

Alta da inflação reduz ritmo de crescimento

Aumento na meta do superávit primário deve limitar a intensidade de elevação dos juros

A alta da inflação constitui-se no principal destaque econômico do primeiro semestre. Os números da economia ainda mostram forte trajetória de expansão devido às forças inerciais do crescimento, principalmente originadas da demanda doméstica. Com isso, o PIB deverá crescer 4,7% em 2008. Todavia, as medidas de política econômica voltadas à contenção da pressão inflacionária – em especial a retomada de uma política monetária restritiva – irão conduzir à desaceleração da economia. Os dados do PIB para o segundo trimestre, ainda não-divulgados, deverão marcar a inflexão do atual ciclo de crescimento, mas os efeitos serão sentidos com mais intensidade no segundo semestre e, principalmente, em 2009.

Embora as principais fontes primárias da inflação sejam de origem externa – com a permanência de altos preços das *commodities* –, a combinação da forte pressão da inflação dos alimentos com a expansão do crédito e da renda gera as condições para um movimento doméstico de contaminação mais ampla dos preços. A taxa de inflação acumulada em 12 meses (IPCA) atingiu em maio 5,6%, aumentando pelo sétimo mês consecutivo. As previsões para a inflação de 2008 se elevaram consideravelmente e a CNI antecipa a possibilidade da inflação anual atingir 6,4% em dezembro – praticamente no limite superior da meta de inflação.

A massa salarial real ainda registra ritmo intenso de expansão. Esse movimento tem como alicerce o forte crescimento do emprego, uma vez que os rendimentos reais já mostram certo arrefecimento com a alta da inflação. Todavia, dada a defasagem entre o ciclo de expansão do PIB e a evolução do emprego, o mercado de trabalho ainda irá mostrar bons resultados ao longo do ano. A CNI projeta uma taxa de desemprego em 6,7% em dezembro, acumulando uma média anual ao redor de 8%.

A reação da política econômica é clara no combate à alta da inflação e o desafio está em controlar a alta com o menor dano ao crescimento. O fato novo está na maior consonância entre as políticas fiscal e monetária com o anúncio de elevação da meta de superávit primário para 4,3% do PIB. O compromisso fiscal assumido pelo Executivo é uma ajuda importante na contenção do crescimento da demanda interna e divide com o Banco Central o ônus do combate à inflação, o que deverá limitar a intensidade de elevação dos juros. Ainda assim, é possível que a taxa Selic chegue a 14,25% no final do ano, com a manutenção do ritmo atual de elevação dos juros.

A concessão do grau de investimento e o alargamento do diferencial de juros promoveram valorização adicional do real no trimestre. O impacto da valorização nos fluxos comerciais é expressivo e o saldo comercial deverá reduzir-se quase à metade em 2008, situando-se em torno de US\$ 20 bilhões.

a economia brasileira no segundo trimestre de 2008

Crescimento do PIB perde intensidade no segundo semestre

Pág. 2

Crescimento da massa salarial tem como alicerce a expansão do emprego

Pág. 4

Pressão inflacionária, inicialmente pontual, aponta disseminação

Pág. 6

Ampliação do superávit primário é instrumento para controle da inflação

Pág. 8

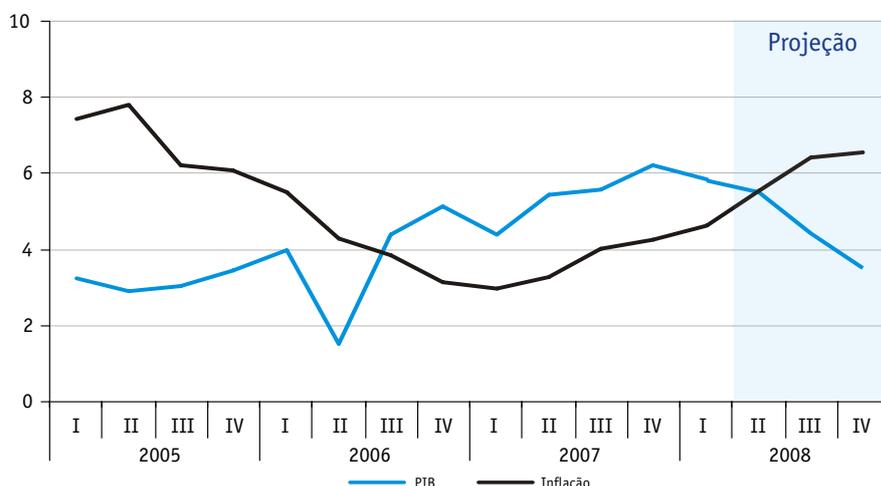
Saldo comercial em 2008 reduz-se quase à metade do registrado em 2007

Pág. 10

Crescimento do PIB e taxa de inflação

Varição (%) na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior

Alta da inflação provoca redução do crescimento econômico



Fonte: IBGE - Projeção: CNI

Sinais de inflexão na trajetória de crescimento

Economia perde dinamismo com aumento da inflação e elevação da taxa de juros

O ritmo de crescimento do PIB brasileiro dobrou nos últimos dois anos: saiu de um patamar de 3,0% ao ano no segundo trimestre de 2006 e alcançou 5,8% no primeiro trimestre de 2008 (variação acumulada em quatro trimestres, em relação à média dos quatro trimestres precedentes). Este segundo trimestre de 2008 marcará a inflexão na taxa de crescimento do PIB, com perspectivas de desaceleração mais intensa no segundo semestre.

A atividade industrial já mostra sinais de desaceleração. A produção média em abril e maio manteve-se quase estável frente à média do primeiro trimestre (crescimento de 0,1%, após ajuste sazonal). Ao longo de 2007, as taxas de crescimento ultrapassavam 1,5% ao trimestre. O faturamento real da indústria também segue a tendência de arrefecimento: cresceu 0,2% no segundo trimestre (abril e maio, contra o primeiro

trimestre, após ajuste sazonal), contra uma taxa de expansão média de 2% ao trimestre nos últimos quatro trimestres.

A inflexão no ritmo de crescimento da atividade econômica está associada, em boa medida, aos efeitos da aceleração inflacionária sobre a renda da população e do aperto na política monetária sobre o consumo e o investimento, fontes atuais do dinamismo da economia.

O consumo das famílias acumula crescimento de 6,7% nos últimos quatro trimestres findos no 1º tri/2008 e contribui com mais de 4 pontos percentuais no crescimento do PIB. Não há registro de uma expansão tão expressiva do consumo das famílias desde 1997. Esse aumento atual sustenta-se em três eixos: a) expansão da massa real de salários; b) aumento das transferências de renda do governo, sob forma de benefícios sociais; e c) ampliação do crédito.

A massa real de salários, que já perde intensidade de crescimento por conta da aceleração da inflação, deverá continuar nessa trajetória, com os efeitos negativos da elevação dos juros sobre o emprego.

Este segundo trimestre marcará a inflexão na taxa de crescimento do PIB

As transferências de renda do governo não devem manter o mesmo ritmo observado em 2007. Há exceções, como no caso do Bolsa Família, que recebeu dois reajustes nos últimos doze meses.

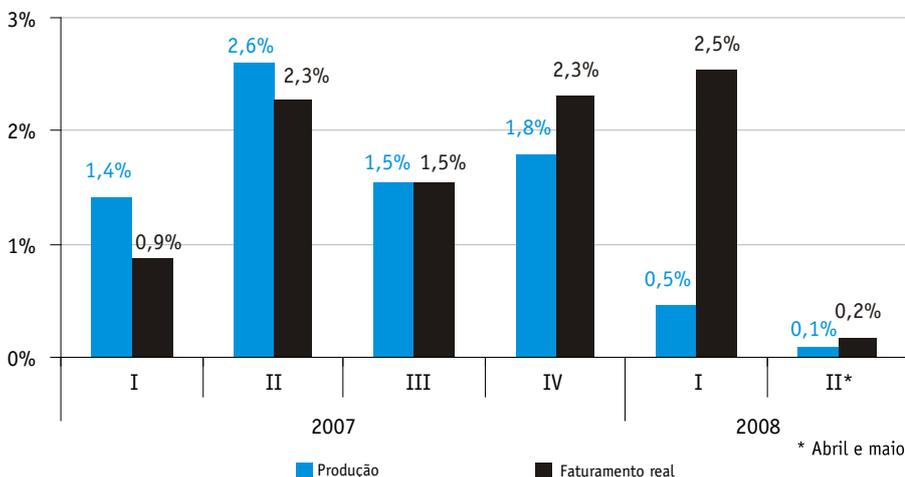
A ampliação do crédito é o principal instrumento de expansão do consumo de bens de maior valor agregado, como bens de consumo duráveis (veículos automotores de passeio e móveis) e bens de capital (construção civil, computadores, caminhões). Embora a elevação dos juros afete diretamente o crédito, na medida em que encarece o custo de captação e impõe maior seletividade na concessão de financiamento, há outro efeito (indireto) que é também relevante. O aumento dos juros leva ao arrefecimento da atividade econômica, com impactos negativos sobre o emprego e renda, o que limita a expansão do crédito. Essa restrição será tanto maior, quanto mais intenso e duradouro for o aperto monetário.

A elevação dos juros pode também arrefecer a trajetória de expansão dos investimentos. A formação bruta de capital fixo acumulou crescimento de 14,9%

Produção e faturamento real da indústria

Variação dessazonalizada (%) entre a média do trimestre e a média do trimestre anterior

Atividade industrial se desacelera no segundo trimestre



Fonte: PIM-PF/IBGE (Produção) e Indicadores Industriais/CNI (Faturamento real)

nos últimos 4 trimestres findos no 1º tri/2008, em relação aos quatro trimestres precedentes. Trata-se da maior taxa de crescimento desde o 3º tri/1995, nessa mesma base de comparação. A participação da formação bruta de capital fixo no PIB alcançou 18,3% no primeiro trimestre de 2008, retornando ao nível observado em 1995, no início do processo de reestruturação produtiva pós-Plano Real. Esse cenário pode alterar-se no segundo semestre, se o arrefecimento da atividade econômica interferir nas expectativas otimistas do empresário com relação à demanda futura.

PIB deve expandir-se 4,7% em 2008

A CNI revisou a estimativa de crescimento do PIB para 4,7% em 2008, ante a projeção de 5,0% realizada no Informe anterior. Esse recuo na previsão de crescimento acompanha as perspectivas de continuidade do aperto monetário ao longo do ano. Os impactos dessa elevação dos juros sobre a atividade econômica devem ser mais pronunciados na segunda metade do ano, em especial no quarto trimestre. Nesse cenário, o PIB fecha 2008 com um ritmo de crescimento próximo 3,5% (comparação entre os quartos trimestres de 2008 e de 2007).

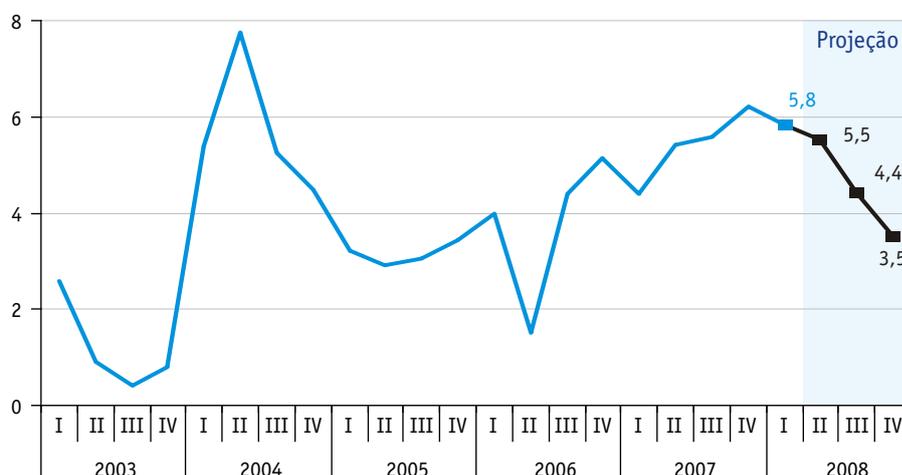
O consumo das famílias deve aumentar 5,5% em 2008, taxa menor que a projeção de 7,5% realizada no Informe anterior. Essa revisão foi motivada, em primeiro lugar, pelo arrefecimento do consumo já observado no primeiro trimestre. O aumento da inflação (principalmente de alimentos) reduziu a renda da camada mais pobre da população, cuja propensão ao consumo é bastante alta. Em segundo lugar, há uma expectativa de redução do consumo por causa dos efeitos esperados da elevação dos juros sobre renda e sobre o crédito.

A formação bruta de capital fixo deve crescer 10,5% em 2008, acumulando três

Evolução do PIB

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

Ritmo de expansão do PIB deve reduzir-se ao longo de 2008



Fonte: Contas Nacionais/IBGE e CNI (projeção)

anos consecutivos com taxa de variação de dois dígitos. Não obstante, o cenário de menor dinamismo na economia pode reduzir a predisposição do empresário em investir.

A persistente valorização do real provoca uma mudança importante do lado da contribuição da demanda externa no PIB. O volume de exportações de bens e serviços deve manter-se estável este ano, frente a 2007, interrompendo uma trajetória de expansão que se estende há onze anos. As importações devem ampliar-se 18,0%. Com isso, a contribuição

líquida do setor externo na formação do PIB deve ser negativa em 2,2 pontos percentuais.

A produção agropecuária deve ampliar-se 4,5%. Os altos preços das *commodities* agrícolas serviram como incentivo para o aumento da área plantada e da safra em 2008. Os serviços também devem crescer 4,5%. A CNI mantém a estimativa de crescimento da indústria em 5,0% para 2008, nível semelhante ao registrado em 2007. Os impostos continuam a crescer mais do que o PIB e devem ampliar-se em 5,7%.

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

Componentes do PIB	2008	
	Taxa de crescimento (%)	Contribuição (p.p.)
Ótica da demanda	Consumo das famílias	3,3
	Consumo do governo	1,0
	FBKF	2,5
	Exportações	0,0
	(-) Importações	2,2
Ótica da oferta	Agropecuária	0,3
	Indústria	1,4
	Serviços	2,9
	Impostos	5,7
PIB pm	4,7	

Emprego cresce em ritmo intenso

Taxa de desemprego no acumulado de 2008 é a menor em seis anos

A expansão do emprego nas seis maiores regiões metropolitanas (PME/IBGE) atingiu 4,6% no acumulado em 12 meses até maio. Trata-se do maior ritmo de crescimento dos últimos seis anos.

O bom dinamismo do mercado de trabalho não é caracterizado somente pela quantidade de criação de vagas, mas pela qualidade desses postos de trabalho. O emprego formal cresce em ritmo intenso e absorve um número cada vez maior de trabalhadores. O emprego com carteira do setor privado cresceu 9,5% em maio, na comparação com o mesmo mês do ano anterior. Paralelamente, o emprego sem carteira tem registrado reduções: em maio, a queda foi de 0,9%, na mesma comparação.

A persistência desse movimento – o emprego com carteira do setor privado

cresce em ritmo superior à variação da ocupação sem carteira há 40 meses seguidos – elevou o grau de formalidade do mercado de trabalho. Medido pela razão dos empregos com carteira, estatutários e militares pelo total da ocupação, esse indicador atingiu 56,4% em maio, repetindo o patamar de abril, o maior da série da PME.

A tendência de formalização do emprego não se restringe apenas às regiões metropolitanas. No acumulado dos cinco primeiros meses de 2008, foram criadas um milhão de vagas com carteira assinada em todo território nacional (Caged/MTE), o que significa um fluxo 15% maior do que o registrado no mesmo período de 2007 – o maior até então. No acumulado em 12 meses, findos em maio, foram criados 1,75 milhão de empregos formais.

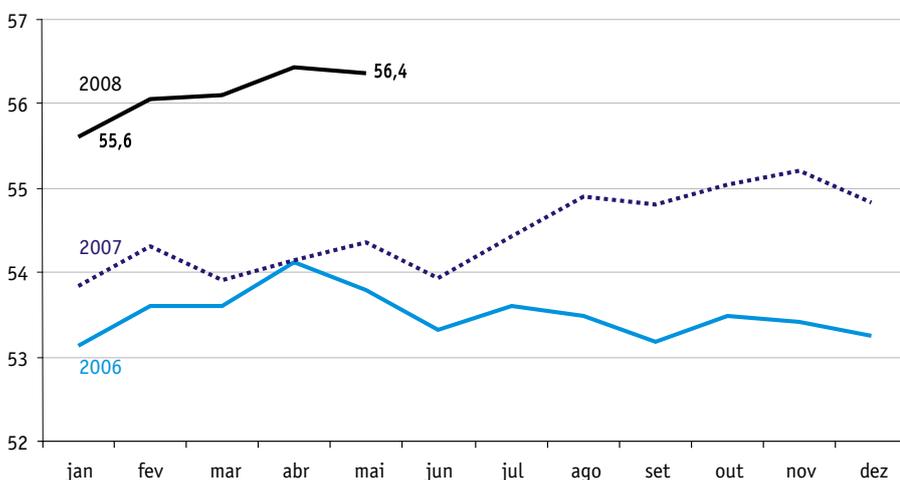
A indústria criou 389 mil postos de trabalho nos últimos 12 meses (Caged/MTE). Dado o robusto crescimento da atividade industrial, a participação do volume de novos empregos desse setor no total cresceu de 13,4% em janeiro de 2006 para 22,2% em maio de 2008, aproximando-se da criação de vagas do comércio. No que se refere aos setores industriais, ressalte-se a expressiva criação de vagas da construção civil, que vem se ampliando de forma importante: a participação na criação total de empregos passou de 8% em janeiro de 2006 para 14,6% em maio último.

Nos últimos 12 meses terminados em maio foram criados 1,75 milhão de empregos formais no Brasil

Grau de formalidade metropolitana

Participação (%) dos empregos com carteira, militares e estatutários em relação ao total da ocupação

A persistência do crescimento do emprego formal face à queda de emprego sem carteira continua formalizando a ocupação



Fonte: IBGE, cálculo: CNI

Ressalte-se que o maior dinamismo do mercado de trabalho é resultado de um crescimento da ocupação (954 mil novos empregos nos últimos 12 meses) em ritmo duas vezes superior à expansão do número de pessoas em busca de uma nova oportunidade de trabalho (a População Economicamente Ativa – PEA – cresceu em 482 mil pessoas, no mesmo período). Essa combinação tem sistematicamente reduzido o número de desempregados: em maio de 2007 havia 2,3 milhões de desempregados nas seis regiões metropolitanas; enquanto em maio de 2008 esse número caiu para 1,8 milhão. A taxa de desocupação recuou para os

menores níveis da série, marcando o início de 2008 como o melhor ano para o mercado de trabalho desde 2002.

Espera-se, no entanto, que o diferencial entre o crescimento da ocupação e a expansão da PEA se reduza nos próximos meses, atenuando assim o ritmo de queda da taxa de desemprego, a partir de 2009.

A perda de dinamismo do mercado de trabalho deverá se dar na quantidade de vagas criadas e não na qualidade dos novos postos de trabalho

Todavia, a aceleração da inflação já mostra os efeitos de perda do poder de compra dos trabalhadores. Com a inflação em alta é possível que as negociações salariais de 2008 não sejam tão vantajosas quanto às de 2007, quando 88% das negociações ofereceram aumentos superiores ao da inflação (Dieese).

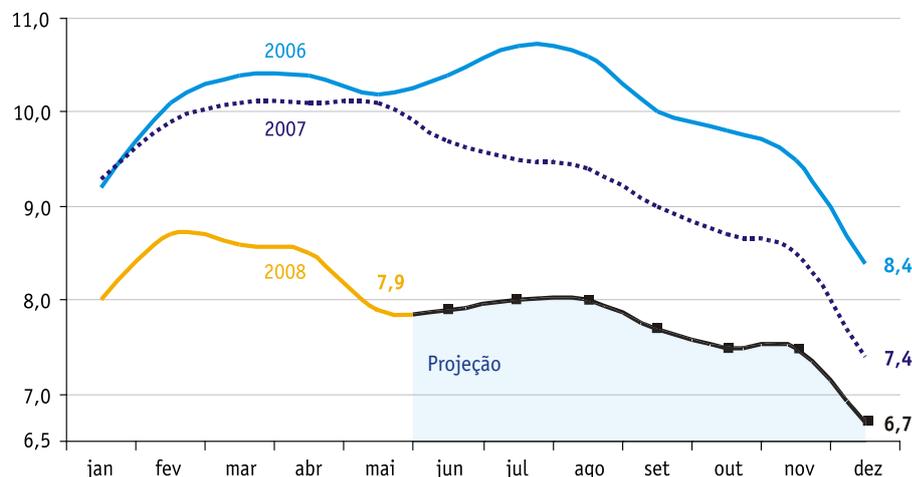
O crescimento do rendimento real efetivamente recebido (PME/IBGE) perdeu intensidade. A taxa de variação, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, de 2,4% em abril último é quase a metade da registrada em abril de 2007, quando esse indicador crescia à taxa de 4,5%, na mesma comparação.

Apesar da desaceleração do crescimento dos rendimentos reais, a massa salarial ainda registra ritmo intenso de crescimento. Em abril de 2008 (último dado disponível), a massa salarial cresceu 8,0% em relação ao mesmo mês do ano anterior. Esse movimento tem

Taxa de desemprego

Em (%)

Taxa de desemprego média de 2008 ao redor de 8%



Fonte: PME/IBGE

como alicerce o forte crescimento do emprego, uma vez que os rendimentos reais se mostram em arrefecimento.

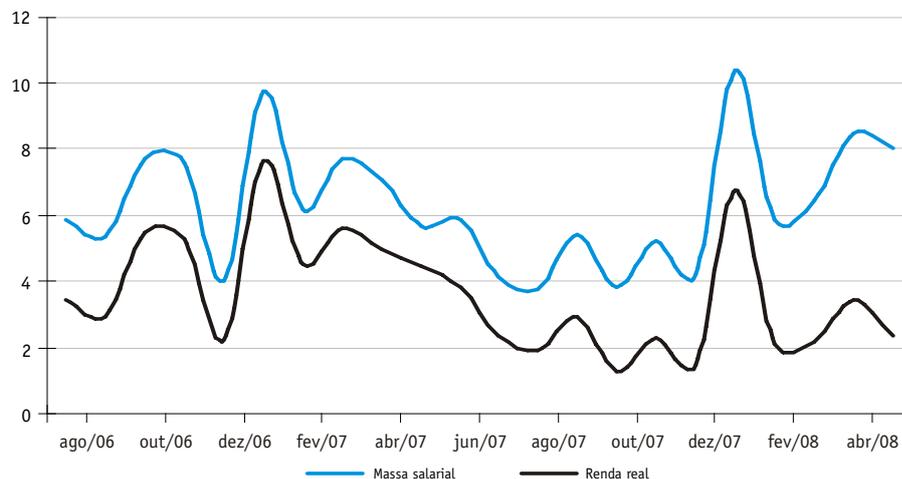
Em suma, dada a defasagem de impactos entre o ciclo de crescimento do PIB e a evolução do emprego, o mercado de trabalho ainda deverá mostrar

bons resultados ao longo do ano. No entanto, a perda de ímpeto deverá se dar na quantidade de vagas criadas e não na qualidade dos novos postos de trabalho. A CNI projeta uma taxa de desemprego em 6,7% em dezembro deste ano, acumulando uma média anual ao redor de 8%.

Massa salarial e rendimentos médios reais do trabalhador

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

Massa salarial real cresce por ter como alicerce o intenso crescimento do emprego



Fonte: PME/IBGE

Inflação deve alcançar teto da meta

Núcleos de inflação registram sinais de disseminação

O recrudescimento da inflação tomou forma em 2008, fazendo o IPCA alcançar 5,6% no acumulado em 12 meses findos em maio – já acima do centro da meta de inflação de 4,5%.

O principal foco da aceleração inflacionária origina-se da elevação dos preços dos alimentos: esse grupo responde por 54% de toda a inflação nos últimos 12 meses. Ressalte-se que esse fenômeno não é um problema exclusivo brasileiro, mas compartilhado mundialmente. Considerando apenas a América Latina, 12 países enfrentam inflação de dois dígitos, o que significa praticamente mais que o dobro da inflação brasileira.

Não obstante, o contínuo aumento do preço internacional do petróleo, que apesar de ainda não ter influenciado os preços dos combustíveis no Brasil, é automaticamente repassado para a indús-

tria petroquímica, o que traz impactos nos preços de outros produtos, como os de limpeza e fertilizantes (fundamental para o setor agrícola).

A combinação desses fatores com a expansão do crédito e da renda no Brasil deu espaço para um movimento de disseminação da alta dos preços. O núcleo por exclusão de alimentos e preços monitorados do IPCA atingiu 5,0% no acumulado de 12 meses até maio (ante 3% em maio de 2007). Já o índice de difusão, também excluindo os alimentos – que retrata o percentual de itens do IPCA que registrou aumento de preços –, atingiu 65% na média móvel trimestral terminada em maio (em maio do ano passado esse índice era de 59%). Acompanhando esse cenário, o grupo de serviços do IPCA, que registrava uma trajetória mais rígida de sua evolução em 2007, também passou a crescer em

ritmo ascendente, atingindo 6,4% no mesmo período (há um ano atrás, esse indicador crescia 4,9%).

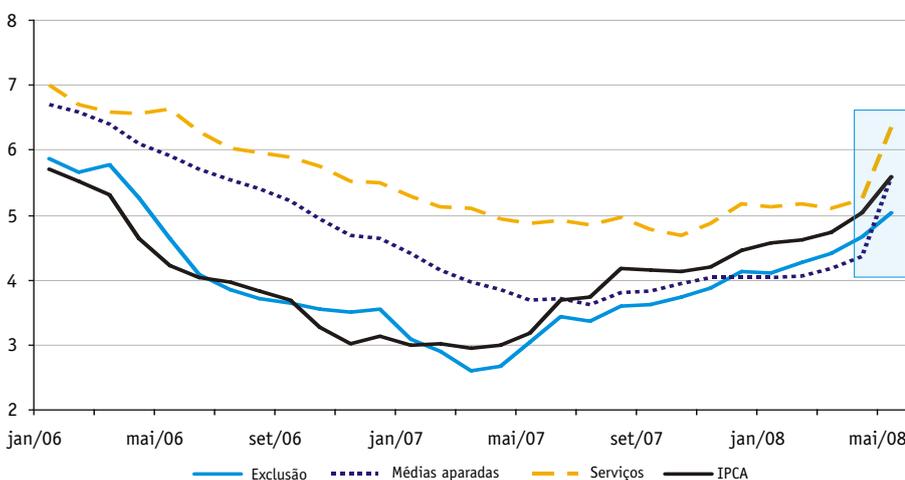
Nesse cenário, soma-se a pressão por repasse de preços do atacado para o varejo. O IGP-DI acelerou nos últimos sete meses consecutivos, atingindo 12,1% no indicador acumulado em 12 meses até maio – muito influenciado pela alta de 15,4% do IPA. As fontes das maiores altas nos preços do atacado continuam se originando das matérias-primas brutas, que já pressionam os custos de produção da indústria. O IPA-DI industrial, no acumulado em 12 meses, passou de 3,5% em maio de 2007 para 9,6% em maio último.

Aceleração dos preços dos serviços será mais uma fonte de pressão inflacionária

Evolução do IPCA, núcleos e grupo serviços

Variação (%) no acumulado em 12 meses

Em maio, os núcleos de inflação aumentaram sensivelmente



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE

A persistência da aceleração da inflação no atacado (IPAs) pode criar inércia inflacionária via repasse de preços no grupo serviços (dentre outros), por esses seguirem reajuste de preços de acordo com os IGPs: caso de aluguel de imóveis. Portanto, as pessoas irão realocar parte cada vez maior de sua renda para o consumo de alimentos e de serviços, reduzindo a parcela restante da renda para o consumo dos demais bens, inclusive industriais.

A CNI projeta aceleração da inflação medida pelo IPCA até meados do segundo semestre deste ano, passando a

arrefecer posteriormente e, finalizando o ano de 2008 em 6,4% – encostando-se ao teto da meta de inflação. Esse movimento será liderado pela continuidade do aumento dos preços dos alimentos e pelo repasse do aumento de custos do atacado para o consumidor. As expectativas de inflação para os próximos 12 meses – que se encontram em 5,3% (Focus/BC) – também devem continuar crescendo até que a inflação corrente mostre perda de ímpeto.

Sinais de maior consonância entre política fiscal e monetária

Com a deterioração do quadro inflacionário, o Banco Central elevou a taxa de juros em junho pela segunda vez consecutiva em ritmo de 0,5 ponto percentual, para 12,25% a.a.. A possibilidade de maior consonância entre as políticas fiscal e monetária – dado o compromisso já assumido do governo em aumentar o superávit primário para 4,3% do PIB – ajuda de forma importante na redução da demanda interna, criando melhores condições para o combate da inflação.

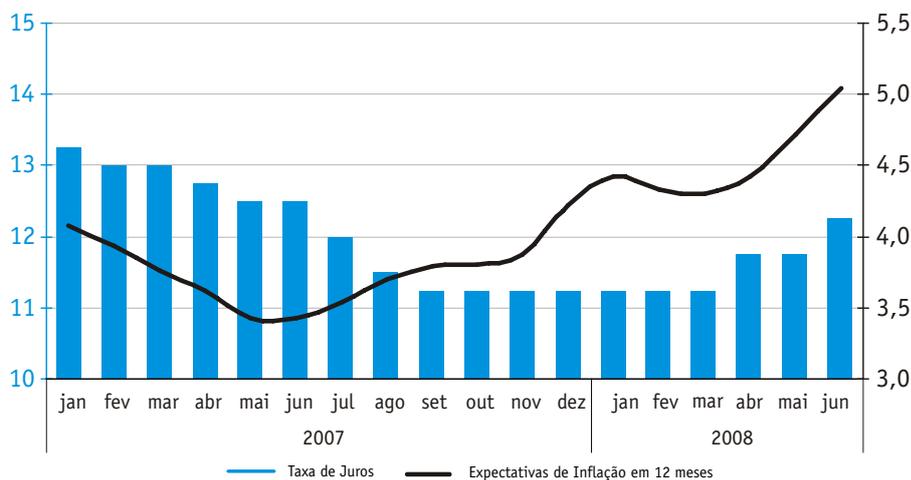
A combinação do maior peso dos preços dos alimentos no bolso do consumidor com o encarecimento do crédito levará à desaceleração do consumo das famílias

Dada a defasagem do mecanismo de transmissão de política monetária, o ritmo atual de elevação dos juros deverá ser mantido – porém não intensificado – de modo que a Selic atinja 14,25% no final do ano.

Evolução da taxa de juros Selic e expectativa de inflação 12 meses à frente

Em %

Maior consonância entre políticas fiscal e monetária contribuirá para reduzir as expectativas de inflação à frente



Fonte: Banco Central do Brasil e Federal Reserve

Portanto, a taxa *selic* média de 2008 (12,50%) será muito próxima da registrada em 2007 (12,13%). Em um cenário de inflação mais alta, a taxa de juros real média de 2008 (6,3%) será menor do que os 8,2% registrados no ano passado.

A não-cobrança de IOF fez a concessão de *leasing* ser a modalidade de maior crescimento do crédito

O crédito total do sistema financeiro cresceu 32,4% em maio – atingindo R\$ 1,04 milhão –, na comparação com o mesmo mês do ano anterior, alcançando 36,5% do PIB. Essa relação é 4,6 p.p. superior à registrada em maio de 2007. Esse desempenho foi capitaneado pelo crédito com recursos livres, que avançou 36,1% no mesmo período, enquanto o crédito consignado, na modalidade de repasse do BNDES, cresceu à uma taxa de 27,3% na mesma comparação.

O crédito com recursos livres concedido para pessoa jurídica manteve uma tra-

jetória de aceleração, atingindo 39,8% em maio. Já o concedido para pessoas físicas cresceu menos em maio (32,1% ante 34% em abril) na comparação com o mesmo mês do anterior.

A concessão de *leasing* – que avançou 89,9% para pessoa jurídica e 128% para pessoa física em maio, na comparação com o mesmo mês do ano anterior –, tem sido a fonte de maior crescimento do crédito, dado o benefício de não-cobrança de IOF.

A trajetória de alta da taxa de juros deverá arrefecer a expansão do crédito no segundo semestre deste ano, com o maior custo de carregamento dos empréstimos. Paralelamente, o orçamento mais apertado das famílias – em virtude de uma parcela maior da renda ser destinada ao consumo de alimentos – deverá dificultar o pagamento de dívidas contraídas no passado. Isto poderá aumentar os índices de inadimplência, que atualmente estão em 1,8% no caso da pessoa jurídica e 7,3% no caso de pessoa física – ambos indicadores de maio.

Governo central coordena políticas fiscal e monetária

Meta de superávit primário aumenta de 3,8% para 4,3% do PIB

Os excepcionais resultados das contas públicas nos primeiros cinco meses, o significativo contingenciamento de despesas realizado no orçamento para 2008 – de R\$ 14,8 bilhões nos dois primeiros decretos – e a ampliação da meta de superávit primário, indicam uma mudança de postura da política fiscal, que se afasta do caráter expansionista dos últimos quatro anos.

O superávit primário do setor público consolidado alcançou R\$ 75,0 bilhões (6,55% do PIB) nos primeiros cinco meses de 2008, contra R\$ 60,0 bilhões (5,9% do PIB) no mesmo período do ano passado. A ampliação de R\$ 38,6 bilhões para R\$ 53,6 bilhões no resultado do Governo Central foi responsável por esse crescimento do superávit primário total.

Para este resultado contribuiu decisivamente o crescimento da receita líquida

– 10,0% em termos reais –, que foi em grande parte impulsionado pela expansão no recolhimento de impostos. Além disso, mesmo com o fim da CPMF, a receita de contribuições ainda superou, em termos nominais, a arrecadação obtida nos primeiros cinco meses de 2007.

O comportamento das despesas primárias do Governo Central também contribuiu positivamente para o aumento do superávit primário, em relação ao do mesmo período do ano passado. Nos primeiros cinco meses de 2008 as despesas totais tiveram um aumento real de 4,1%, contra 10,0% no mesmo período de 2007.

Elevação na meta de superávit primário ajuda no controle da inflação

O Governo Federal anunciou a ampliação da meta de superávit primário a

ser perseguida em 2008: de 3,8% para 4,3% do PIB. Trata-se de uma iniciativa positiva, principalmente por auxiliar a política monetária no controle da inflação. Para obtê-la, o Governo Federal comprometeu-se a alcançar superávit primário de 2,7% do PIB, sem alterar as metas de estatais federais (0,65% do PIB) e estados e municípios (0,95% do PIB).

Para alcançar a nova meta, foi anunciado um corte de despesas de R\$ 8,2 bilhões. Entretanto, a ampliação da meta exige uma combinação de redução de gastos e/ou aumento de receita de R\$ 14,2 bilhões. Para atingir esse montante o governo conta com receita adicional de dividendos e compensações financeiras de R\$ 6,6 bilhões, que seriam suficiente também para cobrir o aumento de despesas proporcionado pelo reajuste dos benefícios do programa Bolsa Família – cerca de R\$ 500 milhões em 2008. Para que esta estimativa se confirme, a arrecadação das receitas não administradas pela Receita Federal do Brasil deverá ter um crescimento nominal de 33,6% se comparadas a 2007.

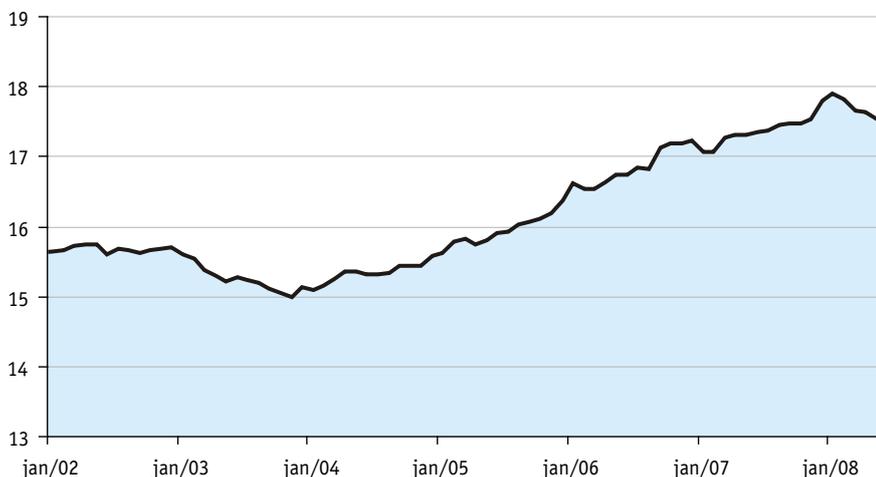
Crescimento de despesas de estados e municípios contrasta com a tendência observada no Governo Central

Em oposição à política fiscal do Governo Central, estimamos que as despesas primárias dos governos estaduais e municipais tenham apresentado crescimento real de 17,3% nos primeiros quatro meses do ano, com relação ao mesmo período de 2007. Na mesma base de comparação, a estimativa é que as receitas tenham se expandido 13,6%,

Evolução da Despesa Primária do Governo Central

Em proporção do PIB

Após quatro anos de expansão, despesas primárias do Governo Central têm apresentado queda em relação ao PIB



Fonte: STN/Ministério da Fazenda e Banco Central do Brasil

em termos reais. Embora o calendário eleitoral já indicasse um movimento de ampliação de despesas dos governos regionais em 2008, chama a atenção o elevado ritmo de crescimento.

Ampliação da meta exige uma combinação de redução de gastos e/ou aumento de receita de R\$ 14,2 bilhões

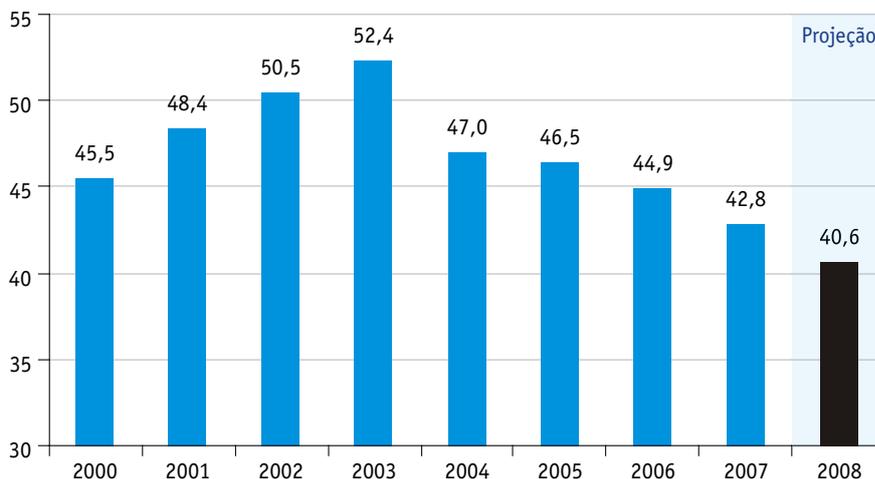
Superávit primário deve alcançar a meta de 4,3% do PIB

Para os próximos meses, a tendência é de aceleração no ritmo de crescimento das despesas. Em todos os principais componentes das despesas primárias é possível identificar fatores de expansão. Nas despesas previdenciárias os dados incorporaram apenas dois meses com os efeitos da correção do salário mínimo e dos benefícios superiores ao salário mínimo. Nas despesas com custeio e capital – além dos impactos do salário mínimo sobre o seguro-desemprego, abono salarial e benefícios da LOAS –, é comum que outras despesas de custeio e os investimentos cresçam nos últimos meses do ano. Finalmente, a expansão dos gastos com pessoal será acelerada com os reajustes concedidos recentemente e que aumentaram em R\$ 7,1 bilhões a previsão de despesas em 2008. Assim, nossa projeção é que as despesas primárias do Governo Federal cresçam, em termos nominais, 10,6% em 2008 comparativamente a 2007 – contra 9,2% nominais na comparação dos primeiros cinco meses do ano passado. No entanto, com a aceleração esperada da inflação, o crescimento real deve permanecer em torno de 4,0%.

Evolução da Relação Dívida Líquida do Setor Público/PIB

Em proporção do PIB

Crescimento do PIB e ampliação do superávit primário aceleram a trajetória de queda do endividamento público



Fonte: Banco Central do Brasil
Projeção 2008: CNI

Pelo lado da receita, nossa estimativa é que a receita líquida tenha crescimento real de 6,1% –expansão de 12,9% em termos nominais. Nesse cenário, o Governo Central deve cumprir sua nova meta de superávit primário, ou seja, 2,7% do PIB.

Superávit primário deve alcançar de 4,3% do PIB, a despeito da necessidade de elevação do resultado das empresas estatais federais

Tendo em visto o comportamento das despesas de estados e municípios, e a despeito do bom comportamento das receitas, é possível que o superávit primário alcançado pelos governos regionais fique mais próximo da meta do que nos anos anteriores, quando esses entes a

superaram largamente. Entretanto, ainda esperamos que estados e municípios tenham contribuição ao superávit primário superior a 0,95% do PIB.

Sendo assim, esperamos que o setor público atinja a meta de superávit primário de 4,3% do PIB, a despeito da necessidade de elevação do resultado das empresas estatais federais. Nos últimos 12 meses encerrados em maio, elas obtiveram superávit de 0,48% do PIB, contra uma meta para 2008 de 0,65%.

A ampliação do superávit primário não é positiva apenas pela coordenação que proporcionará entre as políticas fiscal e monetária. Ela também deve garantir a redução do déficit nominal mesmo em um cenário de elevação da taxa de juros básica. Nossa estimativa é que o déficit nominal termine o ano em torno de 1,7% do PIB, contra 2,3% observado em 2007. Com isso, e levando em consideração o bom ritmo de crescimento da economia, a relação dívida/PIB cairia de 42,8% para 40,6% do PIB.

Fluxo comercial em alta e superávit comercial em queda

Grau de investimento e diferencial de juros mantêm real em patamar valorizado

Novos fatores garantiram a continuidade da trajetória de apreciação do real frente às moedas de seus principais parceiros comerciais. Em termos reais, (deflator IPA, indicador Funcex), percebe-se que a tendência de valorização da moeda brasileira diante de outras moedas acentua-se. Isso porque a maioria dos países registra aumento nas taxas de inflação devido às elevações dos preços de petróleo e alimentos, enquanto no Brasil a alta da inflação é inferior à maioria dos países emergentes. Adicionalmente, em abril e maio, agências de risco internacionais classificaram o Brasil com o grau de investimento, o que promove uma forte entrada de capital estrangeiro no país. A valorização real da moeda brasileira, frente a uma cesta de moedas de seus principais parceiros comerciais, foi de 16% em 12 meses findos em maio.

No entanto, o Fed já demonstra preocupação com os índices de inflação nos Estados Unidos, o que poderá levar a da elevação das taxas de juros americanas no quarto trimestre, ou até mesmo no terceiro, a depender da evolução da inflação e da atividade. Nesse caso, a atual trajetória de valorização do real poderia ser interrompida ou até mesmo se reverter no segundo semestre. De qualquer forma, é fato que o espaço para a continuidade da apreciação é cada vez mais reduzido, tendo em vista o saldo comercial em queda e o déficit em conta corrente maior do que inicialmente previsto.

Crescimento das exportações não está ameaçado

No primeiro semestre de 2008, o crescimento das exportações foi de 24,8% na

comparação com o mesmo período de 2007. O crescimento é mais intenso que o observado em igual período de 2007, na comparação com 2006, que era de 19,9%.

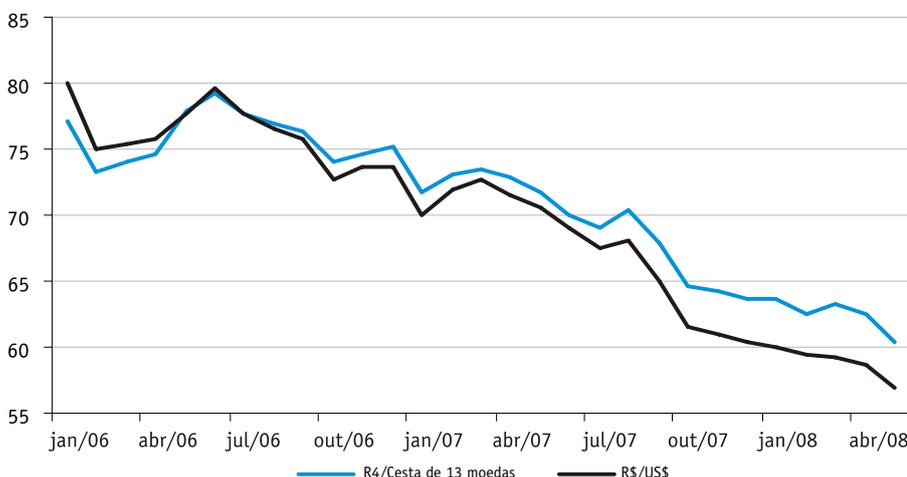
No entanto, o valor exportado só manteve seu crescimento nesse início de ano devido aos ganhos de preço. Nos primeiros cinco meses do ano, os preços subiram 23% na comparação com igual período de 2007, enquanto as quantidades exportadas recuaram 3%. O recuo nas quantidades exportadas se iniciou ainda no primeiro bimestre, mas intensificou-se com a paralisação dos fiscais aduaneiros que ocorreu entre os meses de março e maio.

Índice da taxa de câmbio real (R\$/US\$)

Deflatores: IPA-DI (Brasil) e US-Wholesale Prices (EUA)

Base: dezembro de 2003 = 100

Acentua-se a tendência de valorização da moeda brasileira



Fonte: Funcex

Valor exportado só manteve crescimento neste início de ano devido aos ganhos de preço

O crescimento das exportações – em valor – não está ameaçado. Em 2008 as exportações totalizarão US\$ 190 bilhões. Os preços se manterão em alta, impulsionados pela demanda mundial ainda forte, mesmo que em ritmo de crescimento menor que em anos recentes. O risco para este cenário se deve aos efeitos das políticas monetárias mais restritivas que deverão ser tomadas em diversos países. A depender da intensidade das políticas, seus efeitos sobre a demanda mundial já poderão ser sentidos este ano.

Alta de preços impacta também as importações

A apreciação do real, aliada à expansão da atividade econômica e da demanda interna, continua a promover um forte aumento das importações. O crescimento das importações nos primeiros seis meses de 2008 alcançou 51,8% na comparação com o mesmo período de 2007.

Nos primeiros cinco meses de 2008, o crescimento no quantum importado foi de 20%. Diferentemente de 2007, também se destaca o aumento nos preços de importação, que ficou em 21% na mesma comparação – entre 2007 e 2006, o crescimento nos preços havia sido de apenas 8%. O crescimento nos preços é explicado, sobretudo, pela alta nos preços de combustíveis, mas também pela alta generalizada dos preços no mercado mundial, não mais restrita apenas às *commodities*.

Para o restante do ano, esperamos que o ritmo de crescimento das importações seja menos intenso que o registrado nos meses de maio e junho, devido a regularização dos fluxos comerciais com a suspensão da greve dos auditores. Não obstante, o ritmo de expansão das importações permanecerá elevado, totalizando US\$ 170 bilhões ao final de 2008, um crescimento superior a 40%. As altas dos preços internacionais, acima do inicialmente esperado, são os motivadores para esta revisão.

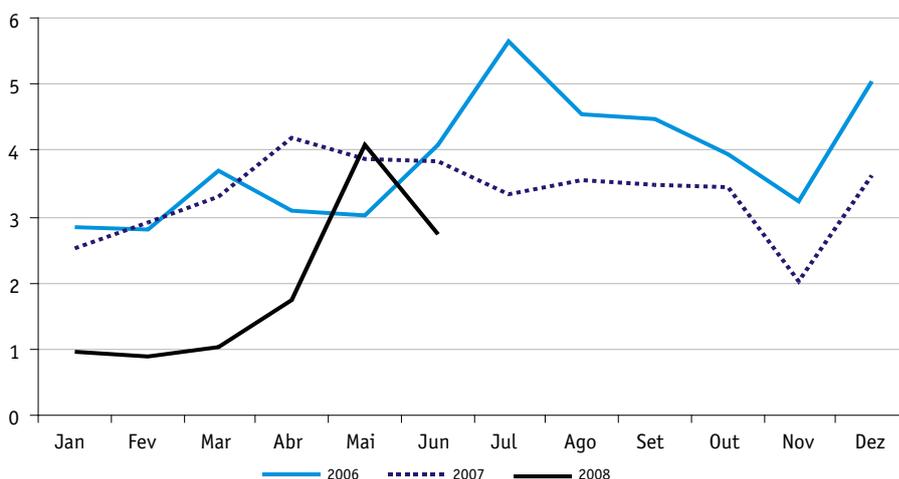
Retorna o déficit em transações correntes

A crescente diferença entre os fluxos comerciais fez com que o superávit comercial acumulado nos primeiros seis meses do ano se reduzisse quase pela metade: recuo de 44,3% na comparação com 2007. A regularização dos fluxos tanto de exportações quanto de importações não deverá

Saldo comercial

Valores mensais - US\$ bilhões FOB

O superávit comercial acumulado nos primeiros seis meses do ano se reduziu em 44,3% na comparação com 2007



Fonte: Secex

reduzir o descompasso de seus ritmos de crescimento, de forma que esperamos, para o fim do ano, saldo de US\$ 20 bilhões, um recuo de 50% comparativamente a 2007.

Maior déficit em conta corrente é financiado com a entrada de investimentos diretos

Outra forte consequência da valorização cambial é o crescimento do déficit nas contas de rendas e serviços. O déficit na conta de rendas e serviços aumentou em US\$ 8,4 bilhões na comparação entre os primeiros cinco meses de 2008 e 2007. O déficit em transações correntes acumulado no ano já é de US\$ 14,7 bilhões, enquanto em igual período do ano passado, registrava-se superávit de US\$ 1,9 bilhão.

Ressalte-se, contudo, que já há melhora significativa no mês de maio, na comparação com os meses de março e abril. Primeiramente, há o impacto do saldo comercial, que nestes meses ficou em torno de apenas US\$ 1 bilhão enquanto em maio o saldo foi de US\$ 4 bilhões. Há também a redução nas remessas de lucros e dividendos: boa parte das remessas de lucros e dividendos das multinacionais para socorrer suas matrizes foi feita no início do ano. O déficit em conta corrente, contudo, é financiado com a entrada de investimentos diretos, que continuam expressivos.

Assim, esperamos que o ritmo de crescimento do déficit em transações correntes, forte neste início de ano, irá se reduzir. Por outro lado, que a permanência do real em patamar valorizado continuará a pressionar por um aumento do déficit. Assim, esperamos que o déficit em transações correntes alcance US\$ 20 bilhões em 2008 – após registrar saldos positivos desde 2003.

perspectivas da economia brasileira

	2006	2007	2008 <i>Projeção</i>	2008 <i>Projeção anterior mar/08</i>
Atividade econômica				
PIB (variação anual)	3,8%	5,3%	4,7%	5,0%
PIB industrial (variação anual)	2,9%	4,9%	5,0%	5,0%
Consumo das famílias (variação anual)	4,6%	6,5%	5,5%	7,5%
Formação bruta de capital fixo (variação anual)	10,0%	13,4%	10,5%	14,0%
Taxa de Desemprego (média anual - % da PEA)	10,0%	9,3%	8,0%	8,4%
Inflação				
Inflação (IPCA - variação anual)	3,1%	4,2%	6,4%	4,7%
Taxa de juros				
Taxa nominal de juros (taxa média do ano)	15,40%	12,13%	12,50%	11,25%
(fim do ano)	13,25%	11,25%	14,25%	11,25%
Taxa real de juros (taxa média anual e defl: IPCA)	10,7%	8,2%	6,3%	6,3%
Contas públicas				
Déficit público nominal (% do PIB)	3,0	2,3	1,7	2,0
Superávit público primário (% do PIB)	3,9	4,0	4,3	3,6
Dívida pública líquida (% do PIB)	44,9	42,8	40,6	41,0
Taxa de câmbio				
Taxa Nominal de Câmbio - R\$/US\$ (média de dezembro)	2,14	1,78	1,67	1,76
(média do ano)	2,18	1,95	1,67	1,72
Setor externo				
Exportações (US\$ bilhões)	137,5	160,0	190,0	190,0
Importações (US\$ bilhões)	91,4	120,0	170,0	165,0
Saldo comercial (US\$ bilhões)	46,1	40,0	20,0	25,0
Saldo em conta corrente (US\$ bilhões)	13,6	4,5	-20,0	-15,0