultados das exportações no segundo trimestre e início do terceiro trimestre, o total exportado em 2008 deverá alcançar US\$ 208 bilhões, um crescimento de 30% na comparação com 2007. Ressalte-se, contudo, que este crescimento é ainda mais dependente de preços que o previsto no início do ano.

O cenário para 2009 é desfavorável. São cada vez maiores as evidências que outras economias centrais também serão afetadas pela crise americana. Outros países deverão ser afetados por este menor crescimento mundial o que deverá exercer efeito negativo adicional sobre as exportações brasileiras, mas apenas em 2009. Além disso, haverá menor disponibilidade de crédito no mercado internacional, o que prejudica o financiamento para exportações.

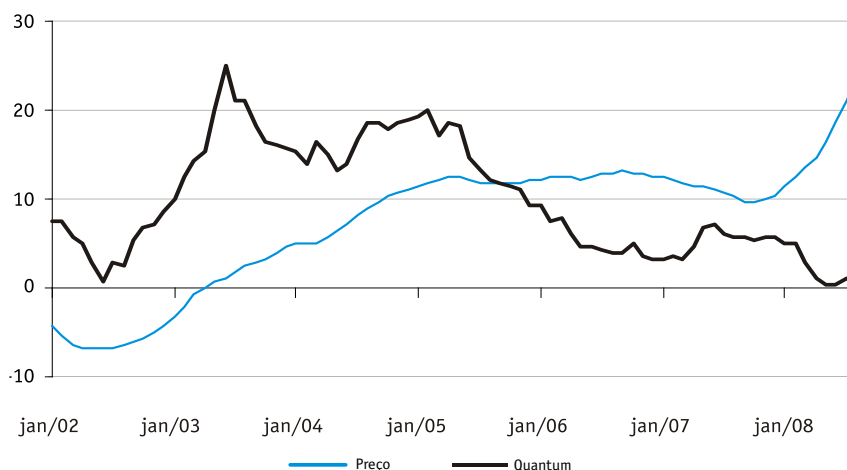
Volume importado exibe ritmo estável de crescimento

O ritmo de crescimento das importações segue intenso, alcançando 52% nos primeiros nove meses de 2008 frente ao mesmo período de 2007. Ganhos de preço e crescimento no volume importado sustentam este crescimento. Os preços registraram aumento de 20% em 12 meses findos em agosto, enquanto no mesmo período o volume importado cresceu 23%. Os preços mantêm um ritmo acelerado de crescimento explicado, sobretudo, pela alta nos preços de petróleo e seus derivados. Já o volume importado vem mantendo um ritmo

Preço e *quantum* das exportações brasileiras

Taxa de crescimento do acumulado em 12 meses sobre os 12 meses anteriores (em %)

Preços em aceleração e *quantum* estável



Fonte: Funcex
Elaboração: CNI

estável de crescimento, sustentado pela atividade econômica e demanda interna.

A continuidade da alta dos preços de importação novamente nos levou a revisar para cima o total importado em 2008, que deverá alcançar US\$ 183 bilhões, um crescimento de quase 52%. O saldo comercial, portanto, seria de US\$ 25 bilhões.

Envio de lucros ao exterior aumenta déficit em conta corrente

A conta corrente acumulou déficit de US\$ 21,9 bilhões nos últimos doze meses findos em agosto, o que representa 1,45% do PIB. O déficit é resultado da combinação de dois fatores. Por um lado, a crescente diferença entre o ritmo de crescimento de exportações e de importações reduziu o saldo comercial acumulado no ano. Por outro lado, o déficit com serviços e rendas também está crescendo.

A valorização do real frente ao dólar provocou um crescimento da despesa com serviços, o que fez com que o déficit com serviços crescesse 36% em 12

meses findos em agosto. As remessas líquidas de renda para o exterior cresceram 40% (US\$ 2,3 bilhões) na mesma

Déficit na conta de serviços e rendas aumentou em mais de 1/3

comparação, refletindo a necessidade das empresas estrangeiras do envio de renda das empresas situadas no país. Os investimentos estrangeiros diretos, por sua vez, tiveram ingresso líquido de US\$ 32,7 bilhões em 12 meses, acumulando o equivalente a 2,17% do PIB.

As remessas líquidas ao exterior continuaram a ser expressivas ao longo do ano e o acirramento da crise econômica americana deverá provocar uma saída ainda mais intensa. Adicionalmente, a demanda interna continua em alta, o que permite projetar a continuidade do crescimento das despesas com serviços em 2008. Assim, projetamos que a conta corrente terá déficit de US\$ 29 bilhões ao fim do ano, cerca de 1,77% do PIB.

perspectivas da economia brasileira

	2006	2007	2008 <i>Projeção</i>	2008 <i>Projeção anterior jun/08</i>
Atividade econômica				
PIB (variação anual)	3,8%	5,3%	5,3%	4,7%
PIB industrial (variação anual)	2,9%	4,9%	5,5%	5,0%
Consumo das famílias (variação anual)	4,6%	6,5%	6,0%	5,5%
Formação bruta de capital fixo (variação anual)	10,0%	13,4%	13,5%	10,5%
Taxa de Desemprego (média anual - % da PEA)	10,0%	9,3%	7,9%	8,04%
Inflação				
Inflação (IPCA - variação anual)	3,1%	4,2%	6,2%	6,4%
Taxa de juros				
Taxa nominal de juros (taxa média do ano)	15,40%	12,13%	12,70%	12,50%
(fim do ano)	13,25%	11,25%	14,50%	14,25%
Taxa real de juros (taxa média anual e defl: IPCA)	10,7%	8,2%	6,6%	6,3%
Contas públicas				
Déficit público nominal (% do PIB)	3,0	2,3	1,9	1,7
Superávit público primário (% do PIB)	3,9	4,0	4,3	4,3
Dívida pública líquida (% do PIB)	44,9	42,8	40,4	40,6
Taxa de câmbio				
Taxa Nominal de Câmbio - R\$/US\$ (média de dezembro)	2,14	1,78	1,80	1,67
(média do ano)	2,18	1,95	1,72	1,67
Sector externo				
Exportações (US\$ bilhões)	137,5	160,0	208,0	190,0
Importações (US\$ bilhões)	91,4	120,0	183,0	170,0
Saldo comercial (US\$ bilhões)	46,1	40,0	25,0	20,0
Saldo em conta corrente (US\$ bilhões)	13,6	4,5	-29,0	-20,0