

Espaço para política fiscal é prejudicado por falta de coordenação do governo

Muito se tem discutido sobre o papel do governo para a mitigação dos efeitos da crise. As armas e as respostas do governo estão relacionadas às duas opções clássicas de política econômica de que dispõe: fiscal e monetária, que podem ser utilizadas distintamente ou em conjunto. A questão relevante refere-se à condução de ambas, pelo governo brasileiro, dada a situação em que o País está inserido. Em 2009, caso o governo queira fazer política fiscal anticíclica, terá pouco espaço dadas às metas fiscais. Para uma política mais abrangente de investimentos, teria que flexibilizar as metas, o que, apesar de não influenciar significativamente a relação dívida/PIB, pode ter efeitos desastrosos caso o governo não tenha um plano coordenado e transparente para o uso destes recursos.

Tendências

Demanda mais fraca por crédito será novidade em 2009

Os dados das operações de crédito bancário em dezembro, divulgados pelo BC, revelaram que, em um contexto geral, 2008 foi um ano importante para o processo de aprofundamento financeiro que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos. Mas os números confirmaram a inflexão trazida pela crise internacional a partir do quarto trimestre, dando um pouco do tom que deve prevalecer neste ano. Ou seja, pela primeira vez desde que o ciclo de expansão recente no mercado de crédito tomou maior impulso, o setor bancário se defrontará com um cenário de demanda em que os ritmos de expansão se darão a taxas bem mais modestas.

Márcio Nakane e Bruno Rocha

Spread bancário e inadimplência: qual a causalidade?

Uma discussão frequente no país é sobre a causalidade entre spreads bancários e inadimplência. Ou seja, os spreads são elevados porque a inadimplência é elevada, ou o reverso, a inadimplência é elevada porque os spreads são elevados. Utilizando dados agregados entre junho de 2000 a dezembro de 2008, testes de causalidade de Granger sugerem que existe evidência de causalidade do spread para a inadimplência mas não no sentido oposto.

Márcio Nakane

Sócios

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

Coordenador técnico

MÁRCIO NAKANE

Macroeconomia e Política

JUAN JENSEN
ALESSANDRA RIBEIRO
ALEXANDRE ANDRADE
ANDRÉ SACCONATO
ARIADNE VITORIANO
BRUNO LAVIERI
BRUNO ROCHA
CLÁUDIA OSHIRO
FELIPE SALTO
FILIPE ALBERT
GIAN BARBOSA
JOÃO PEDRO RIBEIRO
MARCELA PRADA
MARIANA OLIVEIRA

Análise setorial

DENISE DE PASQUAL
Responsável

Estudos, projetos e pareceres

ERNESTO MOREIRA GUEDES FILHO
Responsável

Investimentos e Negócios

FREDERICO ESTRELLA VALLADARES
Responsável

Consultor

SAMUEL PESSÓA

Vendas e Marketing Administração e Financeiro

VILMA RANGEL GARCIA
vilma@tendencias.com.br

Comunicação

CLARA SETOGUCHI
clara@tendencias.com.br

Edição e revisão

CLARA SETOGUCHI
ROBERTA TAKAMATSU
WAGNER PIMENTA

Espaço para política fiscal é prejudicado por falta de coordenação do governo *Tendências*

Em 2009, caso o governo queira fazer política fiscal anticíclica, terá pouco espaço dadas às metas fiscais. Para uma política mais abrangente de investimentos, teria que flexibilizar as metas, o que, apesar de não influenciar significativamente a relação dívida/PIB, pode ter efeitos desastrosos caso o governo não tenha um plano coordenado e transparente para o uso destes recursos

Muito se tem discutido sobre o papel do governo para a mitigação dos efeitos da crise. As armas e as respostas do governo estão relacionadas às duas opções clássicas de política econômica de que dispõe: fiscal e monetária, que podem ser utilizadas distintamente ou em conjunto. A questão relevante refere-se à condução de ambas, pelo governo brasileiro, dada a situação em que o País está inserido.

Em primeira instância, antes de recomendar expansão temporária do gasto público, ainda que do lado dos investimentos, seria preciso considerar que ainda há espaço para fazer política monetária para combater os efeitos recessivos da crise. O fato é que, provavelmente, a efetividade da redução dos juros não será suficiente para estimular a economia, na medida em que será necessário pensar em como utilizar o pequeno espaço existente do lado fiscal para complementá-la. Na prática, o governo poderá, inclusive, utilizar-se da redução da meta fiscal temporária para ampliar seu grau de liberdade no aumento das despesas, o que não seria aconselhável, mas poderia gerar uma situação ainda equilibrada e não prejudicial à sustentabilidade fiscal de longo prazo.

É interessante iniciar a análise pela política monetária. Os últimos dados de inflação e atividade mostram que o espaço para este tipo de ação aumentou muito, pois a crise atingiu a demanda em velocidade e magnitude maiores do que o mercado esperava. A questão é saber qual a influência da política monetária na atividade, dada a deterioração rápida das expectativas e da percepção de retorno futuro dos investimentos. Neste contexto, a redução de juros não seria suficiente para convencer os empresários na decisão entre investimento e aplicação em títulos públicos ou alguma outra aplicação relacionada à renda fixa. Isto porque os agentes prefeririam manter seu dinheiro em títulos, mesmo com uma taxa de juros menor, a investir à luz das incertezas da crise.

Além disso, um consumidor mais receoso e um aumento dos spreads levam à diminuição na demanda dos recursos para consumo. Por este lado, também, reduções de compulsório já efetuadas pelo BC só liberam recursos para que as instituições financeiras apliquem em títulos do governo, já que estas instituições também estão cercadas de incerteza em relação à capacidade de pagamentos das empresas e consumidores, em meio à diminuição da produção, das vendas, do emprego e da renda.

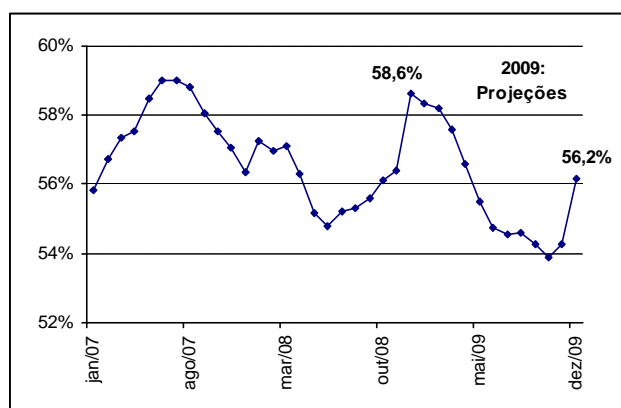
Assim, há espaço para o uso de política monetária, mas seus efeitos em relação ao estímulo da demanda são incertos. Há um efeito importante em relação à melhora das contas fiscais, dado o menor pagamento de juros. E a política fiscal pode ser o único instrumento de ação imediata na atividade econômica. Entretanto, o espaço que o governo tem, dadas as metas fiscais, é muito baixo. Além do Fundo Soberano do Brasil (FSB), que já arrematou R\$ 14,2 bilhões que poderão ser gastos em 2009, o espaço para reduções nas despesas discricionárias é muito pequeno. Considerando a diminuição da taxa de crescimento da arrecadação, muito pouco pode ser obtido através de novos cortes que, segundo nossas estimativas, ficariam em cerca de 0,1 p.p. a 0,3 p.p. do PIB.

O exercício acima considera cortes robustos, da ordem de 40% nas despesas discricionárias, na rubrica que contempla os gastos dos poderes e da administração. Ademais, considerou-se que os gastos com política social, em linha com o caráter central que o Programa Bolsa-Família assumiu entre os objetivos deste governo, não devem sofrer alterações, bem como as despesas com saúde e educação, em que contribuem para a rigidez os entraves criados pelas vinculações no âmbito da Constituição de 1988.

Se considerarmos uma política fiscal mais ativa, seria preciso trabalhar com a hipótese de redução na meta do superávit primário consolidado, que vem sendo proposta por certos setores do governo há algum tempo e que, sob nossa perspectiva, tem grande probabilidade de ser implementada pelo Planalto (passando de 3,8% do PIB para 3,3% do PIB).

Contudo, essa política traz uma nova questão: tal mudança na meta poderia comprometer os esforços fiscais do governo nos últimos anos e minar a confiabilidade de solvência do Brasil? A trajetória da dívida bruta/PIB mostra que a diminuição do superávit não impactaria substancialmente a tendência de queda deste indicador, principalmente em um contexto de relaxamento da política monetária. Ainda assim, é importante notar que o Brasil continua em um patamar de endividamento muito elevado e, portanto, esse afrouxamento na meta, se implementado, deveria ser temporário e revertido tão logo fosse possível (figura 1).

Figura 1: Evolução da relação dívida bruta do governo geral/PIB e projeções:



Fonte: Banco Central (elaboração *Tendências*)

Além disso, a deterioração das expectativas de consumidores e empresários aponta para uma maior resistência a consumo imediato. Neste caso, os efeitos da crise aumentam o montante de poupança privada, em um momento em que o cenário econômico brasileiro não está tão ruim quanto em outros países, ou seja, os agentes entenderiam uma crise maior em relação à que

realmente está acontecendo no País, com base em informações dos Estados Unidos, Zona do Euro ou Japão. Com isso, o governo poderia utilizar esse excesso de poupança, temporariamente, para atenuar os efeitos da crise. De qualquer forma, tal argumento deve levar em conta que a poupança externa vai cair e não é claro que haverá um aumento líquido da poupança total.

Assim, o que indicaria a percepção de solvência do governo brasileiro, dado o contexto imposto pelas consequências da crise, seria o direcionamento do uso destes recursos e seu comprometimento em voltar a metas mais rígidas nos próximos anos. Este ponto parece ser a maior incógnita em defender uma política fiscal mais atuante atualmente.

As primeiras reações à crise do governo brasileiro carecem de organização e coordenação, já que são atuações pontuais e em alguns casos escolhendo alguns setores da economia como “vencedores”. A persistência do uso do dinheiro público sem um plano estratégico e organizado pode ter um efeito rápido de curto prazo, mas desastroso no longo prazo. A própria reação dos investidores (e das agências de rating) em relação a uma piora dos indicadores fiscais deve depender do tipo de gastos fiscais que serão anunciados.

Essas ações devem ser fundamentadas em políticas que não enrijeçam ainda mais os gastos do governo, como aumentos de salário do funcionalismo e novas contratações, aumentos reais no salário mínimo e, conseqüentemente, na Previdência. Deve-se lembrar que este gasto não tem relação com a variação do produto e, portanto, em anos de queda da arrecadação, pioram automaticamente os resultados do governo. Bons exemplos de políticas positivas são o aumento dos gastos em seguro desemprego, que mantém o poder de compra por algum tempo e podem ser automaticamente desligados quando a economia voltar a crescer.

Outro ponto muito interessante a ser incrementado é o investimento em infraestrutura. Neste caso, além do gasto inicial que mantém a atividade econômica, abre-se espaço para melhorar o capital do setor privado no futuro. Entretanto, o programa do governo que foca o investimento, o

Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), ainda tem uma taxa de eficiência muito baixa (55% em 2008, até novembro) em relação ao projetado. O caminho, então, pode ser o financiamento para empresas privadas, via BNDES, para exploração e/ou implementação de obras nos setores de infraestrutura, desde que essas concessões sejam transparentes e baseadas em estudos técnicos.

Em resumo, há um certo espaço, embora não muito elevado, dado que não houve esforço fiscal de corte de despesas nos tempos de crescimento de arrecadação, para uma política fiscal expansionista nos tempos de crise. Mas para ser implementada, por exemplo, uma modificação da meta, esta deveria ter base em um cenário de recessão e gerenciada de uma maneira responsável e transparente. Todas as possibilidades de corte de

custeio devem ser esgotadas antes de se falar em flexibilização das metas e o uso destes recursos deve ser limitado a investimentos e gastos não rígidos, em um plano organizado e transparente, para que não se prejudique a confiabilidade no longo prazo.

Infelizmente, não se tem notado esse comportamento do governo brasileiro, que tem agido de forma descoordenada, com algumas medidas anunciadas e logo depois revogadas pelo próprio governo, como a tentativa de restringir importações, e mesmo a exigência de manutenção de empregos para obtenção de crédito público. Sem falar na pressão para os bancos públicos diminuírem juros. Neste caso, a política fiscal pode ser desastrosa, pois deteriora a confiabilidade do País no exterior e pode fazer com que o Brasil perca a oportunidade de sair mais competitivo da crise.

Demanda mais fraca por crédito será novidade em 2009

Márcio Nakane e Bruno Rocha

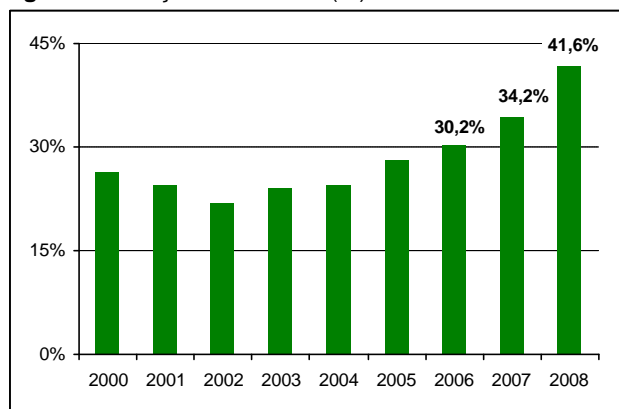
Na medida em que os efeitos da crise começam a se espalhar para o setor real da economia, atingindo o mercado de trabalho e as vendas no comércio, é de se esperar, para 2009, um cenário em que a demanda por crédito não apresentará a pujança dos últimos anos

Os dados relativos ao balanço das operações de crédito bancário em dezembro, divulgados pelo Banco Central, revelaram que, em um contexto mais geral, 2008 foi um ano importante para o processo de aprofundamento financeiro que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos. Por outro lado, os números da autoridade monetária confirmaram a inflexão trazida pela crise internacional a partir do quarto trimestre, dando um pouco do tom que deve prevalecer neste ano.

Em 2008, o total de crédito da economia atingiu 41,6% do PIB, ficando 7,4 p.p. acima do registrado no fechamento do ano anterior. Este crescimento na relação crédito/PIB se deu graças a um forte avanço nas principais modalidades com recursos livres e direcionados. A carteira de crédito com recursos livres para pessoas físicas somou R\$

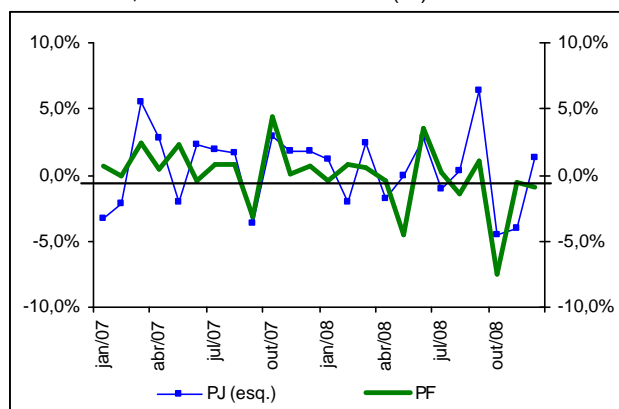
394,6 bilhões, com alta real de 17,3% sobre o ano anterior, quando tal variação já havia sido de 27,8%. No caso dos empréstimos a pessoas jurídicas, a alta real foi de 31,%, (contra 26,2% em 2007) para contabilizar R\$ 477,3 bilhões no mês passado. O total de crédito direcionado, por sua vez, atingiu R\$ 347,9 bilhões, mostrando crescimento real de 19,4% em relação a 2007 (naquele ano, a elevação fora de 12,4%).

Contudo, apesar de bastante positivos, estes números globais não mostram a grande inflexão ocorrida no mercado de crédito brasileiro no último trimestre do ano. O agravamento da crise financeira internacional trouxe um novo quadro que, devido às grandes incertezas introduzidas, pode ser caracterizado por maiores restrições e custos no crédito disponível para empresas e famílias.

Figura 1: Relação crédito/PIB (%)


Fonte: Banco Central (elaboração Tendências)

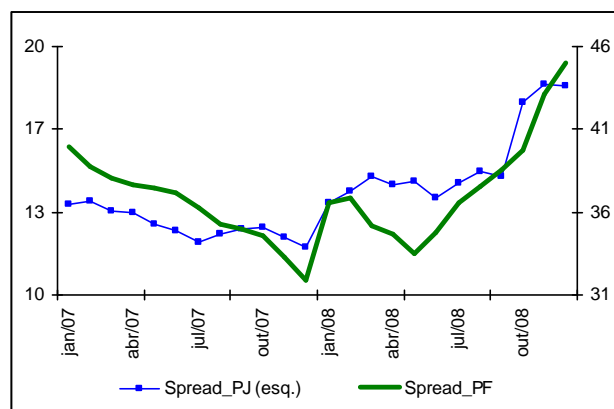
A redução no patamar das novas concessões de crédito é ilustrativa deste processo (figura 2). Para pessoas jurídicas, o montante concedido chegou R\$ 112,3 bilhões em dezembro. Considerando a série livre dos efeitos sazonais, este valor representa um incremento de 1,3% em relação a novembro, após quedas de 4,0% e 4,5% registradas nos meses anteriores. No caso dos empréstimos a pessoas físicas, o volume concedido de R\$ 50 bilhões representou a terceira queda consecutiva na margem. Entre outubro e dezembro do ano passado, as variações mensais computadas na série dessazonalizada foram de -7,5%, -0,5% e -1,0%.

Figura 2: Taxa de variação mensal das concessões acumuladas, série dessazonalizada (%)


Fonte: Banco Central (elaboração Tendências)

Outra mudança significativa ocorrida no final ano passado foi a grande elevação sofrida pelos spreads

bancários. A crise internacional trouxe grandes doses de incerteza para a economia brasileira. As dúvidas, que, aliás, persistem até hoje, com respeito à profundidade e ao *timing* de seus efeitos aumentaram brutalmente a percepção de risco dos bancos no final do ano passado. Tal situação tornou-se ainda mais grave com a eclosão dos primeiros efeitos negativos da piora na confiança e nas condições de crédito sobre a atividade econômica. Entre setembro e dezembro do ano passado, os spreads se elevaram em 6,5 p.p. e 3,6 p.p. nos empréstimos a pessoas físicas e jurídicas, nesta ordem (figura 3).

Figura 3: Taxa de spread bancário para pessoas físicas e pessoas jurídicas (% a.a.)


Fonte: Banco Central (elaboração Tendências)

Por fim, outro fato negativo a marcar o último trimestre do ano passado foi o crescimento observado na taxa de inadimplência. O percentual da carteira em atraso superior a 90 dias nos empréstimos às pessoas físicas teve alta de 0,8 p.p. em relação a setembro, fechando o mês passado em 8,1%. O crédito destinado às pessoas jurídicas, por sua vez, registrou taxa de inadimplência de 1,8% ao final do ano passado, configurando uma elevação de 0,2 p.p. na comparação com o nível observado antes do agravamento crise.

Nas operações com pessoas jurídicas, merecem destaque as elevações na inadimplência das modalidades de conta garantida (de 2,6% em setembro para 3,0% no mês passado) e capital de giro (de 1,2% para 1,5%), que são as duas linhas

mais importantes da carteira. No caso dos empréstimos a pessoas físicas, a alta da inadimplência foi puxada pelos maiores atrasos no cheque especial (9% para 10,6%) e aquisição de veículos (de 3,8% para 4,3%).

Sobre a linha de empréstimos para aquisição de veículos, que atingiu patamar recorde no mês passado, vale destacar o comportamento observado nos atrasos entre 15 e 90 dias. No quarto trimestre de 2008, o percentual da carteira com este nível de atraso já se elevou 0,8 p.p., chegando a 8,3% em dezembro. Embora não seja um antecedente perfeito para a taxa de inadimplência, este avanço nos atrasos entre 15 e 90 dias traz um alerta para prováveis novas elevações do indicador nos próximos meses.

Tais indicadores deixam claro que um dos canais importantes de contágio da crise financeira mundial ocorreu através de um choque adverso na oferta de crédito. Na medida em que os efeitos da crise começam a se espalhar para o setor real da economia, atingindo o mercado de trabalho e as vendas no comércio, é de se esperar, para 2009, um cenário em que a demanda por crédito não apresentará a pujança observada nos últimos anos. Ou seja, pela primeira vez desde que o ciclo de expansão recente no mercado de crédito tomou maior impulso (a partir de 2005), o setor bancário se defrontará com um cenário de demanda em que os ritmos de expansão se darão a taxas bem mais modestas.

Spread bancário e inadimplência: qual a causalidade?

Márcio Nakane

Utilizando dados agregados entre junho de 2000 a dezembro de 2008, testes de causalidade de Granger sugerem que existe evidência de causalidade do spread para a inadimplência mas não no sentido oposto

O Banco Central divulgou há alguns dias os dados referentes a operações de crédito para dezembro de 2008. Dentre outras informações, constata-se que os impactos da crise econômica refletiram-se em elevações tanto no spread bancário quanto na inadimplência. Assim, para pessoa física, o spread bancário passou de 43,1% a.a. em novembro para 45,0% a.a. em dezembro, ao passo que a inadimplência aumentou de 7,8% para 8,1%. Para operações de crédito à pessoa jurídica, o spread bancário se manteve praticamente estável (18,4% a.a. em novembro e 18,3% em dezembro) ao passo que a inadimplência elevou-se de 1,7% para 1,8%.

Existe alguma relação entre os movimentos da inadimplência e do spread bancário? A inadimplência aumentou porque o spread bancário se elevou? Ou a causalidade seria a inversa: o spread bancário se elevou porque a inadimplência aumentou? Esta nota realiza um exercício simples de causalidade para tentar lançar alguma luz sobre esta questão.

O exercício utiliza dados agregados mensais de junho de 2000 a dezembro de 2008 para as séries

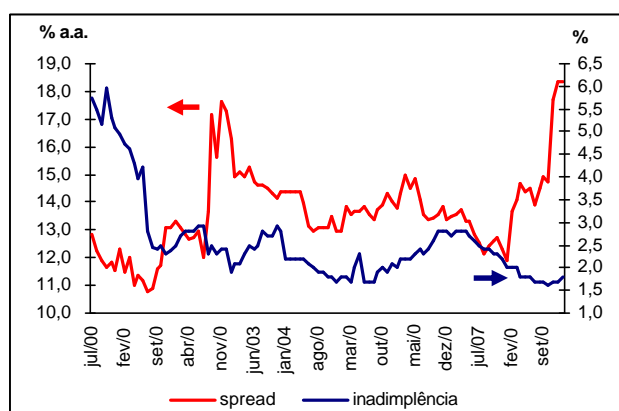
de spread bancário tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica e para as séries de inadimplência (proporção das carteiras de operações de crédito com atraso superior a 90 dias) para estas duas modalidades de empréstimo.

As figuras 1 e 2 mostram a evolução das séries utilizadas nesta nota durante o período amostral. A observação das figuras sugere que não existe um padrão de causalidade muito claro entre as séries envolvidas, sendo, desta forma, necessária a utilização de métodos de análise mais formais para que tais padrões possam ser detectados.

Em especial, realiza-se o teste de causalidade de Granger entre as séries. A idéia deste teste é de precedência temporal, ou seja, se uma variável x causa (no sentido de Granger) uma variável y então valores passados daquela ajudam a prever o valor corrente desta. Mais especificamente, para implementar tal teste, realiza-se uma regressão da variável de interesse y contra valores passados da mesma e contra valores passados da variável explicativa x . A hipótese nula do teste é de que a

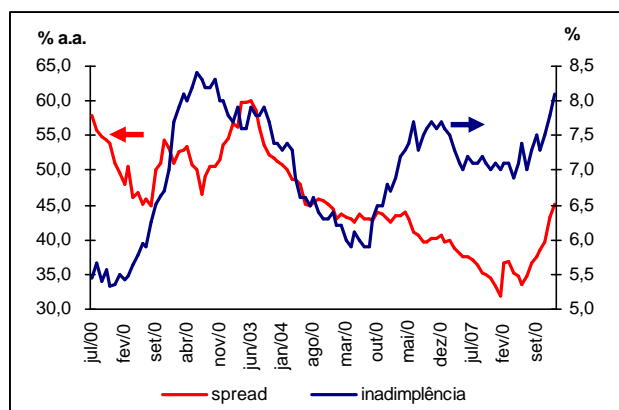
variável x não Granger causa y e esta hipótese não é rejeitada quando os coeficientes associados aos valores passados de x não forem estatisticamente significativos.

Figura 1: Spread bancário (% a.a.) e inadimplência (%) Pessoa Jurídica



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 2: Spread bancário (% a.a.) e inadimplência (%) Pessoa Física



Fonte: Banco Central do Brasil

O teste é realizado inicialmente assumindo que a variável dependente seja o spread bancário e, neste caso, a hipótese nula é de que a inadimplência não Granger causa o próprio spread. Em seguida, revertem-se os papéis e a variável dependente torna-se a inadimplência. Nesta situação, a hipótese nula passa a ser de que o spread bancário não Granger causa a inadimplência.

Note-se que, do ponto de vista de possíveis resultados, todas as combinações são permitidas. Ou seja, pode-se obter: i) causalidade unidirecional quando o teste rejeita a hipótese nula em uma das regressões, mas não rejeita na regressão reversa; 2) causalidade bidirecional quando a hipótese nula é rejeitada em ambas as regressões; e, 3) não-causalidade quando a hipótese nula não é rejeitada em ambas as regressões.

Os resultados dos testes estão no quadro 1¹. Eles indicam que, tanto para pessoa física quanto para pessoa jurídica, existe evidência de que o spread bancário causa inadimplência. Ou seja, aumentos na inadimplência podem ser atribuídos a elevações no spread bancário.

Quadro 1: Testes de causalidade – variáveis em nível

	Teste F	p-valor	Conclusão
Pessoa Jurídica			
Inadimplência não causa Spread	2,20	5,05%	Não Causalidade
Spread não causa Inadimplência	2,32	4,04%	Causalidade
Pessoa Física			
Inadimplência não causa Spread	0,67	67,06%	Não Causalidade
Spread não causa Inadimplência	3,55	0,35%	Causalidade

Fonte: Elaboração Tendências

Por outro lado, não existe evidência de causalidade no sentido reverso, ou seja, não há evidência de que a inadimplência cause o spread bancário. Ressalte-se que, para pessoa jurídica, o resultado do teste é mais duvidoso uma vez que o p-valor do teste é de apenas 5,05%.

Um teste de robustez foi refazer os testes para as variáveis em primeiras diferenças, uma vez que o exame das figuras 1 e 2 pode sugerir que as séries sejam não estacionárias. O quadro 2 mostra os resultados.

Nota:

1 - As regressões dos quadros 1 e 2 utilizam seis defasagens de cada variável. Estas defasagens são suficientes para eliminar autocorrelação serial dos resíduos.

Quadro 2: Testes de causalidade – variáveis em diferença

	Teste F	p-valor	Conclusão
Pessoa Jurídica			
Inadimplência não causa Spread	1,58	16,39%	Não Causalidade
Spread não causa Inadimplência	2,30	4,23%	Causalidade
Pessoa Física			
Inadimplência não causa Spread	0,74	61,52%	Não Causalidade
Spread não causa Inadimplência	3,10	0,87%	Causalidade

Fonte: Elaboração Tendências

As conclusões do quadro 1 se mantêm, ou seja, há evidência de causalidade do spread para a inadimplência mas não da inadimplência para o spread. Os resultados para pessoa jurídica, desta vez, não apresentam ambigüidade.

Ressalve-se que o exercício realizado foi bastante simples e algumas das suposições

podem estar influenciando os resultados. Em particular, as regressões não controlam pelo efeito de outras variáveis explicativas que possam afetar o spread ou a inadimplência. Por exemplo, o nível da atividade econômica. Neste caso, um eventual resultado de causalidade do spread sobre a inadimplência pode, em parte, estar captando um efeito de alguma variável omitida que simultaneamente afeta ambas as séries.

Outra ressalva importante é que os resultados de não-causalidade da inadimplência para o spread não devem ser interpretados como uma desconsideração do risco de crédito na precificação das operações de empréstimo pelo setor bancário. A série utilizada de inadimplência diz respeito ao passado, ou seja, aos atrasos de empréstimos que foram concedidos no passado. Do ponto de vista do *spread* bancário, pode ser que o mais relevante seja um prêmio de risco associado à inadimplência esperada.

PRÓXIMA SEMANA

Data	Evento
Segunda-feira (dia 2)	Banco Central: pesquisa Focus Secex: balança comercial de janeiro. Expectativa: déficit de US\$ 500 milhões FGV: quarta quadrissemana do IPC-S de janeiro. Expectativa: 0,77% EUA: Renda pessoal (dezembro) Consenso: -0,4%; Gastos pessoais (dezembro) Consenso: -0,9%; PCE (dezembro) Consenso: 1,1%; ISM da indústria (janeiro) Consenso: 32,8
Terça-feira (dia 3)	IBGE: produção física da indústria nacional de dezembro. Expectativa: queda de 8% ante dezembro de 2007 e de 5,3% ante novembro (dessaz.) Fipe: IPC de janeiro. Expectativa: 0,44%
Quarta-feira (dia 4)	CNI: indicadores da indústria de transformação de dezembro EUA: ISM de serviços (janeiro) Consenso: 39,0
Quinta-feira (dia 5)	IBGE: levantamento sistemático da produção agrícola de janeiro IBGE: produção industrial regional de dezembro Reino Unido: anúncio de taxa de juros (BOE) Consenso: 1,00% Zona do Euro: anúncio de taxa de juros (BCE) Consenso: 2,00% EUA: Produtividade por hora trabalhada (4o tri) Consenso: 1,0%; Custo unitário do trabalho (4o tri) Consenso: 3,0%; Encomendas à indústria (dezembro) Consenso: -3,0%
Sexta-feira (dia 6)	FGV: IGP-DI de janeiro. Expectativa: -0,10% IBGE: INPC e IPCA de janeiro. Expectativa: 0,37% EUA: Relatório de emprego (janeiro). Consenso para taxa de desemprego: 7,5%; Crédito ao consumidor (dezembro) Consenso: US\$ -2,3 Bi
Sem data definida	Fenabreve: emplacamentos de veículos de janeiro. Expectativa: queda de 3,8% ante janeiro de 2008 e alta de 35,5% ante dezembro (dessaz.)

Quadro: calendário internacional de 2 a 6 de janeiro

Data	Horário	País	Indicador	Consenso
02/02	11h30	EUA	Renda pessoal (dezembro)	-0,4%
02/02	11h30	EUA	Gastos pessoais (dezembro)	-0,9%
02/02	11h30	EUA	PCE (dezembro)	1,1%
02/02	11h30	EUA	ISM da indústria (janeiro)	32,8%
03/02	8h00	Zona do Euro	PPI (dezembro)	-
04/02	8h00	Zona do Euro	Vendas no varejo (dezembro)	-
04/02	13h00	EUA	ISM de serviços (janeiro)	39,0%
05/02	9h00	Alemanha	Encomendas à indústria (dezembro)	-
05/02	10h00	Reino Unido	Anúncio de taxa de juros (BOE)	1,00%
05/02	10h45	Zona do Euro	Anúncio de taxa de juros (BCE)	2,00%
05/02	11h30	EUA	Produtividade por hora trabalhada (4º trimestre)	1,0%
05/02	11h30	EUA	Custo unitário do trabalho (4º trimestre)	3,0%
05/02	13h00	EUA	Encomendas à indústria (dezembro)	-3,0%
06/02	5h45	França	Balança comercial (dezembro)	-
06/02	7h30	Reino Unido	Produção industrial (dezembro)	-
06/02	9h00	Alemanha	Produção industrial (dezembro)	-
06/02	11h30	EUA	Taxa de desemprego (janeiro)	7,5%
06/02	18h00	EUA	Crédito ao consumidor (dezembro)	US\$ -2,3 Bi

Fonte: Bloomberg

Mercados na semana

Tendências

Atividade

Na terça-feira, o IBGE divulga a produção física da indústria em dezembro que deve apresentar mais um resultado negativo, após retração de 5,2% entre outubro e novembro, em termos dessazonalizados. Com base em cinco indicadores antecedentes, projetamos queda de 8% da produção industrial em relação a dezembro de 2007. Este resultado representaria diminuição de 5,3% ante novembro, em termos dessazonalizados. Todos os indicadores antecedentes analisados, apresentaram deterioração ante novembro. Considerando as séries dessazonalizadas, destacaram-se as quedas fortes da produção de veículos e da arrecadação de IPI em cerca de 35% e 22%, respectivamente. Na mesma base de comparação, o fluxo de veículos pesados medido pela ABCR, a expedição de papelão ondulado apurado pela ABPO e o consumo de energia elétrica registrado pelo ONS recuaram 3,7%, 6,6% e 6,2%, respectivamente.

Na quarta-feira, a Confederação Nacional da Indústria (CNI) apresenta os indicadores industriais referentes a dezembro. O último resultado (novembro), confirmou a desaceleração da atividade industrial no fim do ano. Os dados mostraram queda de 9,9% das vendas reais, de 0,6% do pessoal ocupado e de 1,5% das horas trabalhadas entre outubro e novembro, considerando os dados dessazonalizados. Acompanhando esses indicadores, o nível de utilização da capacidade instalada (NUCI) dessazonalizado passou de 82,7% para 81,8% neste período.

Durante a semana, a Fenabreve divulga o resultado dos emplacamentos de veículos de janeiro. Projetamos que as vendas apresentem recuperação em relação ao desempenho do último trimestre do ano passado, quando as mesmas despencaram por conta da restrição maior no crédito e da queda na confiança do consumidor. De todo modo, ainda acreditamos que as vendas internas de veículos registrem decréscimo em

relação ao resultado de 2008. Em janeiro, deverão ter sido emplacados 206,9 mil veículos, incluindo automóveis e comerciais leves, caminhões e ônibus, o que configuraria alta de 35,5% sobre o resultado de dezembro, quando o indicador teve retração de 8,0% ante novembro, segundo dados dessazonalizados. Na comparação com janeiro de 2008, por sua vez, os emplacamentos de veículos registrariam retração de 3,8%.

Inflação

Na segunda-feira, o IPC-S apurado até o dia 31 de janeiro deve registrar inflação de 0,77%, maior que a de dezembro (0,52%). O aumento da inflação em janeiro reflete o impacto dos reajustes das mensalidades escolares sobre o grupo educação. Além disso, o grupo transportes acelerou nesse mês devido aos reajustes de transporte público urbano em diversas capitais. A alta do indicador não deve ser maior devido à queda sazonal dos preços do grupo vestuário.

Na terça-feira, o IPC-Fipe de janeiro deve mostrar alta de 0,44%, acima do registrado em dezembro (0,16%). A aceleração do indicador decorreu da recuperação dos preços dos alimentos, principalmente dos produtos *in natura* e industrializados. Além disso, os reajustes dos cursos regulares contribuíram para a expansão da inflação em janeiro.

Na sexta-feira, o IGP-DI de janeiro deve mostrar variação de -0,10%, o que representará importante enfraquecimento da deflação registrada no último IGP (-0,44%), resultado, sobretudo, da intensificação da alta dos preços agrícolas. Tal desempenho decorre principalmente da acentuação da pressão da soja e de uma redução da queda de preços dos bovinos. Acompanhando o movimento do IPA agrícola, os produtos alimentícios também devem acelerar, e espera-se a continuidade da saída dos impactos da diminuição da alíquota do IPI sobre a venda de automóveis. Tais fatores devem impedir uma queda mais forte dos preços industriais nesta divulgação.

Ainda na sexta-feira, o IPCA de janeiro deve registrar inflação de 0,37%, acelerando em relação

ao apresentado no IPCA fechado de dezembro (0,30%). Neste sentido, a expectativa de aceleração mais significativa do indicador decorreu, sobretudo, da divulgação do IPCA-15 de janeiro (0,40%), que mostrou uma pressão maior que a prevista dos alimentos. A apuração até a metade do mês apontou para uma considerável alta de preços das frutas e pouca melhora do desempenho das carnes, apesar da forte queda de preços dos bovinos no atacado. Além disso, a alta sazonal dos preços dos serviços mostrou-se maior que a estimada para o período, o que deve ser, em grande parte, resultado da elevada inflação acumulada pelos diversos indicadores. Adicionalmente, como importante pressão, o subitem ônibus deve continuar incorporando os elevados reajustes que ocorreram em diversas capitais.

Contas externas

Na segunda-feira, a Secex divulga o resultado da balança comercial de janeiro. Revisamos nossas expectativas e esperamos um resultado negativo de US\$ 500 milhões no mês, o que representa um pequeno superávit de US\$ 145 milhões na última semana de janeiro. Este resultado deve ser baseado em exportações de US\$ 10,2 bilhões e importações no montante de US\$ 10,7 bilhões, com uma corrente de comércio de US\$ 20,9 bilhões, o que representaria o pior resultado desde abril de 2007, além de representar o primeiro déficit mensal desde março de 2001. Em relação a dezembro de 2007, este resultado representaria uma queda de 28,3% nas exportações e apenas 1% nas importações.

Mercados internacionais

A primeira semana de fevereiro terá uma agenda cheia de indicadores importantes nos EUA e na Europa, com destaque para os números de renda e mercado de trabalho americanos e as decisões de política monetária na Zona do Euro e Reino Unido.

Na segunda-feira, serão conhecidos os dados de gastos e renda pessoal, como também o PCE de

dezembro e o ISM da indústria de janeiro. Para a renda pessoal, a expectativa de queda de 0,4% indica continuidade da tendência de piora já verificada em novembro – quando houve redução de 0,2%. A mesma lógica – que reflete a deterioração do mercado de trabalho e do consumo nos EUA – serve para os gastos pessoais, que devem mostrar retração de 0,9%, depois de queda de 0,6% em novembro.

Para o PCE, a expectativa é de alta em 12 meses de 1,1% no índice cheio (depois de 1,4% em novembro) e de 1,7% para o núcleo, que mostrou alta de 1,9% no mês anterior. Tais resultados representariam bom comportamento da inflação na margem e, conseqüentemente, um viés menos negativo para renda e consumo em termos reais. Já o ISM da indústria, com o número de janeiro, deve ficar estável em níveis extremamente baixos da série – indicando continuidade da retração na atividade. O consenso aponta para 32,8%, muito próximo dos 32,9% de dezembro.

Na quarta-feira, o único destaque é o ISM de serviços, que deve seguir a tendência do índice da indústria e continuar indicando desempenho ruim do setor de serviços, responsável por cerca de 80% do PIB americano. Depois de 40,1% em dezembro, a expectativa é de queda para 39,0% no primeiro mês do ano.

A quinta-feira, além dos destaques americanos (produtividade e custo unitário do trabalho do quarto trimestre e encomendas à indústria de dezembro), será marcada pelo anúncio das taxas de juros básicas dos bancos centrais inglês (BOE) e europeu (BCE). Nos EUA, o consenso para a produtividade é de alta anualizada de 1,0% (depois de 1,3% no terceiro trimestre) e para o custo unitário do trabalho, 3,0% (2,8% no terceiro trimestre). O que pode ser o destaque mais negativo do dia nos Estados Unidos é o dado de encomendas à indústria, que deve continuar exibindo a piora nos investimentos e no consumo do setor privado. Depois da queda de 4,6% em novembro, espera-se redução de 3,0% para o indicador no último mês do ano, refletindo o cenário ruim da economia local e em linha com o dado de novos pedidos de bens duráveis no mesmo período já divulgado.

Além disso, ocorrem os anúncios de taxa de juros do BCE e do BOE. Para o banco inglês, o mercado espera mais uma redução, de 1,5% para 1,0%, nos juros, principalmente depois que os números de PIB de 2008 mostraram que o país atravessa uma recessão aguda. Já para o Banco Central Europeu, a aposta de mercado é pela manutenção dos 2%, mas pode haver nova flexibilização da política monetária em função dos últimos dados muito ruins de atividade na Zona do Euro.

Na sexta-feira, o destaque é o relatório de emprego americano de janeiro, com dados que devem continuar mostrando a gravidade da situação do mercado de trabalho nos EUA. O consenso de mercado para a taxa de desemprego (7,5%) representa piora com relação a dezembro (7,2%), em linha com nova demissão de trabalhadores registrada pelo payroll ao redor de 500 mil. A última divulgação da semana é de crédito ao consumidor de dezembro. Depois de um dado muito ruim em novembro (-US\$ 7,9 bilhões) a expectativa é de mais uma redução (-US\$ 2,3 bilhão), evidenciando a fragilidade do mercado de crédito – com forte repercussão sobre o consumo.

Mercados financeiros

Os mercados devem continuar a receber notícias negativas quanto à saúde da economia americana na próxima semana. A agenda é intensa em indicadores de atividade, com destaque para o relatório de emprego de janeiro. Após vários dados ruins ao longo da semana (como os de renda e gastos pessoais) este deve mostrar novo avanço significativo da taxa de desemprego no país, que rumará rapidamente para a casa dos 8,0% antes da metade do ano. Neste ambiente, os agentes devem se mostrar apreensivos em relação à aprovação do pacote de estímulo econômico do presidente Barack Obama no Senado. As medidas provavelmente encontrarão mais dificuldades para passar nesta casa do que experimentaram na Câmara dos Deputados, e o atraso na aprovação pode ser mal visto.

Ainda no ambiente internacional, os bancos centrais europeu (BCE) e da Inglaterra (BOE)

devem flexibilizar novamente suas políticas monetárias. A situação é complicada nas duas regiões, que sofrem com o aprofundamento da crise do sistema financeiro. A inflação tem recuado consistentemente, e não há desculpas para não se cortar juros agressivamente. A libra e o euro devem continuar enfraquecidos em relação ao dólar americano.

No plano doméstico, a produção industrial deve apresentar contração significativa em dezembro e as expectativas de inflação para este ano devem registrar novo recuo na pesquisa Focus do Banco Central. Neste ambiente de atividade enfraquecida e poucas pressões inflacionárias, deve-se observar aumento nas apostas de mais um corte agressivo da Selic em março. Nossa expectativa é de uma redução de 1,0 ponto percentual.

Indicadores Econômicos					
	Indicador	Última divulgação	Próxima divulgação	Projeção 2008	Projeção 2009
Inflação	IPCA	0,28% (dez)	0,37% (jan)	5,90%*	4,2%
	IGP-M	-0,44% (jan)	-0,10% (fev)	9,8%*	3,8%
	IPC-Fipe	0,16%(dez)	0,44% (jan)	6,1%*	4,2%
Atividade	Produção industrial IBGE	-5,2% (nov dessaz)	-5,3% (dez dessaz)	3,7%	2,0%
	Vendas do comércio IBGE	-0,7% (nov dessaz)	+0,3% (dez dessaz)	9,3%	3,1%
	Taxa de desemprego IBGE	6,8% (dez)	--	7,9% (média)*	9,2% (média)
Contas externas	Balança comercial	US\$ 2,3 bi (dez)	US\$ - 0,5 bi (jan)	US\$ 24,8 bi*	US\$ 21,8 bi
	Conta corrente	US\$ -2,9 bi (dez)	US\$ - 3,6 bi (jan)	US\$ -28,3 bi*	US\$ -15,2 bi
	IED	US\$ 8,1 bi (dez)	US\$ 2,9 bi (jan)	US\$ 45,1 bi*	US\$ 25 bi
Contas públicas	Arrecadação federal	R\$ 66,2 (dez)	R\$ 61,6 bi (jan)	R\$ 685,6 bi*	R\$ 747,8 bi
	Previdência social	R\$ 1,7 bi (dez)	-R\$ 2,7 bi (jan)	-R\$ 36,2 bi*	-R\$ 48 bi
	Superávit primário do setor público	-R\$ 16,8 bi (dez)	--	R\$ 118 bi*	R\$ 109,8 bi
	Dívida líquida / PIB	36% (dez)	36,2% (jan)	36%*	38,3%

* Dados realizados

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 12h00 de 30/01/2009.

Indicadores Internacionais

Semana de 2 a 6 de fevereiro

	PIB US\$ bi	PIB real (%) YoY	Desemprego %	Inflação (%) Var. 12 meses	Juros Cto. Prazo %/aa	Bal. Comercial US\$ bi (12 meses)	C/ Corrente % PIB 2008*	Dívida externa /reservas 2008*	Balanco Fiscal Primário % PIB 2008*	Dívida Pública (% PIB 2008*)	Reservas US\$ bilhões
Brasil	1.313,6 (12/07)	6,8 (3tr/08)	6,8 (12/08)	5,9 (12/08)	13,65	24,7 (12/08)	-2,1	1,4	4,3	55,60	205,741 (12/08)
México	893,4 (12/07)	1,6 (3tr/08)	4,3 (12/08)	6,5 (12/08)	7,44	-14,5 (11/08)	-1,1	2,5	0,7	23,80	85,274 (12/08)
Argentina	259,9 (12/07)	6,2(3tr/08)	7,8 (3tr/08)	7,2 (12/08)	18,19	14,1 (11/08)	1,7	2,9	2,9	49,20	46,374 (12/08)
Chile	163,8 (12/07)	4,8 (3tr/08)	7,5 (11/08)	7,1 (12/08)	7,32	10,2 (12/08)	-2,5	2,8	7,6	4,20	22,027 (12/08)
Venezuela	236,4 (12/07)	4,6 (3tr/08)	7,2 (3tr/08)	30,9 (12/08)	17,13	50,2 (3tr/08)	10,7	2,1	3,0	14,70	42,226 (12/08)
EUA	13.843,8 (12/07)	0,7 (3tr/08)	7,2 (12/08)	0,1 (12/08)	0,29	-833,1 (11/08)	-4,8	n/d	-3,3	65,80	38,113 (10/08)
Japão	4.383,7 (12/07)	-0,5(3tr/08)	3,9 (11/08)	1,0 (11/08)	0,61	47,3 (11/08)	4,2	n/d	-1,9	198,70	955,068 (10/08)
China	3.250,8 (12/07)	6,8 (4tr/08)	9,0 (08)	1,2 (12/08)	1,41	295,1 (12/08)	8,2	0,2	0,0	12,50	1906,0 (09/08)
Coreia	957,0 (12/07)	-3,4 (4tr/08)	3,3 (12/08)	4,1 (12/08)	2,97	-14,2 (12/08)	-1,2	1,9	3,5	32,30	201,22 (12/08)
Hong Kong	206,7 (12/07)	1,7 (3tr/08)	4,1 (12/08)	2,1 (12/08)	0,90	-28,0 (11/08)	11,7	n/d	-3,8	1,00	153,178 (09/08)
Rússia	1.289,6 (12/07)	6,2 (3tr/08)	6,6 (11/08)	13,3 (12/08)	13,00	189,4 (11/08)	6,3	1,2	4,8	6,40	427,08 (12/08)
Alemanha	3.322,1 (12/07)	0,8 (3tr/08)	7,6 (12/08)	1,1(12/08)	2,31	267,2 (11/08)	7,5	n/d	2,8	64,30	40,805 (10/08)
Reino Unido	2.772,6 (12/07)	0,3 (3tr/08)	6,1 (11/08)	3,1 (12/08)	2,13	-178,6 (11/08)	-2,8	n/d	-1,9	50,1	44,989 (10/08)
França	2.560,3 (12/07)	0,5 (3tr/08)	7,9 (11/08)	1,0 (12/08)	2,31	-83,3 (11/08)	-3,4	n/d	-0,1	65,4	39,288 (09/08)
Índia	1.098,9 (12/07)	7,6 (2tr/08)	6,8 (08)	10,4 (11/08)	4,57	-112,3 (11/08)	-2,8	0,9	-0,7	76,7	277,300 (09/08)
África do Sul	282,6(12/07)	2,9 (3tr/08)	23,2 (09/08)	11,8 (11/08)	11,33	-10,6 (11/08)	-8,0	2,8	3,3	23,8	34,423 (09/08)
Turquia	663,4 (12/07)	0,5 (3tr/08)	10,3 (3tr/08)	10,1 (12/08)	14,94	-72,7 (11/08)	-5,9	5,1	3,2	41,5	68,414 (12/08)

Fontes: The Economist, FMI, Bloomberg, World Bank, Moody's