

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Agosto de 2004 - Ano 4 - Número 55

## Apresentação

---

Os dados recentes sobre o comportamento do PIB no segundo trimestre mostraram uma recuperação da economia um pouco mais vigorosa do que vínhamos antecipando, o que nos levou a elevar a projeção de crescimento do PIB de 4,3% para 4,8% em 2004. Os dados recentes da balança comercial, também mais robustos do que se podia antever, tem levado a revisões para cima nas projeções de balança comercial. Nossas projeções, quanto a esta variável, subiram de US\$ 30 bilhões para US\$ 31,6 bilhões no corrente ano. Estes fatos refletem uma conjuntura excepcionalmente favorável, exceto pelas pressões inflacionárias, analisadas em detalhe na seção de inflação.

Na seção Coppead, o professor Vicente Antonio de Castro Ferreira faz algumas considerações sobre a formatação dos contratos de concessão de serviços públicos.

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 - [cissahoff@ie.ufrj.br](mailto:cissahoff@ie.ufrj.br)

## Estagiários

- Natália Telles Vianna
- Rebeca Caetano Pio

## 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                      | 21     |
| POLÍTICA FISCAL               | 28     |
| SETOR EXTERNO                 | 34     |
| SEÇÃO COPPEAD                 | 38     |

# Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Com a divulgação recente do desempenho do PIB no segundo trimestre, confirmou-se o que já vinha sendo sugerido por um amplo conjunto de indicadores sobre a atividade econômica: a economia brasileira encontra-se em forte recuperação. Por sua vez, mesmo com a volatilidade acentuada dos preços do petróleo nas últimas semanas, o risco-Brasil e o dólar vêm apresentando nítida tendência de queda (Tabela 1), influenciados pelos excelentes resultados recentes da economia brasileira e a manutenção da expectativa de alta bem gradual dos juros americanos. O desempenho do PIB nos primeiros quatro trimestres de recuperação da economia, o comportamento recente do investimento e das exportações - variáveis críticas para a sustentabilidade do crescimento a médio e longo prazo - e a preocupação atual com a possibilidade de alta da taxa Selic e os seus reflexos sobre a atividade econômica são comentados a seguir.

**Tabela 1: Indicadores de Confiança**

|                          | Risco<br>Brasil (a) <sup>(1)</sup> | Risco dos<br>Emergentes<br>(b) <sup>(1)</sup> | (a)/(b) (%) | Taxa de<br>câmbio<br>(R\$/US\$) | Swap de<br>1ano<br>PréxDI | IPCA<br>acumulado nos<br>próximos 12 | Taxa de juro<br>real ex-ante <sup>(4)</sup> |
|--------------------------|------------------------------------|---|-------------|---------------------------------|---------------------------|--------------------------------------|---|
| 13/abr/04 <sup>(2)</sup> | 539                                | 410   | 31,46       | 2,89                            | 15,34                     | 5,48                                 | 9,35  |
| 18/mai/04 <sup>(2)</sup> | 707                                | 504   | 40,28       | 3,12                            | 17,72                     | 5,65                                 | 11,42                                       |
| 15/jun/04 <sup>(2)</sup> | 675                                | 500   | 35,00       | 3,14                            | 17,76                     | 5,98                                 | 11,12                                       |
| 20/jul/04 <sup>(2)</sup> | 593                                | 460   | 28,91       | 3,00                            | 16,85                     | 6,27                                 | 9,96  |
| 17/ago/04 <sup>(2)</sup> | 550                                | 448   | 22,77       | 3,00                            | 17,73                     | 6,18                                 | 10,88                                       |
| 31/ago/04                | 518                                | 436   | 18,81       | 2,93                            | 17,97                     | 6,27                                 | 11,01                                       |

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 de Mercado)

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

A expansão de 1,5% do PIB no segundo trimestre de 2004 relativamente ao trimestre anterior, recentemente divulgada pelo IBGE, representou o quarto trimestre consecutivo de crescimento desde o início da recuperação da economia. Como mostra a tabela 2, nestes quatro trimestres (do segundo trimestre de 2003 ao segundo trimestre de 2004), o crescimento acumulado do PIB foi de 5,7%, resultado que atesta o vigor da retomada em curso e faz com que o PIB do segundo trimestre de 2004 já supere em 3,2% o do quarto trimestre de 2002, o pico da série dessazonalizada do PIB trimestral antes da recessão do primeiro semestre do ano passado.

Tabela 2: Evolução do PIB Trimestral

|                                    | PIB Trimestral - Série Desazonalizada |        |        | Taxa de Crescimento Pós Retomada (%)<br>2004II/2003II | Contribuição % para o Crescimento entre 2003II e 2004II | Taxa de Crescimento Acumulado no 1º Semestre de 2004 em Relação ao Mesmo Período do Ano Anterior (%) | Crescimento do PIB em 2004 na Hipótese de Crescimento Nulo na Margem a partir de 2004II (Carry Over) |
|------------------------------------|---------------------------------------|--------|--------|---|---|--|--|
|                                    | Média 1990=100                        |        |        |   |   |  |  |
|                                    | Fluxos Reais                          | 2003II | 2004II |   |   |  |  |
| PIB                                | 135,5 (em 2002IV)                     | 132,6  | 139,9  | 5,7   | 100,0   | 4,2  | 4,1  |
| Consumo das Famílias               | 135,9 (em 2001II)                     | 127,1  | 133,4  | 5,0   | 47,0  | 3,1  | 3,2  |
| Consumo do Governo                 | 124,3 (em 2002I)                      | 124,0  | 125,5  | 1,3   | 4,0   | 1,4  | 1,2  |
| Formação Bruta de Capital Fixo     | 130,7 (em 2001I)                      | 107,0  | 119,6  | 11,7  | 33,6  | 6,8  | 6,4  |
| Exportações de Bens e Serviços     | 236,0 (em 2002IV)                     | 239,1  | 279,1  | 16,5  | 44,8  | 17,8   | 14,7   |
| Importações de Bens e Serviços (-) | 308,8 (em 2001I)                      | 229,4  | 261,9  | 14,1  | 29,4  | 13,0   | 10,8   |

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura IUPERJ

Também de acordo com a tabela 2, caso o crescimento do PIB trimestral seja nulo nos terceiro e quarto trimestres do ano relativamente aos trimestres imediatamente anteriores, o crescimento do PIB em 2004 já será de 4,1%. Assim, dado este carry-over bastante favorável para o restante de 2004, a projeção atual do mercado (segundo levantamento do Banco Central) de um crescimento de 4% pode ser considerada excessivamente conservadora. No cenário básico do Grupo de Conjuntura do I.E., o crescimento do PIB em 2004 foi revisto para cima, em função do resultado melhor do que o esperado no segundo trimestre e do excelente desempenho da indústria nos últimos meses, passando de 4,3% para 4,8% - taxa compatível com uma expansão média por trimestre de 0,8% no restante do ano., cerca de metade da taxa média de crescimento nos dois primeiros trimestres de 2004 (sempre em relação aos trimestres imediatamente anteriores).

Além da confirmação de que a economia se encontra em franca recuperação, outro aspecto positivo do resultado do PIB do segundo trimestre foi a indicação de que o crescimento vem se tornando menos dependente das exportações e mais apoiado na demanda doméstica. Até há pouco, muitos analistas argumentavam que a recuperação seria frágil porque estaria apoiada quase exclusivamente nas exportações, e que enquanto as políticas monetária (juros altos) e fiscal (superávit primário elevado) fossem mantidas, a demanda doméstica permaneceria travada, e o crescimento não teria fôlego. Mas esta interpretação vem sendo claramente desmentida pelo comportamento da absorção doméstica (consumo + investimento), cuja evolução favorável vem dando cada vez mais consistência ao crescimento.

Até o primeiro trimestre de 2004, as exportações de bens e serviços vinham sendo o componente de demanda com maior contribuição para a expansão do PIB desde o início da retomada, tendo respondido por 56% do crescimento observado entre o segundo trimestre de 2003 e o primeiro

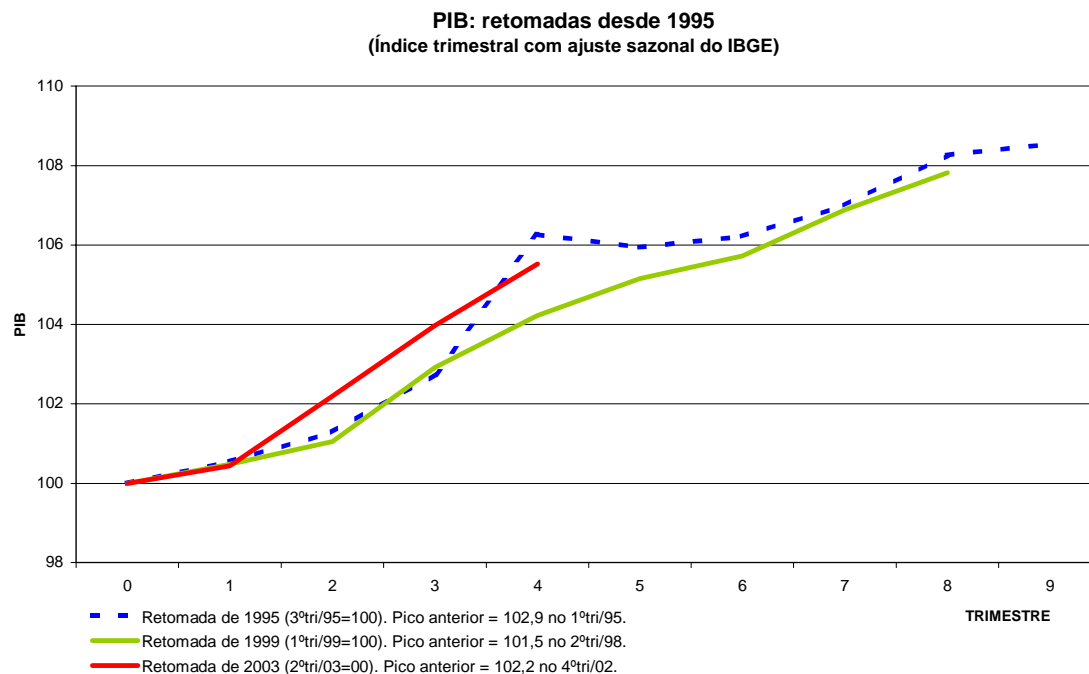
trimestre de 2004. Mas esta situação se modificou com o resultado do segundo trimestre de 2004: do crescimento acumulado do PIB de 5,7% nos quatro primeiros trimestres de recuperação da economia, 47% veio do aumento do consumo das famílias, 45% das exportações e 34% do investimento, restando ainda a contribuição negativa das importações (de 29%) pelo fato de parte da demanda agregada ter sido atendida por bens e serviços importados e não por produção doméstica, e uma pequena contribuição positiva do aumento do consumo do governo (tabela 2).

Mas se o consumo das famílias - graças a sua participação de quase 60% no PIB - foi isoladamente o componente de demanda que mais contribuiu para o crescimento desde o início da retomada, em termos de taxas de crescimento a liderança neste período coube às exportações e ao investimento (taxas de expansão de, respectivamente, 16,5% e 11,7% entre o segundo trimestre de 2003 e o segundo trimestre de 2004, bem acima dos 5,7% do crescimento do PIB e dos 5% de aumento do consumo das famílias). E o fato destes dois componentes - exportações e investimento - estarem crescendo a taxas muito expressivas constitui, sem dúvida, um resultado animador para a sustentabilidade do crescimento. Passada a fase atual de recuperação cíclica da atividade econômica, em que o crescimento ainda vem sendo favorecido pela capacidade ociosa proveniente do mau desempenho da economia nos últimos anos, a manutenção de taxas robustas de crescimento somente será possível com uma elevação substancial da taxa de investimento, com o investimento crescendo a um ritmo claramente superior ao do PIB nos próximos anos. Por sua vez, um crescimento vigoroso da economia virá necessariamente acompanhado de forte aumento das importações (como, aliás, já começou a ocorrer), e se as exportações não mantiverem um bom ritmo de expansão, as contas externas tenderão a se deteriorar, colocando em risco a sustentação do crescimento.

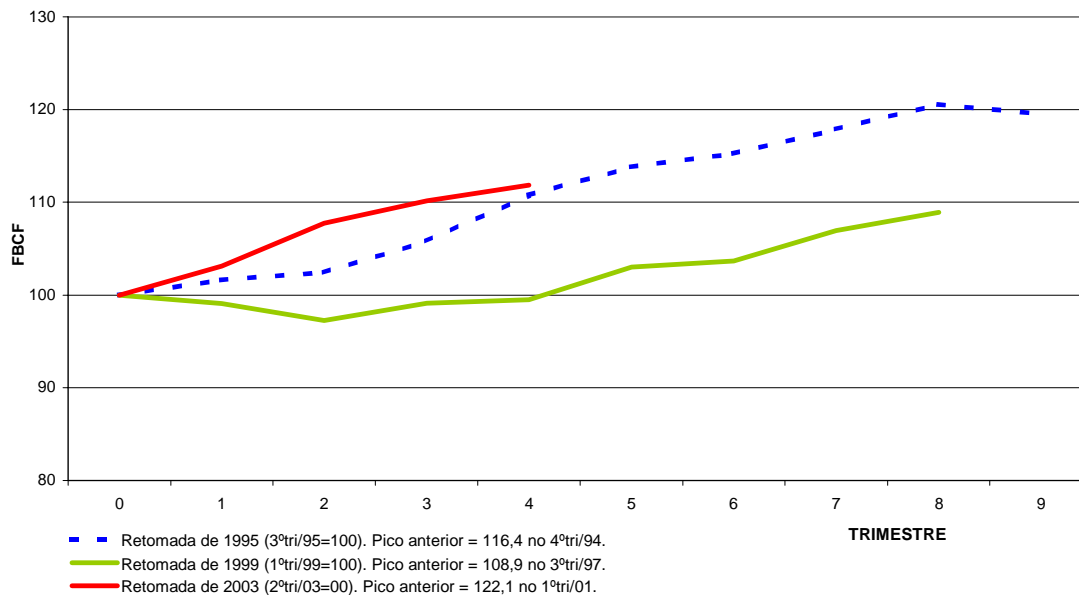
Em relação ao investimento, não obstante a sua reação nos últimos trimestres, a situação atual ainda é preocupante. Como evidencia a tabela 2, mesmo tendo crescido 11,7% entre o segundo trimestre de 2003 e o segundo trimestre de 2004, a formação bruta de capital fixo ainda se encontra 8,5% abaixo do pico desta variável nos últimos anos, atingido no primeiro trimestre de 2001. Dado que desde então o PIB cresceu 5,3%, torna-se evidente a forte queda da relação investimento/PIB entre o primeiro trimestre de 2001 e o segundo trimestre de 2004, quando se mede o investimento a preços do início de 2001. O fato animador no que se refere ao investimento é que esta variável vem mostrando uma grande sensibilidade ao crescimento: se em períodos de baixo crescimento e recessão (como o ocorrido entre o primeiro trimestre de 2001 e o segundo trimestre de 2003) o investimento tem despencado, também é verdade que em fases de

expansão da atividade econômica a resposta desta variável tem sido sempre vigorosa.

Uma evidência da sensibilidade do investimento ao crescimento do PIB aparece nos gráficos abaixo, que apresentam as trajetórias do PIB e da formação bruta de capital fixo em três retomadas do crescimento desde 1995. Em todas estas retomadas, a taxa de crescimento do investimento acabou sendo expressiva e superior à do PIB: i) na retomada iniciada no quarto trimestre de 1995 e que durou 9 trimestres (até o quarto trimestre de 1997), o crescimento acumulado do PIB foi de 8,5% e o do investimento de 19,6%; ii) no que se estendeu do segundo trimestre de 1999 ao primeiro trimestre de 2001 (8 trimestres), o PIB cresceu 7,8% e o investimento 8,9%; iii) e na retomada em curso, enquanto a expansão do PIB nos primeiros quatro trimestres de recuperação da economia foi de 5,7%, o aumento da formação bruta de capital fixo no período atingiu 11,7% - taxa que faz da recuperação atual a que apresenta a reação mais forte do investimento nos primeiros quatro trimestres de crescimento do PIB.



Investimento: retomadas desde 1995  
(Índice trimestral com ajuste sazonal do IBGE)



Portanto, a experiência da economia brasileira nos últimos anos tem mostrado com clareza que em períodos de crescimento como o atual, o investimento tem sempre crescido de forma bastante expressiva, a despeito das taxas de juros invariavelmente muito altas e da carga tributária elevada, entre outros fatores de desestímulo ao investimento presentes no ambiente econômico e institucional do país. Mas dado o recuo acentuado da taxa de investimento nos últimos anos, a questão é saber se o aumento do investimento como um todo - e dos investimentos em infra-estrutura em particular - será suficiente para garantir um bom ritmo de crescimento daqui para frente.

Outra variável chave para que a economia possa, de fato, ingressar numa rota de crescimento sustentado será o desempenho das exportações. Como a taxa de expansão das importações deverá continuar sendo substancialmente maior que as taxas de crescimento do PIB e da indústria nos próximos anos, a manutenção de taxas expressivas de crescimento da economia terá necessariamente de vir acompanhada de um bom ritmo de crescimento das exportações. Somente assim será possível manter a conta corrente razoavelmente equilibrada e continuar reduzindo de forma veloz a relação dívida externa/exportações - o principal indicador de solvência externa do país -, reforçando a blindagem da economia brasileira contra crises cambiais e interrupções periódicas do crescimento.

Embora ainda seja cedo para saber se o desafio da manutenção de taxas elevadas de crescimento das exportações nos próximos anos será vencido, pelo menos no horizonte visível as perspectivas de um bom

desempenho das exportações e da sustentação de saldos comerciais elevados continuam muito favoráveis. Como mostra a tabela 3, a taxa de crescimento das exportações no acumulado do ano permanece subindo, tendo chegado no acumulado até agosto (contra igual período de 2003) a 35%. E o aumento das exportações na margem tem sido ainda maior do que as taxas contra o mesmo período do ano anterior: as exportações dessazonalizadas dos últimos 6 meses encerrados em agosto foram 41% superiores às dos 6 meses precedentes. Graças a este desempenho excepcional das exportações, o saldo da balança comercial e da conta corrente ainda continua crescendo, a despeito da já vigorosa expansão das importações (29% no acumulado até agosto e 33% nos últimos 6 meses), que vem acompanhando a recuperação da atividade econômica.

Tabela 3: Crescimento das Exportações e das Importações - Var %

|             | dez/03           |  | jul/04           |  | ago/04           |  |
|-------------|------------------|--|------------------|--|------------------|--|
|             | Acumulado no Ano | Últimos 6 meses (em % ao ano) <sup>(1)</sup> | Acumulado no Ano | Últimos 6 meses (em % ao ano) <sup>(1)</sup> | Acumulado no Ano | Últimos 6 meses (em % ao ano) <sup>(1)</sup> |
| Exportações |                  |  |                  |  |                  |  |
| US\$        | 21,1             | 19,7   | 33,7             | 43,2   | 34,8             | 40,7   |
| quantum     | 15,7             | 13,9   | 20,7             | 23,6   | -                | -  |
| Importações |                  |  |                  |  |                  |  |
| US\$        | 2,2              | 13,0   | 26,4             | 33,3   | 29,4             | 32,9   |
| quantum     | -3,7             | 12,3   | 19,4             | 18,5   | -                | -  |

(1) Taxa de crescimento anualizada dos últimos 6 meses em relação aos 6 meses anteriores (dados dessazonalizados)

Parte deste desempenho favorável das exportações e da balança comercial vem decorrendo da melhora das relações de troca no comércio exterior que o aumento dos preços de commodities exportadas pelo país vem permitindo. Mas a tabela 3 mostra que, mesmo em quantum (dados disponíveis até julho), o crescimento das exportações no acumulado do ano e nos últimos 6 meses vem sendo um pouco maior do que o das importações, o que evidencia a solidez dos resultados da balança comercial que vêm sendo obtidos. Além disso, deve-se ter em conta que a diferença acentuada entre as exportações e as importações anuais atualmente existente permite que, mesmo que, como parece provável, as importações passem em breve a crescer a taxas superiores às das exportações, o impacto daí decorrente sobre o saldo comercial não seja muito acentuado. De fato, tomando-se como referência a projeção atual do Grupo de Conjuntura para 2004 - exportações de US 94,2 bilhões e importações de US\$ 62,6 bilhões - apenas na hipótese - por enquanto improvável - de uma diferença extremamente elevada entre o crescimento das importações e das exportações o saldo na balança comercial sofreria uma queda muito acentuada. Isto porque, partindo-se destes valores de exportação e importação, somente com uma taxa de crescimento das importações mais de 50% superior à das exportações é que o saldo recuará, o que garante uma margem confortável para a

manutenção de um saldo comercial elevado, mesmo que as importações continuem crescendo bastante.

Em suma, duas variáveis cruciais para que a economia cresça de forma sustentada e a um bom ritmo nos próximos anos - investimento e exportações - vêm tendo um desempenho bastante positivo nos últimos trimestres. E gerar condições para que estas variáveis continuem crescendo vigorosamente (a taxas sistematicamente acima do aumento do PIB) será um dos principais desafios do governo daqui para frente para a consolidação do crescimento.

De qualquer forma, os comportamentos do investimento e das exportações serão decisivos para o desempenho da economia a médio e longo-prazo (do final do próximo ano em diante). Mas no curto prazo a principal fonte de preocupação em relação à economia brasileira reside na inflação, e no temor de que uma eventual elevação da taxa Selic pelo Banco Central para conter a alta dos preços tenha impacto negativo sobre a recuperação em curso da atividade econômica. E esta preocupação foi bastante reforçada pelas atas do Copom de julho a agosto, que enfatizaram os riscos atuais para o cumprimento das metas de inflação: i) piora das expectativas inflacionárias; ii) aquecimento da demanda; iii) incertezas sobre o preço do petróleo.

A piora das expectativas inflacionárias pode ser vista na tabela 4, que apresenta as projeções do mercado, no início do ano e agora, para as variáveis inflação, taxa Selic, taxa de câmbio e PIB em 2004 e 2005. Neste período, a inflação (IPCA) prevista para 2004 subiu pouco mais de 1 ponto percentual (para 7,25% atualmente) e a de 2005 cerca de 0,5 ponto percentual (para 5,52%). Além disso, nos últimos meses, a inflação esperada para os próximos 12 meses também aumentou cerca de 1 ponto percentual e agora se encontra em 6,25%. Mas o fato é que estas mudanças nas projeções da inflação, que tanto vêm preocupando o Banco Central, podem ser consideradas modestas, e não parecem justificar um endurecimento da política monetária. O aumento na previsão de inflação para 2004 pode ser atribuído, em boa medida, ao aumento dos preços das commodities no mercado internacional (sobretudo, petróleo e commodities metálicas) e pouco tem a ver com pressões de demanda sobre os preços (embora, por certo, o aquecimento da economia acima do esperado tenha aberto mais espaço para alguma recomposição de margem de lucro pelas empresas). Por sua vez, os 5,5% de inflação previstos atualmente para 2005 representam uma queda da inflação deste para o próximo ano até maior do que a prevista no início de 2004, como se percebe na tabela 4. Assim, a alta projetada para a inflação de 2005 decorre, essencialmente, da revisão feita para cima da inflação de 2004 (por conta, sobretudo, de choques de oferta), e não da percepção de uma trajetória desfavorável da inflação daqui para frente associada a pressões de demanda.

Tabela 4: Inflação, Juros, Câmbio e PIB - projeções de mercado

|   | Projeções de Mercado <sup>(1)</sup> |                     |                                |                     |
|---|-------------------------------------|---------------------|--------------------------------|---------------------|
|   | 2004                                |                     | 2005                           |                     |
|   | No início do ano<br>(16/01/04)      | Atual<br>(27/08/04) | No início do ano<br>(16/01/04) | Atual<br>(27/08/04) |
| IPCA                                    | 5,99                                | 7,25                | 5,00                           | 5,52                |
| Preços Administrados                    | 7,00                                | 8,40                | 6,00                           | 6,75                |
| Preços Livres <sup>(2)</sup>            | 5,58                                | 6,79                | 4,60                           | 5,02                |
| Taxa Selic- acumulada no ano            |                                     |                     |                                |                     |
| Nominal                                 | 14,50                               | 16,10               | 13,00                          | 15,50               |
| Real <sup>(3)</sup>                     | 8,03                                | 8,25                | 7,62                           | 9,46                |
| Taxa de Câmbio (R\$/US\$)- média do ano | 3,01                                | 3,02                | 3,19                           | 3,15                |
| PIB                                     | 3,60                                | 4,00                | 3,80                           | 3,50                |

Fonte: Banco Central

Notas:(1) Segundo levantamento do banco Central (Relatório de Mercado)

(2) Obtido a partir das projeções de mercado para o IPCA geral e para os preços administrados

(3) Taxa Selic acumulada no ano deflacionada pelo IPCA p[rojetado para o ano

Embora o aquecimento da demanda que começou a se esboçar possa vir a dificultar o controle da inflação, não há por enquanto indicações claras de que a demanda esteja afetando de forma relevante a trajetória da inflação. Mantida a estabilidade da taxa de câmbio, a tendência é que pressões de demanda se reflitam em aumento dos preços dos não-comercializáveis acima dos dos comercializáveis (segmento em que a alta de preços continuaria sendo inibida pela concorrência externa e eventuais descompassos entre demanda e oferta se refletem mais em piora da balança comercial do que em aumentos de preços). Mas esta mudança de preços relativos a favor dos não-comercializáveis não tem ocorrido. E a razoável estabilidade dos preços relativos é um indicador relevante de que o comportamento da demanda ainda não justifica um aumento da taxa Selic.

Finalmente, outro fator de preocupação com a inflação destacado pelo Copom reside na evolução recente do preço do petróleo. Nas estimativas de inflação do mercado considera-se, em geral, que ainda haveria um novo aumento de combustíveis neste ano de cerca de 10% nas refinarias e de 5% nos preços ao consumidor, o que seria compatível com uma estabilização do preço do petróleo em nível inferior a US\$ 40,00 (cenário tido como mais provável pela maioria dos analistas). Caso, porém, o preço do petróleo permaneça acima de US\$ 40,00 por um período prolongado, o reajuste dos preços domésticos dos combustíveis acabará sendo superior ao atualmente previsto. E este cenário de alta mais acentuada dos combustíveis representa, provavelmente, o principal

fator de risco para uma elevação da taxa Selic nos próximos meses, sobretudo se vier acompanhado de piora das expectativas inflacionárias e se o Banco Central considerar elevado o risco da alta dos combustíveis contaminar os demais preços.

Que impacto a permanência por um período prolongado da taxa Selic em 16% aa ou a sua elevação nos próximos meses poderá ter sobre o crescimento? Se a manutenção ou uma pequena elevação da taxa Selic não modificar a percepção de que a trajetória da taxa Selic num prazo um pouco mais longo (durante 2005) continuará sendo de queda gradual, provavelmente o impacto da taxa Selic vigente nos próximos meses sobre a atividade econômica não será muito significativo. Note-se que mesmo com a virtual interrupção da queda da taxa Selic neste ano (queda de apenas 0,5 ponto percentual até abril e estabilizada em 16% aa desde então), o crescimento vem prosseguindo, e a um ritmo acima inclusive do esperado no início do ano - aliás, como mostra a tabela 4, a revisão para cima da taxa Selic projetada pelo mercado para 2004 do início do ano para cá refletiu essencialmente o aumento da inflação esperada, e praticamente não alterou a taxa Selic real de 2004, que continuou sendo projetada em cerca de 8%. É verdade, porém, que a taxa de juros que mais influencia a atividade econômica é a taxa de juros real ex.-ante de 1 ano (que compara os juros de mercado mais longos, que servem de referência para o custo do crédito, com a inflação esperada no mesmo período). E esta taxa subiu cerca de 1 ponto percentual desde julho, influenciada pelas atas do Copom de julho e agosto. Ainda assim, o seu nível atual de 11% parece compatível com a continuidade do crescimento: esta taxa esteve acima deste nível em maio e junho sem interromper a recuperação da economia, e no ano 2000, de forte crescimento, esta taxa permaneceu em média um pouco acima de 12%. Efeitos negativos mais acentuados sobre o crescimento possivelmente só ocorrerão se a percepção sobre a trajetória dos juros ao longo de 2005 for substancialmente alterada e, ao invés da redução gradual da taxa Selic atualmente esperada, a expectativa passar a ser a de um novo ciclo de alta dos juros. Mas este cenário adverso é, por enquanto, de baixa probabilidade.

**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 %)               | 7,25                 | 7,40                                     |
| Taxa de Crescimento do PIB (em %)            | 4,00                 | 4,80                                     |
| Contas Fiscais (em % do PIB)                 |                      |  |
| Saldo Primário                               | 4,25                 | 4,25                                     |
| Saldo Comercial (em bilhões de US\$)         | 30,58                | 31,60                                    |
| Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$) | 7,40                 | 7,00                                     |
| Taxa de Câmbio (R\$/US\$)                    |                      |  |
| Final do Ano                                 | 3,10                 | 3,02                                     |
| Média do Ano                                 | 3,02                 | 2,99                                     |
| Taxa Selic                                   |                      |  |
| Acumulada no ano                             | 16,10                | 16,10                                    |
| Final do Ano                                 | 16,00                | 16,00                                    |

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

\*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 27/08/04 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## A indústria em junho - o perfil da retomada de bens de capital

A produção da indústria fecha o semestre com um crescimento de 7,7% no indicador acumulado no ano, com o setor apresentando números positivos também nos índices de vendas reais, nível de utilização da capacidade, salários, horas pagas e número de empregados. Em termos de produção, nas comparações com iguais períodos de 2003 as marcas são todas positivas (tabela 1), destacando-se bens de consumo durável (23,9% no acumulado do ano e 36,7% no mensal) e bens de capital (25,2% e 32,8% respectivamente).

Tabela 1 - Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso  
Junho 2004

| Categoria de Uso                          | Variação (%) |             |                  |                    |
|---|--------------|-------------|------------------|--------------------|
|   | Mês/Mês *    | Mensal      | Acumulado no ano | Acumulado 12 meses |
| Bens de Capital                           | 0,2          | 32,8        | 25,2             | 16,6               |
| Bens Intermediários                       | -0,4         | 10,7        | 6,2              | 3,9                |
| Bens de Consumo Durável                   | 3,8          | 36,7        | 23,9             | 14,9               |
| Bens de Consumo Semidurável e Não Durável | 0,5          | 6,3         | 2,1              | -1,4               |
| <i>Indústria Geral</i>                    | <i>0,5</i>   | <i>13,0</i> | <i>7,7</i>       | <i>4,0</i>         |

\*com ajuste sazonal

Fonte: IBGE PIM-PF

O crescimento acumulado no semestre, em termos do impacto na composição global da taxa, é liderado pelo segmento de veículos automotores (26,1%), seguido de máquinas e equipamentos (16,2%),

material eletrônico (35,4%), outros produtos químicos (7,9%) e alimentos (3,5%). Estes setores, em conjunto, respondem por 62,4% do incremento no semestre (7,7% - tabela 2). Analisando-se os principais produtos responsáveis pelo desempenho destes cinco setores (tabela 2) nota-se que três são bens de consumo duráveis (automóvel, refrigeradores e telefones celulares) e os outros dois estão associados à produção agrícola (herbicidas e café solúvel).

Tabela 2 - Atividades industriais que mais influenciaram na composição da taxa de janeiro a junho de 2004 (em relação ao mesmo período do ano anterior)

| Atividades               | Composição da taxa<br>(em pontos percentuais) | Composição da taxa (em %) | Principal produto responsável     |
|--------------------------|---|---------------------------|-----------------------------------|
| Veículos automotores     | 2,0   | 25,5                      | Automóvel                         |
| Máquinas e equipamentos  | 1,0   | 12,8                      | Refrigeradores para uso doméstico |
| Material eletrônico      | 0,8   | 11,0                      | Telefones celulares               |
| Outros produtos químicos | 0,6   | 7,7                       | Herbicidas                        |
| Alimentos                | 0,4   | 5,5                       | Café solúvel                      |
| Demais setores           | 2,9   | 37,6                      |                                   |
| Indústria Geral          | 7,7   | 100,0                     |                                   |

Fonte: IBGE PIM-PF

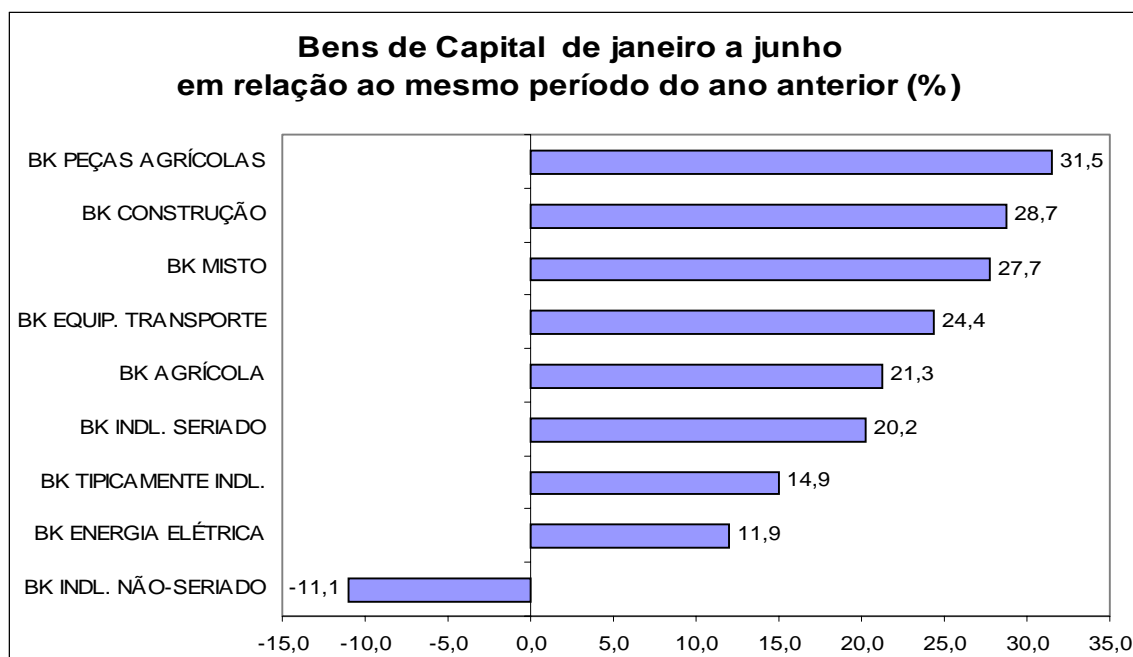
Na ponta da série, mês/mês anterior com ajuste sazonal, todas as taxas são positivas com exceção da de bens intermediários (-0,4%). A variação mais expressiva foi a de bens de consumo durável (3,8%), e o desempenho de bens de consumo semidurável e não durável

(0,5%), rompeu o padrão vigente nos últimos meses, isto é, não foi inferior e sim idêntico ao da indústria geral (0,5%). Os índices de média móvel trimestral (série com ajustamento sazonal) apresentaram crescimento na margem em todas as categorias de uso.

O setor de bens de capital tem papel chave nas discussões sobre sustentabilidade do crescimento, em especial num momento que vários setores estão operando num elevado nível da capacidade instalada. Portanto, é particularmente importante analisar, com detalhe, sua performance neste semestre, tanto em termos do resultado acumulado como a sua trajetória ao longo dos últimos seis meses.

Todos os subsetores de bens de capital (BK) apontam crescimento no acumulado do semestre, exceto BK para fins industriais não-seriados (-11,1%), segmento que, normalmente, é o último a se recuperar, dado o maior valor unitário de seus produtos e o longo prazo de efetivação de sua produção. As maiores taxas foram observadas no subsetor de peças agrícolas (31,5%) e de máquinas e equipamentos para a construção (28,7%).

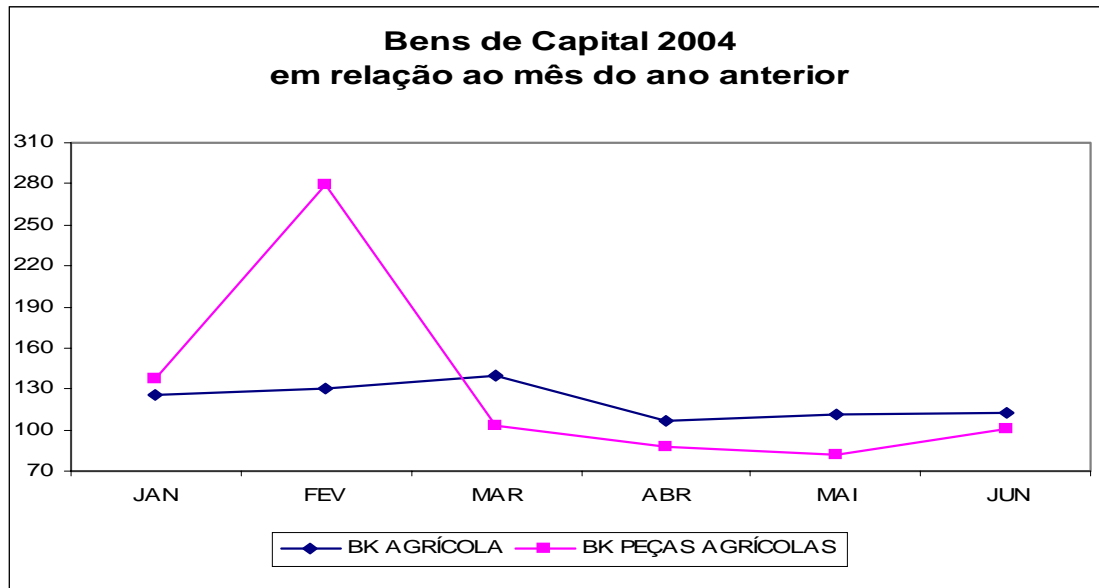
Gráfico 1:



Fonte: IBGE/PIM – PF

Esses dois subsetores, como era de se esperar, têm tido uma evolução próxima ao longo do ano, excetuando-se o mês de fevereiro. Note-se que a partir de abril há perda de dinamismo com uma redução das taxas, que chegam a ser negativas em abril e maio para BK peças agrícolas.

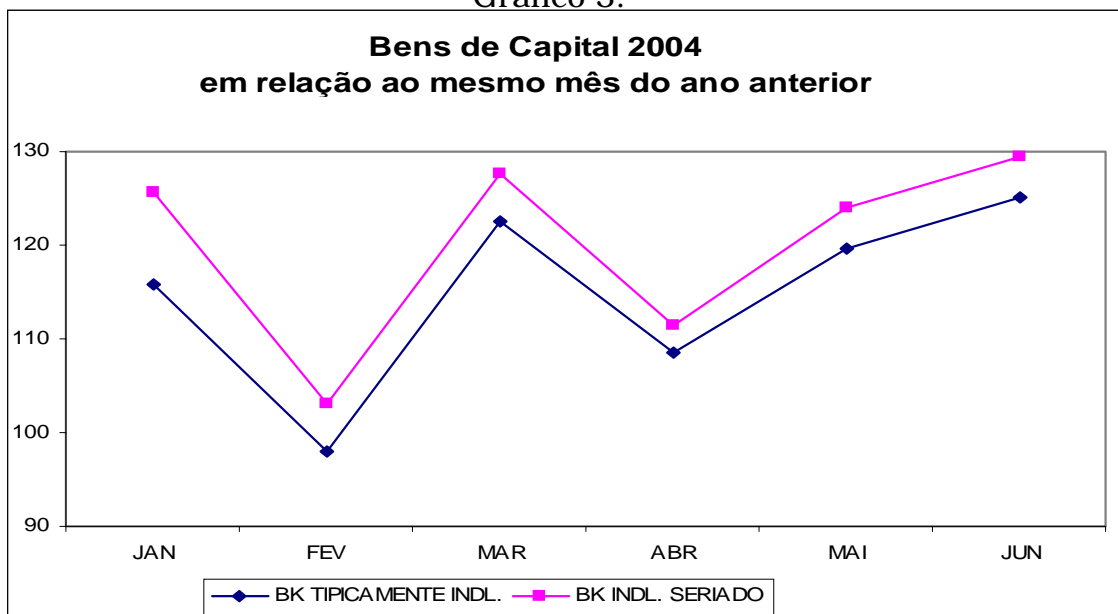
Gráfico 2:



Fonte: IBGE/PIM - PF

A produção de bens de capital para fins industriais e a do seu subsetor, produtos seriados, tendem a ter um movimento similar na medida em que o segundo é o principal componente do primeiro. Em 2004, ambos se caracterizam por forte oscilação nas taxas, que quase sempre são positivas e elevadas.

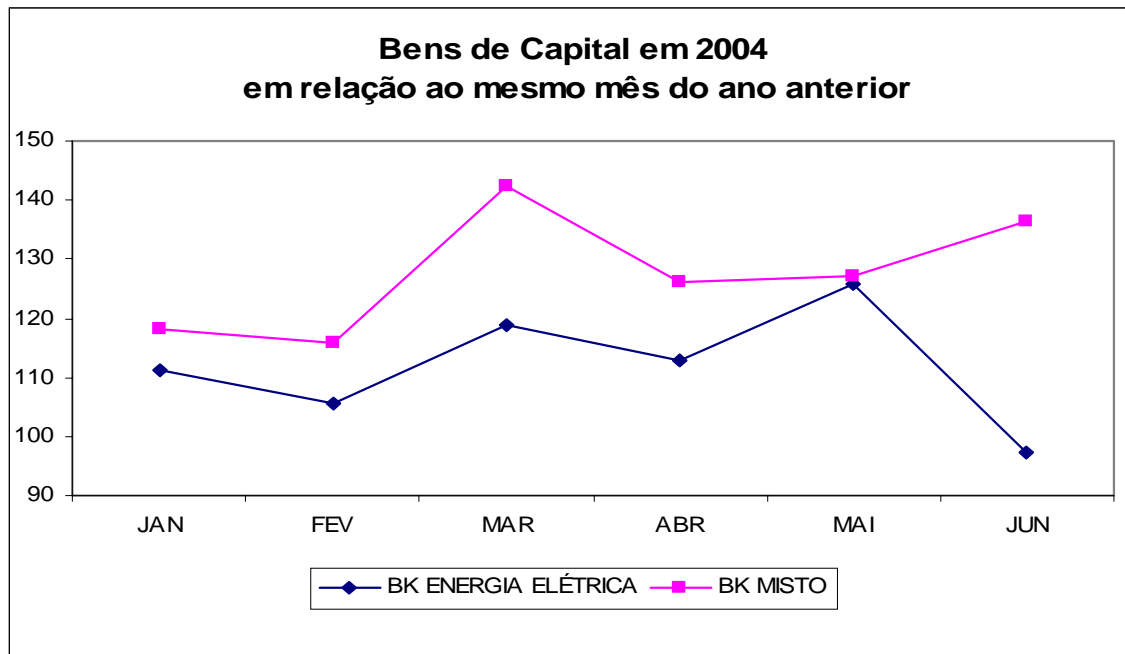
Gráfico 3:



Fonte: IBGE/PIM - PF

O segmento de bens de capital de uso misto tem evolução ascendente ao longo do ano, embora com oscilações. O mesmo pode-se dizer da produção de equipamentos para o setor de energia elétrica até maio, pois em junho, frente a igual mês do ano anterior registra uma inesperada queda (-2,6%).

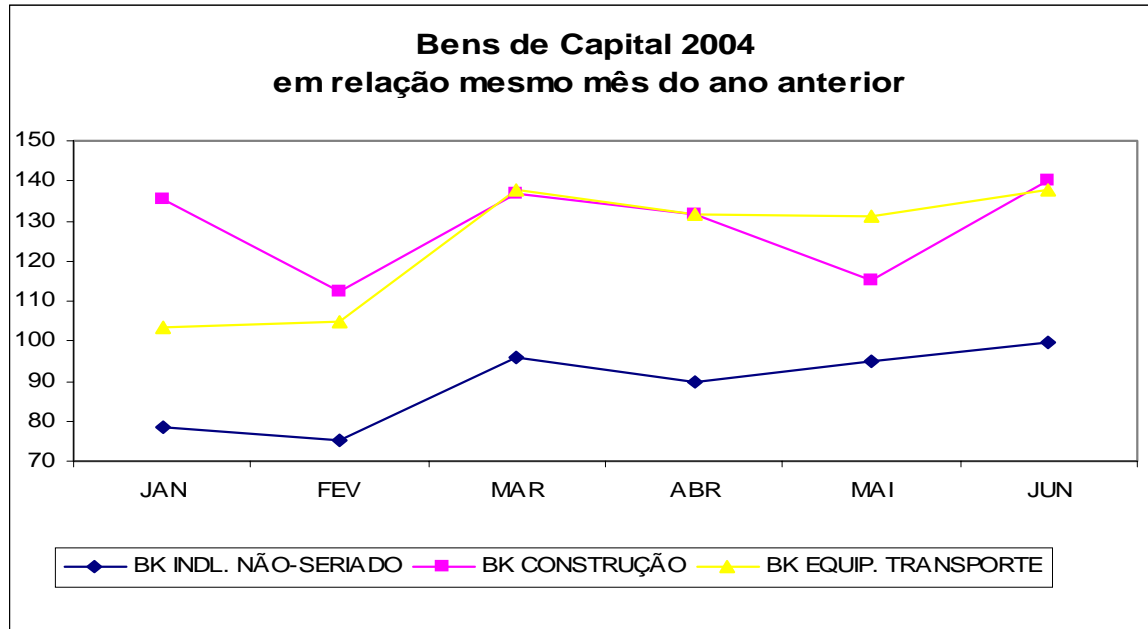
Gráfico 4:



Fonte: IBGE/PIM - PF

Os subsetores de máquinas e equipamentos de transporte e de máquinas e equipamentos não-seriados para fins industriais apresentam evolução, em linhas gerais, ascendente ao longo do ano. O segundo subsetor inicia o semestre com uma contração de -21,8% e termina com uma variação negativa de apenas -0,5%. Tudo indica, portanto, que este setor, que tende a ser o último a se recuperar, deve registrar incremento de produção no segundo semestre. Não é clara a direção do movimento de máquinas e equipamentos para a construção ao longo do ano, em parte devido às oscilações que este apresenta, ainda que suas taxas tenham sido sempre positivas neste primeiro semestre.

Gráfico 5:



Fonte: IBGE/PIM - PF

A recuperação observada no setor de bens de capital é bem disseminada entre os seus subsetores e, aliada ao que se verifica nas estatísticas de importações, que também exibem expressivo o aumento nas compras de bens de capital tanto nesse primeiro semestre (14,8%), como na comparação junho 04/junho 03 (18,5%), reforça os sinais de um movimento mais consistente de aumento no ritmo da atividade, que se reflete nas decisões de investimento dos diversos setores da economia.

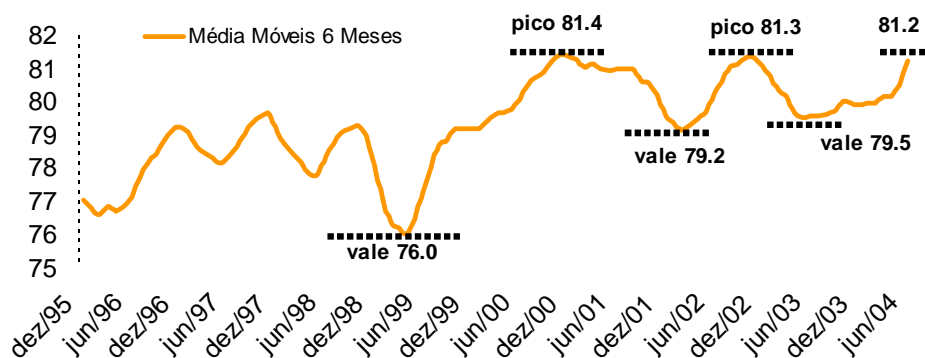
# Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

## Introdução - Capacidade Utilizada X Inflação: Mitos e Verdades

O período mais recente tem sido marcado pela discussão sobre um possível descompasso de curto prazo entre a oferta e a demanda agregada. De fato, o atual nível (dado pela média móvel semestral) se encontra próximo dos picos ocorridos na retomada de 2000 e 2002 (Gráfico 1).

Gráfico 1 - Capacidade Utilizada da Indústria CNI - Médias Móveis



Primeiro em 2000 a produção industrial (IBGE) cresceu 6,6% e o nível máximo da capacidade utilizada alcançou 81,4%. A crise energética e Argentina determinaram o ciclo recessivo que decorreria ao longo de 2001. O segundo pico de 81,3% incidiu em 2002, previamente a crise de confiança que se propagaria sobre a economia no final desse mesmo ano.

Findo o processo de recessão advindo da acentuada desvalorização e escalada inflacionária, a economia entra na rota de um novo ciclo de crescimento a partir do segundo semestre de 2003. Vale destacar que a elevada absorção externa permitiu em um primeiro momento, o abrandamento do ciclo recessivo sobre a produção industrial. O vale gerado (79,5%) foi o menor de todos períodos depressivos.

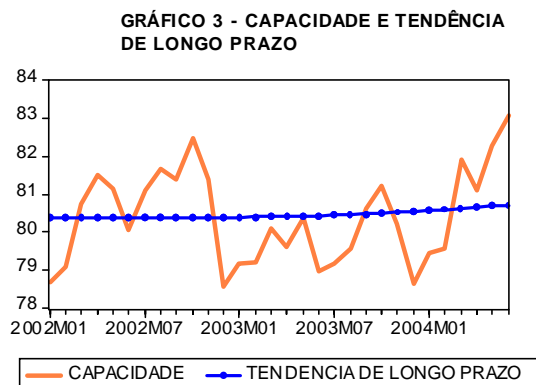
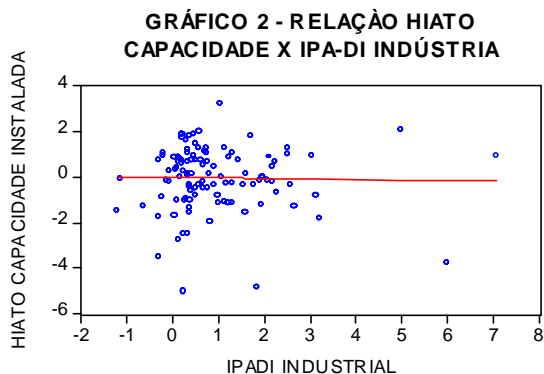
Em 2004, ano que a absorção doméstica e externa passam a atuar juntas, a capacidade utilizada já se encontra perto dos picos históricos (81,2%) e esse argumento tem sido amplamente utilizado pelo Banco Central a fim de tornar a cautelosa à política monetária. Esta preocupação foi explicitada na ata do Copom de agosto:

*"27. O forte crescimento da atividade econômica, que já atinge índices historicamente elevados e continua apresentando sinais de vigor na margem, requer que se use de cautela redobrada na condução da política monetária, de modo a preservar o equilíbrio entre oferta e*

demanda agregadas. Os níveis de utilização da capacidade instalada na indústria têm crescido rapidamente, e em alguns segmentos esses níveis se aproximam dos recordes históricos.”

O empirismo no Brasil não demonstra relação direta de causalidade antecedente da capacidade instalada e a inflação (Correlação negativa e coeficiente angular igual a zero - Gráfico 2). Duas hipóteses podem estar explicando esse resultado: A primeira se baseia no fato de que nunca a economia brasileira operou sobre sua capacidade máxima, os ciclos recessivos sempre interromperam o crescimento sobre um nível médio de 81% (vide Gráfico 1). A segunda está relacionada ao papel do investimento. Em momentos de recuperação econômica ocorre expansão da capacidade através de novos investimentos apenas quando as expectativas de crescimento são críveis. Essa hipótese reflete o comportamento *forward looking* e racional das firmas avessas ao risco e maximizadoras de lucro em um ambiente de incerteza. Nesse caso, supondo que se confirmem as expectativas de crescimento para um horizonte mais amplo, a oferta será ampliada e isso não permitirá que a demanda torne o crescimento inflacionário. No curto prazo podem ocorrer pressões isoladas em setores mais estrangulados o que gera somente alteração de preços relativos. Este ajuste pode ocorrer também pelo canal das importações (o dólar mais desvalorizado colabora). Alternativamente o Banco Central tem a opção de subir a taxa de juros se sua avaliação for de que o crescimento é inflacionário.

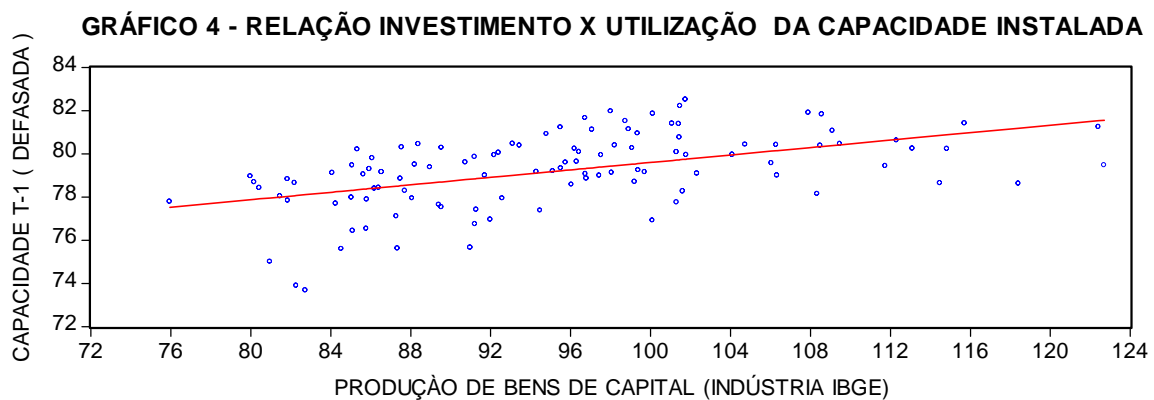
A literatura econômica descreve o crescimento como inflacionário aquele acima de alguma estimativa sobre a tendência (PIB potencial). Estendendo o mesmo conceito para a capacidade (hiato da capacidade), o fato de a oferta estar acima da tendência é uma indicação de que novos investimentos ocorrerão a fim de equilibrar a economia (vide Gráfico 3).



De qualquer forma, o resultado mais importante foi a evidência de que é o aumento do nível de utilização da capacidade que antecede o investimento (bens de capital - IBGE). Um teste simples de antecedência causal sugere essa relação procede entre um e três meses. Portanto, a hipótese mais provável é que ocorra investimento para ampliação da oferta na medida que a trajetória de crescimento se torne mais factual. Nesse sentido, as expectativas têm um papel fundamental para que a trajetória de crescimento não seja transitória.

Em suma, em um primeiro momento a retomada se dá sobre a capacidade ociosa e na medida que se confirmam as expectativas sobre o nível de atividade futuro, a capacidade da economia é ampliada por novos investimentos. De certa forma, é isso que explica a inexistência de relação com o nível de preços. A trajetória da inflação no Brasil está muito mais relacionada a impulsos gerados por choques negativos de oferta e indexação de contratos do que por assimetrias da economia real. Além disso, apenas 20% do peso do IPCA está relacionado com bens sensíveis a capacidade (duráveis, semi-duráveis e uma fração industrializada de não-duráveis), aproximadamente 80% do índice seguem movimentos particulares relacionados a regulação (administrados), produtividade (serviços e não-duráveis), indexação de preço ( taxa de câmbio) e renda.

As preocupações do Banco Central com relação a oferta da economia apesar de não serem completamente infundadas não demonstram, a partir do comportamento histórico, ser uma limitação relevante. O mais importante a ser monitorado é a evolução da indexação automática dos preços, a dinâmica dos salários e do crescimento explosivo dos agregados monetários. A trajetória da meta apesar de ser decrescente deveria reconhecer a evolução dessas variáveis a fim de não se tornar irrelevante como âncora monetária.



## - Expectativa de Inflação

O modelo básico de projeção<sup>1</sup> do IPCA aponta para inflação em 7,4% em 2004. Esta estimativa implica na inflação esperada de 8,5% para os preços administrados e 6,9% de livres. Em 2005 a inflação poderá alcançar 6,2%, derivada da expectativa de 7,4% para administrados e 5,8% para o conjunto de preços livres. A elaboração desse cenário assume inflação de 6,9% para o IGP-DI em 2005.

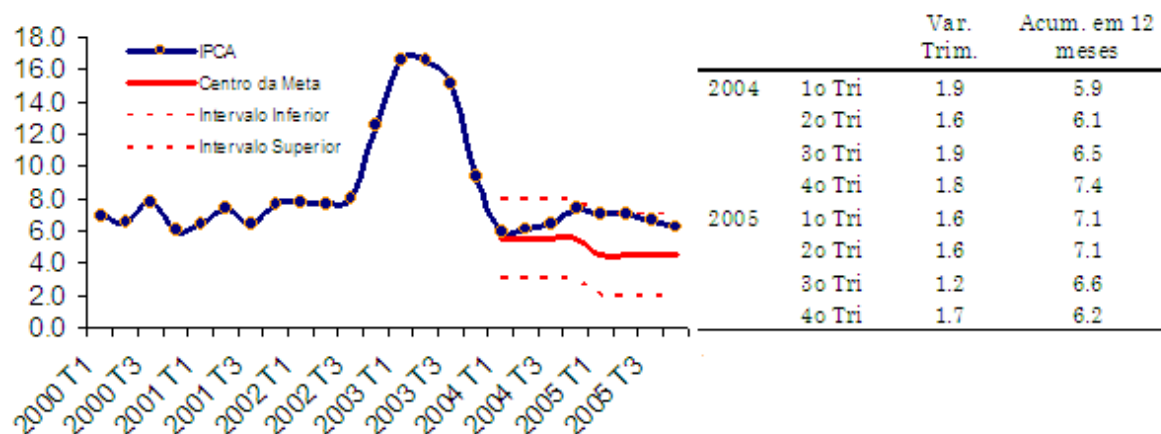
A trajetória esperada do IPCA em 12 meses sugere que a inflação segundo este critério só deverá apresentar redução no terceiro trimestre de 2005. Partindo desse cenário, o mais provável é uma trajetória conservadora para a taxa de juros (pelo menos até o final do ano). A regra que o Banco Central utiliza a fim de responder a os desvios das expectativas em relação às metas sugere o mesmo perfil para a política monetária<sup>2</sup>. Além disso, a necessidade constante de transmitir reputação não permite ao Banco Central auferir os possíveis ganhos de flexibilização. Isso ocorre em grande parte, pela excessiva velocidade estabelecida de convergência de longo prazo. A experiência recente mostra que a redução do nível de preço do curto para o longo prazo deve incorporar as assimetrias e imperfeições dos mecanismos de preços no Brasil.

---

<sup>1</sup> O modelo de projeção é constituído de 3 equações. Para os preços administrados foi utilizado uma aproximação do modelo de determinação endógena do Banco Central, uma curva de Phillips para os livres.

<sup>2</sup> Função de Reação do Banco Central. Disponível nas séries de working papers do site do BC. [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br). O modelo projeta Selic em 17% em dezembro de acordo com o desvio recente da meta as expectativas.

**Gráfico 5 - Projeção do IPCA - Modelo Básico**



### - Os Índices de Preços ao Consumidor em Agosto e Setembro

No mês de agosto a inflação ao consumidor está em um nível maior do que o esperado. A expectativa inicial era que os preços livres fossem ceder e, na medida que os administrados perdessem força, a trajetória da inflação recuaria para a média de 0,5%. Entretanto, logo após o recuo de 0,91% para 0,79% (IPCA-15), a inflação deve permanecer em torno de 0,7% no IPCA fechado de agosto. Essa surpresa inflacionária advém de novos reajustes de administrados e da reversão dos preços de alimentos.

Por outro lado, a expectativa é que os preços livres não permaneçam nesse nível e recuem nos próximos meses. Esta desaceleração será o resultado do recuo na taxa de câmbio e da queda na cotação dos principais commodities não-energéticos (FMI – redução de 5% em dólares nos últimos três meses).

**TABELA 1 - PRINCIPAIS DESAGREGAÇÕES DO IPCA**

(Em % ao Mês)

|   | abr/04      | mai/04      | jun/04      | jul/04      | ago/04*     |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>IPCA</b>   | <b>0.37</b> | <b>0.51</b> | <b>0.71</b> | <b>0.91</b> | <b>0.79</b> |
| Preços Administrados                                | 0.31        | 0.35        | 1.03        | 1.80        | 1.59        |
| Preços Livres                                       | 0.39        | 0.57        | 0.58        | 0.51        | 0.47        |
| <b>Classificação Categoria de Usos</b>              |             |             |             |             |             |
| Serviços  | 0.3         | 0.29        | 0.26        | 0.48        | 0.58        |
| Duráveis  | 0.62        | 0.73        | 0.75        | 0.37        | 0.19        |
| Não-Duráveis  | 0.24        | 0.57        | 0.66        | 0.56        | 0.51        |
| Semi-Duráveis                                       | 1.21        | 1.35        | 1.19        | 0.77        | 0.55        |
| <b>Classificação Comercialização com o Exterior</b> |             |             |             |             |             |
| Comercializáveis                                    | 0.48        | 0.72        | 0.75        | 0.53        | 0.25        |
| Não-Comercializáveis                                | 0.28        | 0.39        | 0.37        | 0.49        | 0.75        |

Fonte: Elaboração Carlos Thadeu F. G. Filho a partir dos dados do IBGE

Nos últimos meses, os preços de duráveis caíram substancialmente, recuando de 0,75% em junho para 0,19% no IPCA-15

de agosto (Tabela 1). Esta queda já reflete a desaceleração dos preços no atacado, e ao mesmo tempo, marca um período aonde os repasses foram extremamente baixos em relação a magnitude dos aumentos no atacado. Essa constatação representa argumento contra as teorias de limitações pelo lado da oferta e seus impactos sobre os preços.

**TABELA 2 - PRINCIPAIS INDICADORES DE INFLAÇÃO SUBJACENTE E TENDÊNCIA**  
(Em % ao Mês)

|                                 | abr/04      | mai/04      | jun/04      | jul/04*     | ago/04      |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>IPCA - Índice Geral</b>      | 0.37        | 0.51        | 0.71        | 0.91        | 0.79        |
| Metodologia Exclusão Prévia     | 0.72        | 0.70        | 0.53        | 0.46        | 0.46        |
| Médias Aparadas s/Suavização    | 0.45        | 0.42        | 0.48        | 0.58        | 0.63        |
| Médias Aparadas c/Suavização    | 0.57        | 0.59        | 0.59        | 0.54        | 0.50        |
| <b>Núcleo Desagregado (i)</b>   | <b>0.60</b> | <b>0.68</b> | <b>0.67</b> | <b>0.65</b> | <b>0.61</b> |
| Núcleo Médiana não Ponderada    | 0.51        | 0.31        | 0.59        | 0.45        | 0.47        |
| Índice de Generalidade (em %)   | <b>65.0</b> | <b>61.0</b> | <b>68.0</b> | <b>64.0</b> | <b>65.0</b> |
| Médiana das Variações Positivas | <b>1.25</b> | <b>1.13</b> | <b>1.07</b> | <b>0.97</b> | <b>1.15</b> |

(\* ) IPCA -15

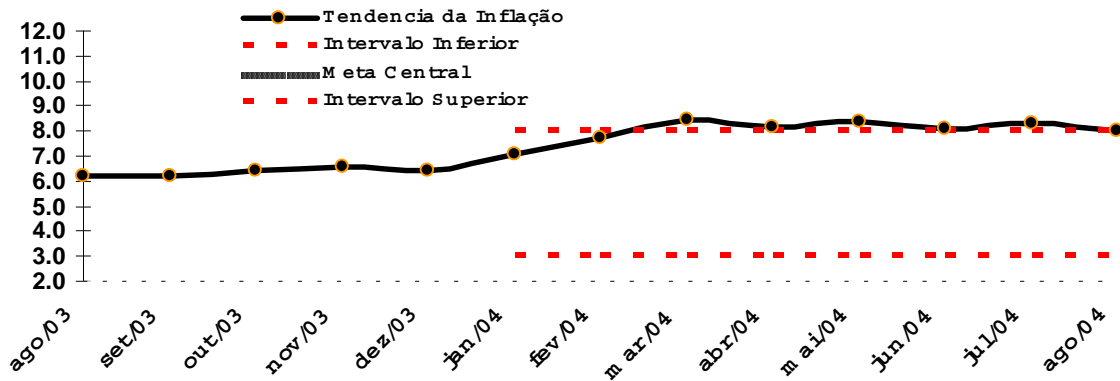
(i) Núcleo Desagregado - Dissertação de Mestrado - Carlos Thadeu F. Gomes Filho - Faculdade Itambé 2003

Fonte Carlos Thadeu de F. Gomes Filho

O comportamento menos nervoso do índice de inflação sugere que a tendência recuou em agosto. Apesar de alguns indicadores de núcleo apresentarem crescimento, as metodologias que são mais relacionados com o médio prazo recuaram. O Núcleo Desagregado apresentou leve recuo no IPCA-15 de agosto (0,65% para 0,61%), porém o que preocupa é que os preços estão estabilizados sobre um nível acima do desejado pela autoridade monetária. Tendo em conta que o centro da meta em 2005 requer a estabilização do núcleo por volta de 0,4% , o atual valor de 0,6% representa um problema para Banco Central que requer algo além das ameaças de elevação da taxa de juros contida nas atas do COPOM.

Enfim, vale mencionar que a expectativa de 7,4% para o IPCA no final do ano contém a projeção de cenário favorável no último trimestre (a tendência de curto prazo deve recuar, vide Gráfico 6). Entretanto, se isso não ocorrer, ainda existe a probabilidade de que a meta seja novamente desrespeitada. Se isso acontecer é provável que ocorram mudanças metodologias no regime de metas no Brasil. A melhor das hipóteses seria perseguir o núcleo, que poderia ser formulado pelos preços livres ou a extensão para dois anos do horizonte da meta.

GRÁFICO 6 - TENDÊNCIA DO IPCA (MÉDIA MÓVEL TRIMESTRAL DO NÚCLEO DESAGREGADO ANUALIZADO)



## Referências

-----

**Inflation Target in Brazil: Constructing Credibility Under Exchange Rate Volatility** - André Minella, Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn e Marcelo Kfoury Muinhos. Trabalho apresentado no BIS em 2002.

**Modelo de Determinação Endógena de Preços Administrados** - Relatório de Inflação / Dezembro de 2003

# Política Fiscal

Margarida Gutierrez

- **Os resultados fiscais**

O setor público consolidado (Tesouro Nacional, INSS, Banco Central, estados, municípios e empresas estatais) obteve um superávit primário (receitas menos despesas, excluídos o pagamento de juros que incide sobre a dívida pública) de R\$ 52,79 bilhões (5,59% do PIB) nos 7 primeiros meses do ano. A maior contribuição foi do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) que registrou um resultado primário de R\$ 39,63 bilhões (4,20% do PIB). As empresas estatais federais obtiveram um excesso de caixa muito pequeno (R\$ 39 milhões) e os estados e municípios, R\$ 11,57 bilhões. Contrariamente às empresas federais, as estaduais e municipais obtiveram um superávit expressivo de R\$ 1,54 bilhões (0,17% do PIB).

Comparando o esforço fiscal realizado até o presente com o traçado para todo o ano, com exceção das estatais federais, todas as demais esferas de governo sinalizam que cumprirão com folga as metas previstas (Tabela 1).

Tabela 1  
Resultado Primário e Metas para o ano de 2004 nas esferas do setor público  
R\$ bilhões

|  | Jan/Jul     | Ano         |       |
|--|-------------|-------------|-------|
|  | R\$ bilhões | R\$ bilhões | % PIB |
| Governo Central                            | 39,63       | 41,1        | 2,45  |
| Empresas Estatais Federais                 | 0,039       | 11,9        | 0,7   |
| Governos e empresas estaduais e municipais | 13,11       | 18,5        | 1,1   |
| Total                                      | 52,79       | 71,5        | 4,25  |

Fonte: Banco Central

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 53,50 bilhões em julho (3,33% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 74,64 bilhões (4,65% do PIB e, portanto, acima da meta fixada para o ano). O

governo central (Federal, Banco Central e INSS) gerou a maior parte do superávit primário (R\$ 45,69 bilhões ou 2,84% do PIB), os estados e municípios contribuíram com R\$ 16,38 bilhões (1,02% do PIB) e as empresas estatais geraram um excedente de R\$ 15,50 bilhões (0,78% do PIB) (Tabela 2).

Tabela 2: Necessidade de Financiamento do Setor Público (Fluxo em 12 meses)

|  | R\$ Milhões |           |             | % PIB      |           |             |
|--|-------------|-----------|-------------|------------|-----------|-------------|
|  | Jan/Dez 02  | Jan/Dez03 | Ago03/Jul04 | Jan/Dez 02 | Jan/Dez03 | Ago03/Jul04 |
| Nominal  | 61.614      | 79.032    | 53.508      | 4,61       | 5,22      | 3,33        |
| Juros Nominais                                   | 113.978     | 145.205   | 128.149     | 8,52       | 9,59      | 7,97        |
| Primário   | -52.364     | -66.173   | -74.641     | -3,91      | -4,37     | -4,65       |
| -Governo Central<br>(Governo Federal, BC e INSS) | -31.919     | -38.744   | -45.698     | -2,39      | -2,56     | -2,84       |
| -Emp. Est. Federais                              | -6.329      | -9.597    | -12.556     | -0,47      | -0,63     | -0,60       |
| -Governos Regionais<br>(Estados e Municípios)    | -10.598     | -13.821   | -16.386     | -0,79      | -0,91     | -1,02       |
| -Emp. Estat. Regionais                           | -3.518      | -4.010    | -2.953      | -0,26      | -0,26     | -0,18       |

Fonte: Banco Central

De 1999 até 2002, o aumento do superávit primário, de 3,2% do PIB para 4,0% do PIB, foi compatível com a elevação dos gastos primários do governo central, que passaram 16,5% do PIB para 18,1% do PIB. Isto porque no referido período, a carga tributária total passou de 31,8% do PIB para 35,9% do PIB. Em 2003, contrariamente, o maior superávit primário foi obtido basicamente pela queda dos gastos, já que a carga tributária praticamente não se alterou. Já em 2004, no entanto, tomando apenas o governo central (Tesouro, INSS e Banco Central), o maior superávit primário no período de janeiro a julho (4,20% do PIB, contra 3,83% do PIB de janeiro a julho de 2003) foi compatível com um aumento dos gastos. Isto porque, as receitas ao longo deste ano também aumentaram extraordinariamente (Tabela 3). A arrecadação das receitas federais aumentou 9,39%, em termos reais, no período mencionado. Esse aumento é reflexo da recuperação do nível de atividade econômica e também fruto de mudança na carga tributária.

Se excluirmos dos impostos arrecadados pela Receita Federal, a Contribuição para a Seguridade Social (Cofins), cuja alíquota passou de 3,0% cobrada de forma cumulativa para 7,6% em regime de valor agregado, e a Contribuição para o PIS/PASEP, cuja tributação passou a incidir sobre as importações de bens e serviços a receita ainda experimentou um aumento de 6,02% em termos reais, nos 7 primeiros meses deste ano em relação a igual período de 2003, refletindo assim o maior ritmo de crescimento econômico.

Tabela 3: Arrecadação das Receitas Federais  
Janeiro a Julho  
(R\$ milhões a preços de junho de 2004 – IPCA)

|                               | 2003           | 2004           |
|-------------------------------|----------------|----------------|
| Imposto sobre Importação      | 5.128          | 5.109          |
| IPI                           | 11.873         | 12.741         |
| Imposto sobre a Renda         | 58.647         | 60.522         |
| IOF                           | 2.761          | 3.012          |
| ITR                           | 70             | 56             |
| CPMF                          | 14.595         | 14.962         |
| COFINS                        | 35.627         | 43.485         |
| PIS/PASEP                     | 10.591         | 11.219         |
| CSLL                          | 10.565         | 12.007         |
| CIDE                          | 4.506          | 4.551          |
| Contribuição para o Fundaf    | 192            | 171            |
| Outras Receitas Administradas | 1.561          | 1.741          |
| <b>Total</b>                  | <b>169.553</b> | <b>185.448</b> |

Fonte: Receita Federal

O extraordinário aumento das receitas do governo central levou o governo a iniciar um processo de redução seletiva dos impostos, a partir de julho. As medidas já anunciadas foram:

- a desoneração do PIS/Cofins sobre a cesta básica;
- o Reporto, regime tributário especial que suspende a cobrança de IPI, PIS/Pasep e Cofins nas vendas de máquinas e equipamentos destinados a modernizar e ampliar a estrutura portuária;
- a queda do IPI sobre bens de capital (para produtos cuja alíquota é de 3,5% o imposto cai a 2% e nos casos em que era 8%, o imposto cai a 6%);
- a partir de janeiro de 2005 passarão a vigorar incentivos tributários para alongar os prazos das aplicações financeiras nos fundos de investimentos (cuja alíquota é atualmente de 20% sobre o Imposto de Renda, independente do prazo); as mudanças são aumento da alíquota para 22,5% no caso de aplicações de até 6 meses, manutenção da alíquota para aplicações entre 6 meses e 1 ano e redução para 15%, no caso de aplicações de prazo superior a 2 anos;
- a partir de janeiro de 2005, foi definido um novo regime de tributação para as aplicações em previdência complementar, cujas alíquotas sobre o Imposto de Renda serão decrescentes, quanto maiores os prazos de resgate; valores resgatados ou benefícios pagos com prazo inferior a 2 anos pagarão 35%; essa alíquota cairá 5 pontos percentuais a cada 2 anos adicionais que o poupador permanecer aplicado, chegando à alíquota mínima de 10% para 10 anos.

O regime de incentivos tributários na área financeira pretende alongar os prazos de aplicação de recursos podendo se constituir em uma fonte adicional de financiamento dos investimentos de médio e longo prazo. Além disso, se por um lado, representa uma renúncia fiscal,

de outro, poderá contribuir positivamente para o alongamento da dívida pública interna (cuja parcela de curto prazo – a vencer em menos de 1 ano – é atualmente de 42%) na medida em que as instituições financeiras depositárias de recursos de prazos mais longos terão também maior disponibilidade para adquirir papéis públicos de prazos mais dilatados.

- **A confirmação da trajetória declinante da relação Dívida Pública/PIB**

A continuidade do cumprimento de um rigoroso ajuste fiscal e a evolução favorável dos principais indicadores macroeconômicos têm garantido melhorias significativas no perfil de endividamento público. A Tabela 4 resume os principais indicadores.

Tabela 4: Indicadores do Perfil da Dívida Pública (%)

| Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna |   |                  |                      |            |
|---|---|------------------|----------------------|------------|
|   | Curto Prazo (vencimento menor que um ano) | Correção Câmbial | Corrigida pela SELIC | Pré-fixada |
| dez/02  | 41,1                                      | 33,6             | 41,9                 | 1,9        |
| jul/03  | 33,4                                      | 26,7             | 47,5                 | 5,9        |
| nov/03  | 34,6                                      | 22,3             | 46,9                 | 10,4       |
| dez/03  | 35,3                                      | 20,8             | 47,3                 | 11,8       |
| jan/04  | 35,7                                      | 19,1             | 46,3                 | 11,4       |
| fev/04  | 38,2                                      | 17,3             | 47,2                 | 12,4       |
| mar/04  | 39,4                                      | 16,3             | 47,4                 | 14,2       |
| abr/04  | 41,0                                      | 15,2             | 48,6                 | 14,7       |
| mai/04  | 41,8                                      | 14,9             | 45,4                 | 14,7       |
| jun/04  | 42,3                                      | 14,3             | 45,8                 | 15,2       |
| jul/04  | 41,9                                      | 12,8             | 48,7                 | 13,7       |

Fonte: Banco Central, STN

Em primeiro lugar, a parcela da dívida pública interna indexada ao câmbio, incluindo as operações de swaps cambiais, caiu de 33,6% em dezembro de 2002 para 12,8% em julho deste ano. Considerando a dívida líquida do setor público como um todo, que inclui a dívida externa, a participação da dívida indexada ao câmbio também vem caindo sistematicamente, passando de 51,9% em dezembro de 2002 para 29,5% em julho último (Tabela 5).

Para esta redução dois fatores contribuíram: de um lado, a apreciação nominal do câmbio em torno de 13,0% no período em questão promoveu um ajuste patrimonial redutor sobre o estoque da dívida em câmbio (a vencer), quando expressa em reais; de outro, o Banco Central, desde finais de maio de 2003, anunciou que não tem mais o compromisso de rolar 100% do principal da dívida a cada vencimento.

Tabela 5: Perfil da Dívida Pública (%)

|                            | dez/99 | dez/00 | dez/01 | dez/02 | dez/03 | mar/04 | jun/04 | jul/04 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Dívida/PIB                 | 49,4   | 49,3   | 52,6   | 55,5   | 58,2   | 57,3   | 56,0   | 55,3   |
| Total Dívida (a+b)         | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    | 100    |
| a) Interna                 | 78,9   | 80,2   | 80,2   | 74,3   | 79,6   | 80,9   | 81,4   | 81,8   |
| i) indexada ao câmbio      | 19,4   | 19,9   | 27     | 26,2   | 17,7   | 14,6   | 12,6   | 11,3   |
| ii) não indexada ao câmbio | 59,5   | 60,3   | 53,2   | 48,1   | 61,9   | 66,3   | 68,8   | 70,5   |
| b) Externa Dívida          | 21,1   | 19,8   | 19,8   | 25,7   | 20,4   | 19,1   | 18,6   | 18,2   |
| indexada ao câmbio (i+b)   | 40,5   | 39,7   | 46,8   | 51,9   | 38,1   | 33,7   | 31,2   | 29,5   |

Fonte: Banco Central

Esta estratégia já retirou liquidamente do mercado US\$ 19,1 bilhões em 2003 e US\$ 23,4 bilhões neste ano (até agosto). De setembro até dezembro deste ano, vencerão US\$ 4,1 bilhões em títulos da dívida interna com correção cambial e após 2004, ainda estão por vencer US\$ 19,6 bilhões.

Segundo o Banco Central, o objetivo desta política não é garantir nem um piso nem um teto para a taxa de câmbio (metas para câmbio) até porque isto seria incompatível com a natureza do regime de câmbio flutuante, mas melhorar o perfil da dívida pública reduzindo gradativamente sua vinculação à taxa de câmbio tornando-a, portanto, menos vulnerável às oscilações do mercado de câmbio. No entanto, dado o elevado montante de papéis já retirados do mercado, o impacto sobre a taxa de câmbio não é nada desprezível.

O aumento da participação dos títulos corrigidos pelo câmbio na dívida pública brasileira ganha impulso a partir da mudança do regime cambial em janeiro de 1999 e as sucessivas desvalorizações cambiais nos anos subsequentes.

Quando em 2003, se interrompe a tendência à desvalorização da moeda nacional frente ao dólar iniciando-se, então, o movimento oposto, a Autoridade Monetária começa a resgatar, inicialmente, uma pequena parte dos títulos indexados ao câmbio. À medida que se consolida a apreciação cambial, garantida pelo fluxo cambial positivo permitido pelos elevados saldos comerciais e, em certos momentos, pelo ingresso líquido de capitais internacionais, abre-se, então, espaço para reduzir mais agressivamente a exposição cambial da dívida pública. Como já assinalamos, embora enfatizado pelo Banco Central que o objetivo desta estratégia não seja sustentar a taxa de câmbio em algum patamar, mas sim melhorar o perfil da dívida pública, quando se retira do mercado um volume significativo de títulos com correção cambial gera-se uma tendência à elevação do câmbio, a menos que a oferta de hedge privada aumente de forma compensatória.

Neste sentido, a atual estratégia de reduzir gradativamente a vinculação da dívida ao câmbio tem sido conduzida de forma correta na medida em que pretende melhorar a qualidade do endividamento e, portanto, reduzir a percepção de risco soberano. Ao mesmo tempo, para evitar volatilidade cambial, antes de decidir sobre o grau de rolagem o Banco Central faz uma consulta prévia às tesourarias dos bancos para medir a real necessidade de hedge de instituições e empresas.

Um segundo aspecto a destacar diz respeito ao alongamento do perfil da dívida pública. Observando os resultados da Tabela 4, aparentemente, o Banco Central não tem tido sucesso no alongamento pois a partir de julho de 2003 observamos um continuado aumento da participação dos títulos curtos, aqueles com vencimento inferior a 1 ano, no estoque da dívida mobiliária federal. No entanto, é a partir de julho de 2003 que o Banco Central intensifica a colocação de títulos pré-fixados (LTNs) que, por definição têm prazos mais curtos que os títulos corrigidos pela Selic ou por índices de preços. Neste ponto temos um trade-off típico no gerenciamento da dívida: a maior participação dos títulos pré-fixados (13,7%) confere, sem dúvida, maior eficácia à política monetária e melhora o perfil da dívida, pois a torna menos vulnerável no curto prazo às decisões de política monetária, mas, por outro lado, reduz o prazo médio dos títulos em poder do mercado.

O maior ritmo de atividade econômica, a continuidade do esforço fiscal, garantido pelo superávit primário, a redução nas taxas de juros (neste ano em relação ao mesmo período de 2003) e a pequena desvalorização nominal da taxa de câmbio neste ano têm garantido a trajetória declinante do principal indicador de solvência do setor público – a relação Dívida Pública/PIB – ao longo de todo o ano.

Tabela 6: Fatores condicionantes da Evolução da Dívida Pública  
(R\$ milhões)

|   | 2001          | 2002           | 2003          | 2004 (Jan/Jul) |
|---|---------------|----------------|---------------|----------------|
| Juros internos  | 72.112        | 96.975         | 126.045       | 61.617         |
| Juros externos  | 14.332        | 17.029         | 19.160        | 10.587         |
| Varição cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao câmbio  | 19.182        | 76.662         | -22.715       | 3.388          |
| Varição cambial sobre o estoque ( em Reais) da dívida externa líquida | 18.250        | 71.317         | -24.884       | 10.119         |
| Esqueletos  | 18.465        | 14.286         | 604           | -322           |
| Privatizações   | -980          | -3.637         | 0             | -78            |
| Superávit Primário  | -43.655       | -52.390        | -66.173       | -52.796        |
| <b>Total</b>  | <b>97.704</b> | <b>220.241</b> | <b>32.037</b> | <b>32.514</b>  |

Fonte: Banco Central

# Setor Externo

**Cecília Rutkoski Hoff**

O saldo da balança comercial em 12 meses alcançou US\$31,7 bilhões em agosto, resultado de US\$88,9 bilhões de exportações e US\$57,3 de importações. Nos três meses encerrados neste mesmo mês observou-se um aumento considerável no patamar das exportações mensais, cuja média ajustada sazonalmente ficou US\$8,5 bilhões, contra uma média (também alta para padrões brasileiros) de US\$7,5 no trimestre imediatamente anterior. As importações mensais também aumentaram consideravelmente no período. A média com ajuste sazonal foi de US\$5,3 bilhões, contra uma média também alta de US\$4,9 no trimestre imediatamente anterior. Isto mostra um crescimento potente tanto das exportações quanto das importações a partir de junho de 2004, principalmente quando se leva em conta que a base de comparação já estava bastante elevada.

As exportações de básicos e manufaturados continuam se destacando, embora os semimanufaturados também tenham contribuído, ainda que em menor dimensão, para a aceleração observada no último trimestre. Quanto aos básicos, no trimestre encerrado em agosto em relação ao trimestre anterior o crescimento foi de 4,6% ao mês, enquanto para os manufaturados o crescimento foi de 3,3% ao mês. Já os semimanufaturados cresceram a uma taxa média mensal de 3,5% nos últimos três meses, mas como possuem um menor peso na pauta, sua contribuição para o crescimento das exportações foi menor do que a contribuição das outras duas classes de produto. No semestre encerrado em agosto em relação ao semestre anterior o crescimento também já tinha sido forte nas três classificações, como se pode observar na tabela 1 abaixo.

**Tabela 1: Exportações por Fator Agregado**

Taxas de crescimento em valor (% mensal)

|              | <b>Básicos</b> | <b>Manufaturados</b> | <b>Semi</b> |
|--------------|----------------|----------------------|-------------|
| jun-ago/04*  | 4,6            | 3,3                  | 3,5         |
| mar-ago/04** | 2,9            | 2,6                  | 3,2         |

\*Em relação ao trimestre mar-mai/04, com ajuste sazonal.

\*\*Em relação ao semestre set-fev/04, com ajuste sazonal.

Fonte: Secex.

A novidade recente é que os aumentos nas exportações de básicos e semimanufaturados na margem foram puxados principalmente por quantidades, e não por preços, como se pode observar na tabela 2 abaixo. Se este novo padrão de crescimento se confirmar nos próximos meses, as exportações de básicos e semimanufaturados estariam rompendo com a dinâmica de crescimento observada até recentemente, altamente influenciada pela alta dos preços internacionais, e passando a se expandir, a exemplo dos manufaturados, com mais consistência e sustentabilidade. Não obstante, não se pode deixar de mencionar que os preços das commodities ainda estão em níveis elevados para os padrões históricos e que, com uma desaceleração da economia mundial, existe a possibilidade destes preços caírem. Neste caso, o aumento de quantidades precisaria ser muito forte para compensar uma redução de preços sem reduzir o valor das exportações destes produtos.

**Tabela 2: Exportações por Fator Agregado**

Taxas de crescimento em quantum e preços (% mensal)

|              | Básicos |         | Semi  |         | Manufaturados |         |
|--------------|---------|---------|-------|---------|---------------|---------|
|              | preço   | quantum | preço | quantum | preço         | quantum |
| mai-jul/04*  | 1,3     | 2,5     | 2,1   | 2,7     | 1,0           | 2,9     |
| fev-jul/04** | 1,6     | 1,7     | 1,3   | 2,1     | 0,8           | 1,7     |

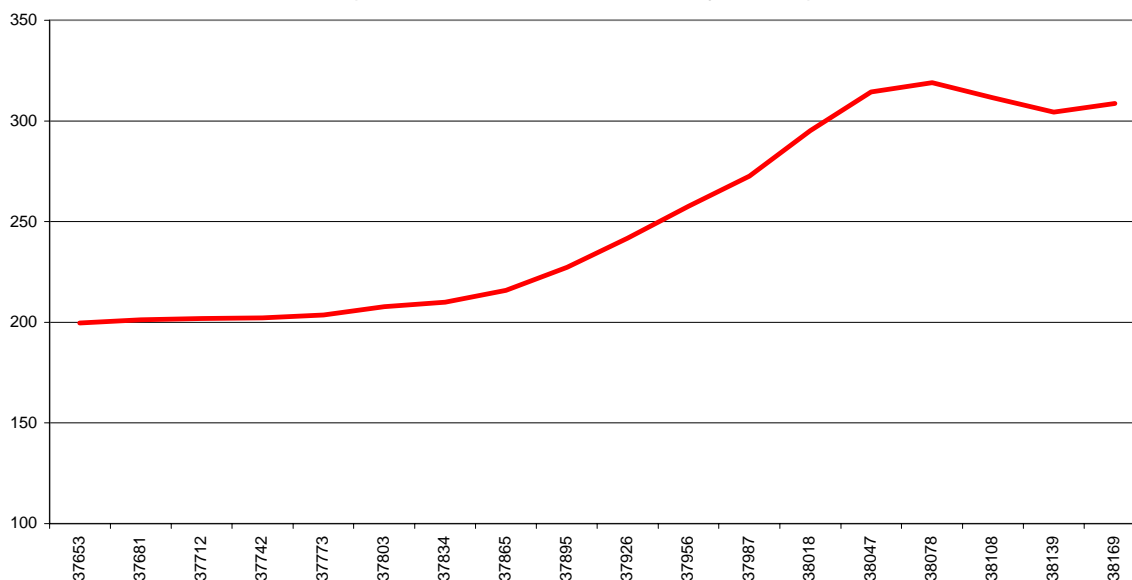
\*Em relação ao trimestre fev-abr/04, com ajuste sazonal.

\*\*Em relação ao semestre out-jan/04, com ajuste sazonal.

Fonte: Secex.

Mas, por enquanto, os preços internacionais das commodities relevantes para o Brasil estão estabilizados. O gráfico 1 abaixo mostra um índice de preços internacionais dos principais produtos básicos e semimanufaturados exportados pelo País. Os produtos que compõem este índice são café, carnes (bovino e frango), soja (grão, farelo e óleo), minérios de ferro, fumo, semimanufaturados de ferro e aço, açúcar, madeira e couro e peles; ponderados pela sua participação na pauta de básicos e semimanufaturados brasileira. Como se pode observar no gráfico, após o aumento colossal observado a partir do segundo semestre de 2003 até o início de 2004, os preços internacionais destas commodities encontram-se atualmente estabilizados.

Índice de preços internacionais das principais commodities exportadas  
(Índice em médias móveis trimestrais, jan/02=100)



Por outro lado, as exportações de manufaturados continuam com um crescimento consistente, baseado principalmente em quantidades. É certo que, no que tange às exportações destes produtos, o crescimento da demanda por importações nos países de destino e o câmbio depreciado em relação aos padrões históricos têm jogado a favor. Mas existem justificativas adicionais. Uma delas é que além dos destinos tradicionais – como Estados Unidos, União Européia e Argentina – têm se destacado as exportações de manufaturados para outras economias, como México, Chile, Coréia do Sul, Venezuela e Rússia; isto é, tem-se observado um movimento na direção de uma maior diversificação dos destinos para os manufaturados. Se no acumulado do ano até julho de 2003 as exportações para Estados Unidos, Argentina e União Européia eram responsáveis por 59% do total das exportações de manufaturados brasileiras, no acumulado do ano até julho de 2004 estes países passaram a explicar 55%.

Este processo de diversificação das exportações é muito positivo, visto que reduz a dependência ao desempenho de apenas duas ou três economias. E sinaliza que, além dos elevados preços das commodities, do câmbio depreciado e do crescimento das importações mundiais, existem outras explicações por trás do crescimento das exportações brasileiras, como, por exemplo, novas estratégias para desenvolvimento de produtos e para a inserção em novos mercados. Neste sentido, não existem razões aparentes de curto prazo que ameacem o nível mensal médio já alcançado pelas exportações brasileiras. O que é muito bem vindo, uma

vez que as importações devem continuar crescendo em linha com a recuperação da economia.

**Tabela 3: 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> | 94,2        | 28,9       | 62,6        | 29,6       | 31,6  |

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

# Seção Coppead

---

Vicente Antonio de Castro Ferreira

## **ALGUMAS CONSIDERAÇÕES SOBRE AS ESCOLHAS DO PODER CONCEDENTE NA FORMATAÇÃO DOS CONTRATOS DE CONCESSÃO DE SERVIÇOS PÚBLICOS E SUAS IMPLICAÇÕES NO CUSTO TOTAL DOS SERVIÇOS.**

### **I - Introdução**

A tarefa do poder concedente de serviços públicos, ao regular a forma como tais serviços devam ser prestados, bem como, a base de remuneração do(s) agente(s) que os prestará, longe de um problema de simples solução, envolve uma série de variáveis de quantificação duvidosa e equacionamento complexo. Como representante dos interesses da sociedade, cabe ao poder concedente garantir um nível de serviço ótimo a longo prazo, tanto sob o aspecto da qualidade intrínseca do serviço (confiabilidade, disponibilidade, etc) quanto em relação ao custo total de tais serviços para a sociedade.

Deste modo, ao regular as condições em que tais serviços serão prestados e, conseqüentemente, remunerados, o poder concedente se defronta com trade-offs de longo prazo, quer pela garantia da disponibilidade adequada dos serviços objeto da regulação no longo prazo, quer pela remuneração global que recompensará o prestador do serviço e onerará toda a sociedade que, direta ou indiretamente, usufrui de tais serviços.

O objetivo deste texto é identificar quais os principais trade-offs que afetam a regulação de serviços públicos para o poder concedente, bem como, as principais variáveis envolvidas em cada um deles.

Para tanto, parte-se da construção do que poderia ser o modelo de decisão do decisor público, definindo-se seu objetivo relacionado à prestação do serviço os benefícios e custos a ela associados. Depois, constrói-se um modelo de decisão para o concessionário, também identificando-se as principais variáveis que afetam sua valoração do contrato de concessão. A seguir, identificam-se as principais diferenças entre os modelos de decisão propostos para o poder concedente e o concessionário e apontam-se as principais implicações de tais diferenças sobre algumas das escolhas a que está sujeito o poder concedente quando da formatação das condições do contrato de concessão. Por fim, são feitas algumas considerações adicionais sobre o modelo proposto.

## II - Os Objetivos do Poder Concedente.

Os interesses do poder concedente, na execução do contrato de concessão de serviços públicos, podem variar em função de algumas características do serviço em si, tais como: seu nível de desenvolvimento (penetração de mercado), suas perspectivas de inovação tecnológica, sua demanda futura esperada, os impactos macro-econômicos decorrentes do desempenho na prestação do serviço (aqui contemplados: preços, qualidade e disponibilidade dos mesmos) etc. Contudo, apesar de situações especiais que possam surgir em função das características listadas acima, de modo geral, pode-se definir, o interesse primordial do poder concedente na execução dos contratos de concessão de serviços públicos como sendo a prestação dos mesmos, aos menores custos globais e com os maiores benefícios para a sociedade a longo prazo.

É importante notar que, considerando-se que o longo prazo na visão do poder concedente, naturalmente, suplanta o prazo do contrato de concessão em si, o horizonte de análise de suas escolhas deverá ir além do prazo do contrato, ou seja, o custo/benefício de suas escolhas, quando da formatação e da administração de um contrato de concessão, deverá ser considerado para toda a vida esperada do serviço, e não apenas para um período contratual.

Dentro desta ampla visão dos interesses do poder concedente, é importante destacar que, além da natureza do serviço, como exposto em parágrafo anterior, situações peculiares de natureza política e/ou fiscal podem afetar a avaliação do custo/benefício de longo prazo do serviço, na ótica do poder concedente.

No que se refere à questão política, determinadas correntes ideológicas, quando dominantes, induzem avaliações de custo/benefício de longo prazo fortemente afetadas por suas crenças, tais como: tamanho ótimo do Estado e seu grau de intervenção na economia, crença no poder auto regulador do mercado etc. Por seu turno, questões de caráter fiscal, como as necessidades de financiamento estatal, também podem afetar as avaliações de custo/benefício de longo prazo.

Reconhecendo-se que tais fatores afetam a avaliação, pelo poder concedente, dos custos e benefícios de longo prazo associados aos serviços públicos, é lícito reconhecer que eles estarão presentes no modelo de decisão do poder concedente, sobre a melhor forma contratual para a concessão da exploração de serviços públicos.

Tendo em mente que nem todos os custos e benefícios que afetam a decisão do poder concedente podem ser, fácil e objetivamente, convertidos em valores monetários, pode-se então descrever a função a ser otimizada pelo poder público como o Valor Presente Líquido dos fluxos esperados da prestação do serviço público. Ou seja:

$$G = \sum_{n=1}^n \frac{BSn}{(1+Ta)^n} \quad (1)$$

Onde:

G é o benefício líquido gerado pela prestação do serviço público;  
n é a vida útil esperada para o serviço, que transcende o prazo contratual;

BS é o benefício líquido gerado para a sociedade a cada período pela prestação do serviço público e

Ta é a taxa de oportunidade do benefício ao longo do tempo.

Embora de muito difícil quantificação, Ta, pode ser descrita como uma escolha intuitiva do administrador público, afetada, primordialmente, por condições de caráter político e não técnico. Assim, quão mais importante para o administrador público forem os impactos de curto prazo da concessão dos serviços públicos, maior tenderá a ser o valor de Ta utilizado em seu modelo de decisão. Por exemplo, modelos de concessão que reduzam as tarifas de curto prazo, ainda que ao custo de um incremento mais que proporcional naquelas de longo prazo, serão preferidos pelo decisor público, mantidas as demais condições constantes, quão maior for a Ta utilizada em seu modelo de decisão.

Outro aspecto que pode afetar o tamanho de Ta, dada a natureza política de sua definição, é a natureza dos benefícios gerados pelo contrato de concessão para a sociedade (BS). Assim, contratos de concessão de serviços públicos em que predominem benefícios de caráter social, poderão ser avaliados com uma Ta diferente daqueles nos quais os impactos econômicos predominem. Contudo, como na maioria das vezes será difícil dissociar os benefícios econômicos dos sociais, as preferências do decisor público poderão ser contempladas no processo de valoração dos benefícios, como será discutido mais adiante, de uma forma mais eficaz.

Por fim, aspectos de caráter fiscal como a disponibilidade de recursos para financiamento público, também devem afetar a grandeza Ta. Ou seja, quão maior for esta disponibilidade menor tenderá a ser a Ta adotada. Contudo, no que se refere à questão fiscal, dado o fato de BS não possuir um caráter exclusivamente financeiro, parece mais razoável que tais premências financeiras sejam contempladas mais pela ponderação da valoração dos benefícios líquidos gerados pelo contrato de concessão, do que em Ta.

O ponto crítico do modelo de decisão apresentado quer por sua complexidade, quer por sua subjetividade, é a quantificação dos benefícios gerados pelo contrato de concessão para a sociedade (BS). Por isto, para tratar tal assunto, optou-se neste texto por abordar as

principais variáveis envolvidas em sua determinação, indicando suas possíveis implicações na mensuração de BS. Assim, partindo-se de:

$$BS = f(\varphi Q_v, \lambda C_e, -\mu D_p) \quad (2)$$

onde:

$Q_v$  é a melhoria da qualidade de vida percebida pela sociedade advinda da prestação do serviço público objeto da concessão;

$C_e$  é o crescimento econômico propiciado pela prestação do serviço público;

$D_p$  é o montante de despesas públicas associadas ao serviço público e

$\varphi$ ,  $\lambda$  e  $\mu$  são os coeficientes que ponderam as preferências do decisor público na avaliação dos custos e benefícios gerados pelo serviço público.

Mensurar de forma objetiva qualidade de vida é tema para um debate demasiado longo para este texto, contudo, sem obrigar o leitor a concessões muito fortes, pode-se admitir que o incremento de qualidade de vida pode ser medido, em parte, pelo conforto adicional propiciado pelo serviço prestado e, em parte, pelos custos que o usuário deverá arcar para sua obtenção. Considerando-se que o conforto adicional propiciado pelo serviço é, em alguma medida, decorrente da própria natureza deste (p.ex. o conforto adicionado pelo serviço de telecomunicação é a facilidade de transmitir e receber informações) e também, decorrente do nível de qualidade com que é prestado, pode-se destacar duas variáveis relevantes para a mensuração da melhoria da qualidade de vida percebida ( $Q_v$ ): a tarifa paga pelo usuário ( $T_u$ ) e os índices de qualidade com que os serviços são prestados ( $I_q$ ). Naturalmente, em função de características sócio-econômicas da sociedade, pode-se admitir que o impacto relativo de tarifa e qualidade dos serviços na percepção da qualidade de vida adicionada pelo serviço público deverá variar de uma sociedade para outra, assim:

$$Q_v = \alpha T_u + \beta I_q + \omega \quad (3)$$

onde:

$\alpha$  é o coeficiente que define o impacto das tarifas na percepção de qualidade de vida;

$\beta$  é o coeficiente que define o impacto da qualidade do serviço na percepção de qualidade de vida e

$\omega$  é o resíduo

Por seu turno, o crescimento econômico gerado pela prestação do serviço público ( $C_e$ ), pode ser mensurado por um dos muitos modelos que identificam o impacto de uma atividade econômica em uma dada economia, considerando variáveis como: investimento, poupança, renda das famílias, longevidade, produtividade etc. Assim, o que se pode afirmar sem grande exposição ao erro é que o crescimento econômico gerado pelo serviço público concedido será decorrência: da natureza do serviço, do montante de investimentos realizados e da eficiência de sua gestão.

Em relação às despesas públicas associadas ao contrato de concessão de serviços públicos, pode-se subdividi-las em dois grupos; I) aquelas decorrentes diretamente das obrigações contratuais do Estado e do Concessionário, tais como: responsabilidade por investimentos, montantes pagos pela outorga, impostos incidentes etc e II) aquelas decorrentes da administração do contrato pelo poder concedente, tais como: gastos com auditorias (quer de caráter financeiro quer administrativo), agências reguladoras etc. Por tratarem exclusivamente de variáveis de caráter financeiro, as despesas públicas associadas ao contrato de concessão serão ponderadas na equação que define os benefícios do contrato, levando-se em conta as premências fiscais a que o Estado estiver submetido por meio do coeficiente  $\mu$ . Deste modo, quão maiores forem as dificuldades de financiamento do Estado, bem como, a aversão ao seu endividamento, maior tenderá a ser o coeficiente  $\mu$ .

### III - Os Objetivos do Concessionário

Considerando-se o concessionário como um agente econômico que busca otimizar seu lucro, pode-se assumir que o seu objetivo será maximizar o Valor Presente Líquido (VPL) do fluxo de caixa decorrente do contrato de concessão.

Contudo, é importante destacar que, em determinadas situações, o fluxo de caixa a ser maximizado não contém, na ótica do concessionário, exclusivamente os fluxos diretamente relacionados ao contrato de concessão, mas também fluxos indiretos, decorrentes de posições competitivas mais ou menos vantajosas a que pode estar sujeito o concessionário em função de outros projetos em que tenha interesse.

Porém, para fins deste trabalho, tais situações especiais não serão tratadas, assumindo-se que os únicos fluxos de caixa relevantes para o concessionário são aqueles diretamente relacionados ao contrato de concessão.

Deste modo, pode-se estabelecer que as principais variáveis que afetarão os objetivos do concessionário serão: a) as expectativas de encaixe ao longo do contrato; b) as expectativas de desembolso ao longo do contrato; e c) a variabilidade associada, quer as expectativas de encaixe quer de desembolso, ao longo do contrato.

Enquanto as expectativas de encaixe dependerão da forma como o contrato prevê a remuneração do concessionário, e as expectativas de desembolso são decorrentes das obrigações relativas às despesas e aos investimentos sob sua responsabilidade contratual, por sua vez, a variabilidade associada (ou grau de certeza) aos encaixes e desembolsos, dependerá de uma lista de fatores mais extensa, que pode ser resumida como: a) a variabilidade, ao longo do prazo do contrato, das variáveis que definem a remuneração do concessionário (demanda, tarifas, índices de

desempenho, etc) e seus compromissos de desembolso (despesas, investimentos etc) e b) a estabilidade institucional que sustenta a hipótese de manutenção das regras definidas no contrato de concessão ao longo de seu prazo de execução.

Do parágrafo anterior se destaca que, por mais que as cláusulas contratuais possam afetar a previsibilidade dos encaixes e desembolsos esperados pelo concessionário ao longo do contrato, pesará sempre a estabilidade institucional percebida em sua avaliação.

Tornando-se ao objetivo do concessionário de maximizar o VPL do contrato de concessão, conforme definido no início desta sessão, teremos que tal objetivo é dado por:

$$C = \text{MAX} \sum_{n=1}^n \frac{FCX_n}{(1+Tc)^n} \quad (4)$$

Onde:

C é o objetivo do concessionário

n é o prazo contratual

FCX é a soma algébrica de encaixes e desembolsos esperados para cada período contratual e

Tc é a taxa de oportunidade adotada pelo concessionário para descontar o fluxo de caixa do contrato de concessão.

Enquanto a taxa adotada pelo decisor público (Ta), tenderá a ser uma escolha política, admitindo-se alguma racionalidade econômica ao concessionário, entende-se que Tc será função, quer aditiva quer multiplicativa, da taxa financeira livre de risco, do risco da atividade relativa ao serviço público, ou seja, das condições contratuais, e do risco institucional.

Tratando-se da taxa livre de risco da economia, pode-se supor que ela tenderá à taxa a que o Estado pode financiar-se. Assim, não estaria fora de questão admitir-se uma forte correlação positiva entre esta taxa e o coeficiente  $\mu$ , dado que este é formado pelas condições de financiamento do poder concedente.

No que se refere ao risco da atividade de prestação do serviço em si, admite-se que dependa diretamente das cláusulas contratuais que definem as obrigações e a forma de remuneração do concessionário, ou seja, quão maior a variabilidade condicionada por tais cláusulas aos encaixes e desembolsos do concessionário, maior será a taxa de risco decorrente da atividade de prestação do serviço adotada pelo concessionário.

Por fim, o risco institucional é decorrente da possibilidade percebida pelo concessionário de uma quebra de contrato pelo poder concedente. Considerando-se que tal quebra de contrato somente ocorrerá, se e quando, o decisor público entender que o benefício gerado pela quebra do contrato com um dado concessionário, suplante os custos

advindos de tal rompimento, e dada a natureza exclusivamente financeira da avaliação do contrato pelo concessionário, entende-se que tal possibilidade de rompimento será, tão maior, quão maior for a aversão do Estado por despesas financeiras, ou seja, quão maior for o coeficiente  $\mu$ .

Tal entendimento é decorrência de que, qualquer alteração contratual desejada pelo poder concedente, que seja adequadamente compensada financeiramente ao concessionário, não será vista por este como quebra contratual unilateral, mas sim, como uma simples repactuação das condições iniciais. Ou seja, possibilidades de alterações nas condições contratuais que não reduzam a remuneração esperada pelo concessionário não são por ele valoradas em sua taxa de oportunidade. Adicione-se ainda que, como qualquer alteração contratual pode ser financeiramente compensada ao concessionário por um aumento das despesas públicas associadas ao contrato de concessão, tal compensação somente não ocorrerá por conta de uma aversão do poder concedente a este item, ou seja, pelo coeficiente  $\mu$ .

Sobre a soma algébrica dos encaixes e desembolsos esperados pelo concessionário a cada período do contrato de concessão (FCX), considerando-se que sua variabilidade foi considerada como componente da taxa de oportunidade ( $T_c$ ), sua definição é decorrência direta das cláusulas contratuais. Assim, a forma como o concessionário é remunerado por seus serviços, e o volume de desembolsos, quer relacionado com investimentos, quer relacionados com despesas, a que estiver sujeito por conta das condições contratuais determinarão as estimativas feitas por ele para esta parcela.

#### **IV - A Conjugação dos Interesses do Poder Concedente e do Concessionário.**

Formalizadas as formas como o poder concedente e o concessionário podem mensurar os seus objetivos em relação ao contrato de concessão, resta a esta sessão procurar identificar as principais diferenças na forma de valoração de cada uma das partes, a fim de entender o impacto esperado das escolhas do poder concedente em ambos os modelos e suas prováveis conseqüências.

Em primeiro plano é interessante destacar que, enquanto a avaliação do concessionário é exclusivamente financeira, a do Estado transcende este aspecto, ao contemplar variáveis como conforto percebido e crescimento econômico em prazos superiores aos do contrato em si.

Em segundo lugar, é interessante observar que o Estado não contempla, em sua avaliação, riscos associados à atividade de prestação dos serviços. Embora subliminar esta característica é decorrente de tal risco simplesmente não existir para o Estado, dada a sua diversificação

em toda a economia. Ou seja, enquanto para o Estado o risco diversificável é zero, para o prestador do serviço ele será obrigatoriamente maior que zero.

Da primeira diferença entre os dois modelos decisórios depreende-se que, considerando-se um contrato específico de prestação de serviço, é mais eficaz que o Estado defina as condições de custo e qualidade, bem como, o nível de oferta dos serviços que o concessionário deverá cumprir. Primeiro, pela ausência do impacto global de tais condições no modelo de avaliação do concessionário e segundo, pelas distorções a que as decisões sobre tais condições estariam sujeitas, se analisadas exclusivamente da ótica financeira do concessionário. Para esclarecer tais distorções, admitindo-se como preço de mercado o custo marginal de um bem ou serviço e, considerando-se as escalas e a imperfeita divisibilidade dos investimentos associada aos serviços de infraestrutura, deixado ao ofertantes do serviço a escolha da capacidade ociosa, naturalmente, esta capacidade ociosa tenderá a zero, situação em que o preço de equilíbrio sofre uma descontinuidade e corresponde à escala de investimento eficiente para aumentar a oferta.

A segunda diferença entre o modelo decisório do poder concedente e o do concessionário leva a uma conclusão bastante imediata: como o risco do concessionário é naturalmente maior que o do poder concedente, sempre que, contratualmente, for atribuída ao primeiro a responsabilidade pela variabilidade de uma das variáveis que afetem sua remuneração, considerada por ele como não controlável (p. ex. quantidade demanda, gastos de investimento etc), tal variabilidade onerará mais o valor presente dos gastos associados à prestação dos serviços que oneraria, caso tal variabilidade fosse assumida pelo Estado. Sobre este aspecto é importante, ainda, destacar a possibilidade do Estado de distribuir os gastos decorrentes da oferta dos serviços públicos entre a tarifa ( $T_u$ ) e os gastos públicos ( $D_p$ ) o que, de acordo com o modelo apresentado, se dará em função dos tamanhos relativos de  $\mu$  (aversão do Estado ao gasto) e  $\alpha$  (impacto que a tarifa tem para o usuário).

Destacadas as principais diferenças entre os modelos de avaliação do poder concedente e do concessionário, passamos a analisar algumas das principais decisões do Estado a respeito das obrigações e responsabilidades entre as partes em um contrato de concessão de serviços públicos.

1. **Da remuneração do concessionário** – de acordo com o modelo apresentado, a remuneração do concessionário deve ser tão estável quanto o possível, ou seja, não deve depender de fatores vistos por ele (concessionário) como fora de seu controle, tais como: demanda, tarifas, custos unitários dos insumos, gastos de investimentos etc.

2. **Da responsabilidade pelos investimentos** – tanto a decisão sobre a tempestividade dos investimentos, quanto a responsabilidade pelas variações de gastos ocorridas em sua execução, devem caber ao poder concedente, como forma de minimizar os custos totais do serviço.
3. **Dos índices de qualidade dos serviços** – também devem ser estabelecidos pelo poder concedente e podem afetar a remuneração do concessionário, desde que, expurgadas as variações decorrentes de condições não controladas por ele, tais como: realização dos investimentos sob responsabilidade do Estado, variações imprevistas da demanda etc.
4. **Critério da licitação da concessão** – dentre as possibilidades mais comuns para este item (pagamento ao Estado pelo concessionário do maior valor pela concessão, ou pagamento ao concessionário da menor remuneração) a mais indicada parece a segunda, especialmente por não implicar em compromisso de desembolso para o concessionário, o qual, como já exposto, seria gravado por uma taxa de oportunidade maior que a do poder concedente.
5. **Da fixação das tarifas** – também este item deve caber ao Estado, uma vez que, em não afetando a remuneração do concessionário, o critério de decisão para este item será o valor relativo dos coeficientes  $\alpha$  e  $\mu$ .

## V - Algumas Considerações Adicionais

Ao identificar uma maior taxa de risco associada ao concessionário que ao poder concedente, o modelo proposto advoga a assunção pelo Estado dos riscos identificados com a prestação dos serviços públicos. Entretanto, uma forma diferente da aqui apresentada de reduzir-se a percepção de risco por parte do concessionário, seria um aumento da complexidade dos contratos de concessão pela incorporação de salvaguardas relativas às variações inesperadas nas condições de prestação dos serviços, antecipando-se suas implicações e pré estabelecendo os mecanismos de compensação.

Contudo, pela natureza dos contratos, tal nível de completude é improvável e, ainda que o fosse, agora de acordo com o modelo apresentado, implicaria em um desproporcional aumento dos custos globais da prestação dos serviços pelo incremento das despesas públicas relativas à administração do contrato, seja por tornar mais complexas as auditorias, seja por aumentar o tamanho necessário das estruturas dos órgãos reguladores.

Outro ponto não explicitamente tratado no modelo é a possibilidade de comportamentos oportunistas por parte do concessionário. Porém, ao reduzir o número de variáveis que afetam sua

remuneração, entende-se que também se reduz a possibilidade de ocorrência de tais comportamentos, dado o menor número de manipulações de índices e eventos sujeitas a este tipo de comportamento.

Ainda, outro ponto relevante é a questão da concorrência entre prestadores de serviços públicos. Nitidamente, o modelo advoga pela não concorrência na prestação do serviço, mas sim na licitação da concessão que, por não prever investimentos sobre a responsabilidade do concessionário, não estará restrita às limitações de prazo mínimo para a recuperação dos investimentos realizados.

Por último, as questões relacionadas ao grau de verticalização e internacionalização dos prestadores de serviço público perdem relevância relativa. As primeiras, pelo fato de sua remuneração não depender de eventuais economias de escala ou escopo na prestação do serviço público, dado que tais economias serão naturalmente definidas e apropriadas pelo poder concedente. As segundas pela não propriedade dos ativos pelo concessionário, o qual atuará apenas como administrador delegado pelo Estado.