



Oferta de energia compromete crescimento mais acelerado

Em um cenário mais otimista para o crescimento econômico doméstico (média de 4,6%), a oferta de energia será um fator de preocupação a partir de 2010. E, independentemente do cenário de crescimento econômico, certamente haverá alta continuada dos preços de energia. Essa conclusão tem base na análise da oferta futura de energia à luz dos principais fatores que afetam este setor, quais sejam, as plantas em construção atualmente, os projetos em andamento, a natureza da oferta adicional de energia nos próximos anos, os combustíveis necessários para o funcionamento das termelétricas e os preços estabelecidos nos leilões de energia.

Fabiana D'Atri e Guilherme Maia

Uma análise regional da inflação de serviços

O atual contexto de crescimento da demanda doméstica é propício a aumentos mais fortes dos preços dos serviços em relação aos demais preços da economia. Uma análise regional mostra que o desempenho desigual da atividade econômica entre as regiões também se reflete em um comportamento diferente da inflação de serviços entre as capitais que compõem o IPCA. Além disso, a análise regional permite observar a influência dos custos com tarifas de água, luz e telefone sobre os preços de serviços, que neste ano estão atuando de forma favorável à desaceleração desses preços.

Marcela Prada e Gian Barbosa

Origens do crescimento

A alta sensibilidade dos investimentos do setor privado brasileiro à redução das incertezas, os baixos investimentos do setor público do País e a baixa produtividade dos investimentos sugerem que o caminho para fazer o País crescer é reduzir as incertezas e aumentar a produtividade dos investimentos. Isto exige a definição de marcos regulatórios eficientes e estáveis para investimentos em setores de infra-estrutura, uma reforma tributária, uma reforma da legislação trabalhista, que gere incentivos ao investimento em qualificação e treinamento e, finalmente, mas de extrema importância, a melhoria da qualidade da educação básica, fundamental e média.

José Márcio Camargo

Sócios

MAILSON DA NÓBREGA
GUSTAVO LOYOLA
NATHAN BLANCHE
ADRIANO PITOLI
AMARYLLIS ROMANO
DENISE DE PASQUAL
ERNESTO MOREIRA GUEDES FILHO
FREDERICO ESTRELLA VALLADARES
GESNER OLIVEIRA
JOSÉ MÁRCIO CAMARGO
RICHARD LEE HOCHSTETLER
ROBERTO PADOVANI
VILMA RANGEL GARCIA

Macroeconomia

ROBERTO PADOVANI
ALESSANDRA RIBEIRO
CLÁUDIA OSHIRO
FILIPE ALBERT
GIAN BARBOSA
GUILHERME LOUREIRO
GUILHERME MAIA
LEONARDO MICELI
MARCELA PRADA

Análise política

MAILSON DA NÓBREGA
JOSÉ MÁRCIO CAMARGO
DJANIA SAVOLDI
FERNANDA MACHIAVELI
ROGÉRIO SCHMITT

Análise setorial

DENISE DE PASQUAL
ADRIANO PITOLI
ALEXANDRE GALLOTTI
AMARYLLIS ROMANO
ANDRÉ SILVA
BRUNO ROCHA
BRUNO REZENDE
CAMILA SAITO
ELTON BICUDO
FABIANA D'ATRI
MARCELO COP
MARIANA OLIVEIRA

Estudos, projetos e pareceres

ERNESTO MOREIRA GUEDES FILHO
GESNER OLIVEIRA
ANDREA CURI
CARLA ROSSI
FÁBIO MIESSI SANCHES
FÁBIO SEGUCHI
FREDERICO ESTRELLA VALLADARES
LILIAN FUJII
RICHARD LEE HOCHSTETLER
THAÍS PONS

Coordenação técnica

ANA CARLA ABRÃO COSTA
anacosta@tendencias.com.br

Comunicação

CLARA SETOGUCHI
clara@tendencias.com.br

Edição e revisão

CLARA SETOGUCHI
BENEDITO SVERBERI
DANIELLE ASSALVE
KLEBER SOARES FILHO
ROBERTA TAKAMATSU

Vendas e Marketing

SILVIO ROSOLEM JUNIOR
srosolem@tendencias.com.br

Administração e Financeiro

VILMA RANGEL GARCIA
vilma@tendencias.com.br



Oferta de energia compromete crescimento mais acelerado

Fabiana D'Atri e Guilherme Maia

Em um cenário mais otimista para o crescimento interno (média de 4,6% de 2007 a 2011), a oferta de energia será um fator de preocupação a partir de 2010. E, independentemente do cenário de crescimento econômico, certamente haverá alta continuada dos preços de energia.

Em um cenário de crescimento econômico moderado (média de 3,3% de 2007 a 2011), é baixo o risco de racionamento de energia no médio prazo. Porém, em um cenário mais otimista para o crescimento interno (média de 4,6%), a oferta de energia será um fator de preocupação a partir de 2010. E, independentemente do cenário de crescimento econômico, certamente haverá alta continuada dos preços de energia. Estas foram as conclusões quando analisamos a oferta futura de energia à luz dos principais fatores que afetam este setor, quais sejam, as plantas em construção atualmente, os projetos em andamento, a natureza da oferta adicional de energia nos próximos anos, os combustíveis necessários para o funcionamento das termelétricas e os preços estabelecidos nos leilões de energia.

Atualmente, a matriz energética brasileira é baseada na geração por fonte hídrica, que corresponde à cerca de 70% do parque instalado, e conta com a participação de outras fontes como forma de complemento, com destaque às usinas termelétricas que chegam quase a 20% – sendo que, deste total, metade usa o gás natural como combustível.

Ademais, as grandes usinas são importantes reservas de água, mas com baixo aproveitamento na geração. No caso das hidrelétricas, a energia garantida depende do nível do reservatório. Num período de chuvas abundantes, pode-se quase chegar a oferecer a totalidade da potência instalada, mas, na média, esta oferta garantida é fixada pelo fator de serviço, que é cerca de 55% para este tipo de usina. Esse fator é importante na estimativa da capacidade firme de geração, especialmente pelo fato de 90% do mercado brasileiro ser abastecido por usinas hidrelétricas. Por esta razão, para os 78.600 MW de potência instalada de fonte hídrica, tem-se uma energia assegurada de 46.340 MW médios. Quando se extrapola o cálculo para todas as fontes,

considerando que cada uma apresenta um fator, para uma capacidade instalada da ordem de 98.600 MW, pode-se contar com apenas 58.960 MW médios.

Em 2006, a média (janeiro a setembro) de energia demandada no País foi de 34.512 GWh, sendo que aproximadamente 90% foi gerada por fonte hídrica. Isso se deve à forma como hoje o sistema elétrico está desenhado: as usinas termelétricas são acionadas quando as hidrelétricas não conseguem atender à carga solicitada. Isto acontece principalmente quando os reservatórios estão baixos e em horários de pico.

No entanto, para os próximos anos, não há muita oferta adicional de energia nova de fonte hídrica, já que o estoque de hidrelétricas com estudos prontos acabou. Isso se deve à sensível redução de oferta, observada nos últimos anos, de novos empreendimentos para serem licitados, pois houve uma estagnação na elaboração de inventários das bacias hidrográficas e estudos de viabilidade destes projetos. Embora haja várias razões que expliquem isso, boa parte deve ser creditada ao processo que envolve as análises preliminares para a licitação desses projetos.

Sem muita alternativa, hoje os esforços concentram-se em dois projetos: o do Rio Madeira – com potência instalada de 6.450 MW e energia assegurada de 4.295 MW médios – e o de Belo Monte – potência instalada de 11.181 MW. A expectativa é que a licença para o primeiro saia ainda neste ano, com leilão previsto para o início de 2007, para começar a entregar energia entre 2010 e 2011. Já este segundo projeto tem previsão de entrada em operação apenas para 2013, com a oferta inicial de 3.000 MW médios destinada a atender as Regiões Norte e Nordeste. Com isso, cerca de 40% da expansão da capacidade de geração prevista até 2013 será proveniente desses dois empreendimentos apenas.



Diante deste cenário, ainda que o governo descarte a possibilidade de racionamento para os próximos anos, ao afirmar que o País já firmou contratos de venda de energia até 2011, isso não é suficiente. De fato, os leilões sinalizam o volume de energia contratado para o futuro, mas isso não resolve o problema. Infelizmente, estar contratado não implica ter energia garantida, até porque as usinas ainda não existem.

Dessa forma, os riscos de desabastecimento de eletricidade se concentram: na possibilidade das usinas licitadas nos leilões de energia nova não serem construídas no prazo; na necessidade de se licitar as usinas do Complexo do Rio Madeira e Belo Monte; nos problemas relativos a atrasos de licenças ambientais; no risco de escassez de gás natural para as usinas térmicas; no aumento da demanda acima do esperado e na falta de chuvas.

Assim, propomos um balanço estrutural entre a oferta e demanda para os próximos anos. A comparação não pode ser feita em termos de potência instalada e demanda máxima, como é comum em outros países. A razão para isso é que hidrelétricas e térmicas de mesma potência produzem quantidades muito diferentes de energia firme. Para nossa análise, a fonte hídrica gera 55% da potência e a térmica, 85%. Nossa projeção de oferta é baseada em cenário projetado pela Aneel, que considera os projetos já em construção. Além disso, acrescentamos o volume de energia nova licitada nos últimos leilões de energia nova.

Nosso exercício se estende até 2011, porque a partir de então não faz sentido falar em risco de racionamento, já que haveria tempo para construir nova capacidade. Devido aos tempos de construção das usinas, a decisão de investimento para 2011 deve ser tomada em 2006.

Dada a elasticidade do consumo de energia em relação ao PIB, propomos dois cenários condicionados à expectativa de crescimento da Tendências para os próximos anos. No cenário básico, o PIB cresce em média 3,3% no período de 2007 a 2011; no cenário otimista, o crescimento médio alcança 4,6% neste mesmo período. Para o cálculo de energia assegurada, consideramos o cálculo da energia sem

restrições (sem impedimentos ambientais e jurídicos para construção e entrada em operação) e com restrições (na qual levamos em conta as operações sem e com impedimentos). De fato, com esse exercício, o risco de racionamento só aparece no cenário otimista, a partir de 2011 (quadro). Cenário este condicionado a condições normais de hidrologia/chuvas, atendimento por parte das térmicas e lembrando que os riscos inerentes ao setor não podem ser descartados – atraso nas obras, problemas com licença ambiental.

Quadro: Projeções de consumo e oferta de energia (em MW médios)

	Consumo (Tendências)		Energia Assegurada	
	Cenário básico	Cenário otimista	Sem restrições	Com restrições
2005	46.446	46.446	57.174	57.174
2006	48.211	48.211	58.961	59.415
2007	50.341	50.705	60.551	62.150
2008	52.619	53.973	60.930	63.234
2009	55.040	57.608	61.534	64.644
2010	57.243	61.044	62.120	66.360
2011	59.557	64.818	62.587	66.827

Fonte: Aneel (elaboração *Tendências*)

No entanto, mesmo que a demanda projetada não supere o consumo, os riscos maiores residem no aumento da dependência por termelétricas (figura 1). Hoje, elas são pouco demandadas, mas, segundo nossas projeções, nos próximos anos estaremos usando quase a totalidade delas. Isso se deve à composição da expansão adicional, em que em média 50% é de fonte térmica (dado o resultado dos últimos leilões que contaram com incentivos para as térmicas via preços e falta de oferta hídrica). Para tanto, estimamos que, caso todas sejam colocadas em operação, 50 milhões de m³/dia serão necessários, já que a geração de 1.000 MW médios consome em média 5 milhões de m³/dia. Pode ser que a oferta projetada do gás natural – baseada na produção doméstica e na importação de GNL – para os próximos anos não acompanhe o ritmo de expansão da demanda pelo combustível para geração de energia.

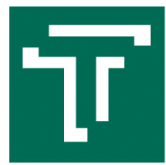
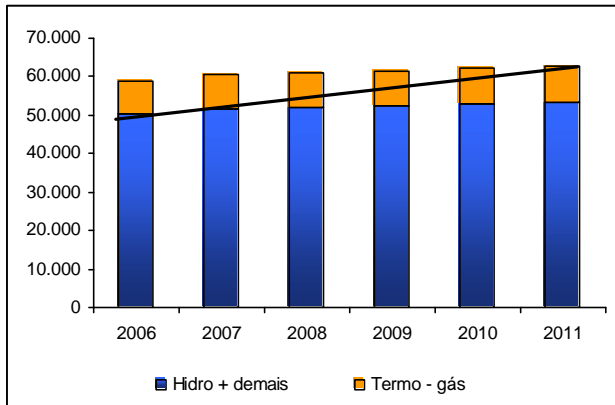


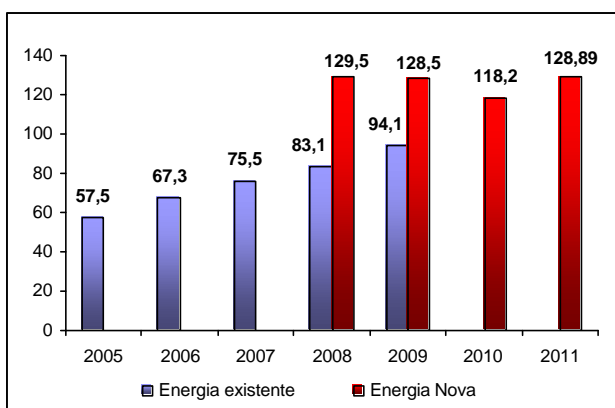
Figura 1: Expansão da oferta (por fonte de energia) e linha de demanda (em MW médios)



Fonte: Elaboração *Tendências*

A certeza para os próximos anos está no aumento dos preços. Os últimos leilões apontam para uma tendência de elevação dos preços (figura 2), já que os contratos mais longos são mais caros que os mais curtos. O realinhamento tarifário, com previsão de término em 2007, também contribuiu para a alta dos preços de energia para o setor industrial e de co-geração.

Figura 2: Preço de energia comercializada nos últimos leilões (em R\$/MWh)



Fonte: CCEE (elaboração *Tendências*)

E, além do preço negociado nos leilões que terá impacto certo de energia mais cara, há a pressão adicional que poderá vir pela demanda maior de termelétricas e, conseqüentemente, pelo tipo de

combustível usado. Seja gás natural, hoje com preços competitivos, mas com a expectativa de preços mais elevados, ou outros combustíveis (na falta do primeiro), como diesel ou óleo combustível, que são mais caros.

Portanto, em um cenário de crescimento econômico moderado, próximo às projeções do cenário básico de longo prazo da *Tendências* (média de 3,3% de 2007 a 2011), é baixo o risco de racionamento de energia no médio prazo. Porém, em um cenário mais otimista para o crescimento interno (média de 4,5% de 2007 a 2011), pode-se dizer que a oferta de energia será um fator de preocupação a partir de 2010, mesmo considerando que há um certo grau de endogeneidade – com relação ao crescimento da economia – nas projeções de oferta de energia.

A endogeneidade ocorre porque a incerteza dos agentes em relação à falta de energia pode ter impacto negativo na expectativa de crescimento por parte das empresas, que acabam reduzindo seus investimentos. Ao mesmo tempo, dada a atual estrutura dos leilões, as distribuidoras apresentam suas necessidades de demanda, em face de um cenário de crescimento econômico. Os agentes geradores, por sua vez, exercem o papel de garantir o fornecimento, viabilizando a construção de novas usinas, quer seja de origem hidrelétrica, térmica, de pequenas centrais hidrelétricas (PCH). Assim, a oferta de infra-estrutura acaba se ajustando à demanda projetada. Por isso, caso o País cresça mais que o esperado, a falta de energia é mais provável.

Além disso, na composição da oferta adicional de energia nos próximos anos, há uma tendência de aumento da participação das termelétricas, o que suscita preocupações devido à necessidade de gás natural como combustível. Mesmo que haja disponibilidade de gás suficiente para a operação plena das termelétricas, há o problema da falta de estrutura para o uso do gás. E, seja devido à falta de gás ou à falta de estrutura para o seu uso, a substituição por outros combustíveis pode não ser trivial.

A perspectiva de preços altos se estende ao mercado livre de energia, que pode ser mais penalizado, já que os contratos futuros podem



reduzir as vantagens em termos de preço quando comparamos com o mercado regulado. Mesmo assim, a expectativa é de que o mercado livre continue sendo a melhor alternativa em termos de custo para a aquisição de energia elétrica por grandes consumidores.

Diante disso, certamente haverá alta continuada dos preços de energia, independentemente do cenário de crescimento econômico. O preço estabelecido nos leilões é, com efeito, uma das principais variáveis de controle para assegurar a oferta futura de energia.

Uma análise regional da inflação de serviços

Marcela Prada e Gian Barbosa

É possível inferir que a diferença de patamar e da evolução da inflação de serviços está de fato relacionada ao grau de aquecimento da atividade econômica de cada região.

A inflação de serviços está em lenta trajetória de queda, mas ainda se mantém mais alta que a inflação dos demais preços livres e em patamar acima da meta. O atual contexto de crescimento da demanda doméstica é propício a aumentos mais fortes dos preços dos serviços em relação aos demais preços da economia. Uma análise regional mostra que o desempenho desigual da atividade econômica entre as regiões também se reflete em um comportamento diferente da inflação de serviços entre as capitais que compõem o IPCA. Além disso, a análise regional permite observar a influência dos custos com tarifas de água, luz e telefone sobre os preços de serviços, que neste ano estão atuando de forma favorável à desaceleração desses preços.

Os preços de serviços representam cerca de 23% do IPCA, o que significa 34% dos preços livres. Este grupo engloba serviços pessoais (cabeleireiro, manicure, etc), serviços de recreação, de saúde (exceto plano de saúde), de educação, empregado doméstico, aluguel e condomínio. Como os serviços são bens não-comercializáveis, seus preços dependem da relação entre oferta e demanda doméstica. Além disso, pela dificuldade de importação, o comportamento dos principais custos do setor de bens não-comercializáveis também influencia a evolução dos preços de serviços. Dentre os principais custos do setor de serviços destacam-se os salários, por se tratar de um setor intensivo em mão-de-obra, e tarifas como luz, água e telefone.

Em análise anterior neste espaço (A inflação de serviços deve seguir alta em 2006, Análise Semanal de 17/03/2006), procurou-se estimar econometricamente uma relação entre a inflação de serviços no IPCA e variáveis relacionadas a oferta, demanda e custos. O resultado encontrado foi que a inflação de serviços pode ser explicada por um componente inercial, expectativas de inflação, taxa de desemprego, salário mínimo, consumo das famílias e renda real.

Entretanto, a partir dos dados para Brasil não foi possível identificar a provável influência dos custos com tarifas sobre a inflação de serviços. O fato de as tarifas serem reajustadas uma vez por ano e em datas diferentes para cada cidade pode ter dificultado a estimação dessa influência por meio dos dados da inflação agregada para o Brasil. Em um novo exercício, procuramos estimar essa influência a partir dos dados regionais da inflação de serviços.

Além disso, os dados desagregados regionalmente permitem captar a influência da conjuntura regional sobre a inflação de serviços em cada cidade. A relevância disso parte do princípio de que o caráter não-comercializável dos preços de serviços também vale para diferentes regiões, pois a impossibilidade de estoque ou de transporte do setor de serviços se aplica tanto de um país para outro quanto de uma cidade para outra. Dessa forma, o comportamento da inflação de serviços de determinada região estará associado à evolução da atividade econômica na própria região.

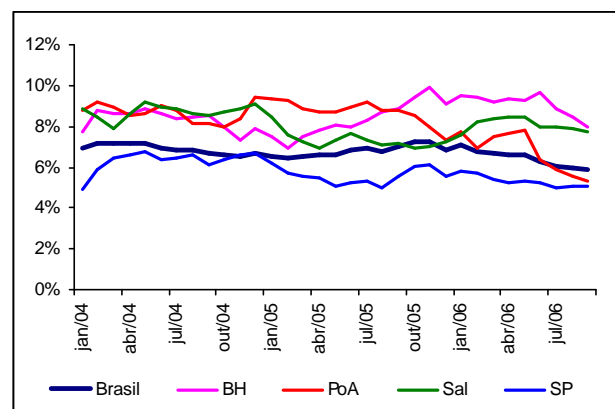


De fato, a inflação de serviços tem assumido diferentes patamares e trajetórias quando se observam os dados desagregados regionalmente. Em relação ao patamar, enquanto a média da inflação de serviços acumulada em 12 meses em nível nacional ficou em 6,7% considerando o período de 2004 até setembro deste ano, na abertura por regiões há casos em que a essa média ficou em 8,5%, como em Belo Horizonte, e outros em que a média ficou bem mais baixa, caso de São Paulo (5,8%). A trajetória da inflação também difere de região para região. No agregado nacional, a inflação de serviços acumulada em 12 meses recuou 1 ponto porcentual desde o final do ano passado até setembro, passando de 6,9% para 5,9%. Já na abertura regional, em Porto Alegre, por exemplo, a inflação recuou 2 pontos porcentuais (de 7,4% para 5,4%), enquanto em Salvador a inflação subiu de 7,2% para 7,7% (figura).

A partir dos dados disponíveis para algumas das regiões que compõem o IPCA, foi possível identificar econometricamente a relação entre a inflação de serviços e as variáveis relacionadas a atividade e custos, em nível regional. Segundo o modelo trimestral especificado no quadro 1, a inflação de serviços regional, assim como no

modelo para a inflação nacional, pode ser explicada por um componente inercial, expectativas de inflação, variáveis de custo e atividade, como salário mínimo, taxa de desemprego, consumo e rendimento, e um componente sazonal no primeiro trimestre. Adicionalmente, a partir dos dados regionais foi possível captar a influência dos custos com tarifas de energia elétrica, água e esgoto e telefone.

Figura: Inflação de serviços - variação acumulada em doze meses no IPCA



Fonte: IBGE (elaboração *Tendências*)

Quadro 1: Modelos trimestrais para a inflação de serviços por região

Variáveis	SP	RJ	Salv	Rec	BH	POA
Inércia	0,62 ***	0,47 ***	0,29 ***	0,44 ***	0,57 ***	0,51 ***
Sazonalidade (1º tri)	0,01 ***	0,02 ***	0,02 ***	0,01 ***	0,02 ***	0,01 ***
Expectativa de inflação	0,12 ***		0,15 ***	0,13 ***	0,14 ***	0,08 **
Salário mínimo	0,05***	0,09 ***	0,08 **	0,07 ***		
Consumo	0,06 **	0,01				0,00
Rendimento	0,04	0,11 ***	0,05 **	0,03	0,14 ***	
Desemprego	0,00 ***		0,00 ***	0,00 ***	0,00 ***	0,00
Tarifa de energia	0,01	0,03 ***		0,02	0,03 ***	0,03 ***
Tarifa de água	0,03 **	0,03 **	0,09 ***		0,06 ***	
Tarifa de telefone	0,01		0,01 *	0,01		
R2	0,92	0,85	0,75	0,86	0,75	0,70

Obs 1: *, ** e *** indicam que os coeficientes são estatisticamente significantes aos níveis de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Obs 2: A amostra contém 42 observações para cada regressão.

Obs 3: As variáveis explicativas foram utilizadas com defasagens que variam entre 0 e 2 trimestres.

Obs 4: As variáveis para consumo, rendimento, desemprego e tarifas são regionais.

Fonte: IBGE, Banco Central.



Dessa forma, é possível inferir que a diferença de patamar e da evolução da inflação está de fato relacionada ao grau de aquecimento da atividade econômica de cada região. Nos últimos anos a atividade econômica evoluiu de forma desigual regionalmente. Seja pela evolução mais favorável da atividade econômica ou pela maior transferência de renda, a região Nordeste vem apresentando um desempenho mais positivo para a taxa de desemprego e para a renda em comparação à região Sul e parte da região Sudeste.

Entre 2003 e 2004 observou-se queda da taxa de desemprego em praticamente todas as regiões, um dos fatores que contribuiu para o aumento da inflação de serviços de um modo geral. Mais recentemente a taxa de desemprego mostra relativa estabilidade, com exceção de Salvador, região em que houve queda de 1,8 ponto percentual da taxa média acumulada em 2006 em comparação ao mesmo período de 2005 e a inflação de serviços segue em elevação (7,7% contra 7,2% em dezembro de 2005). Em relação ao rendimento, este vem crescendo a taxas relativamente fortes, com destaque para o Nordeste e exceto em Porto Alegre. Esse desempenho díspar da atividade se reflete no comportamento da inflação de serviços, que está mais alta em cidades como Salvador

(7,7%) e Recife (6,8%) em comparação a São Paulo (5,1%) e Porto Alegre (5,4%).

Em relação ao impacto das tarifas, pode-se afirmar que os fortes reajustes ocorridos nos anos anteriores exerceram pressão de alta sobre a inflação de serviços. Atualmente, contudo, os reajustes mais fracos e até negativos de algumas tarifas têm contribuído para a desaceleração dos preços dos serviços neste ano.

A partir do nosso cenário para as diversas variáveis que influenciam a inflação de serviços, projetamos a continuidade da desaceleração lenta desses preços nos próximos meses. Nosso cenário embute, por um lado, a continuidade do crescimento da demanda interna, mas, por outro, a permanência da inflação geral e das expectativas em baixo patamar, um reajuste mais fraco para o salário mínimo, pouco espaço para queda da taxa de desemprego e reajustes fracos para as tarifas. Apesar da desaceleração esperada, é importante destacar que o cenário de demanda interna aquecida seguirá propício a aumentos mais fortes dos preços dos serviços em relação aos demais preços da economia. A disparidade entre as regiões também deve diminuir daqui para a frente, uma vez que os fatores que têm contribuído para o desempenho desigual nos últimos anos deve perder força.

Origens do crescimento

José Márcio Camargo

A alta sensibilidade dos investimentos do setor privado brasileiro à redução das incertezas, os baixos investimentos do setor público do País e a baixa produtividade dos investimentos sugerem que o caminho para fazer o País crescer é reduzir as incertezas e aumentar a produtividade dos investimentos.

O Brasil tem fracassado sistematicamente em seu objetivo de aumentar a taxa de crescimento do produto. Mesmo em períodos de forte crescimento da economia mundial, o Brasil continua com taxas de crescimento relativamente baixas, próximas a 3% ao ano, em média. Entre 1995 e 2005, somente em três anos o Brasil cresceu a taxas acima de 3%, 1995 (4,2%), 1997 (3,3%) e 2004 (4,9%). Por que o Brasil cresce tão pouco?

A taxa de crescimento de um país depende de duas variáveis fundamentais: disponibilidade de recursos (capital e trabalho) e produtividade destes recursos. Como a taxa de crescimento da oferta de trabalho é basicamente determinada por decisões tomadas no passado, dificilmente será possível aumentar a taxa de crescimento da economia atuando sobre esta variável (exceto por incentivo à migração). Resta, portanto, o aumento da oferta de capital e a evolução da produtividade dos recursos.



O aumento da oferta de capital depende da taxa de investimento. A taxa de investimento na economia brasileira tem variado pouco desde a estabilização em 1995. Naquele ano, do total de produto gerado na economia (PIB), 20,7% foram destinados ao investimento, enquanto em 2005 este número foi de 20,5%.

Este resultado é surpreendente, pois, com a estabilização da economia e a redução das incertezas geradas pela instabilidade de preços, a expectativa era de que as empresas aumentassem seus investimentos, o que acabaria gerando mais crescimento do PIB. Os números sugerem que isto não parece ter ocorrido no Brasil. Na verdade, uma análise mais cuidadosa do que ocorreu com a taxa de investimento do setor privado mostra que a reação desta à estabilização foi bastante vigorosa.

Em 1999, ano em que a estabilização se consolidou, a taxa de investimento no Brasil foi de 21,9% do PIB, sendo o setor público responsável por aproximadamente 5 pontos percentuais e o setor privado, por 16,9 pontos percentuais deste total. Por outro lado, a carga tributária em 1999 correspondia a 30% do PIB do País. Ou seja, sobrava para o setor privado 70% do PIB. Portanto, do total do PIB que era apropriado pelo setor privado 24% (16,9/70) era destinado ao investimento, enquanto do total do PIB apropriado do setor público 16,7% (5/30) era investido.

De lá para cá não apenas a carga tributária aumentou para 38% do PIB, assim como o total de recursos do setor público direcionado para investimentos foi reduzido para 2% do PIB. Em outras palavras, em 2005 a parte do PIB que era apropriada pelo setor privado foi reduzida para 62%, enquanto dos 20,5% do PIB investidos, 18,5% se originaram neste setor. Isto significa que da parcela do PIB apropriada pelo setor privado em 2005 (18,5/62) 30% era investida, enquanto, para o setor público, o número correspondente foi de (2/38) 5%.

Quatro pontos importantes devem ser destacados destes dados. Primeiro, que a redução das incertezas tem um efeito extremamente importante sobre a taxa de investimento do setor privado da economia brasileira. A estabilização da economia

e as inovações institucionais introduzidas nos últimos anos fizeram com que a taxa de investimento deste setor passasse de 24% para 30% do PIB por ele apropriado (um crescimento de 25%). Segundo, este aumento da taxa de investimento do setor privado se deu, apesar de a taxa de juros real ter permanecido basicamente constante ao longo de todo o período. Terceiro, que a constância da taxa de investimento agregada deveu-se a uma diminuição da taxa de investimento do setor público, que passou de 16,7% para 5% do PIB por ele apropriado. Finalmente, que a taxa de investimento do setor privado brasileiro já é bastante elevada, para qualquer padrão internacional.

A elevada taxa de investimento do setor privado brasileiro sugere que a elasticidade dos investimentos em relação à taxa de juros real não deve ser muito alta, o que, aliás, não é uma surpresa. Estimativas da relação entre taxa de investimento e juros reais para outros países mostram que esta relação, quando existe, é bastante tênue. O principal fator determinante do investimento é a incerteza. Quanto menos incerteza, menor o risco e maior a taxa de investimento. Do ponto de vista do investimento, a experiência internacional tem mostrado que juros são como uma corda. Se puxar, ela segura, mas, se largar, não empurra. Para empurrar, os instrumentos corretos são outros, chicote e incentivos.

Um outro ponto importante a ser destacado dos dados citados é a produtividade dos investimentos. Nos últimos 10 anos, para uma taxa média de investimento de 21% do PIB a taxa de crescimento média do país foi de 2,6%, ou seja, é necessário investir quase 7 pontos percentuais do PIB para gerar 1 ponto percentual de crescimento, um desempenho muito inferior ao padrão internacional. (para países no estágio de desenvolvimento do Brasil, esta relação varia entre 5 e 6). Ou seja, é possível aumentar a taxa de crescimento do PIB brasileiro, aumentando a eficiência do investimento.

Estes três resultados, a alta sensibilidade dos investimentos do setor privado brasileiro à redução das incertezas, os baixos investimentos do setor



público do País (algo que está associado à rigidez dos gastos correntes, como aposentadorias e pensões, impossíveis de serem reduzidos no curto prazo) e a baixa produtividade dos investimentos sugerem que o caminho para fazer o País crescer é reduzir as incertezas e aumentar a produtividade dos investimentos. Isto exige a definição de marcos regulatórios eficientes e estáveis para investimentos em setores de infra-estrutura, como energia, transportes, estradas, portos, etc., uma reforma tributária, que simplifique e racionalize a

estrutura de tributos, uma reforma da legislação trabalhista, que gere incentivos ao investimento em qualificação e treinamento e, finalmente, mas de extrema importância, a melhoria da qualidade da educação básica, fundamental e média. Com isto, não apenas será possível aumentar os investimentos privados, inclusive para os setores de infra-estrutura, seja via PPP seja via privatização, assim como melhorar a produtividade dos investimentos. O resultado será mais produtividade e mais crescimento.

PRÓXIMA SEMANA

Destaque do calendário: Para a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) referente a setembro, que será divulgada pelo IBGE na sexta-feira, esperamos uma elevação de 7,3% nas vendas, em comparação com o mesmo mês do ano passado. Em termos dessazonalizados, a expectativa é de um ligeiro acréscimo de 0,3% em relação a agosto. Caso isto se confirme, o resultado de setembro reforçaria nosso cenário de crescimento moderado para as vendas do comércio. Para o ano como um todo, mantemos nossa projeção de 5,0% ante 2005.

Data	Evento
Segunda-feira (dia 20)	Banco Central: contas externas de outubro (11h00). Expectativa para conta corrente: superávit de US\$ 2 bilhões. Secex: balança comercial da terceira semana de novembro. EUA: Leading Indicators (out.) Consenso: 0,2%
Terça-feira (dia 21)	FGV: IGP-10 de novembro. Expectativa: 0,88%. Fipe: 2ª quadrissentana do IPC de novembro (pela manhã). Expectativa: 0,42%.
Quarta-feira (dia 22)	FGV: 2ª prévia do IGP-M de novembro (8h00). Expectativa: 0,65%. FGV: Sondagem Conjuntural da Indústria de Transformação - Quesitos Especiais de outubro. EUA: U. of Michigan Confidence (nov.) Consenso: 93,0.
Quinta-feira (dia 23)	IBGE: pesquisa mensal de emprego de outubro (9h30). FGV: IPC-S apurado até 22/11. Expectativa: 0,35% CMN: reunião periódica do Conselho Monetário Nacional. Banco Central: agregados monetários de outubro e nota para a imprensa sobre juros e spread bancário. EUA: Initial Jobless Claims (18/11).
Sexta-feira (dia 24)	IBGE: IPCA-15 de novembro (9h30). Expectativa: 0,33%



Quadro: Calendário internacional de 20 a 24 de novembro.

Data	Horário	País	Indicador
20/11	13h00	EUA	Indicadores antecedentes (outubro)
21/11	5h45	França	PIB (3º tri)
21/11	17h00	Argentina	Balança comercial (outubro)
21/11	17h00	Argentina	Taxa de desemprego (3º tri)
21/11	21h50	Japão	Balança comercial (outubro)
22/11	13h00	EUA	Confiança do consumidor (U. de Michigan) (novembro)
23/11	5h00	Alemanha	PIB (3º tri)
23/11	7h00	Alemanha	Confiança do empresariado (novembro)
23/11	7h00	Zona do Euro	Conta corrente (setembro)
23/11	18h30	México	Taxa de desemprego (outubro)
23/11	18h30	México	Balança comercial (outubro)
24/11	7h30	Reino Unido	PIB (3º tri)
24/11	-	Alemanha	CPI (novembro)
24/11	18h30	México	Vendas no varejo (setembro)
24/11	18h30	México	Conta corrente (3º tri)

Fonte: Bloomberg

Mercados na semana

Tendências

Atividade

Na quinta-feira, o IBGE divulga a Pesquisa Mensal de Emprego (PME) de outubro. Os resultados de setembro mostraram continuidade da melhora na situação de emprego que teve início em junho. Pelo segundo mês consecutivo, as duas principais forças atuaram no sentido de queda da taxa de desemprego: em termos dessazonalizados, o número de pessoas ocupadas cresceu 0,4% na margem, enquanto o de desocupados recuou 3,4%. O resultado foi uma queda de 0,4% da taxa de desemprego em termos dessazonalizados. Para o ano, projetamos uma taxa de desemprego média próxima a 10%. Para outubro, considerando apenas a sazonalidade do período, a taxa de desemprego deve apresentar queda. Isto porque a criação de vagas para atender a demanda de final de ano já deve afetar o emprego positivamente.

Contas Externas

Na segunda-feira, o Banco Central deve apresentar o resultado das contas externas de outubro. Nossas estimativas apontam para um

superávit em transações correntes de US\$ 2,0 bilhões e para uma entrada de investimento estrangeiro direto de US\$ 1,5 bilhão. Além da balança comercial de US\$ 3,9 bilhões, deve contribuir com o resultado um menor pagamento líquido de juros em virtude do pagamento da dívida externa e das emissões a custos mais favoráveis.

Adicionalmente, vale apenas mencionar que a divulgação deste mês já deve contemplar a operação de compra da Inco pela Companhia Vale do Rio Doce. Segundo a imprensa, a operação teria sido realizada no dia 26 de outubro e teria sido fechada em US\$ 13,3 bilhões – referente a 75,7% das ações da Inco. O registro deve ser marcado por um investimento brasileiro exterior e um aumento da taxa de rolagem, dado que a maior parte dos recursos para compra foi proveniente de empréstimos internacionais. A compra de 100% das ações da Inco, cujo restante deve ser realizado nos próximos meses, é estimada em US\$ 17,6 bilhões, sendo que apenas US\$ 2,0 bilhões teriam como origem o caixa da empresa.



Inflação

A ser divulgado na terça-feira, o IGP-10 deve manter o patamar elevado da inflação apresentado pelo último IGP (IGP-DI de outubro, que registrou 0,81%). Segundo nossas projeções, o índice deve apresentar inflação de 0,88%. A alta do IPA agrícola não deve mostrar enfraquecimento nesta apuração. Os preços da soja e dos cereais e grãos ainda devem exercer pressão considerável no IGP-10, o que deve ser, em parte, atenuado pela continuidade do enfraquecimento da alta dos preços do item animais e derivados e do item raízes e tubérculos. Espera-se que a continuidade do recuo da variação destes preços cause a desaceleração dos preços agrícolas na divulgação do IGP-M de novembro, que, segundo nossas projeções, deve desacelerar para 0,60%. O IPA industrial, por outro lado, deve manter o bom desempenho e não pressionar os IGPs.

Na terça-feira, a segunda quadrissemana do IPC-Fipe de novembro deve registrar inflação de 0,42%, praticamente a mesma taxa da primeira quadrissemana (0,43%). Neste resultado, os alimentos *in natura* devem continuar mostrando intensificação da alta de preços, o que não deve permitir uma desaceleração significativa do grupo alimentação mesmo com a continuidade do enfraquecimento da alta dos preços das carnes. Além disso, a desaceleração do grupo habitação causada pela saída dos impactos do reajuste da taxa de água e esgoto deve ser compensada pelo avanço da variação do grupo vestuário devido ao período de sazonalidade de alta do grupo.

Na quarta-feira, a segunda prévia do IGP-M de novembro deve apresentar inflação de 0,65%, significativamente maior que a registrada no mesmo período de outubro (0,24%). Além da alta dos preços agrícolas decorrente da pressão dos cereais e grãos e da soja, o IPA industrial deve contribuir para o avanço da inflação, já que não apresentará a queda de preços mostrada em outubro (-0,27%). O pior desempenho dos preços industriais, por sua vez, está relacionado ao enfraquecimento da queda de preços dos combustíveis e à elevação de preços dos produtos alimentares, subgrupo influenciado pela alta dos preços agrícolas.

Na quinta-feira, o IPC-S apurado até o dia 22 deve registrar inflação de 0,35%, bem próxima da inflação medida até o dia 15 (0,34%). Embora os alimentos *in natura* continuem a mostrar intensificação da alta dos preços, a pressão das carnes deve apresentar mais um enfraquecimento. Deste modo, o grupo alimentação não deve registrar aceleração significativa de preços. Os outros fatores que devem impedir um avanço expressivo da inflação medida pelo índice serão a intensificação da queda dos preços dos combustíveis e a incorporação dos impactos dos reajustes negativos de energia elétrica em Porto Alegre e no Rio de Janeiro.

Na sexta-feira será divulgado o IPCA-15 de novembro para o qual projetamos manutenção da inflação no mesmo patamar do IPCA de outubro, ou seja, em 0,33%. A maior pressão virá da alta forte dos preços dos alimentos por conta da entressafra de alguns produtos. Por outro lado, os preços dos combustíveis devem seguir em queda, e o reajuste da tarifa de ônibus em São Paulo ainda não terá impactos sobre o índice. Em relação aos núcleos, a projeção é de nova queda em relação à média de outubro (0,27%), indicando um quadro favorável para os preços de um modo geral, sem pressões significativas de custos ou pelo lado da demanda.

Mercados internacionais

A agenda econômica americana da próxima semana traz poucos indicadores de relevância. Os únicos destaques são os indicadores antecedentes de outubro e o resultado final para novembro do índice de confiança do consumidor da Universidade de Michigan.

O primeiro dado será divulgado logo na segunda-feira, e deve apresentar crescimento de 0,2% em outubro contra 0,1% no mês anterior. Apesar dos dois últimos meses de recuperação do índice, pode-se perceber uma clara tendência de moderação no aumento dos indicadores antecedentes em comparação com o mesmo período do ano passado, que deve passar de 1,4% em setembro para 0,8% nesta última apuração.



O índice de confiança do consumidor, divulgado na quarta-feira pela Universidade de Michigan, também deve mostrar ligeira expansão. A expectativa é de um patamar elevado de 93,0 pontos para este resultado final de novembro, que ficaria acima da prévia de 92,3 pontos e próximo aos 93,6 pontos de outubro. O bom comportamento dos preços de energia pode ser considerado responsável pelo maior otimismo dos consumidores nestes últimos meses.

Na Europa, os destaques ficam por conta das revisões dos resultados do terceiro trimestre do PIB francês, alemão e do Reino Unido. A expectativa, no entanto, é de que não haja alterações significativas nas taxas de crescimento destes países, que devem continuar mostrando relativa robustez.

Mercados financeiros

Apesar de a agenda doméstica ser relativamente positiva, dadas as boas perspectivas para os resultados da Pesquisa Mensal de e Emprego (PME) e das contas externas, a falta de indicadores relevantes nos EUA deve impedir novos ganhos para os mercados em geral na próxima semana, e servir, inclusive, de gatilho para alguma realização no mercado de renda variável em especial. Na verdade, os agentes têm registrado ganhos expressivos nas bolsas nestas últimas semanas, e parece improvável que os preços continuem a subir sem um claro *market mover*. As indefinições em relação à pauta de reformas para o ano que vem também devem segurar o ímpeto otimista no mercado de juros doméstico. As expectativas de médio prazo para os mercados, no entanto, continuam alinhadas com os fundamentos macroeconômicos positivos.

]Indicadores Econômicos				
	Indicador	Última divulgação	Próxima divulgação	Projeção 2006
Inflação	IPCA	0,33% (out)	0,3% (nov)	2,9%
	IGP-M	0,47% (out)	0,6% (nov)	3,6%
	IPC-Fipe	0,39% (out)	0,5% (nov)	2,5%
Atividade	Produção industrial IBGE	-1,4% (set dessaz)	1,5% (out dessaz)	2,6%
	Vendas do comércio IBGE	2,1% (set dessaz)	--	5,0%
	Taxa de desemprego IBGE	10,0% (set)	--	10,0% (média)
Contas externas	Balança comercial	US\$ 3,9 bi (out)	US\$ 2,9 bi (nov)	US\$ 45,3 bi
	Conta corrente	US\$ 2,3 bi (set)	US\$ 2,0 bi (out)	US\$ 14,3 bi
	IED	US\$ 1,8 bi (set)	US\$ 1,5 bi (out)	US\$ 16,0 bi
Contas fiscais	Arrecadação federal	R\$ 33,8 bi (set)	R\$ 36,0 bi (out)	R\$ 391,2 bi
	Superávit primário do setor público	R\$ 4,6 bi (set)	R\$ 8,5 bi (out)	R\$ 88,7 bi
	Dívida Líquida / PIB	50,1% (set)	50,0% (out)	50,0%

ANÁLISE SEMANAL

A Tendências Consultoria Integrada preparou este relatório com base em estudos internos e em informações de conhecimento público. Empregamos todos os esforços para que as opiniões e dados aqui contidos fossem os mais atualizados, corretos e precisos. Não nos responsabilizamos, entretanto, pelos resultados de qualquer decisão tomada com base no conteúdo desta publicação. Relatório elaborado com informações disponíveis até às 18h00 de 17/11/2006.



Indicadores Internacionais

Semana de 20 a 24 de novembro

	PIB US\$ bi	PIB (%) YoY	Desemprego %	Inflação (%) Var. 12 meses	Juros Cto. Prazo %/aa	Bal Comercial US\$ bi (12 meses)	C/Corrente % PIB 2005	Dívida externa /exportações 2005*	Déficit Fiscal % PIB 2005*	Dívida Pública (% PIB 2005)*	Reservas US\$ bilhões
Brasil	792,6 (12/05)	1,2 (2tr/06)	10,0 (09/06)	3,7 (09/06)	13,68	46,5 (10/06)	1,7	3,1	51,6**	70,8 (09/06)	
México	768,4 (12/05)	4,7 (2tr/06)	3,98 (09/06)	4,1 (09/06)	7,04	-5,3 (09/06)	-1,1	0,8	0,4	22,80	82,4 (09/06)
Argentina	181,6 (12/05)	7,9 (2tr/06)	10,4 (09/06)	10,5 (10/06)	10,19	11,5 (09/06)	1,3	3,4	0***	76,9***	27,0 (09/06)
Chile	113,9 (12/05)	4,5 (2tr/06)	7,9 (09/06)	2,1 (10/06)	5,16	21,2 (10/06)	0,3	1,1	-3,5	8,30	17,5 (10/06)
Venezuela	132,8 (12/05)	9,2 (2tr/06)	9,5 (09/06)	8,7 (10/06)	10,44	37,2 (2o.tr/06)	15,9	0,5	3,7	44,70	27,6 (08/06)
EUA	12.485,7 (12/05)	2,9 (3tr/06)	4,4 (10/06)	2,1 (09/06)	5,33	-850,9 (08/06)	-6,1	n/d	4,1	60,90	40,27 (09/06)
Japão	4.571,3 (12/05)	2,5 (2tr/06)	4,2 (09/06)	0,6 (09/06)	0,35	78,9 (08/06)	3,3	n/d	6,7	174,40	857,86 (08/06)
China	2224,8 (12/05)	10,4 (3tr/06)	4,2 (06/06)	1,5 (09/06)	2,80	143,6 (09/06)	6,1	0,3	2,4	21,60	987,9 (09/06)
Coreia	793,0 (12/05)	4,6 (3tr/06)	3,4 (07/06)	2,1 (10/06)	4,61	14,9 (10/06)	2,0	0,6	2,2	25,80	229,5 (10/06)
Hong Kong	177,7 (12/05)	5,2 (2tr/06)	5,0 (06/06)	2,1 (09/06)	3,97	-15,9 (09/06)	10,3	n/d	1,1	n/d	131,2 (10/06)
Rússia	766,1 (12/05)	7,4 (2tr/06)	7,1 (09/06)	9,2 (10/06)	11,00	142,3 (08/06)	13,2	0,9	7,6	15,90	265,0 (10/06)
Alemanha	2797,3 (12/05)	2,4 (2tr/06)	10,4 (10/06)	1,2 (10/06)	3,58	187,4 (09/06)	4,3	n/d	3,5	67,70	38,53 (08/06)
Reino Unido	2.201,4 (12/05)	2,8 (3tr/06)	5,5 (08/06)	2,4 (09/06)	5,19	-142,0 (08/06)	-1,9	n/d	3,1	42,5	39,20 (08/06)
França	2.105,8 (12/05)	2,6 (2tr/06)	8,8 (09/06)	1,2 (09/06)	3,58	-35,0 (08/06)	-1,3	n/d	3,0	66,4	32,35 (08/06)
Índia	775,4 (12/05)	8,9 (2tr/06)	8,8 (12/02)	6,8 (09/06)	6,63	-42,0 (09/06)	-1,8	1,5	10,4	96,3	160,2 (10/06)
África do Sul	299,1 (12/05)	3,6 (2tr/06)	25,6 (05/06)	5,3 (09/06)	8,65	-7,6 (09/06)	-3,7	0,86	1	35,5	22,1 (10/06)
Turquia	362,4 (12/05)	7,5 (2tr/06)	8,8 (07/06)	10,0 (10/06)	19,48	-51,4 (09/06)	-5,6	2,27	4,6	68,7	58,5 (09/06)

Fontes: The Economist, FMI, Bloomberg, World Bank

* Previsão de fechamento para 2005

** Dívida Líquida do setor público

*** Dados de 2004