

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Abril de 2004 - Ano 4 - Número 51

## Apresentação

---

A presente edição de *Economia e Conjuntura* examina a recente piora no quadro das expectativas – refletidas na elevação do risco-país e da taxa de juros futura, bem como na queda da entrada de capitais na economia – e indaga se este quadro tende a afetar a economia real. Argumenta-se que, embora tenha se acendido uma luz amarela, as evidências, até o momento são de que a recuperação iniciada em meados do ano passado tende a continuar.

Na Seção Coppead, o professor Vicente Ferreira trata de um aspecto pouco debatido em relação ao novo modelo elétrico, a saber, a transferência de renda implícita nas regras que estabelecem preços mais baixos para a “energia velha”, em sua maior parte vendida por estatais, relativamente aos da “energia nova”. Resta saber quem se apropriará desta transferência. E no que concerne a esta questão sugere-se que não há, ao que parece, qualquer mecanismo que evite que essa apropriação seja função do poder de mercado dos agentes.

Francisco Eduardo Pires de Souza - Coordenador do Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ

Economia & Conjuntura é uma publicação do Instituto de Economia da UFRJ em parceria com o COPPEAD. A análise da conjuntura macroeconômica reflete o trabalho de acompanhamento e discussão no âmbito do Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ, mas eventuais opiniões contidas nos diversos artigos refletem o ponto de vista de seus autores. A seção de economia empresarial fica a cargo de professores e pesquisadores do COPPEAD.



# Equipe do Grupo de Conjuntura

Carta de Conjuntura é um informativo mensal produzido pelo Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

## Editor Responsável

Francisco Eduardo Pires de Souza – [fepsouza@ie.ufrj.br](mailto:fepsouza@ie.ufrj.br)

## Conselho Editorial

Antônio Barros de Castro, Caio C.L.P. da Silveira, Antônio Luís Licha e Francisco Eduardo Pires de Souza

## Colaboradores

- Caio C. L. P. da Silveira - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Silvio Salles – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Paulo Gonzaga – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Margarida Gutierrez – [margarida@ie.ufrj.br](mailto:margarida@ie.ufrj.br)
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho – [thadeu@ie.ufrj.br](mailto:thadeu@ie.ufrj.br)
- Cecília Rutkoski Hoff – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)

## Estagiários

- Frederico Felipe Medeiros
- Rebeca Caetano Pio
- Renato Elman

## Contato

- Tel: (21) 3873-5264 / Fax: (21) 2541-8148
- E-mail: [infomacro@ie.ufrj.br](mailto:infomacro@ie.ufrj.br)
- Web : [www.ie.ufrj.br/conjuntura](http://www.ie.ufrj.br/conjuntura)

# ÍNDICE

---

ÍNDICE	PÁGINA
PANORAMA MACROECONÔMICO	5
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	15
INFLAÇÃO	19
SEÇÃO COPPEAD	25
POLÍTICA FISCAL	28
SETOR EXTERNO	35

# Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Nas últimas semanas, houve uma nova rodada de alta expressiva do risco-país e de queda acentuada da bolsa; além disso, a taxa de câmbio e o swap pré X DI de um ano, que vinham permanecendo razoavelmente estáveis, subiram (tabela 1). Desta vez, a piora das expectativas foi acionada pelo cenário externo, devido, sobretudo, à preocupação dos investidores com a alta dos juros básicos nos EUA nos próximos meses, hipótese agora considerada bastante provável e que já vem se refletindo numa alta significativa dos juros dos títulos do Tesouro americano (do final de março para cá, os juros dos títulos de 10 anos subiram de 3,8% para 4,5% ao ano). Embora a expectativa de alta dos juros americanos e de menor disponibilidade de liquidez internacional tenha atingido as economias emergentes como um todo, o risco-Brasil subiu bem mais que o risco médio dos emergentes, com a diferença entre ambos tendo passado de 30% no final de março para cerca de 40% atualmente. A hipersensibilidade dos nossos indicadores financeiros a mudanças no cenário externo é uma evidência incômoda da vulnerabilidade ainda existente da economia brasileira, não obstante a melhora notável das contas externas nos últimos anos.

**Tabela 1 - Indicadores de Confiança**

	Risco Brasil (a) <sup>(1)</sup>	Risco dos Emergentes (b) <sup>(1)</sup>	(a)/(b) (%)	Taxa de câmbio (R\$/US\$)	Swap de 1ano PréxDI	IPCA acumulado nos próximos 12	Taxa de juro real ex-ante <sup>(4)</sup>
16/dez/03 <sup>(2)</sup>	487	430	13,30	2,93	15,71	6,00	9,16
20/jan/04 <sup>(2)</sup>	437	403	8,40	2,84	15,19	5,99	8,68
17/fev/04 <sup>(2)</sup>	540	438	23,29	2,91	15,27	5,69	9,06
16/mar/04 <sup>(2)</sup>	560	445	25,84	2,90	15,28	5,38	9,39
13/abr/04 <sup>(2)</sup>	539	410	31,46	2,89	15,34	5,48	9,35
30/abr/04	662	477	38,78	2,94	15,83	5,60	9,69

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

Notas: (1) EMBI+ do J.P. Morgan

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado ( Relatório Focus)

(4) Swap PréxDI de 1 ano deflacionado pela inflação esperada nos próximos 12 meses

Até que ponto a piora das expectativas pode afetar negativamente o desempenho da economia brasileira neste ano, ainda é uma questão em aberto. Mas uma variável-chave a ser monitorada no que se refere à relação entre indicadores financeiros e economia real reside no comportamento das taxas de juros mais longas (como o swap pré X DI de um ano). A evolução do nível de atividade tem se mostrado, em regra, bastante sensível à trajetória destas taxas. Nos últimos anos (de 1995 para cá) retomadas do crescimento somente foram interrompidas quando a queda dos juros foi revertida, e as taxas de juros - em particular, as

mais longas - subiram de forma expressiva, no contexto de fortes pressões sobre o câmbio e aumento expressivo do risco-País. Neste sentido, a elevação recente do swap pré X DI de um ano, de pouco mais de 15% aa no final de março para perto de 16% atualmente, deve ser vista com preocupação. Embora não deva impedir a continuidade da expansão do nível de atividade, a alta dos juros, se não for revertida, tornará o quadro macroeconômico menos favorável para o crescimento do que vinha sendo até agora. E caso a deterioração da confiança e a elevação das taxas de juros mais longos prossiga - hipótese pouco provável, mas que não pode ser inteiramente descartada - a retomada do crescimento poderá ser afetada seriamente.

De todo modo, até aqui não há sinais de contaminação do desempenho da economia real pela piora dos indicadores financeiros. A menos haja um deslocamento para cima bem mais pronunciado das taxas de juros mais longas, o crescimento deverá prosseguir, e provavelmente a um bom ritmo. É verdade que, pela nova série de produção industrial recentemente divulgada pelo IBGE, a indústria teve uma queda expressiva neste início de ano. Além disso, a percepção geral é de que a recuperação do nível de atividade tem sido muito modesta, e muitos consideram que, mantidas as políticas monetária e fiscal atuais, o desempenho da economia será necessariamente medíocre no restante de 2004. Todavia, como se analisa a seguir, a retomada do crescimento industrial foi bastante vigorosa ao longo do segundo semestre de 2003, vários indicadores sugerem que a indústria voltou a crescer desde março, e o cenário mais provável continua sendo o de manutenção da trajetória de expansão da atividade econômica. Por sua vez, à luz da experiência da economia brasileira nos últimos anos e da recuperação em curso, nada indica que a política econômica vigente seja incompatível com um crescimento expressivo da economia.

Conforme o IBGE já vinha anunciando há algum tempo, a sua Pesquisa Industrial Mensal (PIM/PF) foi reformulada, com a inclusão de novos produtos, atualização de pesos e a mudança no método de dessazonalização. Em abril, o IBGE divulgou o primeiro dado mensal com a nova metodologia (referente à produção industrial de fevereiro), assim como a nova série da indústria, que teve início em janeiro de 2002. Além disso, para efeito de encadeamento com a nova série, a série antiga foi ajustada pelos novos critérios. De modo geral, a nova série confirma a retomada do crescimento desde meados do ano passado e o arrefecimento da atividade econômica no período recente. Mas apresenta também diferenças importantes em relação à série antiga: i) a recuperação da indústria ao longo do segundo semestre de 2003 foi ainda mais vigorosa do que mostrava a série antiga; ii) ao invés de estabilidade, a série nova revela uma queda expressiva da produção no período recente; iii) como na série antiga, a retomada do crescimento tem

sido liderada pelos setores de bens de consumo duráveis e de bens de capital, mas a série nova também aponta uma recuperação do setor de bens de consumo não-duráveis (mantida, inclusive, nos meses mais recentes), que não aparecia nos dados anteriormente divulgados.

Tabela 2: Evolução da Produção Industrial (Série Nova)\*

	Médias Móveis Trimestrais 2002=100				Variação %			
	dez/02	jul/03 (b)	dez/03	fev/04 (a)	(a)/(b)	fev04/ Média03	Acumulado no Ano	
							2003	2004(até fev)
Indústria Geral	102,7	96,9	104,7	102,3	5,5	2,4	-0,1	2,7
Bens de Capital	101,4	95,7	116,0	113,1	18,2	11,0	2,1	13,0
Bens Intermediários	102,0	99,4	104,7	104,9	5,6	2,8	2,0	3,4
Bens de Consumo Duráveis	106,0	96,5	116,4	115,2	19,4	12,0	2,9	8,6
Bens de Consumo Não-Duráveis	101,1	93,6	97,5	98,5	5,2	2,7	-4,2	-1,6

Fonte: IBGE (PIM/PF)

\*Com ajuste sazonal.

Como se percebe na tabela 2, medida por médias móveis trimestrais dessazonalizadas, a produção industrial aumentou, na série nova, 8% em apenas 5 meses (entre julho e dezembro de 2003), recuando de dezembro para fevereiro. Mesmo assim, a indústria cresceu 5,5% entre julho (mês imediatamente anterior ao início da recuperação) e fevereiro, ou 9,7% em termos anuais. Portanto, ao contrário da percepção dominante, a recuperação da indústria de meados do ano passado para cá não pode, de modo algum, ser considerada tímida. Todavia, é verdade que a produção industrial teve uma queda expressiva no início do ano que precisa ser bem avaliada. O crescimento do segundo semestre teria sido apenas uma bolha e a atividade econômica estaria travada, sem perspectivas de um bom desempenho no restante do ano? Ou, pelo contrário, este desempenho negativo refletiria apenas uma acomodação para ajuste de estoques depois da forte expansão inicial, com a indústria voltando a crescer a um bom ritmo daqui para frente?

Comparando-se, na tabela 3, a recuperação atual com as retomadas anteriores de 1995 para cá (com base na nova série e na série antiga ajustada da indústria recentemente divulgadas pelo IBGE) alguns aspectos chamam a atenção e devem ser levados em conta na análise da recuperação em curso. Em primeiro lugar, a retomada atual, mesmo com o recuo recente da produção industrial, continua sendo mais vigorosa que a da fase inicial (primeiros sete meses) das recuperações anteriores. Em segundo lugar, a tabela 3 mostra que as retomadas anteriores acabaram resultando, sem exceção, em crescimento bastante forte da indústria: 6,4% e 7,3% ao ano nas iniciadas em novembro de 1995 e março de 1999 (ambas com duração de 24 meses), e 8,7% na que começou em janeiro de 2002 (que durou 12 meses).

**Tabela 3: Retomada do Crescimento Industrial desde 1995<sup>(1)</sup>**

Período	Duração	Variação (%) acumulada em relação ao mês anterior ao início da recuperação		Taxa de crescimento média anual no período (%)
		5 Meses	7 Meses	
1º) De nov/95 a out/97	24 meses	1,3	2,8	6,4
2º) De mar/99 a fev/01	24 meses	2,8	3,2	7,3
3º) De jan/02 a dez/02	12 meses	4,9	4,7	8,7
4º) A partir de ago/03	-	8,0	5,5	-

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

(1) Com base na série nova da PIM/PF do IBGE (médias móveis trimestrais dessazonalizadas)

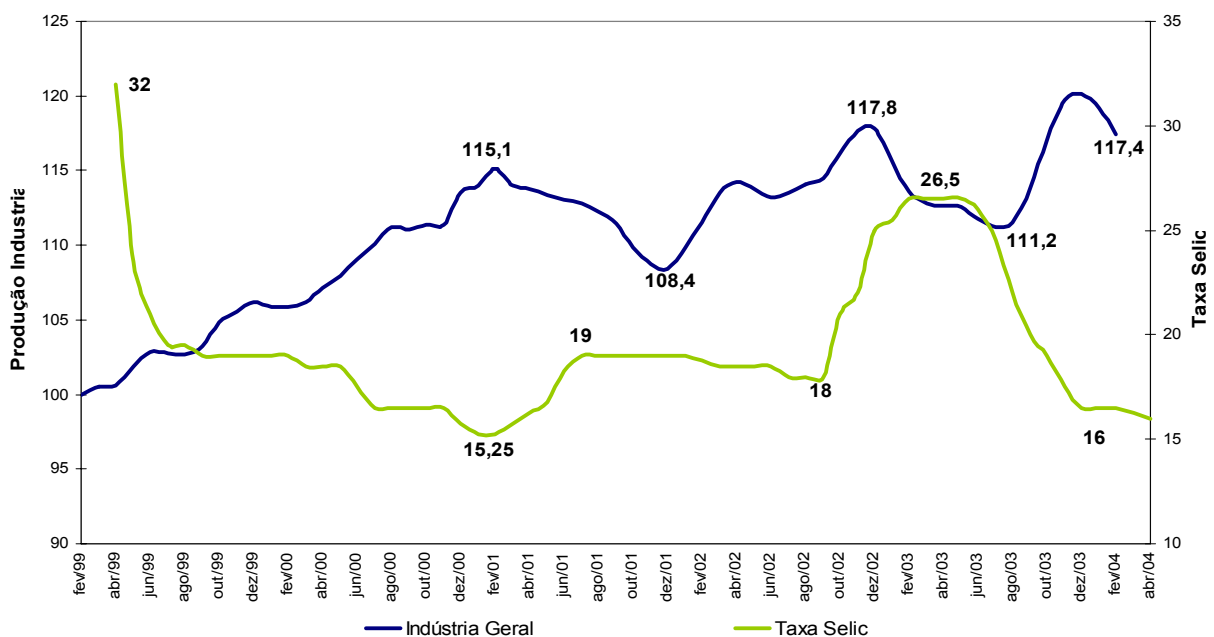
Assim, não é verdade que a recuperação em curso venha sendo mais modesta do que as de outras vezes. E o fato da produção industrial ter crescido vigorosamente em todas as retomadas anteriores indica que em períodos de normalidade, quando a taxa de câmbio não está pressionada e a trajetória da taxa de juros é de queda, a tendência tem sido a indústria crescer a um ritmo forte, mesmo com os juros sendo mantidos muito altos (como sempre ocorreu). As retomadas a partir de 1999, em particular, evidenciam que a política econômica vigente desde a mudança do regime cambial - de juros e superávits primários elevados (respectivamente, para cumprir as metas de inflação e para manter sob controle a relação dívida pública/PIB) - não têm, por si só, inviabilizado o crescimento. Assim, a idéia muito difundida de que a reduzida taxa média de crescimento dos últimos anos deveu-se à impossibilidade da economia crescer com a política econômica adotada desde o início de 1999 não passa de um mito. Na verdade, a taxa média de crescimento muito baixa da indústria de 1999 para cá decorreu, basicamente, dos sucessivos períodos de recessão - a começar pela de 1998, que pelo efeito "carry over" afetou negativamente o crescimento industrial em 1999 -, na esteira de crises cambiais acompanhadas por disparadas do risco-país e alta dos juros. Mas, à luz do desempenho da atividade econômica nos últimos anos, não há nenhuma evidência de que a economia não possa ter um bom desempenho, mantidas as políticas monetária e fiscal atuais. E a expansão da indústria, desde meados do ano passado, vem confirmando mais uma vez a compatibilidade entre crescimento e a política econômica vigente, em períodos de câmbio bem comportado e queda da taxa de juros.

Das variáveis através das quais a política macroeconômica influencia a atividade econômica - políticas monetária, fiscal e cambial -, a experiência dos últimos anos mostra que é sobretudo o comportamento da taxa de juros que tem determinado as reversões cíclicas do nível de atividade. Por certo, a política fiscal (resultado primário) e a taxa de câmbio têm influenciado o ritmo de expansão da economia - o aumento das exportações líquidas, em particular, tem sido, desde a mudança do regime cambial, um fator decisivo de sustentação do nível de atividade.

Mas, desde 1995, o início dos períodos de contração e expansão da economia têm sido claramente associados a mudanças na trajetória da taxa de juros (juros futuros e taxa Selic). E, desde 1995, sempre que a trajetória da taxa de juros foi de queda, ainda que lenta, a indústria cresceu de forma bastante expressiva. Em contrapartida, nos períodos em que os juros subiram, o nível de atividade foi derrubado e o crescimento só foi retomado quando a taxa de juros começou a cair.

A relação inversa entre a taxa de juros (no caso, a Selic) e produção industrial aparece com clareza no gráfico 1, que mostra a trajetória destas variáveis de 1999 para cá. Note-se que mesmo na recessão de 2001, que teve no racionamento de energia um determinante fundamental, o início da retração da produção (março) precedeu a restrição de energia (iniciada em junho) e ocorreu logo após a mudança na trajetória da taxa Selic. Por sua vez, nos períodos de queda da taxa de juros, a indústria sempre cresceu vigorosamente.

**Produção Industrial versus Taxa Selic (meta)**



Assim, a experiência dos últimos anos sugere que se a taxa de juros continuar com tendência de queda, mesmo que os juros recuem de forma bem lenta, o nível de atividade deverá continuar em expansão. E, por enquanto, não há porque supor que a relação entre queda da taxa de juros e crescimento (expressivo) da atividade econômica, sempre observada nas retomadas anteriores, não venha a ocorrer desta vez: i) até agora, a indústria tem reagido à queda da taxa de juros com expansão da produção como em outras retomadas (cresceu, inclusive, mais que na fase inicial das outras recuperações da economia); ii) a taxa de juros real ex.-ante atual já se encontra em nível inferior ao das retomadas

anteriores, que mesmo com juros mais elevados apresentaram taxas bastante elevadas de crescimento industrial; iii) diversos indicadores (comentados em seguida) reforçam a hipótese de que o resultado negativo da indústria no início do ano foi mais uma parada para ajuste de estoques do que uma interrupção duradoura do crescimento, ou sinal de uma expansão muito lenta nos próximos meses.

De fato, dos indicadores do nível de atividade da tabela 4 - vendas do comércio varejista e da indústria, massa salarial, importações de bens intermediários e exportações de manufaturados -, nenhum teve o comportamento negativo da produção industrial no período recente. Por sua vez, as taxas de crescimento neste início de ano (em relação a igual período do ano anterior e a média de 2003) destes indicadores - à exceção dos rendimentos das pessoas ocupadas medidos pelo PME/IBGE - estão claramente acima da taxa de crescimento da indústria, sugerindo que a produção industrial tende a crescer nos próximos meses. Mesmo a massa salarial que vinha evoluindo de forma muito negativa, e poderia se constituir numa restrição importante à continuidade do crescimento, já começa a dar sinais de recuperação: a massa salarial real da indústria no primeiro bimestre do ano já ficou 8,4% (segundo o IBGE) e 5,8% (segundo a CNI) acima da de igual período de 2003; e o rendimento médio das pessoas ocupadas (PME/IBGE), embora ainda negativo na comparação entre os primeiros trimestres de 2004 e 2003, também vem crescendo desde o final do ano passado.

Tabela 4: Indicadores Seleccionados do Nível de Atividade

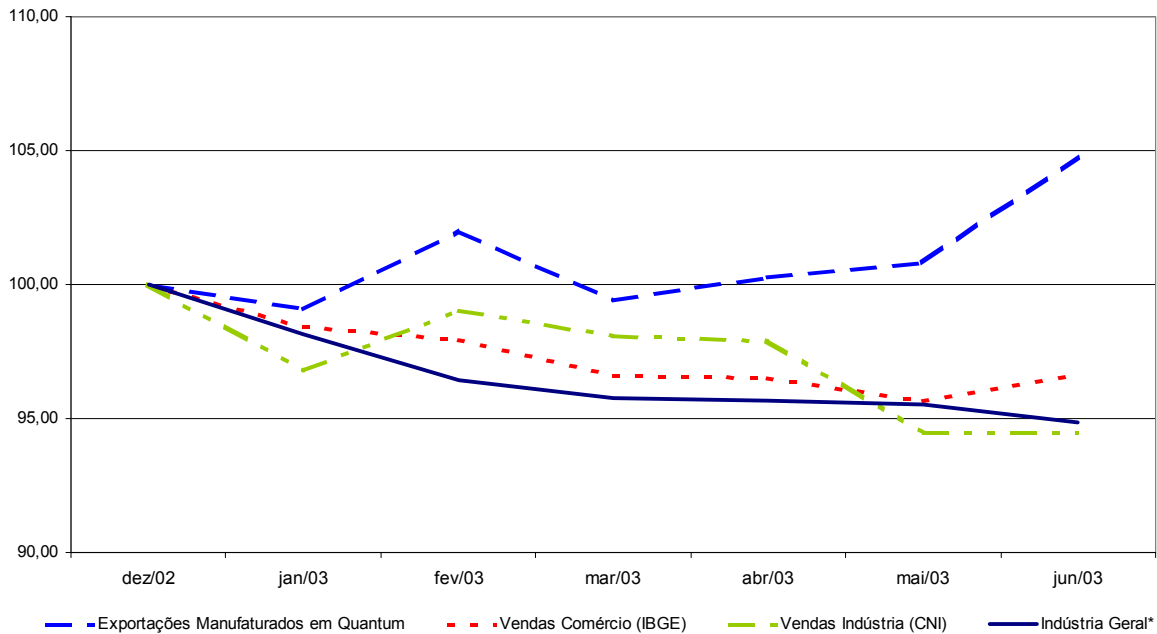
	Dez/02=100*				Variação (%) acumulada no ano			Trimestre mais
	jun/03	dez/03	fev/04	mar/04	2003	Até Fev/04	Até Mar/04	recente/Média 03
Indústria Geral (IBGE)	94,9	102,0	99,7	-	-0,1	2,7	-	2,4
Vendas								
Comércio Varejista (IBGE)	96,7	99,9	102,6	-	-3,7	5,6	-	5,1
Indústria (CNI)	94,5	103,4	106,2	-	0,4	5,9	-	8,0
Salários								
Rendimento Médio Real Habitualmente Recebido (PME-IBGE)								
total das pessoas ocupadas	90,0	86,4	87,0	88,1	-12,9	-5,9	-4,8	-1,3
empregados com carteira assinada	95,2	91,7	92,8	94,1	-8,5	-0,8	-1,0	0,2
Indústria								
massa salarial real (IBGE)	101,0	99,8	107,1	-	-4,3	8,4	-	6,3
massa salarial real (CNI)	96,0	100,8	102,3	-	-4,2	5,8	-	4,4
Importações (em quantum)								
Bens Intermediários (Funcex)	103,0	117,3	119,3	124,0	3,7	9,5	22,4	17,2
Exportações (em quantum)								
Bens Manufaturados (Funcex)	104,7	121,5	116,6	121,2	20,9	11,1	23,0	10,9

\*Médias móveis trimestrais dos índices dessazonalizados.

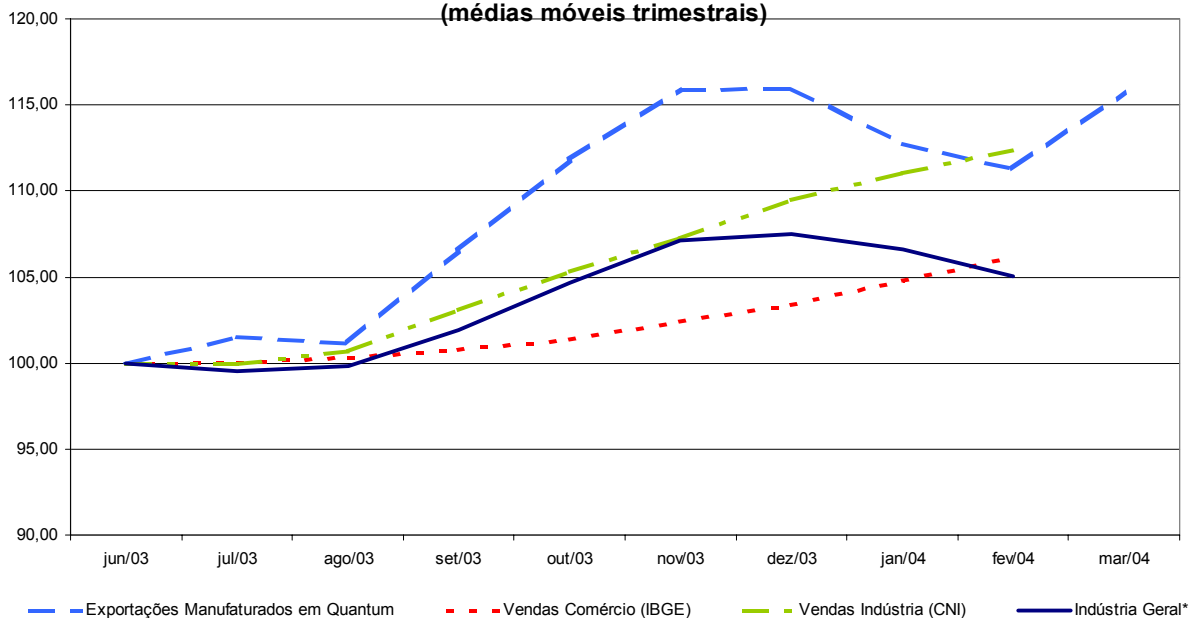
Examinando-se, nos gráficos abaixo, a evolução das exportações de manufaturados e das vendas do comércio varejista desde o início de 2003, pode-se ter uma idéia do comportamento das demandas externa e doméstica na recessão do primeiro semestre de 2003 e na retomada do crescimento industrial de meados do ano passado para cá. Estes gráficos mostram o desempenho excepcional das exportações de manufaturados, sobretudo de junho de 2003 em diante. Mas evidenciam que a recuperação da indústria também tem sido favorecida pelo

aumento das vendas no mercado interno (comércio varejista), após a sua queda ao longo do primeiro semestre do ano passado.

**Produção Industrial, Vendas e Exportações na Recessão do Primeiro Semestre de 2003**  
(médias móveis trimestrais)



**Produção Industrial, Vendas e Exportações na Retomada a Partir de Meados de 2003**  
(médias móveis trimestrais)



Finalmente, outra indicação de que as perspectivas de curto-prazo são de expansão da atividade econômica vem da sondagem da FGV junto à indústria de transformação recentemente divulgada. Nesta sondagem, a situação dos negócios foi caracterizada como a melhor desde os primeiros meses de 2001, destacando-se: i) as expectativas positivas dos empresários sobre o aumento da demanda no segundo trimestre do ano (predominantemente associadas ao aumento das exportações, mas já refletindo uma evolução mais favorável do mercado interno); ii) o nível de estoques, agora considerado excessivo por somente 7% das empresas, enquanto em julho de 2003 este número era de 22%).

Em suma, a despeito da piora dos indicadores financeiros da economia brasileira nestes primeiros meses do ano, não há sinais, por enquanto, de que a deterioração da confiança - refletida no aumento do risco-país, do dólar e dos juros futuros e na queda da bolsa - esteja tendo um impacto negativo no lado real da economia, a ponto de inviabilizar a continuidade da recuperação do nível de atividade da economia ao longo de 2004. Diversos indicadores sugerem que, não obstante a queda da produção industrial no início do ano, a tendência de expansão da atividade econômica está sendo mantida. E nada indica que a política monetária e fiscal atual impeça a economia de crescer a um bom ritmo.

A experiência dos últimos anos e a retomada do crescimento em curso não corroboram a tese que a política monetária de juros altos - como a que vem sendo praticada - seja incompatível com o crescimento. Ao contrário, períodos de queda da taxa de juros (mesmo com os juros sendo mantidos elevados) sempre foram acompanhados por um crescimento expressivo, principalmente da indústria. E o mesmo vem ocorrendo desde meados do ano passado, e provavelmente vai continuar no restante deste ano, se a trajetória da taxa de juros não for revertida. Tampouco a meta de um superávit primário de 4,25% do PIB deve ser considerada como uma restrição importante ao crescimento em 2004. O impacto - contracionista ou expansionista - do resultado primário sobre a atividade econômica não é dado pelo seu tamanho, mas pela sua variação de um ano para o outro. Aumentar o superávit primário exige aumento da carga tributária e/ou corte de gastos não financeiros em % do PIB, o que atua - indiretamente, via redução de renda disponível do setor privado, ou, diretamente, através do corte do gasto público - como fator de contração do nível de atividade. Mas o mesmo não ocorre quando se trata de manter ou reduzir o superávit primário, mesmo que este permaneça elevado. Admitindo-se, como é razoável, que na ausência de mudanças nas alíquotas de impostos, a carga tributária permaneça estável em % do PIB, a manutenção (ou redução) do superávit primário permite que o gasto público não-financeiro cresça tanto (ou mais) do que o produto, o que significa que o gasto público não atua como freio ao

crescimento do PIB. Este é justamente o caso deste ano: como o superávit primário em 2003 foi de 4,37% do PIB, a meta para 2004 é de 4,25% do PIB e o acordo com o FMI prevê a possibilidade de exclusão de R\$ 2,9 bilhões de investimento público em saneamento básico do cálculo do superávit primário (o que representa, na prática, um superávit inferior a 4,25% do PIB), é bem possível que o resultado primário deste ano seja ligeiramente inferior ao de 2003 - aliás, no caso do Governo Federal, a projeção de um superávit primário um pouco menor neste ano consta do orçamento para 2004, que prevê a estabilidade da sua receita e um pequeno aumento em % do PIB das suas despesas não-financeiras relativamente a 2003.

Embora a tendência de expansão da atividade econômica deva ser mantida, e provavelmente o crescimento nos próximos meses seja razoavelmente expressivo, existem riscos para a concretização deste cenário benigno. O risco mais imediato reside no comportamento dos juros e do câmbio. A deterioração da confiança em curso proveniente da preocupação com o cenário externo poderá eventualmente se acentuar ainda mais, levando, em algum momento, a reversão da trajetória de queda da taxa de juros (por conta de pressões inflacionárias associadas à alta do dólar e do risco-País). Nesta hipótese, o crescimento será, como de outras vezes, afetado negativamente, e no limite poderia ser interrompido. De todo modo, é razoável admitir que a economia brasileira se encontra bem menos vulnerável a mudanças no cenário externo, devido ao enorme ajuste realizado nas contas externas, e, desde o final de 2002, a uma redução apreciável da parcela da dívida pública indexada ao dólar (a soma da dívida externa pública com a dívida interna indexada ao câmbio caiu de 51,9% da dívida líquida total em dezembro de 2002 para 33,7% agora em março). Além disso, a expectativa geral é de elevação bem gradual da taxa de juros básica americana - cujos efeitos, aliás, já estão sendo antecipados pela alta dos juros nos títulos do Tesouro dos EUA - e não de uma mudança brusca no cenário externo. Sendo assim, o impacto sobre a economia brasileira da redução da liquidez internacional dependerá essencialmente do nosso cenário doméstico. E a confiança no compromisso da política econômica com a melhora dos fundamentos - com destaque para a redução das relações dívida pública/PIB e dívida externa/exportações - e boas perspectivas de crescimento serão variáveis-chave para que a mudança do cenário externo não se reflita numa alta muito acentuada do risco-país, do dólar e dos juros futuros, que comprometa a recuperação da economia.

**Tabela 5: Projeções de Mercado e do Grupo de Conjuntura**

Variável	2004	
	Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	6,17	6,50
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,50	3,50
Contas Fiscais (em % do PIB)		
Saldo Primário	4,25	4,25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	25,00	26,60
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	1,50	3,50
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	3,05	3,03
Média do Ano	2,95	2,95
Taxa Selic		
Acumulada no ano	15,26	15,30
Final do Ano	14,00	14,00

**Fonte:** Banco Central do Brasil e Grupo de Conjuntura - IE/UFRJ

\*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 30/04/04 (Relatório Focus).

# Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## **A Indústria em fevereiro: nova série, nova tendência?**

Os índices da produção industrial, segundo a nova metodologia da Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física – PIM-PF, elaborados pelo IBGE, mostram em fevereiro deste ano uma redução de 1,8% frente a janeiro, na série com ajuste sazonal (tabela 1), movimento que se observa em quinze das vinte e três atividades que têm séries de índices sazonalmente ajustados e nas quatro categorias de uso.

Em relação às comparações com o início de 2003, os resultados são positivos, tanto no confronto fevereiro 04/ fevereiro 03 (1,8%), como no primeiro bimestre de 2004 (2,7%). A comparação contra igual mês do ano anterior mostra neste último mês de fevereiro o sexto resultado positivo consecutivo.

A nova PIM-PF considera atividades industriais, produtos e informantes selecionados de forma intencional, pela sua importância na estrutura produtiva industrial no período 1998-2000. A amostra da pesquisa e o sistema de ponderação adotado no cálculo dos índices estão baseados em estatísticas estruturais (anuais) para o período 1998-2000. De modo a criar condições para o encadeamento das séries (antiga e nova), o IBGE coletou simultaneamente as duas séries desde janeiro de 2002.

A nova série apresenta resultados encadeados, desde janeiro de 1991, já adotando a nova classificação de atividades para a agregação dos produtos. A PIM-PF passa a apresentar índices mensais para 27 atividades; por categorias de uso; e para 76 subsetores industriais selecionados. O método de ajustamento sazonal utilizado passa a ser o X 12, mais robusto em relação ao anterior (X 11), e que permite tratamento mais fino para questões como a influência do número de dias trabalhados, particularmente importante no caso dos feriados móveis, como Carnaval e Páscoa.

Embora a diferença entre a taxa anual 2003/2002 das séries antiga (0,3%) e nova (-0,1%) tenha sido muito pequena, a evolução dos índices ajustados sazonalmente apresenta diferenças, concentradas basicamente na fase de recuperação do ritmo produtivo que marcou o segundo semestre de 2003. Na nova série, esta fase está mais “marcada” e o índice de média móvel trimestral acumula uma alta mais expressiva, de 8% entre julho e dezembro de 2003, mas é claramente declinante a partir daí. Na série anterior, esses dois movimentos eram bem mais

suaves, com os índices sinalizando uma acomodação ou mesmo uma ligeira redução no início de 2004 (gráfico 1).

A nova série, portanto, traz uma notícia boa e uma ruim. A boa é que o crescimento no segundo semestre foi mais intenso do que se pensava. A ruim é que agora a indústria está em queda e não estagnada como assinalava a série antiga. Pode-se interpretar isso como um movimento compensando o outro. Como se cresceu muito, agora a acomodação é mais “forte”, com um movimento de queda.

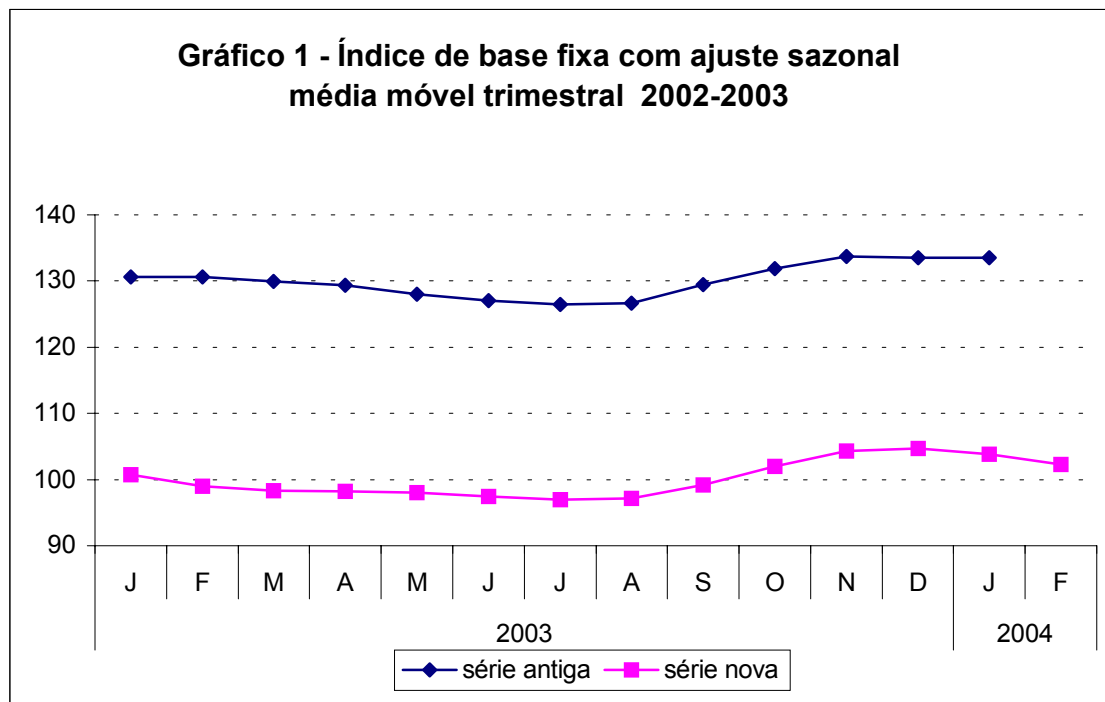
Não se pode falar numa mudança de tendência, exceto no que se refere a bens de consumo semiduráveis e não duráveis. Nesta categoria de uso, os novos dados mostram uma nova tendência e a mudança foi sem dúvida para melhor. Agora o índice de média móvel trimestral, com ajuste sazonal, mostra que o setor está desde setembro num movimento ascendente. Antes sua evolução era descendente, com algumas oscilações, desde o início de 2003 (gráfico 2). Este segmento agora tem um comportamento ao longo de 2003 mais próximo à média da indústria e, neste sentido, mais previsível. Antes seu comportamento era mais destoante, e a interpretação corrente era que isso se devia à não recuperação da massa salarial.

Em relação ao primeiro bimestre de 2003, a expansão de 2,7% no total da produção industrial reflete principalmente os índices de bens de capital (13,0%) e de bens de consumo duráveis (8,6%). A produção de bens intermediários (3,4%) tem ritmo ligeiramente acima da média global da indústria, enquanto que a de bens de consumo semi e não duráveis (-1,6%) é a única com taxa negativa. Das 27 atividades pesquisadas, 15 ostentam crescimento, com destaque para: refino de petróleo a álcool (11,2%); veículos automotores (8,7%); e material eletrônico, aparelhos e equipamentos de comunicações (23,8%).

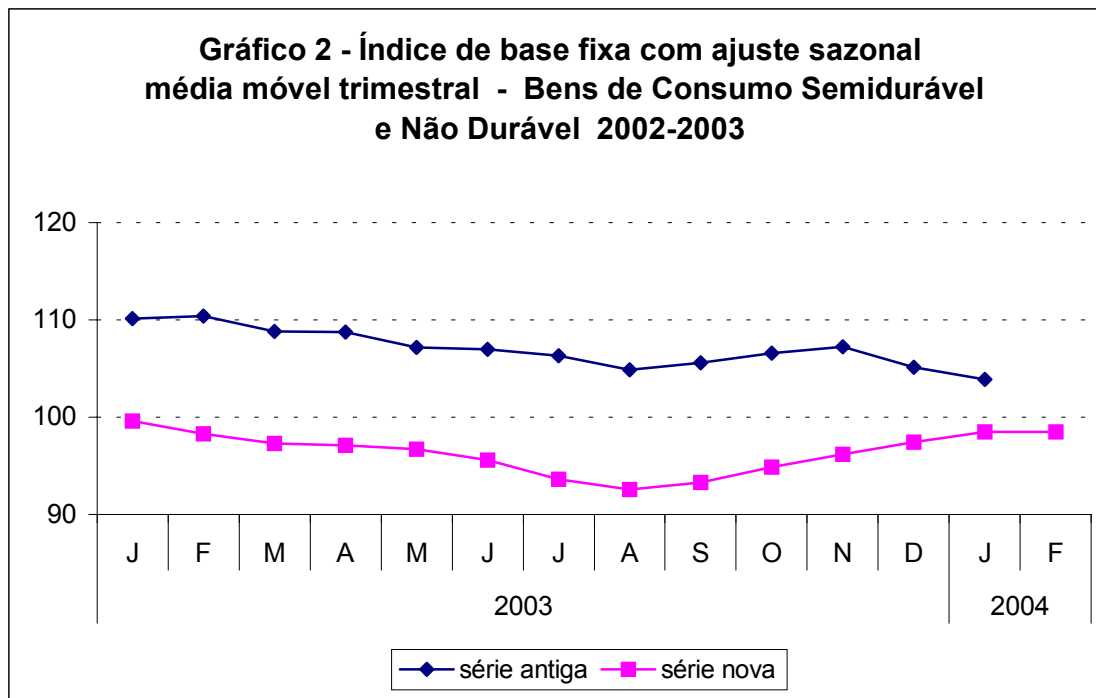
Entre as atividades que pressionaram negativamente destacam-se: farmacêutica (-12,6%); vestuário e acessórios (-15,0%); e calçados e artigos de couro (-9,3%), indústrias tipicamente associadas ao comportamento do mercado interno e sensíveis à evolução da massa salarial. Dos 76 subsetores pesquisados, 40 apresentaram crescimento neste primeiro bimestre. Vale citar, pela magnitude, os desempenhos de alguns deles, mais relacionados às exportações e à demanda da agricultura: minerais metálicos não ferrosos (70,2%), com destaque para o item alumínio; óleo de soja em bruto, inclusive torras e farelos (21,3%); fabricação de café (13,0%); celulose (12,2%); tratores e máquinas agrícolas (28,4%); e defensivos agrícolas (33,1%). Há também taxas significativas em alguns subsetores fabricantes de bens de consumo duráveis: eletrodomésticos da linha marrom (29,5%); material eletrônico e aparelhos de comunicações (21,1%); e automóveis (11,4%).

Entre os 36 subsetores com queda de produção, predominam os que dependem mais da demanda doméstica: leite e laticínios (-3,4%); fiação e tecidos de fibras têxteis naturais (-7,2%); calçados (-8,6%); embalagens de papel (-4,6%); embalagens de plástico (-8,2%); e cimento (-6,2%).

Com base em outros indicadores de conjuntura, sobretudo os de comércio varejista que vêm apresentando movimento positivo neste início de ano, e considerando que os índices de comércio exterior continuam surpreendendo favoravelmente, é razoável supor que os estoques industriais estejam, no geral, reduzidos, e que a sua normalização não se deu por conta da influência de fatores expectacionais desfavoráveis que marcaram o início de 2004. Vale mencionar que as áreas que mais puxaram a reação do segundo semestre do ano passado são exatamente as que mais impactaram o movimento recente de perda de ritmo, isto é, os segmentos de bens de consumo duráveis e de bens de capital.



**Fonte: IBGE-PIM-PF**



Fonte: IBGE PIM-PF

**Tabela 1 - Indicadores da Produção Industrial por categoria de Uso  
Brasil - Fevereiro 2004**

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês	Mensal	Acumulado	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	-2,4	10,4	13,0	3,9
Bens Intermediários	-0,8	4,3	3,4	1,9
Bens de Consumo	-3,5	-2,0	0,3	-3,0
Durável	-5,4	2,5	8,6	2,7
Semidurável e não Durável	-2,0	-3,1	-1,6	-4,2
Indústria Geral	-1,8	1,8	2,7	0,0

Fonte: IBGE PIM-PF

# Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

## CHOQUE DE OFERTA, COEFICIENTE DE REPASSE E O CENTRO DA META

### - INTRODUÇÃO

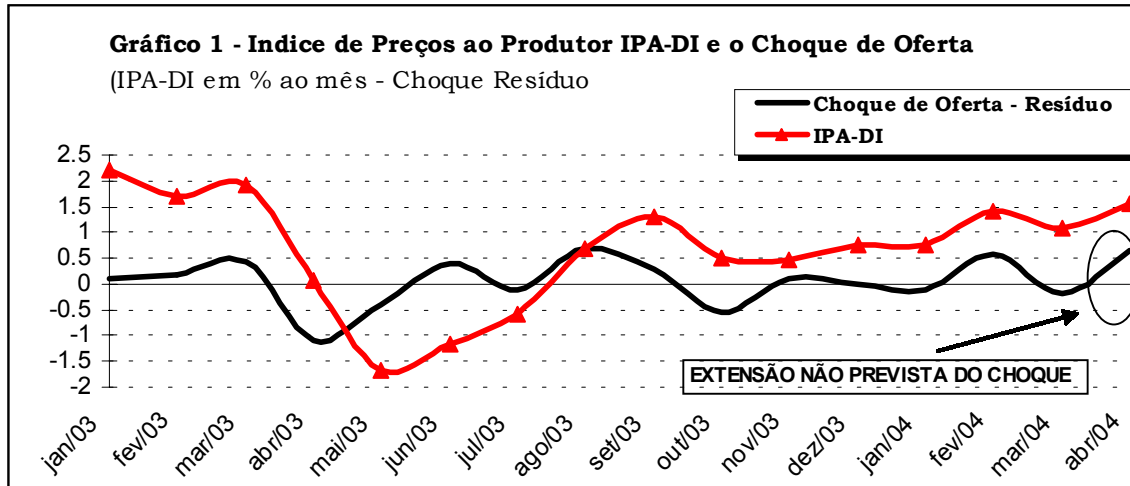
Existe um extenso debate sobre o papel da política monetária sobre os preços e o nível de atividade. No Brasil, a instabilidade das séries econômicas não permite resultados robustos sobre a defasagem e eficácia da política monetária. Entretanto, a partir do repasse de preços do atacado para o varejo é possível inferir resultados importantes sobre a dinâmica da inflação.

O Banco Central quando decide a taxa de juros nominal de curto prazo deveria monitorar a evolução do repasse como termômetro da economia real. O valor elevado do grau de repasse (IPA-IPCA) pode estar sugerindo que a economia está aquecida com resultados negativos para inflação. Por outro lado, se o repasse está controlado não existe sinais de descontrole inflacionário.

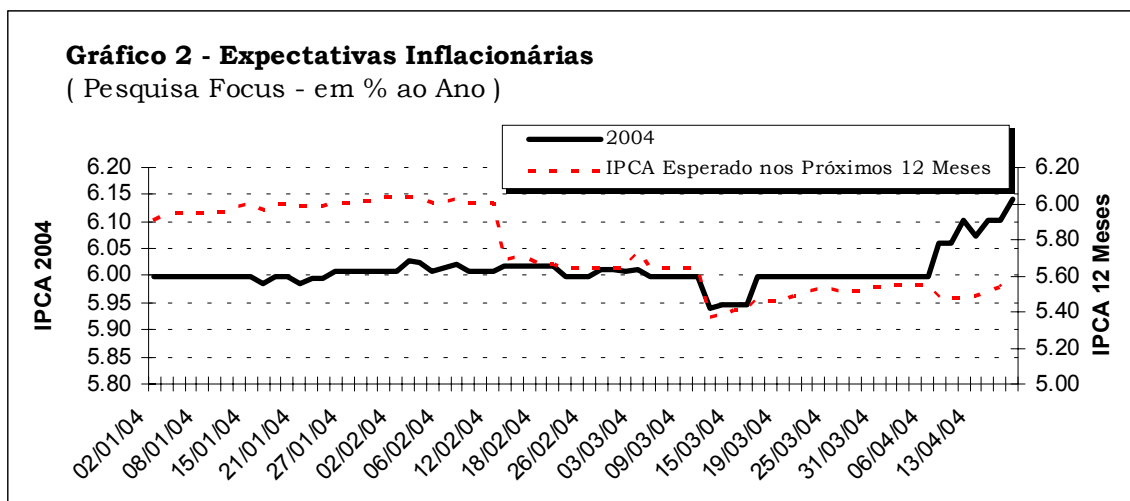
Uma constatação importante é que a dinâmica da inflação contemporânea tem sido determinada, em grande parte, por choques de oferta<sup>1</sup> (vide Gráfico 1). Recentemente os preços de algumas *commodities* internacionais tem tido impacto sobre a inflação doméstica. Nesse sentido, o Banco Central tem demonstrado preocupação com a evolução desses repasses e a possibilidade de generalização entre os principais setores da economia.

---

<sup>1</sup> O choque de oferta é definido como o resíduo da regressão  $\pi_t = B(L)\pi_t + \Delta C(L)e_t + u_t$  (aonde  $\pi_t = \text{IPA-DI}$ ,  $e_t = \text{taxa de câmbio}$ ). O objetivo é obter uma aproximação do impacto no IPA associado a variação no preço das principais commodities e que, ao mesmo tempo, estão desassociadas com a taxa de câmbio.

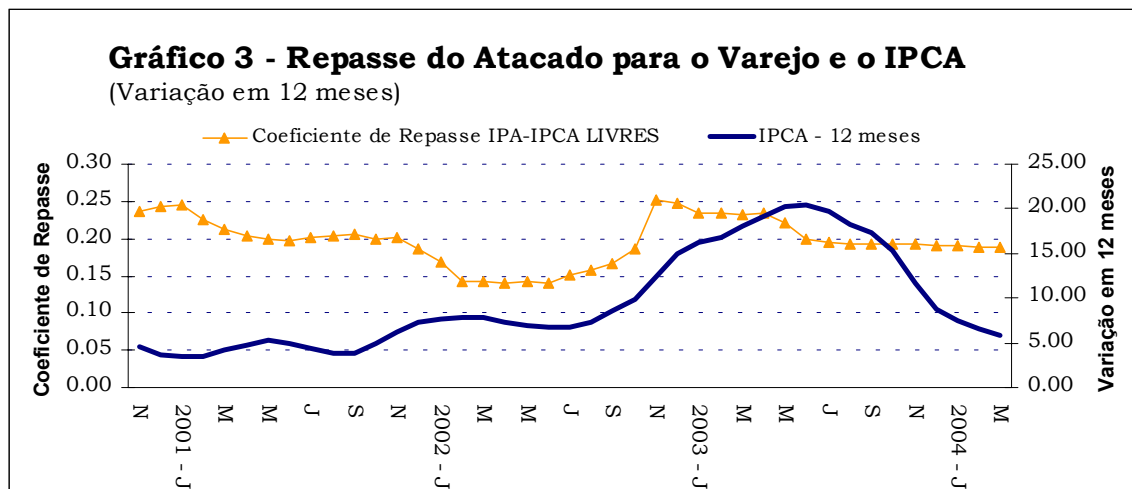


A projeção de inflação do Banco Central na última ata (cenário estático) apontam para o IPCA “ligeiramente inferior à meta central”. Uma hipótese importante a fim de continuar com a redução gradual da taxa de juros foi sobre a extensão do choque de oferta. Esperava-se que não haveria transposição do choque além do primeiro trimestre e, portanto, a inflação ao consumidor daí por diante, sentiria as benesses do comportamento sazonalmente favorável do segundo trimestre. O Gráfico 1 demonstra que de fato o choque perde força em março porém, volta a acelerar em abril (IPA-10 de abril foi de 1.55% contra 1.09% do IPA-DI de março). O importante é que a extensão maior, não prevista, torna a hipótese do Banco Central para o segundo trimestre inválida. Esse efeito foi captado com propriedade pelas expectativas inflacionárias. A projeções para 2004 tiveram um aumento relativamente maior do que a esperada para os próximos doze meses (vide Gráfico 2). Isso é uma evidência de que o mercado reconhece o caráter temporário do choque.



De todo modo, o que se propõe é que não existem evidências de pressões de demanda que permitam a elevação do grau de repasse das firmas. Desse modo, choques de oferta se tornam de caráter curto e temporário. O Gráfico 3 demonstra que o atual valor do repasse<sup>2</sup> do atacado para o varejo (18%) está estabilizado, sendo compatível com níveis controlados de inflação. Além disso, a experiência com o passado sugere que a inflação só se torna generalizada quando acompanhada de aumentos grau de repasse (vide período entre abril de 2002 e março de 2003).

Em suma, a elevação dos preços das principais *commodities* internacionais está relacionado com um nível mais elevado de preços, porém isso não representa ameaças sobre a trajetória esperada da inflação. Nesse sentido, se o Banco Central reconhece esse resultado é possível estabelecer um ajustamento da meta central a fim de acomodar o desvio temporário da inflação ocorrido no início do ano e isso não está associado com complacência ou descontrole.



## - EVOLUÇÃO RECENTE DA INFLAÇÃO AO CONSUMIDOR

Os últimos indicadores de inflação ao consumidor demonstram desaceleração. O IPCA-15 registrou inflação de 0,21% ante 0,47% do IPCA cheio de março. O resultado do IPCA-15 foi influenciado diretamente pela queda do álcool (-12,1%) e da gasolina (-2%). Sem a contribuição destes, a inflação teria ficado em 0,41%. A variação de -0,12% dos administrados em abril não deve ser considerada como

<sup>2</sup> Modelo de Repasse :  $\pi_t = B(L)\pi_t + \Delta C(L)IPA_t + \theta(L)h_t + u_t$ . (ht é uma aproximação do hiato do produto,  $\pi_t$  = IPCA livres).

representativa para os próximos meses. Seja porque capturou uma fração pequena dos reajustes de energia ou pela variação não representativa dos principais combustíveis. Por isso, a expectativa para o índice fechado em abril é de aceleração (entre 0,40% e 0,45%).

**TABELA 1 - MAIORES CONTRIBUIÇÕES DO IPCA-15 EM ABRIL**

( Em % ao mês )

Subitem	FEV	MAR	ABRIL	CATEGORIA
Gás de bujão	0.49	1.51	2.47	Administrados
Taxa de água e esgoto	0.83	2.62	2.06	Administrados
Ônibus urbano	-0.07	0.48	0.61	Administrados
Leite pasteurizado	-1.61	1.42	2.44	Livres - Não Duráveis
Automóvel novo	1.56	2.33	1.03	Livres - Duráveis
Automóvel usado	1.39	1.54	1.32	Livres - Duráveis
Refeição	0.28	1.23	1.13	Livres - Não Duráveis
Cigarro	2.03	4.76	1.54	Livres - Semi-Duráveis
Plano de saúde	0.75	0.75	0.75	Administrados
Óleo de soja	1.23	7.60	3.91	Livres - Não Duráveis
Energia elétrica residencial	0.11	0.01	0.35	Administrados

*Elaboração : IE/UFRJ com dados do IBGE*

A previsão para trajetória de preços livres é mais otimista. Diversos bens influenciados pelo IPA apresentaram desaceleração (vide Tabela 1), e isto é compatível com a desaceleração do IPA até março. Porém, deve ser monitorada a revolução recente dos IPA's, a fim de avaliar a extensão do choque de commodities (Gráfico 1). De qualquer forma, os livres desaceleraram de 0,69% para 0,34% e isso é um resultado positivo em relação a média de 0,68% ocorrida no primeiro trimestre. Na desagregação por categoria de usos esse resultado pode ser avaliado pela desaceleração de preços duráveis (Tabela 2 1,23% para 0,68%).

Em abril o IPCA-15 demonstrou inversão na trajetória dos preços dos alimentos (0,43% março para -0,17% em abril – IPCA-15). Além disso, ficou constatados a excessiva volatilidade existente no item Tubérculos, Raízes e Legumes (2,92% IPCA março - -2,62% IPCA-15 abril).

**TABELA 2 - PRINCIPAIS DESAGREGAÇÕES DO IPCA**

( Em % ao Mês )

	dez/03	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04 (i)
<b>IPCA</b>	<b>0.52</b>	<b>0.76</b>	<b>0.61</b>	<b>0.47</b>	<b>0.21</b>
Preços Administrados	0.47	0.84	0.26	-0.07	-0.12
Preços Livres	0.52	0.76	0.61	0.69	0.34
<b>Classificação Categoria de Usos</b>					
Serviços	0.46	0.73	1.90	0.49	0.28
Duráveis	0.33	0.88	0.86	1.23	0.68
Não - Duráveis	0.56	0.87	0.20	0.71	0.24
Semi - Duráveis	0.97	0.35	0.18	0.74	1.02
<b>Classificação Comercialização com o Exterior</b>					
Comercializáveis	0.51	0.54	0.07	0.68	0.41
Não-Comercializáveis	0.57	1.01	1.69	0.78	0.37

*Fonte : Elaboração Própria a Partir dos dados do IBGE**(i) IPCA-15*

## - NÍVEL, TENDÊNCIA E INFLAÇÃO SUBJACENTE

No IPCA-15 de abril, todas as metodologias de núcleo registram desaceleração. Esse resultado é compatível com a expectativa de inflação sazonal menor no segundo trimestre. Apesar da desaceleração, o atual nível do núcleo é elevado. Esse resultado ocorre, em grande parte, pela inércia nas principais metodologias (Anexo).

A metodologia Exclusão Prévia ainda registra variação elevada, mas isso não deveria ser uma preocupação adicional para o Banco Central, pois o que tem pressionado são os itens relacionados ao choque de oferta. Essa constatação fica evidente a partir da formulação de uma medida alternativa de núcleo que retire as principais variações relacionadas ao repasse do IPA<sup>3</sup>. No IPCA-15 de abril essa metodologia registrou variação de 0,15% ante 0,33% do IPCA cheio de março (vide Tabela 3).

O que se conclui então é que o valor ainda elevado da metodologia exclusão prévia (0,62%) é o resultado do expurgo dos preços administrados, cuja trajetória tem se mostrado favorável e a manutenção de alguns itens relacionados ao repasse do IPA.

<sup>3</sup> ( Fubá e Farinha de Milho, Pão Francês, Biscoito, Óleo de Soja, Café Moído e Solúvel, Automóvel novo e usado, Peças e Consertos de Automóveis, Eletrodomésticos e Equipamentos ). Total de 11,4% do peso no IPCA

**TABELA 3 - PRINCIPAIS INDICADORES DE INFLAÇÃO SUBJACENTE E TENDÊNCIA**

( Em % ao Mês )

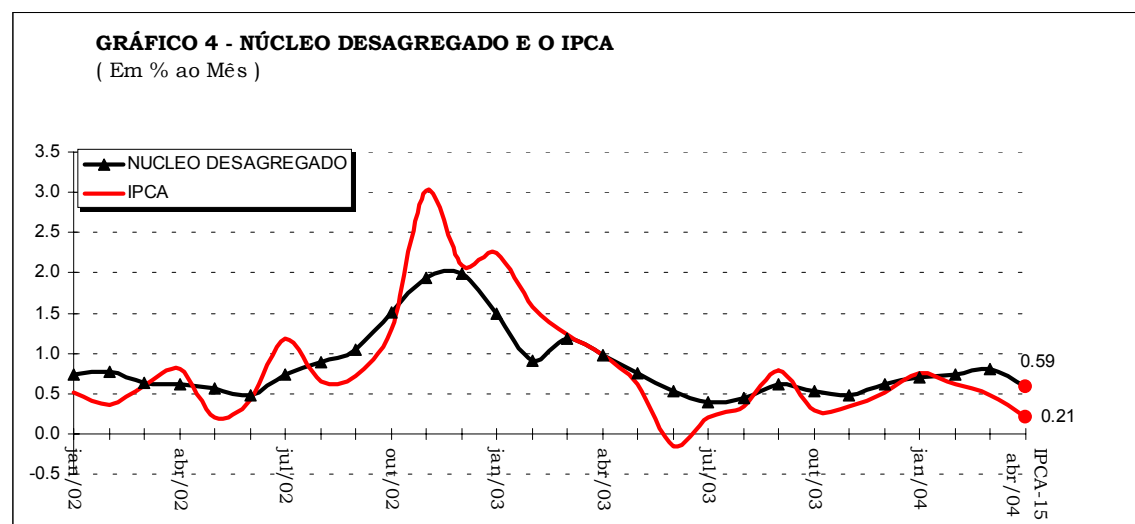
	dez/03	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04 (*)
<b>IPCA - Índice Geral</b>	0.52	0.76	0.61	0.47	0.21
Metodologia Exclusão Prévia	0.63	0.64	1.00	0.85	0.62
<b>Metodologia Exclusão ( Principais Commodities ) (ii)</b>	<b>0.49</b>	<b>0.77</b>	<b>0.56</b>	<b>0.33</b>	<b>0.15</b>
Médias Aparadas s/ Suavização	0.47	0.56	0.28	0.65	0.51
Médias Aparadas c/ Suavização	0.72	0.73	0.48	0.76	0.65
Núcleo Desagregado (i)	0.61	0.71	0.73	0.80	0.59
Índice de Generalidade ( em % )	64.8	71.0	60.0	66.0	63.8

(\*) IPCA-15

(i) Núcleo Desagregado - Dissertação de Mestrado - Carlos Thadeu F Gomes Filho

(ii) Todos os itens do IPCA menos os principais produtos relacionados ao choque de oferta ( Fubá e Farinha de Milho, Pão Francês, Biscoito, Óleo de Soja, Café Moído e Solúvel, Automóvel novo e usado, Peças e Consertos de Automóveis, Eletrodomésticos e Equipamentos )

O núcleo Desagregado seguiu a tendência das demais metodologias e desacelerou em abril (IPCA-15). De qualquer forma, a permanência acima da inflação cheia corrobora a expectativa de que os preços devem acelerar no índice fechado de abril.



Por fim, a projeção do IE/UFRJ para o IPCA é de variação de 6,5%. O que pode ameaçar uma revisão para cima na projeção é um eventual aumento do preço do petróleo e seus reflexos sobre os demais preços administrados e livres.

## Seção Coppead

---

Vicente Ferreira

- **Novo modelo do setor elétrico implica em transferência de renda do Estado. Para quem?**

A política macroeconômica do atual governo tem se baseado em duas forças: a primeira o controle da inflação, notadamente pela repressão da demanda mantida sufocada por uma política de taxas de juros elevadas, e a segunda pela manutenção de superávits fiscais significativos, quer pela redução de gastos públicos, quer pelo esforço de geração de superávits nas empresas estatais. Contudo, no novo modelo aprovado para o setor elétrico, ao admitir a venda da “energia velha”, em sua maioria ainda não privatizada, por preços menores que a “energia nova”, o governo, em troca de uma suposta modicidade tarifária e seus teóricos efeitos benéficos no combate à inflação, abre mão deste excedente de riqueza em favor dos consumidores, ou melhor, de todos os agentes que se encontram a jusante na cadeia geração-transmissão-distribuição-consumo de energia elétrica. Em outras palavras e ainda no jargão da economia, transfere renda do contribuinte (a sociedade como um todo) para o consumidor de energia elétrica, na proporção do seu consumo.

A argumentação de que a energia gerada por investimentos já amortizados pode ser comercializada por preços menores que aquela gerada por investimentos mais recentes e, portanto, ainda não amortizados, não encontra respaldo em qualquer análise financeira, por mais simples que seja. Vejamos; afirmar que a amortização de um investimento afeta o valor do produto ou serviço por ele gerado (no caso em tela, a energia elétrica) é confundir um mecanismo contábil que visa reconhecer a perda de utilidade do investimento ao longo do tempo – as despesas não caixa – com a análise de valor de um investimento que se baseia, não no regime de competência da Contabilidade, mas sim, no fluxo de caixa esperado. Ou seja, admitir que o valor contábil de um ativo é uma proxy de seu valor econômico equivale a dizer que um bem, uma vez depreciado contabilmente, deverá ter valor de mercado igual ao seu valor residual, ou de livro, o que não se verifica.

Sabendo-se que o valor de mercado de um ativo é função de sua utilidade, esta última dada pelos benefícios econômicos que se espera obter de sua utilização, pode-se dizer que o valor de mercado de uma usina de geração de energia elétrica deverá corresponder ao valor presente líquido de seu fluxo de caixa descontado a uma taxa de

oportunidade adequada. Ou seja, independe, exceto no que toca à questão tributária, de quão amortizado o investimento inicial já foi, mas sim da expectativa futura de sua utilização.

Assim, ao reduzir a expectativa de ganhos futuros das usinas geradoras mais antigas, com base em seu percentual de amortização contábil acumulado, o que o novo modelo do setor elétrico aponta é para uma transferência de valor dos detentores de tais ativos (em sua maioria o setor estatal) para os agentes situados a jusante na cadeia do setor elétrico.

Estabelecido este fato, resta ver quem se apropriará deste valor. Uma análise simplista poderia apontar como beneficiário de tal transferência, exclusivamente, o consumidor final de energia elétrica, uma vez que receberá a energia, supõe-se, por uma tarifa menor. Contudo, é claro que os demais geradores também serão recebedores de parte deste benefício, uma vez que a energia por eles gerada, comercializada por uma tarifa média subsidiada pelo menor preço da “energia velha”, no mínimo, encontrará uma demanda maior para ser atendida, aumentando seu fluxo de caixa futuro e, conseqüentemente, o valor de seus ativos.

Beneficiando-se deste possível aumento da demanda gerado por uma redução das tarifas encontraremos, em maior ou menor grau, todos os agentes da cadeia que, por um nível maior de utilização de seus ativos, também aumentarão o valor presente dos mesmos e, portanto, sua riqueza.

Considerando-se a intenção declarada de buscar a modicidade tarifária, espera-se que, também, os consumidores se beneficiem, possivelmente na proporção de seu consumo, de tal transferência de riqueza. Contudo, como a regulação ainda não está totalmente definida, não se enxerga nenhum mecanismo que impeça que tal apropriação não se dê na proporção do poder de mercado dos agentes, ou seja, nada garante que o consumidor residencial, ainda cativo das distribuidoras e, portanto, sem quase nenhum poder de mercado, seja excluído da partilha de tal valor. Como demonstrado pelo Prof. Ronaldo Fiani em artigo de fevereiro deste ano, publicado no GESEL-IE-UFRJ, sob o título: *Os Desafios da Estrutura Tarifária*, nos últimos oito anos existiu forte descasamento entre a evolução das tarifas entre as classes de consumidores industrial e residencial. Supondo que, ao menos em parte, tal descasamento seja fruto do maior poder de mercado dos consumidores livres, nada impede que a renda oriunda dos geradores de energia “velha”, ao ser distribuída em função do poder de mercado dos agentes, acelere ainda mais tal descasamento.

De qualquer modo, o que chama a atenção não é a decisão política do governo de transferir valor dos detentores de ativos de geração amortizados (notadamente o Setor Estatal), para os demais agentes, mas sim, em uma época de tantos sacrifícios impostos à sociedade pelo saneamento das contas públicas, a pouca frequência com que este aspecto do novo modelo do Setor Elétrico vem sendo abordado nos meios de comunicação.

# Política Fiscal

Margarida Gutierrez

- Os perigos que rondam a obtenção da meta de superávit primário

Os resultados fiscais obtidos em março deste ano pelo setor público como um todo reverteram o clima pessimista que se formou nas últimas semanas colocando em dúvida o comprometimento do governo em alcançar de fato a meta fiscal de 4,25% do PIB (R\$ 71,5 bilhões) fixada para este ano junto ao FMI. A credibilidade no ajuste fiscal começou a ser posta em xeque a partir dos resultados obtidos em fevereiro, bastante influenciados pelo déficit das estatais federais que antecipadamente distribuíram dividendos. As dúvidas aumentaram com o anúncio do reajuste para os salários de grande parte dos funcionários públicos da União, com as pressões de boa parte da sociedade para garantir um reajuste generoso para o salário-mínimo e com o aparecimento, de certa forma inesperado, de 2 grandes esqueletos (dívidas contraídas no passado, mas ainda não pagas, e que por força judicial serão incorporadas ao estoque da dívida pública) – INSS e Fundef.

Vejamos cada um desses fatores.

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses e encerrados em março, o superávit primário do setor público consolidado foi de R\$ 63,87 bilhões, o equivalente a 4,13% do PIB, situando-se, portanto, ligeiramente abaixo da meta fixada de 4,25% do PIB. No entanto, desagregando estes resultados por esferas de governo, observa-se que este resultado deve-se às estatais federais (basicamente Petrobrás, Eletrobrás e Furnas), que nos 2 primeiros meses do ano experimentaram déficits primários. As metas fiscais para 2004 segundo as diferentes esferas do governo central são: um superávit primário conjunto de 2,4% do PIB para o Tesouro Nacional e INSS e de 0,70% do PIB para as empresas públicas federais. Os resultados expostos na Tabela 1 evidenciam que o menor superávit primário das estatais nos últimos 12 meses (0,23% do PIB) é devido aos déficits de janeiro e fevereiro deste ano (pela distribuição de dividendos antecipadamente) e foi compensado pelo maior resultado primário do governo central (2,71% do PIB).

Tabela 1 - Necessidade de Financiamento do Setor Público (Fluxo em 12 meses)

	Jan/Dez 01	Jan/Dez 02	Jan/Dez03	Abr03/Mar04	Jan /Dez 01	Jan/Dez 02	Jan/Dez03
Nominal	42.788	61.614	79.039	67.807	3,62	4,61	5,22
Juros Nominais	86.444	113.978	145.211	131.673	7,31	8,52	9,59
Primário	-43.655	-52.364	-66.173	-63.866	-3,69	-3,91	-4,37
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-21.980	-31.919	-38.744	-41.945	-1,86	-2,39	-2,56
-Emp. Est. Federais	-7.571	-6.329	-9.597	-3.579	-0,95	-0,47	-0,63
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-10.471	-10.598	-13.821	-13.685	-0,89	-0,79	-0,91
-Emp. Estat. Regionais	-3.634	-3.518	-4.010	-4.658	-0,31	-0,26	-0,26

Fonte: Banco Central

Tomando como referência apenas o primeiro trimestre deste ano, o superávit primário do setor público consolidado atingiu o valor de R\$ 20,52 bilhões (5,41% do PIB), superando a meta fixada com o FMI para o período no valor de R\$ 14,5 bilhões. O governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) contribuiu com o maior excedente primário obtendo um superávit de 4,73% do PIB, seguido dos governos estaduais e municipais que, conjuntamente, obtiveram um superávit de 1,26% do PIB. As empresas estatais federais, embora em março já tenham experimentado um resultado positivo, ainda acumulam no ano um déficit primário de 0,93% do PIB. Embora o superávit primário consolidado esteja bem acima da meta fixada para o ano, o resultado deve ser em parte relativizado considerando que, historicamente, o setor público acumula maior superávit no início do ano, já que no segundo semestre os gastos crescem por conta do pagamento de férias e do 13º salário ao funcionalismo público, despesas nada desprezíveis pois incidem sobre uma folha de pagamentos que representa cerca de 5,6% do PIB.

Mas de qualquer forma, pela Tabela 2, observamos que o superávit obtido neste 1º trimestre só não é maior que o obtido em 2003, ano que caracterizou-se, no seu início, por um maior aperto fiscal gerado pela compressão violenta dos gastos no âmbito do governo central. É verdade que o ajuste fiscal fixado também é maior nestes 2 últimos anos, mas, por outro lado, as esferas governamentais têm cumprido rigorosamente as metas estipuladas, e são as empresas estatais federais que neste 1º trimestre obtiveram um desempenho negativo. A ausência deste teria permitido um resultado primário maior.

**Tabela 2 - Resultado Primário obtido segundo as diferentes esferas públicas % do PIB (janeiro/março)**

Trimestres	Setor Público Consolidado	Governo Central	Governos Regionais	Empresas Estatais Federais	Empresas Estatais Regionais	Meta Consolidada para o Ano	Resultado Obtido
1. trim/99	4,37	3,30	0,41	0,30	0,37	3,25	3,19
1.trim/00	5,41	3,38	0,23	0,44	1,36	3,25	3,46
1.trim/01	5,37	2,71	1,55	0,73	0,38	3,35	3,64
1.trim/02	3,84	3,83	1,18	-1,58	0,43	3,88	3,89
1.trim/03	6,55	4,24	1,41	0,71	0,19	4,25	4,37
1.trim./04	5,41	4,73	1,26	-0,93	0,34	4,25	?

Fonte: BC

Ao analisarmos a performance do governo central pelo lado das receitas e despesas (critério acima da linha), observamos que as receitas líquidas foram aumentadas em 11,0%, em termos reais, nos 3 primeiros meses deste ano em relação a igual período de 2003, e que as despesas totais também foram incrementadas em 11,7%. Como resultado, o superávit primário desta esfera de governo aumentou 8,6%, em termos reais, no período considerado (Tabela 3). A elevação das receitas esteve

associada a fatores cujos efeitos na margem se produzem uma única vez, tais como, o recolhimento adicional de IRPJ e maior arrecadação de IRPJ por conta da declaração de ajuste de 2004 referente ao ano de 2003, o aumento da arrecadação da Cofins (pelo aumento da alíquota das entidades financeiras, de 3% para 4%) e a entrada em vigor da tributação (não cumulativa) que passou a incorporar, na base de cálculo, os insumos importados.

**Tabela 3 - Resultado do Governo Central**

R\$ milhões a preços de março 2004	1. trimestre de 2003	1. trimestre de 2004	Taxa de variação real
1. Receita Total	92.928,38	100.038,46	7,65
1.1 Tesouro Nacional	74.361,32	79.571,52	7,01
1.2 Previdência	18.567,17	20.197,73	8,78
2. Transferências a Estados e Municípios	17.869,49	16.721,75	-6,42
3. Receita Líquida	75.059,10	83.316,82	11
4. Despesas Totais	58.756,42	65.623,08	11,69
4.1 Pessoal e Encargos Sociais	20.539,91	20.760,64	1,07
4.2 Benefícios Previdenciários	23.181,80	26.713,85	15,24
4.3 Custeio e Capital	14.909,77	17.708,82	18,77
Resultado Primário do Governo Central	16.286,70	17.693,82	8,64

**Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional/ Elaboração Própria**  
**Deflator utilizado IPCA**

Por outro lado, o vigoroso crescimento das despesas totais esteve associado, em primeiro lugar, a um efeito estatístico, onde a base de comparação é relativamente baixa (já mencionamos que o primeiro trimestre do ano passado foi atípico, já que se caracterizou por um grande contingenciamento inicial dos gastos do governo central). Além disso, são 2 itens de despesas que sofrem um incremento enorme: os benefícios previdenciários (15,4%) e as despesas de custeio e de capital (18,8%). O primeiro aumento decorre da incorporação de 827 mil novos beneficiários ao sistema previdenciário que, por força da Emenda Constitucional de 1998 que introduziu o fator previdenciário, adiaram por 5 anos seus pedidos de aposentadoria e também do aumento de 20,5% no valor médio dos benefícios pagos (reajuste do salário mínimo a partir de abril de 2003 e dos demais benefícios a partir de julho de 2003). Este item de despesa deverá crescer ainda mais à medida em que novos beneficiários possam pleitear, a partir da maturação do fator previdenciário, sua incorporação ao regime geral do INSS.

É neste contexto que a atual proposta de reajustes salariais anunciados pelo governo federal para 78,4% dos funcionários públicos beneficiando 905 mil servidores ativos, aposentados e pensionistas pode suscitar dúvidas quanto à efetiva firmeza do governo em garantir o cumprimento da meta fiscal. A proposta assume reajustes generosos que variam de 12,85% a 32,27% para os ativos e de 9,5% a 29,38% para os inativos. Pelos cálculos oficiais, esta proposta geraria apenas um aumento de R\$ 2,0 bilhões sobre a folha de pagamentos, mas isto parece subestimado. Com a hipótese de um reajuste médio de, por exemplo, 20% sobre uma folha de pagamentos anual em torno de R\$ 80,0 bilhões e considerando que os reajustes comecem a vigorar já a partir de maio deste ano, o incremento sobre a folha de pagamentos neste ano seria em torno de R\$ 9,3 bilhões. Os percentuais oferecidos parecem, portanto, incompatíveis com o esforço fiscal fixado. No entanto, o governo argumenta que estes adicionais serão cobertos por aumentos extras de arrecadação. Em nenhum destes cálculos está incluído o reajuste dos militares que deverá ser concedido ainda este ano.

Um segundo fator de pressão e gerador de incertezas foram as negociações em torno do reajuste do salário mínimo. No Orçamento para este ano, está previsto um aumento dos atuais R\$ 240,0 para R\$ 256,0 (o que significa que haveria reposição apenas da inflação acumulada de abril de 2003 a abril de 2004), o que provocaria um adicional de gastos, incluindo os impactos sobre a Previdência e sobre o seguro - desemprego, estimados em R\$ 2,02 bilhões.

Pelos cálculos que constam do Projeto de Lei Orçamentária para 2004, cada R\$ 10,0 de incremento do salário-mínimo provocaria um aumento adicional de R\$1,4 bilhão nas contas do governo central. Mas chegou a ser discutido um aumento superior (algo em torno de R\$ 270 e R\$ 275), bem acima da inflação. Ainda segundo a memória de cálculo citada, se o aumento fosse para R\$ 270, o impacto seria algo em torno de R\$ 4,2 bilhões. O Ministério da Fazenda defendia a correção pela inflação, e uma parte da base aliada defendia um aumento para R\$ 300,0, o que elevaria os gastos da União em pelo menos R\$ 8,7 bilhões. Finalmente, a decisão foi um aumento para R\$ 260,0 o que gera um aumento de R\$ 2,9 bilhões nos gastos do governo federal.

Os percentuais almejados são incompatíveis com o esforço fiscal, principalmente tendo em conta o crescente déficit da Previdência (INSS e RJU) previsto para o ano em R\$ 30,0 bilhões e R\$ 36,0 respectivamente.

Um terceiro fator de incertezas foi a incorporação pelo INSS de um esqueleto de R\$ 12,3 bilhões neste ano por erros nos cálculos de correção dos benefícios da Previdência Social entre março de 1994 e fevereiro de 1997, devidos a 1,8 milhão de aposentados. O erro consistiu

na não correção de 39,67% dessas aposentadorias por ocasião da conversão da URV para o Real. O governo federal esperava fazer um acordo com os credores (nos moldes do R\$ 42 bilhões do FGTS, onde 80% dos credores aderiram ao parcelamento oficial de 5 anos com descontos), mas a justiça está obrigando a pagar com menor prazo (as ações de até 60 salários-mínimos (R\$ 14.400,00) deverão ser pagas em até 60 dias). Se assim for, o governo será obrigado a pagar entre R\$ 4 a R\$ 5 bilhões somente este ano, o que vai pressionar ainda mais a meta fiscal, até porque o governo destinou apenas R\$ 948 milhões no orçamento para tal fim este ano. O acordo que o governo quer ainda não está pronto mas consistem em pagamento em 4 anos para quem tem ação na Justiça e em 5 anos para os demais beneficiários do INSS com direito à correção.

Mais recentemente, surgiu outro inesperado esqueleto de R\$ 13,0 bilhões, pela correção do valor mínimo por aluno/ano do Fundo de Desenvolvimento do Ensino Fundamental (Fundef). Pela emenda constitucional nº 14 de 1996, os Estados e Municípios são obrigados a aplicar 15% de suas receitas no ensino fundamental. À época, também foi definido um valor mínimo anual a ser gasto por aluno. Se o estado/município não atingir esse valor mínimo, cabe à União complementar os recursos. Atualmente, a União complementa, mas existe uma diferença entre o que a lei 9.426/96 determina e o valor transferido pelo governo federal. É exatamente esta diferença que está sendo cobrada ao Tesouro Nacional. Segundo cálculos preliminares, de 1998 a 2003 o valor é R\$ 12,2 bilhões que, se atualizados, passam de R\$ 13,0 bilhões. No atual estoque da Dívida Pública, já foram incorporados esqueletos no valor de 5,8% do PIB, o equivalente a R\$ 93,5 bilhões (Tabela 4).

**Tabela 4 - Composição da Dívida Líquida do Setor Público (%PIB)**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (Março)
Dívida Fiscal	34	40,3	40,4	40,6	40,8	36,1	41,6	41,2
Dívida Patrimonial	0,4	1,4	8,3	8,1	11,8	19,4	16,5	16,2
*Privatizações	-1,9	-3,2	-3,7	-5,1	-4,8	-4,0	-4,1	-4,0
*Esqueletos	1,7	3,3	4,2	4,6	6,2	5,8	5,9	5,8
*Câmbio	0,6	1,4	7,7	8,7	10,4	17,6	14,7	14,4
Dívida Total	34,4	41,7	48,7	48,8	52,6	55,5	58,7	57,4

Fonte: BACEN

Estas pressões, na verdade, podem gerar 2 resultados: a obtenção de um superávit primário menor que o estabelecido para o ano ou uma redução em outros gastos como, por exemplo, os previstos com os investimentos, que em 2003 situaram-se em apenas 0,4% do PIB .

- A rolagem da Dívida Pública

A estratégia do governo federal de não emitir nem renovar papéis cambiais desde o ano passado, já fez cair a parcela da dívida pública atrelada ao câmbio de 51,1% em janeiro de 2003 para 33,7% em março deste ano (Tabela 5). Segundo estimativas do Banco Central, caso se mantenha esta tendência, até o final deste ano, a parcela da dívida cambial na Dívida Mobiliária Federal Interna, que hoje é de 16,3%, cairá para 12%, reduzindo a sua vulnerabilidade da dívida (Tabela 6). Somente este ano, já foram resgatados US\$ 14,1 bilhões em swaps e títulos cambiais, considerando-se vencimentos de juros e principal. Elevou-se também a parcela dos títulos pré fixados de 1,9% em dezembro de 2002 para 14,2% em março deste ano, refletindo a maior confiança na continuidade da melhoria dos fundamentos macroeconômicos. Dada a maior participação dos títulos pré fixados, que por definição têm um prazo de vencimento menor, houve um encurtamento da dívida - 39,42% vence no curto prazo (menos de 1 ano).

**Tabela 5 - Perfil da Dívida Pública (%)**

	dez/02	jan/03	mar/03	mai/03	jul/03	nov/03	dez/03	jan/04	fev/04	mar/04
Dívida/PIB	55,5	55,9	55,3	55,2	57	58,2	58,7	58,6	58,2	57,4
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	74,3	74,9	76	77,3	77,9	79,1	79,6	80,3	80,6	80,9
i) indexada ao câmbio	26,2	26,1	25,4	23,6	22,5	19,2	17,7	16,8	15,2	14,6
ii) não indexada ao câmbio	48,1	48,9	50,5	53,7	55,4	59,9	61,9	63,6	65,4	66,3
b) Externa	25,7	25,1	24	22,7	22,1	20,9	20,4	19,7	19,4	19,1
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	51,9	51,1	49,5	46,3	44,6	40,1	38,1	36,4	34,6	33,7

Fonte: BACEN

**Tabela 6 - Fatores condicionantes da Evolução da Dívida Pública**

Fluxo em R\$ milhões	2001	2002	2003	2004 (Jan/Mar)
Juros internos	72.112	96.975	126.050	26.840
Juros externos	14.332	17.029	19.160	4.512
Varição cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao câmbio	19.182	76.662	-22.722	534
Varição cambial sobre o estoque ( em Reais) da dívida externa líquida	18.250	71.317	-24.882	-83
Esqueletos	18.465	14.286	604	102
Privatizações	-980	-3.637	0	-78
Superávit Primário	-43.655	-52.390	-66.173	-20.528
Total	97.704	220.241	32.037	11.299

Fonte: BACEN

# Setor Externo

**Francisco Eduardo Pires de Souza e Cecília Rutkoski Hoff**

Os resultados do balanço de pagamentos referentes ao primeiro trimestre de 2004 mostram um quadro que combina aspectos alvissareiros com sinais de advertência. As boas notícias continuam vindo das transações correntes e da balança comercial, que nos últimos 12 meses já exibem superávits de US\$ 5,6 bilhões (1,1% do PIB) e US\$ 27,2 bilhões (5,5% do PIB), respectivamente. A nota de cautela vem da conta capital e financeira, que continua mostrando grande sensibilidade a distúrbios internos – como a deterioração do ambiente político de fevereiro a abril – e a eventos externos, como a recente preocupação com uma elevação dos juros básicos nos EUA e com alguma desaceleração da economia chinesa.

No que se refere aos fatores externos que afetaram os fluxos de capitais para os emergentes em geral e para o Brasil em particular, parece haver uma sobre-reação do mercado aos sinais de mudanças na política econômica dos EUA e China. De um lado, ainda que se antecipe o início do processo de elevação do custo do dinheiro nos EUA, partindo-se do atual nível de 1% para a taxa básica de juros (federal funds), ainda há um espaço grande para aumentos antes que o rendimento de aplicações naquele país se tornem atraentes a ponto de criar uma grande deficiência de fluxos de financiamento para os emergentes. De outro, no que se refere às medidas adotadas pelo governo chinês para tentar conter o superaquecimento da economia, trata-se de uma iniciativa necessária para prevenir um ajuste drástico mais adiante, dado que o ritmo de crescimento estava criando tensões improjetáveis tanto no plano interno quanto no internacional (por exemplo, no tocante ao nível de preços das commodities). Alguma desaceleração das economias americana e, sobretudo, da chinesa, pode ser vista, na verdade, como uma correção de rota capaz de evitar um *crash landing* no futuro.

De todo modo, a retração dos fluxos de entrada de capitais de empréstimo e de investimento direto merece ser acompanhada com atenção. Quanto aos primeiros, cabe destacar que a taxa de rolagem dos empréstimos de médio e longo prazo do setor privado caiu para 46% em março (depois de alcançar 234% em janeiro e 239% em fevereiro). É certo que parte da explicação pode estar na antecipação de rolagem feita no primeiro bimestre; e que na média do primeiro trimestre a taxa ainda está em 124% – portanto superando a rolagem integral. Por outro lado cabe observar que a concentração de amortizações em 2004 e um comportamento modesto do investimento direto elevaram a “rolagem

requerida” em relação ao ano passado (embora continue bem inferior a de anos anteriores). De fato, como mostra a tabela a seguir, dado um superávit projetado na conta corrente de US\$ 3,5 bilhões, a necessidade de financiamento externo chegaria a US\$ 35,1 bilhões. Parte dessa necessidade é suprida pelo investimento direto líquido, que estamos projetando em US\$ 11 bilhões. Admitindo-se uma neutralidade das demais rubricas da conta capital e financeira, restariam 24,1 bilhões a financiar, representando uma taxa de rolagem requerida de 62%.

Ano	Amortizações <sup>(1)</sup>	DTC	Necessidade de Financiamento	IDE	IDL	Nec.Fin-IDL	Taxa requerida de rolagem
1997	26,0	30,5	56,5	19,0	17,9	38,6	148%
1998	31,4	33,4	64,8	28,9	26,0	38,8	124%
1999	52,9	25,3	78,2	28,6	26,9	51,4	97%
2000	35,0	24,2	59,2	32,8	30,5	28,7	82%
2001	33,0	23,2	56,2	22,5	24,7	31,5	95%
2002	31,1	7,8	38,9	16,6	14,1	24,8	80%
2003	27,2	-4,1	23,1	10,1	9,9	13,2	49%
2004 <sup>p</sup>	38,7	-3,5	35,1	12,0	11,0	24,1	62%

(1) Inclui pagamentos relativos ao programa de assistência. Exclui amortizações refinanciadas.

O resultado do exercício acima mostra que ainda se requer cuidado, porque a manutenção de uma taxa muito baixa de rolagem por diversos meses poderia trazer pressão sobre o mercado de câmbio. Por outro lado, quando se observa a série histórica fica evidente o quanto já se avançou no processo de ajustamento externo da economia. De fato, apesar de toda a queda verificada no ingresso de investimento direto, vem se reduzindo progressivamente o volume de capitais de empréstimo requerido para equilibrar o mercado de câmbio – apesar do soluço de 2004, causado pela concentração de amortizações. Não é à toa que a taxa de câmbio nominal vem se mantendo relativamente estabilizada desde meados do ano passado, apesar de adversidades ocasionais, como as dos últimos três meses.

A última observação acima revela que o expressivo saldo em conta corrente é – dentro de certos limites – uma proteção contra situações adversas nos fluxos de financiamento internacional. E com relação a este fenômeno cabe destacar que uma vez incorridos os custos (principalmente derivados da depreciação cambial) para produzir este resultado, torna-se mais fácil manter o espaço conquistado, até porque ele é compatível com um crescimento das importações a um ritmo razoavelmente superior ao das exportações daqui para frente (já que se parte de um nível absoluto de exportações muito superior ao das importações). E particularmente no que se refere ao curto prazo, isto não

parece ser um objetivo difícil de alcançar. A tabela abaixo mostra nossas projeções para as transações correntes em 2004.

#### Transações Correntes (US\$ bi)

	2003	Março de 2004 <sup>(1)</sup>	2004 <sup>P</sup>
Balança comercial (FOB)	24,8	27,2	26,6
Exportações	73,1	77,5	83,7
Importações	48,3	50,3	57,1
Serviços e rendas	-23,6	-24,6	-26,0
Juros	-13,0	-13,4	-13,5
Lucros e dividendos	-5,6	-6,4	-6,5
Demais	-5,2	-5,2	-6,0
Transferências unilaterais	2,9	3,0	2,9
Transações correntes	4,1	5,6	3,5

(1) Acumulado em 12 meses.

Fonte: Banco Central do Brasil. Projeções: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

O principal fator responsável pela manutenção desta situação relativamente confortável é, como se sabe, o desempenho extremamente favorável do saldo comercial brasileiro. De fato, os resultados da balança comercial continuam superando as expectativas mais otimistas e fazendo com que as mais diversas previsões sejam sistematicamente revisadas para cima. De acordo com as divulgações mais recentes, a balança comercial fechou o mês de abril com um superávit de US\$ 1,96 bilhões – que corresponde a um saldo positivo de US\$ 8,1 bilhões no acumulado do ano. Com estes novos dados em mãos também tivemos que revisar positivamente nossas previsões, de modo que se espera (atualmente) um resultado superavitário de US\$ 26,6 bilhões para a balança, como mostra a tabela a seguir.

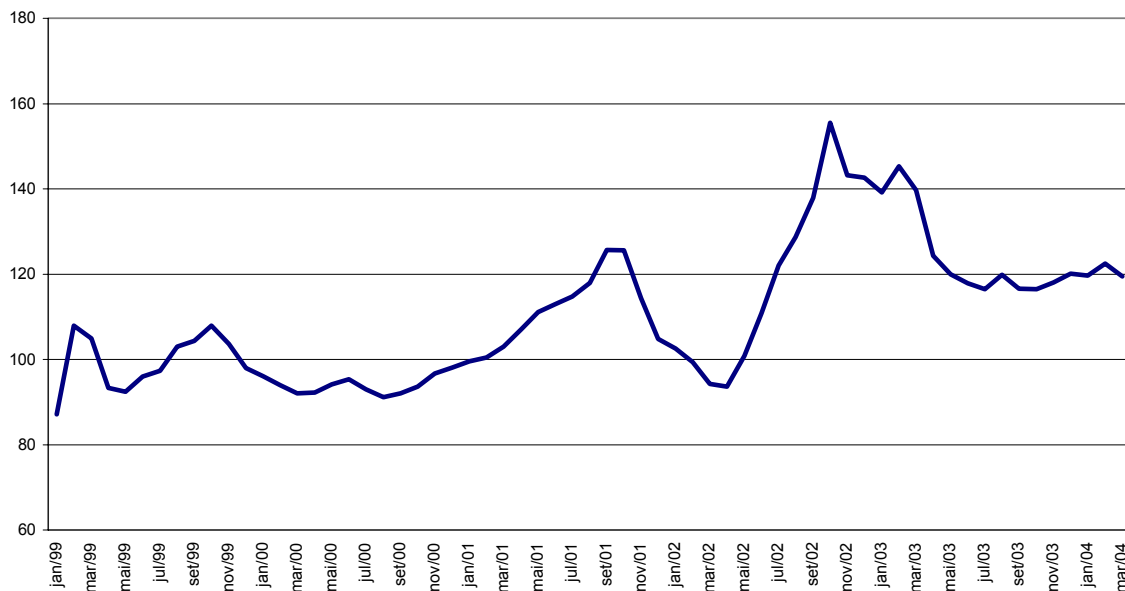
Balança Comercial (em US\$ bilhões)					
Ano	Exportações		Importações		Saldo
	Valor	Variação %	Valor	Variação %	
2000	55,1	14,7	55,8	13,3	-0,7
2001	58,2	5,7	55,6	-0,5	2,7
2002	60,4	3,7	47,2	-15,0	13,1
2003	73,1	21,1	48,3	2,2	24,8
2004 <sup>P</sup>	83,7	14,6	57,1	18,4	26,6

Fonte: Secex, para 2000-2003. Projeções: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

O que surpreende nesta escalada persistente da balança comercial é que ela tem ocorrido a despeito das importações também estarem aumentando em valor, tanto na comparação ano a ano quanto na margem: 17,6% anualizados no primeiro quadrimestre deste ano em relação ao mesmo período do anterior e 29,3% anualizados no trimestre encerrado em abril em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal. As exportações, por sua vez, tem mais do que compensado este crescimento das importações, expandindo-se 25,5% em termos anualizados no primeiro quadrimestre de 2004 em relação ao mesmo período de 2003 e 30,6% anualizados no trimestre encerrado em abril em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal.

Igualmente surpreendente é o fato de que este desempenho recente não pode ser atribuído à taxa de câmbio real efetiva, que continua estabilizada nos níveis do segundo trimestre de 2003. Percebe-se, porém, observando a série iniciada em janeiro de 1999 mostrada no gráfico abaixo, que o índice de taxa de câmbio real efetiva está em um nível relativamente depreciado em relação a 1999 e 2000 e isto pode, de fato, ter contribuído para explicar parte da mudança estrutural ocorrida no saldo comercial em 2003. No entanto, a estabilização da taxa de câmbio real efetiva em níveis depreciados ainda não justifica o crescimento sistemático das exportações e tampouco a expansão recente das importações.

**Taxa de Câmbio Real Efetiva**  
(Base Jun/94=100)



Outro fator que pode estar por trás deste desempenho da balança é a trajetória dos índices de preços das exportações e importações brasileiras, tendo em vista a alta recente nos preços das commodities. Neste caso, embora os termos de troca tenham tido uma melhora de 6,2% ao longo dos doze meses encerrados em março, tiveram uma pequena piora no primeiro trimestre deste ano em relação ao último do ano anterior, em função de um aumento anualizado da ordem de 11,3% no índice de preços das importações, contra um aumento anualizado de 9,3% no índice de preços das exportações brasileiras (em médias móveis trimestrais e com ajuste sazonal).

No entanto, ainda que os termos de troca tenham piorado na margem, o aumento de preços de fato explicou cerca de metade do crescimento de 20,2% das exportações em valor no primeiro trimestre de 2004 (anualizado, em relação ao último de 2003), da mesma forma que o aumento de preços das importações explicou mais da metade do crescimento de 17,9% das mesmas. O restante destas expansões em valores foi, porém, explicado pelos aumentos de quantidades, que foram da ordem de 6,4% anualizados para as importações e de 10,3% anualizados para as exportações (ambos em médias móveis trimestrais e com ajuste sazonal). E neste caso, se o início da recuperação doméstica está por trás do aumento de quantidades importadas, o crescimento do comércio internacional continua jogando a favor das quantidades exportadas.

A rigor, a expansão do comércio mundial em valor – 16% em 2003 – responde por grande parte do crescimento das exportações brasileiras ao longo de 2003 e nos primeiros meses de 2004 (uma vez que o crescimento do comércio mundial também persiste na margem). Deve salientar-se, no entanto, que o crescimento das exportações brasileiras tem sido superior à média de crescimento do comércio mundial. E neste ponto, cabe notar que embora as exportações brasileiras para os EUA tenham ficado praticamente estáveis no primeiro trimestre de 2004 em relação o mesmo período de 2003, o crescimento vigoroso das exportações para os demais países, notadamente para a China, Argentina e União Européia (mostrados na tabela abaixo) tem contribuído decisivamente para este desempenho acima da média. Disto conclui-se que o excelente saldo comercial brasileiro ainda possui um componente não explicado por fatores externos. É possível que os esforços que tem sido feitos pelas empresas e pelo governo para aumentar a inserção do Brasil no mercado internacional possa estar começando a dar resultados.

### Exportações Brasileiras por Destino<sup>(1)</sup>

	China	Argentina	União Européia	EUA
I trim/02	100,0	100,0	100,0	100,0
I trim/03	248,0	184,9	125,0	118,9
I trim/04	381,9	353,4	172,5	115,6

(1) Índice com base I trim/02=100.

Fonte: MDIC/Secex.