

Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Julho de 2004 - Ano 4 - Número 54

Apresentação

Não faz muito tempo que a economia brasileira iniciou um processo de recuperação e já começam a aparecer sinais de elevado grau de utilização da capacidade. Refletindo as novas informações, surgiram, por um lado, temores de que o Banco Central possa até mesmo vir a elevar a taxa de juros para conter pressões inflacionárias de demanda, enquanto que, de outro lado, alguns analistas passaram a temer um bloqueio do crescimento por insuficiência de investimentos. Seria de fato altamente preocupante se as possibilidades de crescimento da economia fossem tão limitadas. Mas, conforme examinado no *Panorama Macroeconômico* desta edição, não há evidências até o momento de que um quadro de inflação de demanda esteja se configurando. Tampouco se aplica à situação atual a imagem do “vôo da galinha”, isto é, de um crescimento de curta duração. Eventuais restrições de oferta levariam, em vez disso, a taxas de crescimento mais baixas do que as alcançáveis sem tais restrições, mas não a um processo do tipo *stop and go*, em que os *stops* são produzidos por choques de demanda.

Nas demais seções da presente carta de conjuntura são tratados em mais detalhes os diversos aspectos da conjuntura atual. Cabe chamar a atenção para a análise do crescimento do comércio mundial em valor, que tem sido importante para viabilizar a forte expansão das exportações brasileiras, e em particular para os elevados preços das *commodities* – cujo impacto específico no caso brasileiro é analisado através de um índice específico apresentado na seção *Setor Externo*.

Por fim, na *seção Coppead*, o professor Eduardo Saliby discute a abrangência do IGP (Índice Geral de Preços) como indexador de preços da economia brasileira e investiga as possíveis causas de seu desalinhamento em relação aos demais índices de preços.

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

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
- Silvio Salles - conjuntura@ie.ufrj.br
- Paulo Gonzaga - conjuntura@ie.ufrj.br
- Margarida Gutierrez - margarida@ie.ufrj.br
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho - thadeu@ie.ufrj.br
- Cecília Rutkoski Hoff - conjuntura@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
- Web : www.ie.ufrj.br/conjuntura

ÍNDICE

ÍNDICE	PÁGINA
PANORAMA MACROECONÔMICO	5
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	14
INFLAÇÃO	19
POLÍTICA FISCAL	26
SETOR EXTERNO	32
SEÇÃO COPPEAD	37

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Diante do amplo conjunto de indicadores positivos sobre a atividade econômica que vêm sendo divulgados desde maio, já não cabe mais nenhuma dúvida de que a economia brasileira se encontra em franca recuperação e a um ritmo razoavelmente forte. Ao contrário do que muitos previam, a virtual interrupção da taxa Selic - queda de apenas 0,5 ponto percentual nos primeiros sete meses do ano - não comprometeu a recuperação da atividade econômica. E esta tampouco foi afetada negativamente pela turbulência no mercado financeiro ocorrida entre o final de abril e meados de junho - já superada, como se percebe pelo comportamento recente do risco Brasil e do dólar (tabela 1). Além da recuperação expressiva da atividade econômica, outros destaques no desempenho da economia vêm sendo o comportamento excepcional da balança comercial e, do lado fiscal, o cumprimento com folga das metas para o superávit primário e a redução da relação dívida pública/PIB neste ano.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Risco Brasil (a) ⁽¹⁾	Risco dos Emergentes (b) ⁽¹⁾	(a)/(b) (%)	Taxa de câmbio (R\$/US\$)	Swap de 1ano PróxDI	IPCA acumulado nos próximos 12	Taxa de juro real ex-ante ⁽⁴⁾
16/mar/04 ⁽²⁾	560	445	25,84	2,90	15,28	5,38	9,39
13/abr/04 ⁽²⁾	539	410	31,46	2,89	15,34	5,48	9,35
18/mai/04 ⁽²⁾	707	504	40,28	3,12	17,72	5,65	11,42
15/jun/04 ⁽²⁾	675	500	35,00	3,14	17,76	5,98	11,12
20/jul/04 ⁽²⁾	593	460	28,91	3,00	16,85	6,27	9,96
2/ago/04	593	467	26,98	3,05	17,64	6,29	10,68

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 PróxDI de 1 ano deflacionado pela inflação esperada nos próximos 12 meses

Mas as preocupações com a inflação e com a trajetória da taxa de juros têm aumentado, gerando o temor de que a manutenção da taxa Selic em 16% por um período prolongado ou até mesmo a sua elevação nos próximos meses - possibilidades admitidas na ata da última reunião do Copom - possa prejudicar a recuperação da economia. Além disso, ainda existem muitas dúvidas sobre se os investimentos necessários para garantir um crescimento robusto nos próximos anos serão, de fato, realizados. E muitos analistas consideram que o crescimento em curso representa uma mera recuperação cíclica, através do aproveitamento da capacidade ociosa, e que, por diferentes razões, o cenário mais provável para a economia brasileira no futuro próximo

continuará sendo o do chamado “vão da galinha”, com a dinâmica do tipo “stop and go” que tem marcado a economia brasileira desde meados dos anos noventa sendo mantida. O bom desempenho recente da economia brasileira e os riscos para sua continuidade - inflação/taxa de juros, restrições de oferta por insuficiência de investimento e risco de permanência do “stop and go” - são comentados em seguida.

Tabela 2 - Produção Industrial

	Crescimento desde o início da retomada mai04/jun03 (%) ⁽¹⁾	Crescimento acumulado no ano (%)	Crescimento em 2004 na hipótese de crescimento nulo na margem a partir de maio (%)
Indústria Geral	11,3	6,5	6,1
Bens de Capital	30,7	22,5	17,5
Bens Intermediários	9,8	5,2	5,2
Bens de Consumo Duráveis	26,1	21,5	17,2
Bens de Consumo Semi e Não Duráveis	5,6	1,3	2,5

Fonte: IBGE

(1) Dados dessazonalizados

Como evidencia a tabela 2, de junho de 2003 (mês imediatamente anterior ao início da retomada do crescimento industrial) até maio de 2004, a indústria cresceu 11,3%, o que atesta a força da recuperação da economia, e faz desta retomada a mais vigorosa entre as ocorridas de 1995 para cá. Por sua vez, a simples manutenção do nível de produção de maio até o final de 2004 (crescimento nulo na margem durante todo o restante do ano) já garantirá um crescimento da indústria neste ano de 6,1%. Como, porém, ao que tudo indica, a indústria continua (e continuará) crescendo, sua expansão no ano ficará acima disso (próxima de 7%, segundo a projeção do Grupo de Conjuntura). Outro resultado positivo recente da atividade econômica é que o crescimento vem ficando mais espalhado, como se percebe no comportamento das vendas no comércio varejista de não-duráveis, setor tipicamente dependente da massa salarial, e que começa a responder a melhora (embora ainda tímida) dos indicadores do mercado de trabalho (tabela 3).

Tabela 3: Vendas no Comércio Varejista, Massa Salarial e Emprego

	Variação % em relação a igual período do ano anterior			
	mai/04	jun/04	jan-mai/04	jan-jun/04
I) Vendas da Indústria (CNI)	20,3	-	14,7	-
II) Vendas Comércio Varejista (IBGE)				
Total	10,0	-	8,5	-
Bens de Consumo Não Duráveis	5,2	-	4,8	-
III) Mercado de Trabalho				
III.1) Massa Salarial habitualmente recebida pelas pessoas ocupadas PME/IBGE	1,5	2,8	-1,9	-1,1
Indústria (PIMES-IBGE)	7,2	-	8,8	-
III.2) Empregados com Carteira				
PME	1,6	4,3	-0,1	0,5
Caged	3,6	4,8	3,7	3,9

O ritmo forte de recuperação da economia vem contrariando claramente as previsões dos críticos da política macroeconômica vigente, segundo os quais, mantida a política monetária de juros altos (para o cumprimento das metas de inflação) e o superávit primário elevado (para conter a relação dívida pública/PIB), o crescimento seria necessariamente medíocre. Mas, à luz do observado em outras retomadas nos últimos anos, a evolução da atividade econômica de meados do ano passado para cá não vem tendo nada de muito surpreendente. A rigor, a recuperação em curso vem seguindo, grosso modo, o mesmo padrão das retomadas anteriores. Como de outras vezes, superada a crise de confiança que desencadeou pressões intensas no mercado cambial, alta forte da taxa de juros e retração da economia, a taxa de câmbio se estabilizou, os juros futuros começaram a cair, a isto se seguiu o início do processo de redução da taxa Selic e logo após (como nas outras retomadas) a produção industrial voltou a crescer de forma expressiva (a diferença desta vez é que o crescimento tem sido ainda mais vigoroso que nas outras oportunidades). O fato é que, à semelhança de outras recuperações, a economia brasileira mais uma vez vem sendo capaz de crescer a um bom ritmo, mesmo com taxas de juros reais muito elevadas pelos padrões internacionais (inclusive de economias emergentes).

Embora a atividade econômica venha se recuperando a um ritmo expressivo, existem riscos para a continuidade do bom desempenho da economia, que devem ser bem avaliados. No curto prazo, o principal fator de incerteza reside no comportamento da inflação e da taxa de juros: teme-se que uma eventual elevação da taxa Selic pelo Banco Central nos próximos meses (ou a manutenção da taxa atual por um período excessivamente longo), para conter a alta dos preços, acabe afetando de forma significativa a recuperação da economia. Numa perspectiva de mais longo prazo, as questões-chave em relação ao crescimento são: i) se haverá investimento suficiente para manter a economia crescendo a taxas elevadas; ii) se a economia brasileira conseguirá, afinal sair da alternância de períodos de expansão e retração quem vem marcando o seu desempenho nos últimos anos, ingressando numa rota de crescimento sustentado.

No que se refere à inflação, embora as projeções do mercado (segundo levantamento do Banco Central) ainda apontem para uma alta de preços dentro do intervalo de tolerância das metas para 2004 e 2005, houve nos últimos meses uma nítida piora das expectativas inflacionárias. Diante disso e da aceleração do crescimento econômico, o Copom admitiu, na ata de sua reunião de julho, que a taxa Selic poderá ser mantida em 16% por um período prolongado, e não descartou a possibilidade de ter eventualmente que subir a taxa Selic para garantir o cumprimento das metas de inflação definidas. E, pela primeira vez, o Copom mostrou uma preocupação clara com o aquecimento da economia como fator de pressão inflacionária, que poderá levá-lo a subir a taxa de

juros. Mas até que ponto pode-se atribuir o comportamento da inflação no período recente à expansão da atividade econômica? Que risco existe de um “trade-off” nos próximos meses entre crescimento e controle da inflação, que force o Banco Central a conter o nível de atividade?

Nos últimos anos, as altas da inflação têm sido claramente associadas a desvalorizações cambiais (pelo seu impacto direto sobre os comercializáveis e indireto, via IGP-DI, sobre os preços administrados), e não ao comportamento da demanda. E a trajetória recente da inflação ainda parece ter pouco a ver com a retomada do crescimento. Evidências neste sentido podem ser obtidas da tabela 4, que mostra a evolução da inflação no acumulado de 12 meses desde 1999, e da tabela 5, que evidencia a mudança de preços relativos (entre os preços dos comercializáveis, dos não-comercializáveis, dos administrados e a taxa de câmbio) ocorrida neste período.

Tabela 4: IPCA - Variações percentuais em 12 meses

Período	Geral	Preços livres			Administrados
		Geral	Comercializáveis	Não-Comercializáveis	
dez/99	8,94	6,37	11,27	1,62	20,90
dez/00	5,97	3,69	3,65	3,73	12,91
dez/01	7,67	6,56	7,31	5,69	10,77
dez/03	12,53	11,49	14,88	7,47	15,32
mai/03	17,24	15,31	20,24	9,55	22,31
dez/03	9,30	7,79	8,69	6,65	13,20
jun/04	6,06	5,75	5,45	6,13	6,85

Fonte: IBGE

Tabela 5: IPCA - Evolução dos Preços Relativos

	IPCA			Taxa de Câmbio Nominal / IPCA (c)	(a) / (b)	(a) / (c)
	Comercializáveis/ Índice Geral (a)	Não Comercializáveis/ Índice Geral (b)	Administrados/ Índice Geral			
dez/98	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
dez/99	1,02	0,93	1,11	1,40	1,09	0,73
dez/00	1,00	0,91	1,18	1,41	1,09	0,71
dez/01	1,00	0,90	1,22	1,58	1,11	0,63
dez/02	1,02	0,86	1,25	2,15	1,19	0,47
mai/03	1,01	0,84	1,28	1,64	1,20	0,62
dez/03	1,01	0,84	1,29	1,59	1,21	0,64
jun/04	1,01	0,84	1,28	1,64	1,20	0,62

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

De acordo com a tabela 4, a inflação recuou no ano 2000 - período de relativa estabilidade da taxa de câmbio -, a despeito do crescimento expressivo da economia naquele ano. E nos anos seguintes, impulsionada pela desvalorização cambial em 2001 e pela nova (e forte) desvalorização em 2002, a inflação ingressou numa trajetória de alta, cujo pico foi em maio de 2003 (17,2% no acumulado de 12 meses).

Desde então, com o recuo e estabilização da taxa de câmbio, a inflação veio caindo, e mesmo com a retomada do crescimento de meados de 2003 para cá, encontra-se atualmente (junho) em 6,1%. Por sua vez, percebe-se na tabela 5 que os períodos de alta da inflação foram sempre mercados por mudanças de preços relativos, induzidas por desvalorizações cambiais, a favor dos comercializáveis e contra os não-comercializáveis. Já nos períodos de recuo da inflação - dezembro de 1999 a dezembro de 2000 e maio de 2003 a junho de 2004 - a relação entre os preços dos comercializáveis/preços dos não-comercializáveis permaneceu praticamente estável, refletindo a estabilização da taxa de câmbio.

Caso a expansão da demanda estivesse sendo um determinante importante do comportamento da inflação, como deveriam estar evoluindo os preços relativos? Em princípio, com o aquecimento da demanda (e câmbio estável) uma mudança de preços relativos típica seria o aumento dos preços dos não-comercializáveis em relação ao dos comercializáveis (cuja alta de preços continuaria sendo inibida pela combinação de câmbio estável e concorrência externa). Também poderia ocorrer um aumento de preços dos comercializáveis acima da desvalorização cambial se, por exemplo, o repasse de uma desvalorização cambial prévia para estes preços tivesse sido inibido anteriormente pela contenção da demanda, e agora num contexto de demanda mais folgada, as empresas buscassem recompor a sua margem de lucro, aumentando o coeficiente de repasse do câmbio para os seus preços. Portanto, dois indicadores relevantes de pressão de demanda sobre os preços são a queda da relação preços dos comercializáveis/não-comercializáveis e/ou o aumento do preço dos comercializáveis/taxa de câmbio. Ocorre que, de maio de 2003 a junho de 2004, ou, para se tomar o período mais recente, de dezembro de 2003 para cá, estas duas relações têm permanecido relativamente estáveis - como evidencia a tabela 5 -, o que sugere que a expansão da demanda ainda não vem afetando de forma importante o comportamento dos preços.

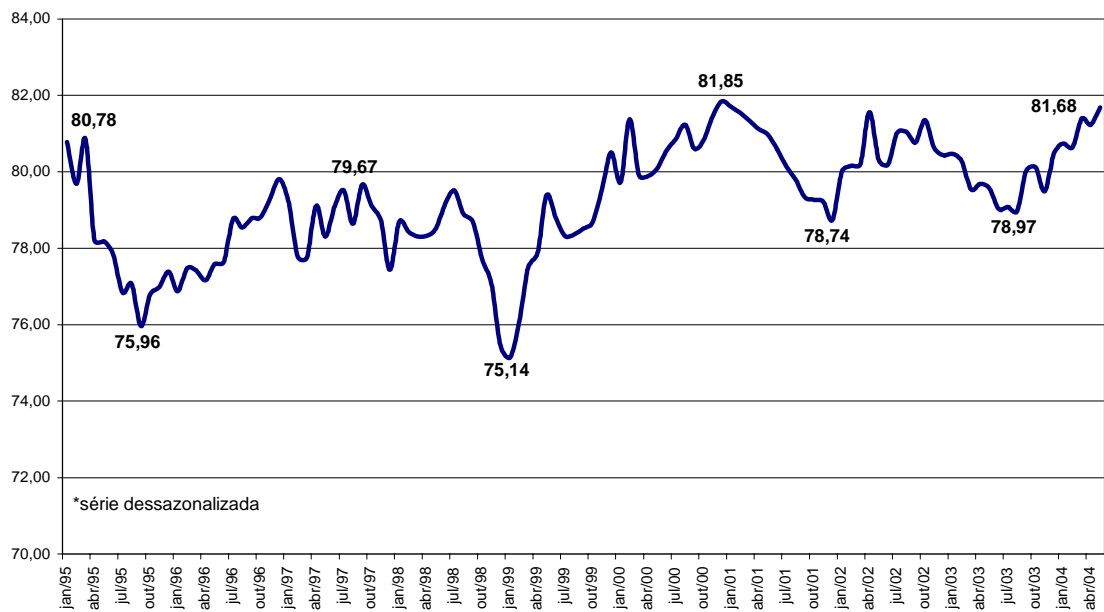
Por certo, se a recuperação da economia for muito forte nos próximos meses, o comportamento da demanda poderá dificultar o controle da inflação - sobretudo, porque há indicações de que a indústria já vem operando com estoques baixos (portanto, sem amortecedor para o caso de uma expansão rápida da demanda) e alguns setores da indústria (de bens intermediários) já estão com grau elevado de utilização de capacidade. Mas o fato é que, por enquanto, não há qualquer indicação de que a contenção da inflação esteja sendo muito dificultada por pressões da demanda sobre os preços. Na medida em que a taxa de câmbio permaneça relativamente estável e a política monetária continue sendo conduzida com cautela de modo a evitar um crescimento excessivamente rápido da demanda agregada, tudo indica que a inflação permanecerá sob controle, ficando neste e no próximo ano dentro das metas estabelecidas (abaixo de 8% e de 7%, respectivamente). Mesmo

que para isto a taxa Selic tenha de permanecer ainda durante algum tempo em 16%, é pouco provável que a atividade econômica seja muito afetada, já que, a despeito deste nível elevado de juros, as indicações mais recentes são de que a economia continua crescendo a um bom ritmo. Efeitos negativos mais acentuados sobre o crescimento possivelmente só ocorrerão se a perspectiva atual de redução lenta da taxa Selic for revertida, e a percepção do mercado passar a ser a de que o Banco Central iniciará um novo ciclo de alta da taxa de juros para conter a inflação. Mas, por enquanto, a probabilidade deste cenário adverso parece relativamente baixa.

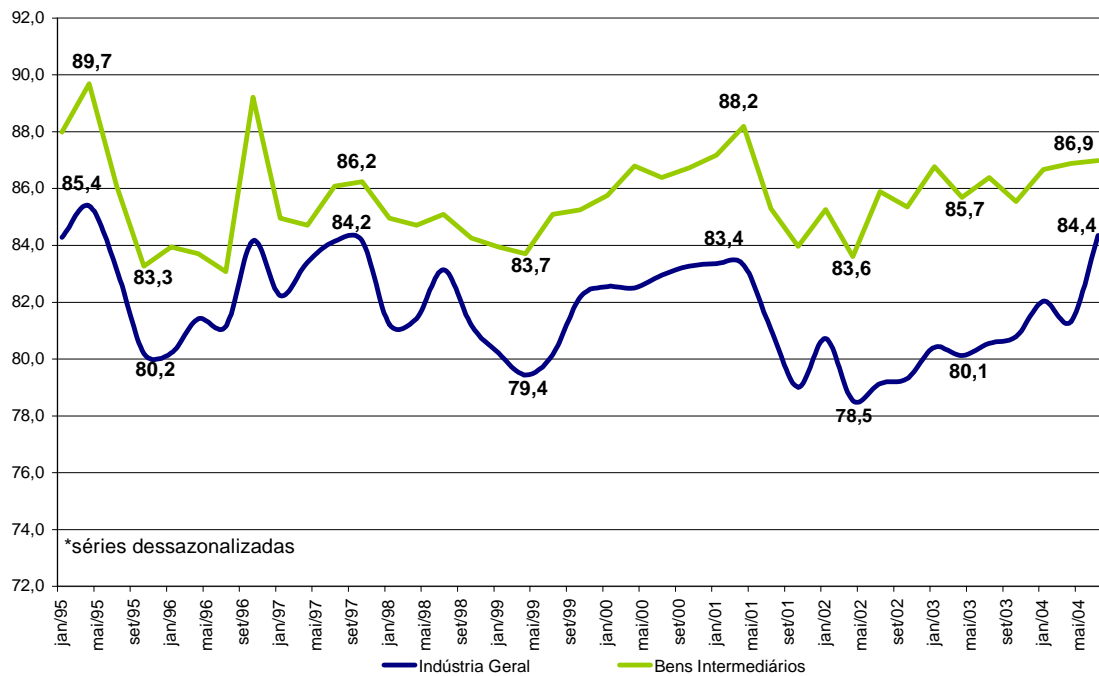
De todo modo, como se percebe nos gráficos abaixo, a expansão da atividade econômica tem levado a uma rápida elevação do grau de utilização da capacidade instalada da indústria, que se encontra atualmente próximo dos seus picos históricos, tanto pelos dados da CNI quanto pelos da FGV. E isto vem reforçando a preocupação com a possibilidade de que restrições de oferta possam impedir a continuidade de um ritmo expressivo de crescimento nos próximos anos. Mas do que isto, para muitos analistas a insuficiência de investimento - atribuída por alguns à política macroeconômica atual de juros e superávit primário elevados, e por outros à falta de um marco regulatório adequado e de reformas microeconômicas para estimulá-los - acabará fazendo com que a recuperação atual seja mais uma vez um "vôo da galinha". Ou seja, um crescimento de curta duração, que repetiria o padrão de "stop and go" que vem caracterizando a economia brasileira desde meados dos anos noventa.

A associação, feita por muitos analistas, entre uma eventual insuficiência de investimento e o "stop and go" dos últimos anos - o chamado "vôo da galinha" - é, no entanto, inadequada. Na verdade, as reversões cíclicas de meados dos anos noventa para cá não foram causadas por restrições de oferta, mas sempre por retrações acentuadas da demanda induzidas por elevações fortes da taxa de juros no contexto de crises cambiais (e no caso da crise de 2001 também por um fator específico, a crise energética, que potencializou bastante os efeitos negativos sobre a atividade econômica da alta dos juros e das pressões sobre o câmbio). Como em nenhum caso as interrupções do crescimento foram determinadas por falta de capacidade produtiva, o significado dos picos prévios de utilização da capacidade (dos quais a indústria se encontra atualmente próxima) deve ser relativizado, não fazendo sentido considerá-los como indicação de um potencial de crescimento prestes a se esgotar.

Grau de Utilização da Capacidade da Indústria (CNI)



Grau de Utilização da Capacidade da Indústria Geral e da Indústria de Bens Intermediários (Sondagem-FGV)



Outro aspecto a se ter em conta é que ao mesmo tempo em que o grau de utilização de capacidade vem crescendo, o investimento também vem tendo uma recuperação expressiva desde meados do ano passado, com destaque para o aumento da absorção doméstica de bens de capital (de 11,4% no acumulado do ano até maio, segundo estimativa do Banco Central). E este é um dado animador da conjuntura que contraria a tese de que a política econômica macroeconômica atual inviabilizaria o aumento do investimento necessário para a continuidade do crescimento, e a retomada em curso seria uma mera recuperação cíclica, favorecida pelo elevado grau de capacidade ociosa da economia.

De qualquer forma, o potencial de crescimento da economia brasileira nos próximos anos ainda é difícil de ser estimado, porque existem muitas dúvidas sobre a taxa de investimento requerida, nas condições atuais, para garantir um crescimento a taxas expressivas, e sobre se os investimentos necessários para isto - em particular, na infra-estrutura - serão, de fato, realizados. Mas o risco de que a economia continue tendo, daqui para frente, um crescimento médio baixo pela mesma razão dos últimos anos - a constante alternância entre períodos de expansão e de retração da atividade econômica induzida por crises cambiais - parece relativamente pequeno. Ainda que a economia brasileira continue vulnerável a crises cambiais - entre outras razões, por possuir indicadores de solvência externa e fiscal piores do que os das principais economias emergentes -, a melhora substancial dos seus fundamentos (principalmente as contas externas) num contexto, como o atual, de retomada do crescimento e inflação baixa torna a economia bem mais resistente a crises. E na ausência de uma piora muito acentuada do cenário externo ou de crises políticas domésticas que gerem muitas incertezas sobre os rumos da política econômica, é pouco provável que a economia volte a se defrontar com interrupções do crescimento como as que vinham sendo observadas recorrentemente.

Tabela 6 - 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 %)	7,15	7,10
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,70	4,30
Contas Fiscais (em % do PIB)		
Saldo Primário	4,25	4,25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	29,10	30,00
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	6,10	7,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	3,10	3,05
Média do Ano	3,03	3,00
Taxa Selic		
Acumulada no ano	16,00	16,00
Final do Ano	15,75	15,50

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

*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 30/07/ 04 (Relatório de Mercado).

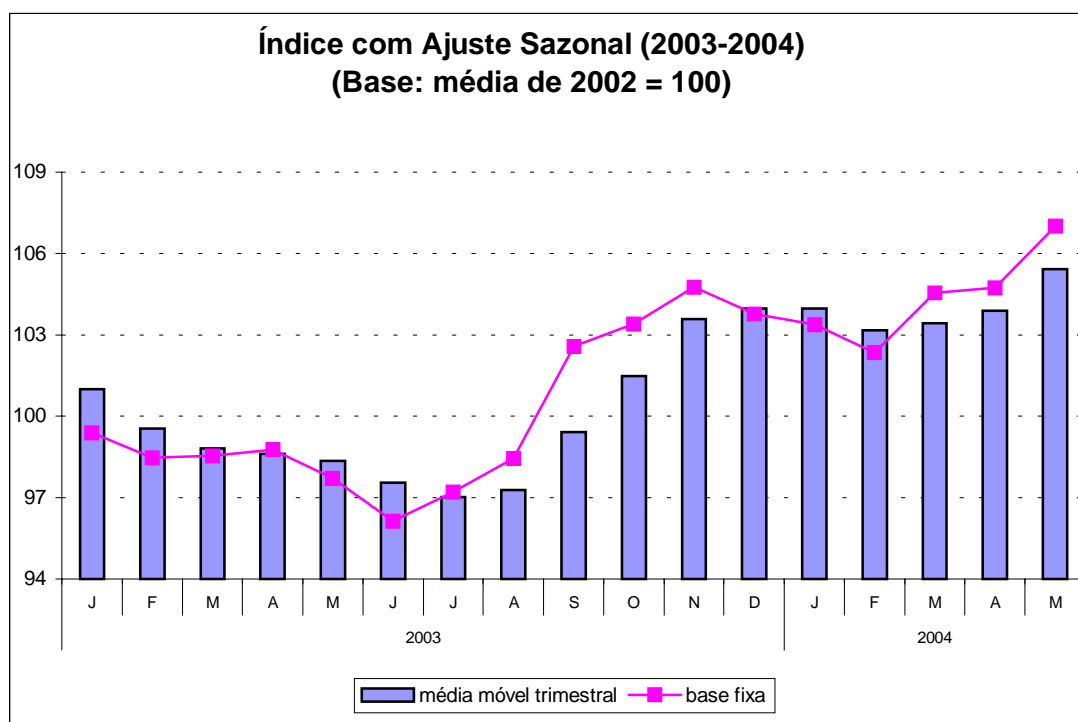
Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

Indústria em maio - o crescimento desequilibrado é um problema?

Depois dos bons resultados de maio, para um conjunto de indicadores da atividade econômica, poucos duvidam de que uma retomada está em curso (gráfico 1), ainda que se mantenham os níveis elevados de taxa de juros e taxa de desemprego e o baixo patamar do rendimento real.

Gráfico 1



Este aparente paradoxo pode ser entendido quando se analisa a trajetória destas variáveis, em especial a ponta da série. A taxa de juros está elevada, mas virtualmente estável em 2004, e teve grande queda ao longo do segundo semestre de 2003. Portanto, está bem abaixo do nível de um ano atrás. A taxa de desemprego está elevada, mas em queda na ponta da série, refletindo o aumento do emprego havido nos últimos meses. O rendimento real, embora abaixo de 2003, está reagindo favoravelmente ao longo do corrente ano, mostrando tendência ascendente. As exportações industriais, em especial, e mais

recentemente as vendas do comércio varejista também dão sinais positivos. Neste contexto, era só uma questão de tempo para indústria retomar seu crescimento. Esse quadro tem levado a uma revisão (para cima) das estimativas do mercado sobre o desempenho industrial até o final do ano. A confirmação da boa performance das exportações têm se somado os resultados positivos no comércio varejista (especialmente nos bens duráveis) e o aumento na produção de máquinas e equipamentos (bens de capital).

Os índices da indústria em maio, no recorte por categoria de uso (tabela 1), são praticamente todos positivos. Como já mencionado em nota anterior, os indicadores mensal e acumulado tendem a apontar crescimento devido à base de comparação deprimida; portanto, é a evolução do setor ao longo de 2004, observada através dos índices de média móvel trimestral e do indicador mês/mês anterior com ajuste sazonal, que mostra com nitidez a trajetória positiva da produção industrial. O índice maio/abril confirma um perfil típico de crescimento e, na maioria dos casos, registra expressiva aceleração do crescimento. As maiores taxas são de bens de capital (3,7%, contra 1,5% em abril) e bens de consumo duráveis (3,2%, ante 2,9%) que são setores fortemente pró-cíclicos e que por isso mesmo lideram as retomadas. Bens intermediários (1,7%, com 0,4% em abril) e bens semiduráveis e não duráveis (1,7%, após taxa de 0,2% no mês anterior), ficam com marcas abaixo da média da indústria (2,2% em maio e 0,1% em abril).

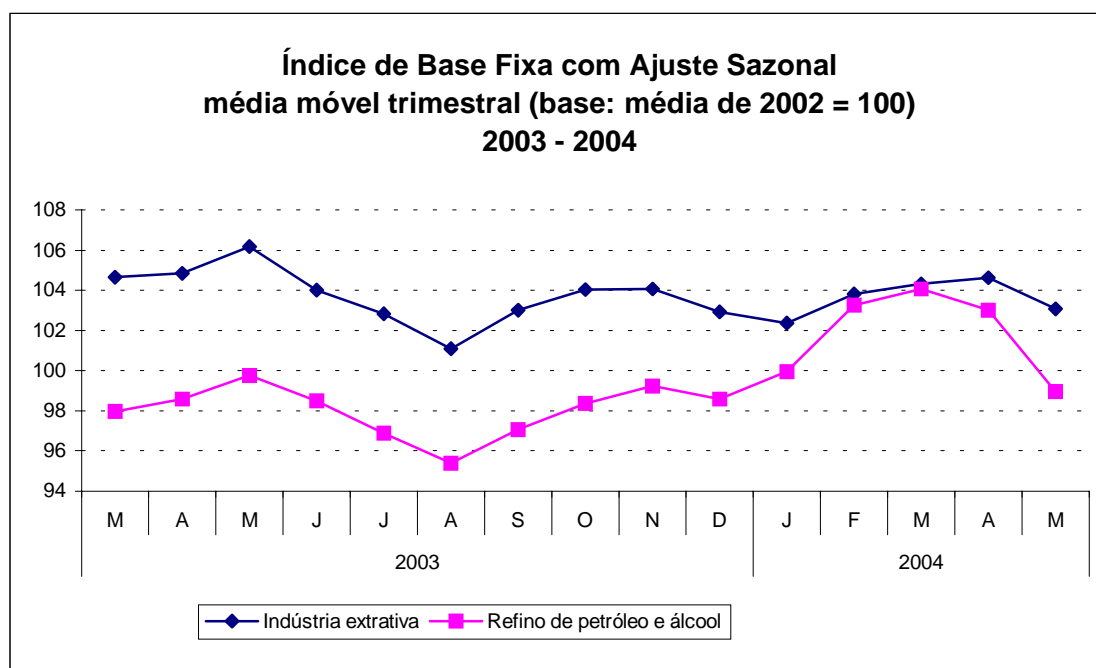
Tabela 1
Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso
Maio 2004

Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	3,7	26,0	22,5	13,2
Bens Intermediários	1,7	6,7	5,2	2,9
Bens de Consumo Durável	3,2	23,4	21,5	12,3
Bens de Consumo Semidurável e Não Durável	1,7	0,9	1,3	-2,0
<i>Indústria Geral</i>	<i>2,2</i>	<i>7,8</i>	<i>6,5</i>	<i>2,8</i>

*com ajuste sazonal

Este movimento de recuperação, como era de se esperar, não ocorre de forma setorialmente equilibrada, pois os bens intermediários tendem a responder com defasagem ao estímulo representado pelo crescimento de bens de consumo duráveis e bens de capital. Vejamos alguns casos utilizando o índice de base fixa com ajuste sazonal - média móvel trimestral. Petróleo é nosso principal insumo energético e a extrativa mineral, que é predominantemente extração de petróleo, está virtualmente estagnada desde meados de 2003 (gráfico 2).

Gráfico 2



Este desempenho seria explicado por uma seqüência de paradas técnicas em plataformas de extração de petróleo e pelo atraso da entrada em operação de novas plataformas. O subsetor de refino de petróleo e álcool, que vinha mostrando movimento ascendente, reverteu esta tendência nos últimos meses. Em menor medida, o mesmo pode ser dito da metalurgia básica que a partir de janeiro perdeu dinamismo (gráfico 3). Este setor é importante por produzir insumos de ampla utilização na economia e ser um dos segmentos de grande presença na pauta de exportações.

Com evolução ascendente estão celulose, minerais não metálicos e veículos automotores (gráficos 3, 4 e 5). O primeiro, principalmente, e o último são grandes exportadores, o que confirma as boas perspectivas para o saldo da balança comercial. O de menor dinamismo entre os três setores citados é minerais não metálicos, que é tradicionalmente associado ao desempenho da construção civil. Sua recuperação é lenta e ainda não alcançou o patamar de março de 2003.

Gráfico 3

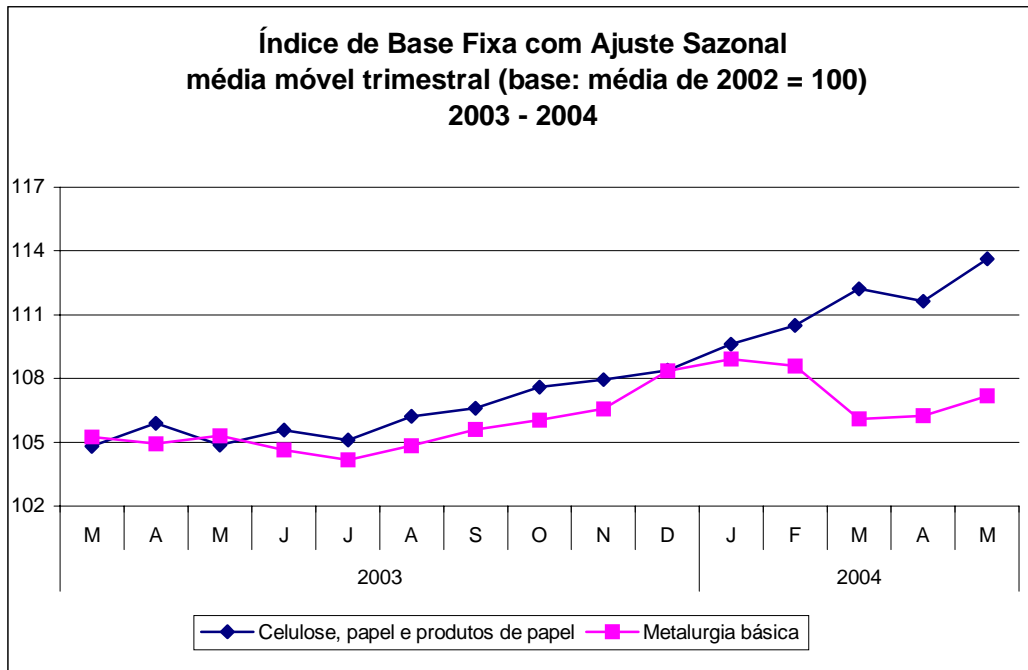


Gráfico 4

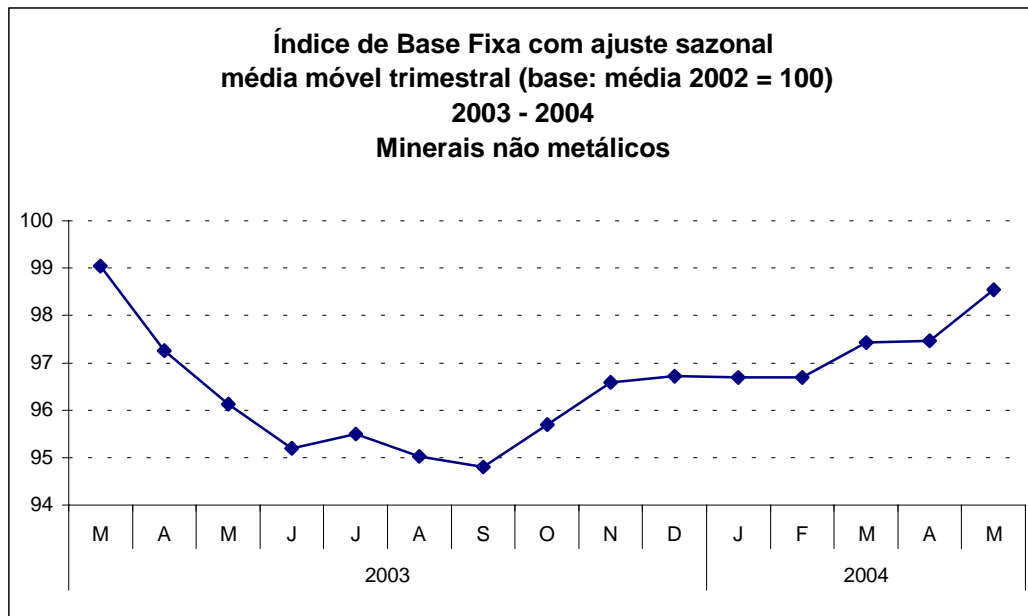
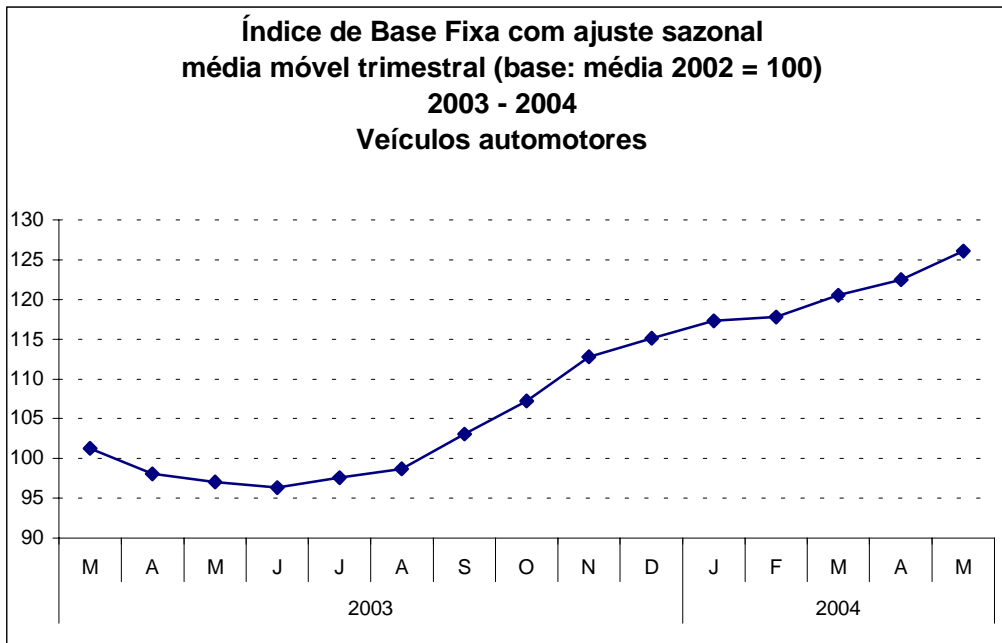


Gráfico 5



Numa avaliação pessimista (e precipitada) já haveria bons motivos de preocupação devido à performance insatisfatória da construção civil (minerais não metálicos) e de setores de insumos básicos da economia (extrativa mineral, refino de petróleo e metalurgia). Mas sendo realista, ainda é cedo para avaliar se estes diferentes ritmos de crescimento estão fora do padrão esperado num contexto de recuperação. Não se deve, no entanto, deixar de acompanhar com atenção o desempenho dos setores citados nos próximos meses.

Inflação

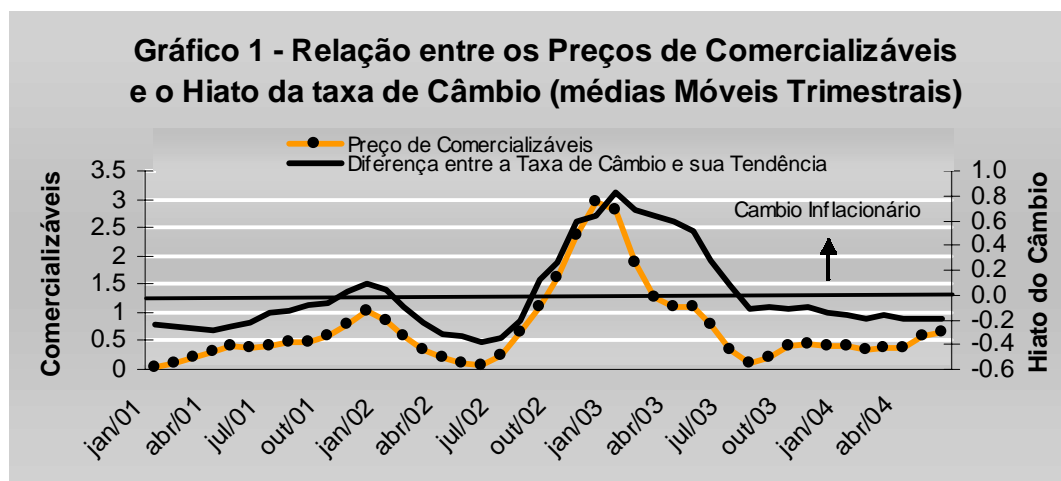
Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Inflação Brasileira, um Teste para o Atual Regime de Metas.

- Introdução

Em 2004 os principais fatores de pressão sobre a inflação advêm de preços de commodities e tarifas. Essa tendência tem sido verificada na maioria dos países e reflete um momento particular de baixas taxas de juros, crescimento sincronizado e inflação mundial elevada. No Brasil, apesar do baixo repasse do atacado para o varejo, a dinâmica recente da inflação é percebida como um entrave à redução da taxa de juros. Essa percepção tem sido formulada a partir do nível das metodologias de núcleo e das expectativas inflacionárias que tem ficado acima do demandado pelo regime de metas.

Nos últimos anos os períodos de disparada dos preços estão, na maioria das vezes, relacionados com o binômio taxa de câmbio e preço de bens comercializáveis. O grau de repasse, como o esperado, tem sido mais elevado nos momentos aonde a taxa de câmbio ultrapassa a de equilíbrio (definição de hiato da taxa de câmbio). Estima-se em dois meses a defasagem do repasse do câmbio para os bens comercializáveis.

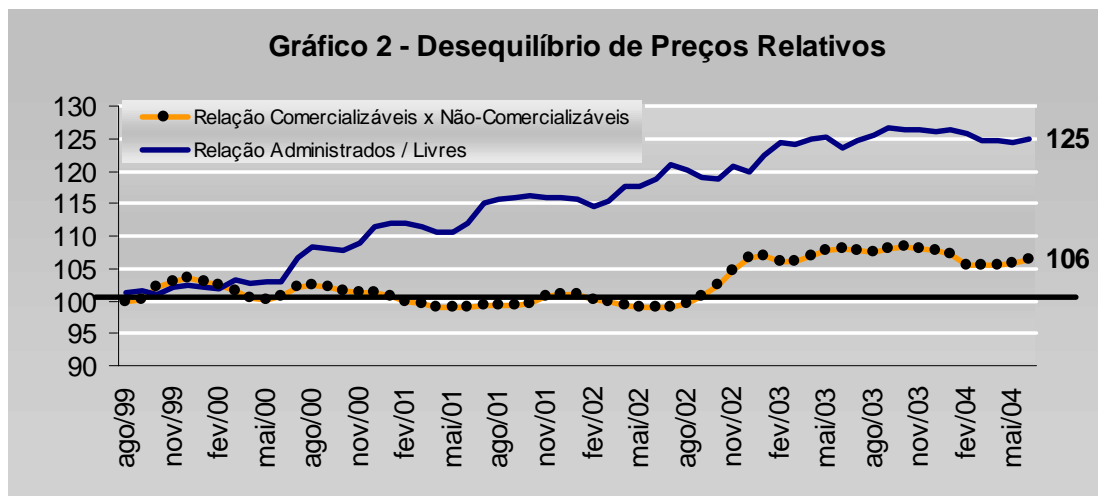


Em 2004 o repasse está sendo um dos mais baixos de todos os tempos apesar da reversão cíclica do nível de atividade. Isso tem ocorrido tendo como pano de fundo um cenário de crescimento elevado das cotações das principais commodities internacionais (não-energéticas, crescimento de 21% em 2004). Para a dinâmica da inflação o aumento na cotação de commodities se assemelha de uma desvalorização do Real.

Nesse contexto, a estabilidade recente da taxa de câmbio tem funcionado como um amortecedor das oscilações das cotações de commodities. Também está sendo importante à concorrência nos setores e o fato do crescimento estar ocorrendo sobre a capacidade ociosa.

Porém, vale destacar o aumento de compressão de margens, que pode em algum momento servir para acelerar os preços ou como barreira a queda acentuada da inflação (como sugere a meta para 2005).

Outro fator que chama a atenção é a elevada persistência do setor de não-comercializáveis. Ainda não se pode afirmar com precisão que a retomada tem sancionado os aumentos de preços, porém é preocupante, o fato de seu nível estar em 6,7% no acumulado em 12 meses. Uma explicação plausível é a defasagem existente desse setor em relação a comercializáveis e preços administrados. Após a desvalorização de 2002 os preços relativos acentuaram em favor dos comercializáveis, cujo efeito foi potencializado pelo fraco desempenho do nível de atividade no período (Gráfico 2 Ago/99 = 100). Nesse sentido, partindo de uma situação de desequilíbrio é possível ocorra pressão dos não-comercializáveis a despeito do nível de renda e da tendência inflacionária. Isto é, o desalinhamento de preços relativos provocado pelo aumento de tarifas e os insumos importados são um fator de preocupação adicional para o Banco Central posto que podem ser repassados para os preços em algum momento no futuro.



Em suma, apesar da tendência de curto prazo ser de desaceleração, o desequilíbrio proporcionado pelos diversos choques no período recente dificulta a redução do nível da inflação como desejado pelas autoridades monetárias. Nesse sentido, tudo leva a acreditar que a missão de convergência da inflação para níveis abaixo de 6% é árdua. Esse número não é ruim se for considerado o passado de hiperinflações, os desequilíbrios no sistema de preços, a vulnerabilidade a variação do dólar e a recente tendência mundial de preços mais elevados. É verdade

que o Banco Central deve perseguir sempre níveis decrescentes de inflação, porém, ele se confronta na prática com limitações que não são nada desprezíveis. De todo modo, no curto prazo a expectativa é que o IPCA alcance 7,1% em 2004, 160 pontos base acima do centro da meta (a projeção assume 8,3% de preços administrados e 6,6% para os livres). No entanto, existe a probabilidade da projeção aumentar para 7,5% se o nível de estabilização da cotação do petróleo (WTI) se estabilizar entre US\$ 40 e 44.

- Resultado Recente de Inflação: Atacado e Varejo

A extensão do choque de oferta sobre os preços no atacado está maior do que o esperado. O elevado crescimento mundial e os conflitos estão postergando a queda dos preços de commodities. Os preços no setor industrial exibem resistência para cair, seja pela cotação de commodities ou pela maior demanda dos setores aonde a retomada é mais vigorosa.

TABELA 1 - INDICE DE PREÇOS NO ATACADO
(Em % ao Mês)

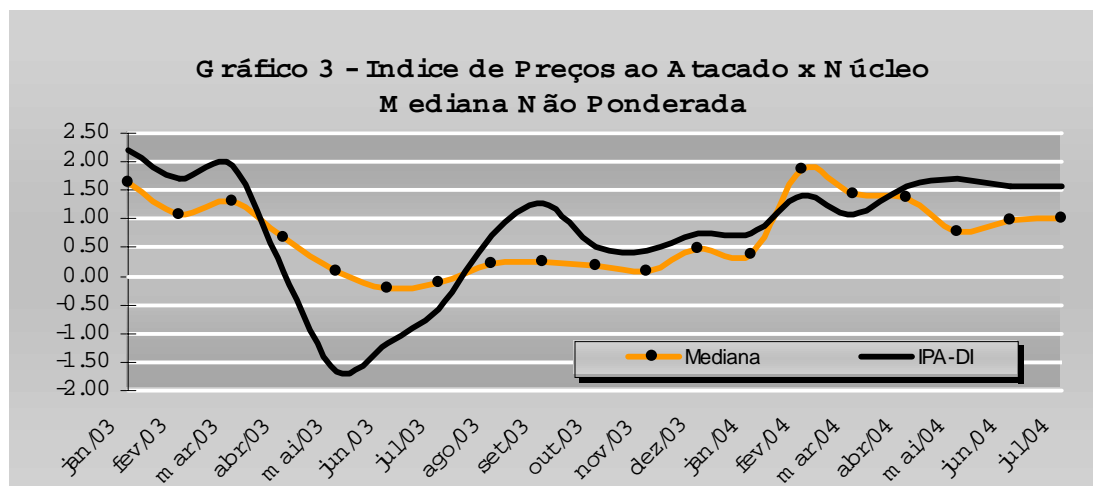
	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04	mai/04	jun/04	jul/04*
IPA	0.75	1.42	1.09	1.57	1.71	1.57	1.58
Produtos Agrícolas	-0.34	-0.76	1.48	0.80	2.71	0.52	0.61
Produtos Industriais	1.20	2.29	0.94	1.86	1.32	1.97	1.94
Núcleo Food and Energy	1.80	2.74	2.22	2.32	1.37	1.69	1.74
Mediana não Ponderada	0.39	1.88	1.43	1.36	0.80	0.97	1.00
Generalidade	0.71	0.85	0.81	0.77	0.87	0.81	0.81

* IGP-M

FONTE : Núcleo Food and Energy, Mediana e Generalidade - elaboração do autor

Apesar do núcleo Exclusão prévia estar indicando inflação mais dispersa entre os setores, a tendência é que o IPA recue para valores próximos a 1% nos próximos meses. A expectativa de desaceleração pode ser constatada pela trajetória da inflação subjacente calculada pelo núcleo Mediana. A principal constatação é que embora os preços estejam mais dispersos, estão crescendo a uma taxa menor. O Gráfico 3 ilustra que esta metodologia tem antecipado com propriedade reversões do IPA.

A variação amortecida do Núcleo Mediana indica que a inflação do IPA caminha ao ritmo de 11,3% ao ano. Esse valor é um fator de preocupação adicional posto que pressiona a inflação de preços administrados para 2005.



No varejo não há evidências de descontrole apesar dos desequilíbrios existentes. Entretanto, os núcleos têm variado muito acima da curva compatível com o centro da meta em 2004 e 2005.

Os preços livres aceleraram acima do esperado no IPCA-15 de julho, mas a tendência é que recuem já no índice fechado do mês. Essa expectativa de recuo se deve a recente apreciação na taxa de câmbio e a desaceleração dos preços agrícolas e de têxteis no atacado. A pressão altista advém dos preços administrados cujo impacto ainda não foi totalizado no IPCA-15. Na prática existe elevada probabilidade do IPCA fechar abaixo de 0,9% pois a tendência de queda dos preços livres é mais elevada do que o incremento dos administrados (expectativa de 0,85%).

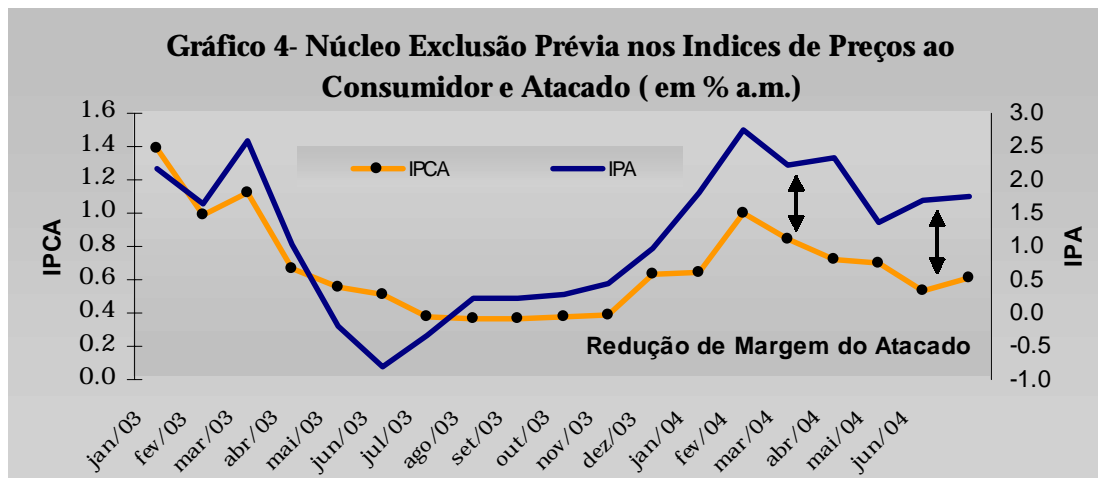
TABELA 2 - PRINCIPAIS DESAGREGAÇÕES DO IPCA
(Em % ao Mês)

	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04	mai/04	jun/04	jul/04*
IPCA	0.76	0.61	0.47	0.37	0.51	0.71	0.93
Preços Administrados	0.84	0.26	-0.07	0.31	0.35	1.03	1.48
Preços Livres	0.76	0.61	0.69	0.39	0.57	0.58	0.71
Classificação Categoria de Usos							
Serviços	0.73	1.90	0.49	0.3	0.29	0.26	0.48
Duráveis	0.88	0.86	1.23	0.62	0.73	0.75	0.76
Não-Duráveis	0.87	0.20	0.71	0.24	0.57	0.66	0.71
Semi-Duráveis	0.35	0.18	0.74	1.21	1.35	1.19	1.16
Classificação Comercialização com o Exterior							
Comercializáveis	0.54	0.07	0.68	0.48	0.72	0.75	0.85
Não-Comercializáveis	1.01	1.69	0.78	0.28	0.39	0.37	0.53

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

(i) IPCA-15

Acredita-se que o repasse do atacado sobre duráveis esteja com tendência de queda. Dessa forma, existe a expectativa de que nos próximos meses os preços de duráveis caiam e contribuam para a desaceleração dos preços livres. A diferença entre o núcleo exclusão do atacado e do varejo (Núcleo Exclusão IPA-IPCA) representa uma boa indicação da evolução dos repasses. A partir do Gráfico 4 é possível verificar que há redução de margem no atacado e isso está permitindo baixo repasse ao varejo.



- Nível, Tendência e Núcleo da Inflação.

No IPCA-15 de julho todas as principais metodologias de núcleo aceleraram. Este movimento está associado de certa forma ao procedimento de re-ponderação dos modelos dos núcleos. Existe evidência de viés no núcleo quando a trajetória das metodologias de expurgo (Médias Aparadas e Exclusão) se opõe à Mediana. Por isso pode-se afirmar que a tendência da inflação permaneceu estável de junho para julho, porém sobre um nível elevado (IPCA-15).

TABELA 3 - PRINCIPAIS INDICADORES DE INFLAÇÃO SUBJACENTE E TENDÊNCIA

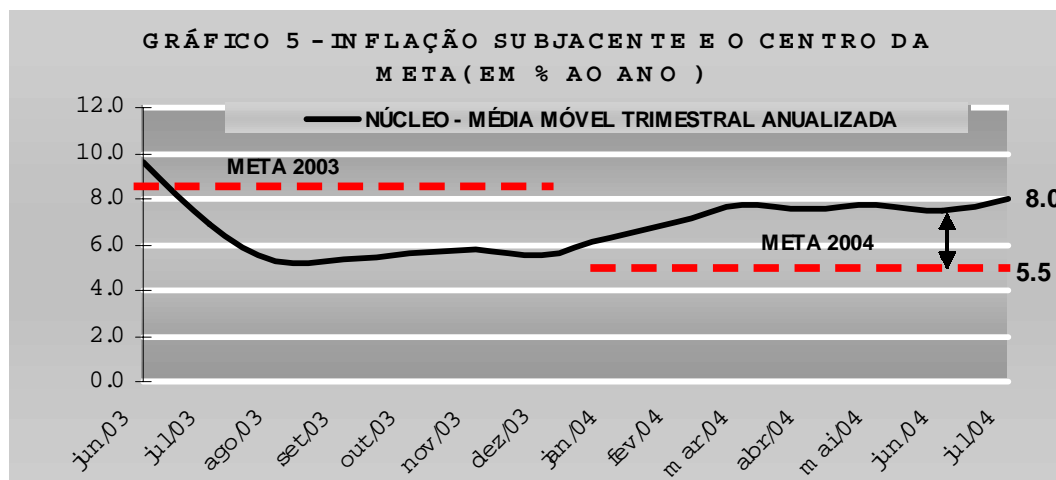
(Em % ao Mês)

	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04	mai/04	jun/04	jul04*
IPCA - Índice Geral	0.76	0.61	0.47	0.37	0.51	0.71	0.93
Metodologia Exclusão Prévia	0.64	1.00	0.85	0.72	0.70	0.53	0.61
Médias Aparadas s/Suavização	0.56	0.28	0.65	0.45	0.42	0.48	0.64
Médias Aparadas c/Suavização	0.73	0.48	0.76	0.57	0.59	0.59	0.64
Núcleo Desagregado (i)	0.61	0.57	0.69	0.56	0.62	0.62	0.66
Núcleo Mediana não Ponderada	0.69	0.40	0.55	0.51	0.31	0.59	0.56
Índice de Generalidade (em %)	71.0	60.0	66.0	65.0	61.0	68.0	67.2

(*) IPCA-15

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

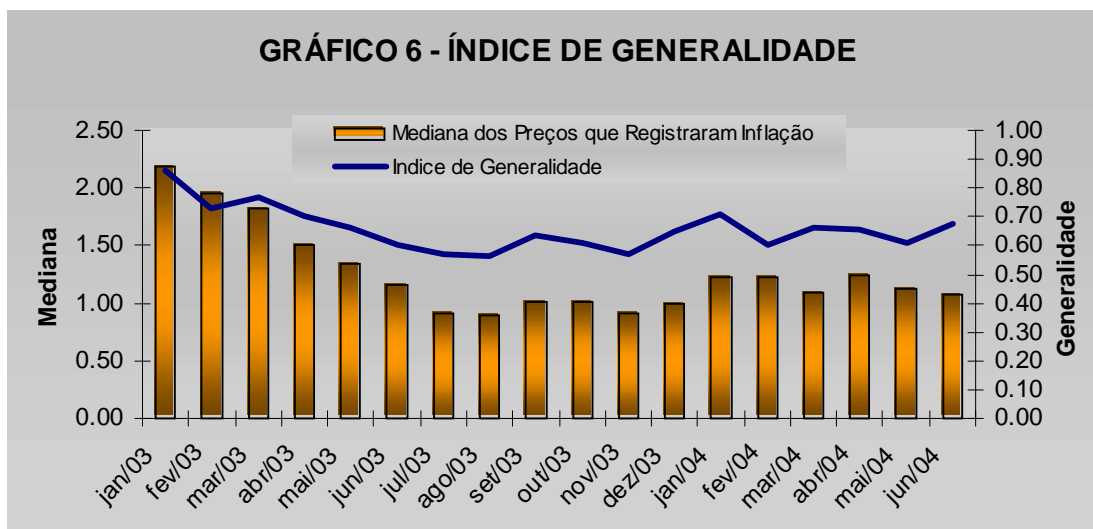
Por outro lado, o núcleo Desagregado amortecido é aquele que fornece a melhor aproximação da tendência prospectiva de inflação. Os últimos valores deste núcleo sugerem que o IPCA caminha ao redor de 8% ao ano e isso representa uma contradição com os objetivos de política monetária (Gráfico 5).



O Índice de Generalidade tem sido muito utilizado como indicador antecedente da inflação por analistas e pela imprensa. Porém, este índice só contabiliza o número de preços com variação maior do que zero. De todo modo, é possível que existam mais preços com variação positiva e a tendência da inflação seja de queda.

Esta situação acontece quando o índice de generalidade acelera na contra mão da mediana. Isto é, embora um maior conjunto de preços tenha variação superior a zero, estas elevações estão em um nível menor (dado pela mediana). Em suma, o índice de generalidade só deve ser indicativo de elevação da tendência inflacionário se acompanhado de crescimento da mediana. Essa situação ocorreu em junho aonde o índice de generalidade cresceu de 61% para 68% e a mediana dos aumentos decresceu de 1,13% para 1,07% (Gráfico 6). Portanto, o que se conclui é que não há evidência de elevação da tendência em junho - julho se descontados alguns fatores técnicos. Entretanto, a inflação subjacente se encontra em um patamar (8% ao ano) muito superior ao requerido pelas metas e desejado pelo Banco Central. Por isso que a última ata do COPOM alerta para uma política monetária mais ativa no futuro.

GRÁFICO 6 - ÍNDICE DE GENERALIDADE



Política Fiscal

Margarida Gutierrez

Política Fiscal e Dívida Pública: Um ano de conquistas e de desafios à frente

No primeiro semestre do ano do ano, os resultados fiscais continuam apresentando evolução favorável, reflexo da disciplina da política fiscal implementada pelo governo. O superávit primário consolidado totalizou R\$ 46,2 bilhões (5,76% do PIB), superando com folga a meta de R\$ 32,60 bilhões, acertada com o FMI para todo o semestre. Na verdade, esta meta já tinha sido superada em maio, quando o superávit acumulado desde janeiro atingiu R\$ 38,27 bilhões. Estes resultados têm sido obtidos basicamente pelo esforço do governo central (Tesouro, INSS e Banco Central). O baixo resultado das empresas estatais federais (com um resultado primário negativo de 0,14% do PIB), que têm uma meta positiva fixada para o ano de 0,70% do PIB, tem sido compensado pelo maior superávit do governo central que gerou um excedente de recursos de R\$ 35,59 bilhões (4,44% do PIB) acumulado no primeiro semestre, enquanto a meta para o ano para esta esfera pública é 2,45% do PIB. Os dados acumulados em 12 meses seguem a mesma tendência.

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

	R\$ Milhões		% PIB	
	Jan/Dez03	Jul03/Jun04	Jan/Dez03	Jul03/Jun04
Nominal	79.032	60.418	5,22	3,79
Juros Nominais	145.205	132.764	9,59	8,33
Primário	-66.173	-72.347	-4,37	-4,54
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-38.744	-44.977	-2,56	-2,82
-Emp. Est. Federais	-9.597	-8.778	-0,63	-0,55
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-13.821	-14.977	-0,91	-0,94
-Emp. Estat. Regionais	-4.010	-3.614	-0,26	-0,22

Fonte: Banco Central

Contrariamente ao que ocorreu em 2003, quando o maior superávit do governo central foi garantido pela queda dos gastos, neste ano o excelente resultado primário esteve associado a um aumento da arrecadação, permitida por 2 fatores: a recuperação do nível de atividade econômica e a elevação da carga tributária com a mudança da arrecadação da Cofins (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social), que passou de 3,0%, cobrada de forma cumulativa,

para 7,6%, cobrada em regime de valor agregado. Além disso, este ano passou a incidir a cobrança da Cofins e do PIS/PASEP sobre os bens e serviços importados.

Por outro lado, o aumento das receitas do governo central, que sofreram um incremento, em termos reais, de 9,44%, também foi acompanhado de um aumento dos gastos de 13,3%, em termos reais, principalmente pela elevação dos gastos com pessoal (reajuste do funcionalismo público e reestruturação de carreiras), benefícios previdenciários (decorrentes do aumento do salário mínimo) e benefícios sociais (Lei Orgânica de Assistência Social -LOAS- e Renda Mensal Vitalícia - RMV) (Tabela 2).

Tabela 2 - Resultado Primário do Governo Central

Janeiro/Junho

(R\$ bilhões de junho de 2004, deflacionado pelo IPCA)

	2003	2004	Varição (%)
Receitas Totais	186,5	204,1	9,44
Despesas Totais	120,3	136,1	13,13

Fonte: STN/MF

Excluindo das receitas federais os impostos que sofreram mudanças na arrecadação de 2003 para 2004 (Cofins e Pis/Pasep), teremos, então, o incremento da arrecadação fruto do maior nível de atividade econômica em 2004 em relação a 2003. Pela Tabela 3, percebemos que mesmo desconsiderando estes dois tributos a arrecadação tributária federal subiu 5,47%, em termos reais, no primeiro semestre deste ano em comparação com igual período de 2003.

Tabela 3 - Arrecadação das Receitas Federais

Janeiro a Junho

(R\$ milhões a preços de junho de 2004 – IPCA)

	2003	2004
Imposto sobre Importação	4.370	4.233
IPI	10.189	10.627
Imposto sobre a Renda	49.612	51.325
IOF	2.287	2.572
ITR	59	48
CPMF	12.136	12.796
COFINS	30.384	36.794
PIS/PASEP	9.047	9.575
CSLL	8.982	9.843
CIDE	3.800	3.925
Contribuição para o Fundaf	159	145
Outras Receitas Administradas	1.290	1.514
Total	143.253	155.875

Fonte: Receita Federal

O aumento da receita com impostos e taxas além do esperado neste primeiro semestre fez com que o governo decidisse liberar (descontingenciar) R\$ 1,1 bilhão (dos R\$ 6,0 bilhões que foram bloqueados no início do ano) distribuídos para despesas de custeio de vários ministérios. Além disso, o governo também anunciou sua intenção de antecipar de 2005 para o segundo semestre deste ano a redução de um ponto percentual na alíquota do IPI sobre bens de capital e estuda um conjunto de medidas tributárias que desonerem os investimentos e a produção e que incentivem a poupança de longo prazo.

A continuidade da política fiscal também está se refletindo positivamente nos indicadores da dívida pública. A tabela 4 resume os principais resultados.

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
dez/03	35,3	20,8	47,3	11,8
mar/04	39,4	16,3	47,4	14,2
jun/04	42,3	14,3	45,8	15,2

Fontes: BACEN, STN

Da dívida pública mobiliária federal interna, atualmente 42,3% vence em menos de um ano (curto prazo), e esse percentual só não é menor porque a parcela da dívida pré-fixada (LTNs), que normalmente tem prazos de vencimentos mais curtos que os títulos pós fixados, aumentou significativamente desde 2003, passando de 1,9% em dezembro de 2002 para 15,2% em junho deste ano. Esta mudança de composição, embora não traga impactos positivos sobre o custo da dívida, tem a grande vantagem de conferir maior eficácia à política monetária na medida em que, diferentemente dos títulos pós fixados, não gera paralelamente um efeito renda, positivo quando a Selic sobe e negativo quando cai, contrário ao desejado pela política implementada. Além disso, o aumento da participação dos títulos pré-fixados só é possível em um ambiente em que a expectativa é de uma tendência de queda da taxa de juros.

Desde maio de 2003, a dívida indexada ao câmbio vem se reduzindo substancialmente com a decisão do Banco Central de não ter mais o compromisso de rolar integralmente o principal da dívida cambial interna. Neste ano, o Banco Central já retirou do mercado U\$ 22,0 bilhões (contando o último vencimento de julho), provocando a queda da participação da dívida em câmbio de 20,8% em dezembro de 2003 para 14,3% em junho último. O contexto internacional mais favorável e a

retomada de confiança na economia brasileira associado à menor volatilidade da taxa de câmbio permitiram a continuidade de uma política mais agressiva do Banco Central no sentido de reduzir a sua exposição cambial. Considerando a dívida consolidada de todas as esferas de setor público (incluindo também a dívida externa), o percentual ainda é de 31,2% (Tabela 5). Isto corresponde a uma dívida cambial de 17,46% do PIB. O atual grau de endividamento em câmbio ainda é um ponto frágil das contas públicas, pois, se a taxa de câmbio, em função de um contexto internacional mais adverso, por exemplo, sofrer uma desvalorização de 1%, a dívida pública sofrerá um incremento de 0,17% do PIB. Para o segundo semestre de 2004, estão previstos vencimentos em títulos e swaps cambiais no valor de US\$ 5,6 bilhões que, dependendo das decisões de quanto será rolando, poderá se converter em um instrumento importante de política cambial.

Tabela 5 - Perfil da Dívida Pública (%)

	jul/03	nov/03	dez/03	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04	mai/04	jun/04
Dívida/PIB	57	58,2	58,2	58,6	58,2	57,3	56,3	56,6	56
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	77,9	79,1	79,6	80,3	80,6	80,9	82,0	81,2	81,4
i) indexada ao câmbio	22,5	19,2	17,7	16,8	15,2	14,6	13,5	13,0	12,6
ii) não indexada ao câmbio	55,4	59,9	61,9	63,6	65,4	66,3	68,6	68,2	68,8
b) Externa Dívida	22,1	20,9	20,4	19,7	19,4	19,1	18,0	18,8	18,6
indexada ao câmbio (i+b)	44,6	40,1	38,1	36,4	34,6	33,7	31,4	31,8	31,2

Fonte: BACEN

A Dívida Pública, incluindo governo central, estados, municípios e empresas estatais, atingiu 56,0% do PIB (R\$ 948,2 bilhões) consolidando a trajetória declinante que teve início este ano. A variação da relação Dívida/PIB depende da taxa de juros real (que inclui a variação da taxa de câmbio) que incide sobre o estoque da dívida, da taxa de crescimento do PIB (que reduz o denominador e aumenta a arrecadação fiscal) e do tamanho do superávit primário em relação ao PIB. Quanto maior a diferença entre os juros reais e o crescimento do PIB, maior o superávit primário requerido como proporção do PIB para estabilizar a relação Dívida/PIB em um patamar qualquer.

A manutenção do ajuste fiscal e condições macroeconômicas mais favoráveis em 2004 (maior nível de atividade econômica e menor volatilidade cambial) está garantindo a trajetória declinante do principal indicador de solvência das contas públicas.

O grande desafio que hoje se coloca para a política fiscal é como manter os superávits primários requeridos para reduzir o grau de

endividamento público e, ao mesmo tempo, aumentar os investimentos públicos, especialmente, em infraestrutura básica, tomando como suposto que não há mais espaço para aumentar a carga tributária.

O projeto Parcerias Público Privadas (PPPs) cria um sistema de investimentos do Estado em conjunto com a iniciativa privada e pode se converter em um importante instrumento alavancador dos investimentos em infraestrutura. Atualmente, este projeto, que já foi aprovado em março pela Câmara, deve ser votado no Senado no 2º semestre. No entanto, uma série de divergências pode adiar a votação para o ano que vem.

Os pontos de maior controvérsia são:

- Como contabilizar os gastos públicos?

Uma primeira abordagem considera que os recursos do governo para o pagamento de futuras obras do PPP devem ser contabilizados imediatamente como débito público e, portanto, impactando diretamente sobre a dívida. Uma segunda alternativa em discussão seria considerar que como se tratam de gastos correntes devem ser contabilizados como despesas de caráter continuado.

Os que defendem a primeira alternativa argumentam que esta é a maneira de evitar comprometimento dos governos futuros, uma vez que se trata, em muitos casos, de projetos que podem levar até 30 anos, garantindo, assim, o cumprimento da LRF que impõe limites ao endividamento dos estados e municípios.

A defesa da segunda proposta argumenta que registrar investimentos futuros como dívida presente inviabilizaria, do ponto de vista fiscal, a parceria pela evidente necessidade de redução da relação Dívida Pública/PIB e que o receio quanto à possibilidade de que este procedimento viole a LRF não tem sentido, até porque, sendo aprovada, a PPP passará a ser uma lei ordinária e terá que se submeter à LRF.

Depois de intensas discussões, para contornar as divergências o governo sugeriu uma proposta alternativa, concordando em retirar do projeto a possibilidade de se fazer PPPs para a execução de obras públicas, se convertendo apenas em um instrumento para que o setor privado, em conjunto com o Estado, ofereça um serviço público.

- Que critérios serão utilizados para a escolha dos parceiros?
- Que critérios vão nortear a preferência de pagamento para os contratos?
- Qual será a solução se uma empresa ou o governo descumprirem o contrato?
- Os contratos admitirão renegociações constantes entre as partes para decidir sobre a criação ou revogação/correção dos indicadores de desempenho que servirão para determinar o nível de remuneração dos operadores privados?

- Haverá mecanismos que permitam o repasse de ganhos extraordinários das empresas privadas com o negócio na forma de redução de tarifas para os usuários, no caso dos serviços públicos?

Essas pendências evidenciam as dificuldades inerentes no estabelecimento de regras que vão direcionar a relação entre sócios privados e governos, especialmente quando se tratam de parcerias que têm um largo horizonte de tempo.

Setor Externo

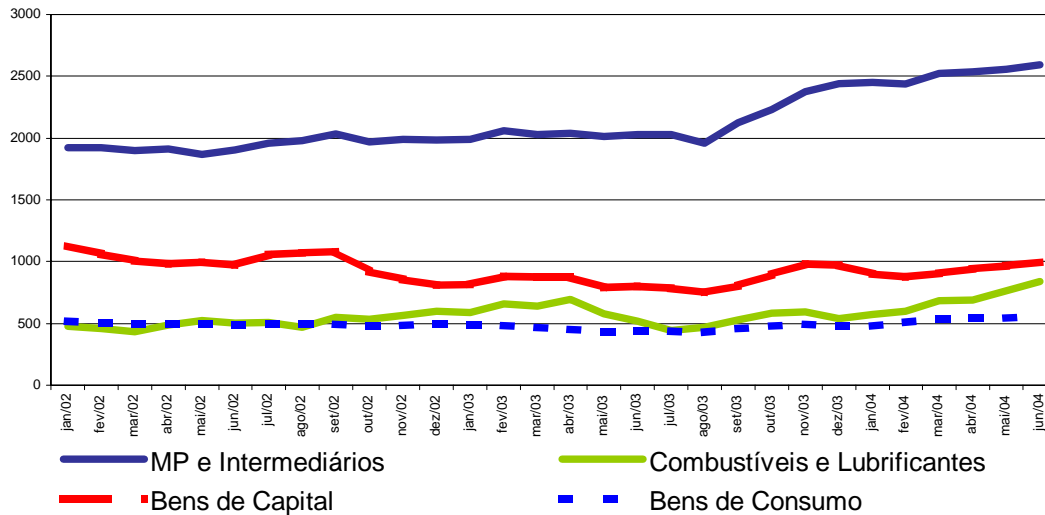
Cecília Rutkoski Hoff

Os resultados de julho da balança comercial brasileira continuam muito positivos, repetindo o padrão de crescimento observado nos meses anteriores. No acumulado do ano, o superávit comercial já alcançou US\$17,9 bilhões, saldo de exportações acumuladas em US\$53,2 e importações acumuladas em US\$34,3 bilhões. Se anualizados, estes valores alcançados de janeiro a julho representariam um superávit de US\$32,6 no final do ano. Nos doze meses, o saldo positivo é de US\$30,3 bilhões, resultado de US\$86,3 bilhões de exportações e US\$56,3 de importações acumuladas no período. O que chama atenção no desempenho da balança comercial é que o superávit continua crescendo apesar das importações também estarem aumentando significativamente, ou seja, as exportações estão crescendo o suficiente para compensar o aumento das importações e garantir o avanço, mês a mês, do superávit comercial. Neste sentido, para se projetar a magnitude do superávit comercial ao final do ano é fundamental examinar, antes de tudo, as perspectivas para o avanço das importações e os fatores que podem estar por trás do excelente desempenho das exportações.

O crescimento anualizado das importações no semestre encerrado em julho de 2004, em relação ao semestre encerrado em janeiro de 2004, com ajuste, foi de 37,8%; mas o avanço é ainda maior quando se avalia o crescimento no trimestre; isto é, no trimestre encerrado em julho em relação ao trimestre imediatamente anterior, o crescimento anualizado das importações, com ajuste sazonal, foi de 61,8%. Este desempenho das importações tem sido puxado principalmente pelas compras de matérias primas e bens intermediários (gráfico 1), e está associado tanto à recuperação do nível de atividade doméstica, iniciada no segundo semestre de 2003, quanto ao próprio crescimento das exportações no período, na medida que alguns dos produtos exportados que tem apresentado maior dinamismo, como os manufaturados, necessitam destas importações como insumos. Se as exportações se mantiverem nos níveis já alcançados e o nível de atividade continuar se recuperando ao ritmo atual, é muito provável que este padrão de crescimento das importações na margem se mantenha ou até mesmo acelere nos próximos meses.

Gráfico 1

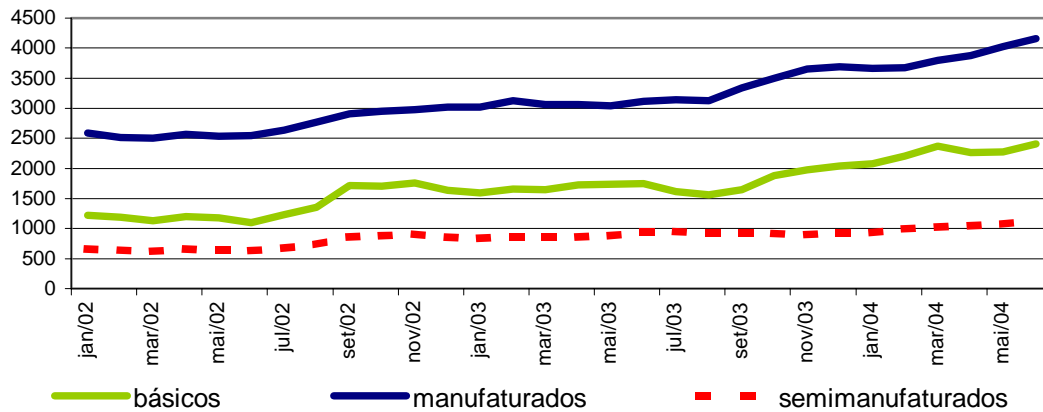
Importações por Categoria de Uso em US\$ milhões
(dados com ajuste sazonal, em médias móveis trimestrais)



E quais são as perspectivas para as exportações? Na margem, o crescimento das vendas para o exterior tem sido surpreendente. No semestre encerrado em julho de 2004 em relação ao semestre imediatamente anterior o crescimento anualizado das exportações foi de 42,6%, com ajuste sazonal. Já no trimestre encerrado em julho em relação ao trimestre encerrado em abril, também com ajuste, as exportações cresceram a uma taxa anualizada de 74,4%. Os destaques são para as exportações de básicos e manufaturados, que cresceram, no primeiro semestre de 2004 em relação ao segundo semestre de 2003, com ajuste, a taxas anualizadas de 68% e 28% respectivamente. Bem na ponta, no entanto, o crescimento dos manufaturados tem superado os básicos: no segundo trimestre deste ano em relação ao primeiro o crescimento anualizado dos manufaturados foi de 43,5%, enquanto o crescimento dos básicos foi de 6,8%. Já os produtos semi-manufaturados têm contribuído pouco para o crescimento total das exportações, pois, além de serem os produtos com menor peso na pauta (gráfico 2), sua produção possivelmente se encontra, da mesma forma que a produção intermediários, no limite da capacidade instalada.

Gráfico 2

**Exportações por Classe de Produto em US\$ milhões
(dados com ajuste sazonal, em médias móveis trimestrais)**



Cabe, no entanto, avaliar com cautela o comportamento das exportações de básicos. A rigor, como se pode notar na tabela 1 abaixo, ao contrário dos manufaturados, as quantidades exportadas de básicos caíram no segundo trimestre de 2004 em relação ao primeiro (o que significa que os aumentos nos preços das exportações destes produtos compensaram a queda no período). No entanto, é possível que esta queda na margem seja apenas um acontecimento pontual. E isto porque ela se deve a uma queda profunda no índice de abril, em decorrência de uma queda abrupta nas quantidades exportadas de minérios de ferro, que, embora tenham sido retomadas em maio e junho, ainda não cresceram o suficiente para compensar o efeito de abril na média trimestral encerrada em junho. Neste caso, com o dado de julho, é possível que a queda nas quantidades de básicos no trimestre não seja tão profunda, em outras palavras, é pouco provável que uma queda desta dimensão nas quantidades de básicos signifique uma tendência. Por isso, sobre o comportamento futuro das exportações destes produtos, a questão central que se coloca é: pode-se esperar que os preços continuem nos patamares atuais?

Tabela 1
Crescimento das Exportações em *quantum*
var % anualizada*

	Total	Básicos	Manufaturados
II trim-04/I trim-04 ⁽¹⁾	18,9	-20,2	30,3
I sem-04/IIsem-03 ⁽¹⁾	15,7	12,3	16,1
jun-04/jun-03 ⁽²⁾	17,6	8,2	26,6

Fonte: Funcex. Elaboração: Grupo de Conjuntura IE-UFRJ.

* Dados em médias móveis trimestrais.

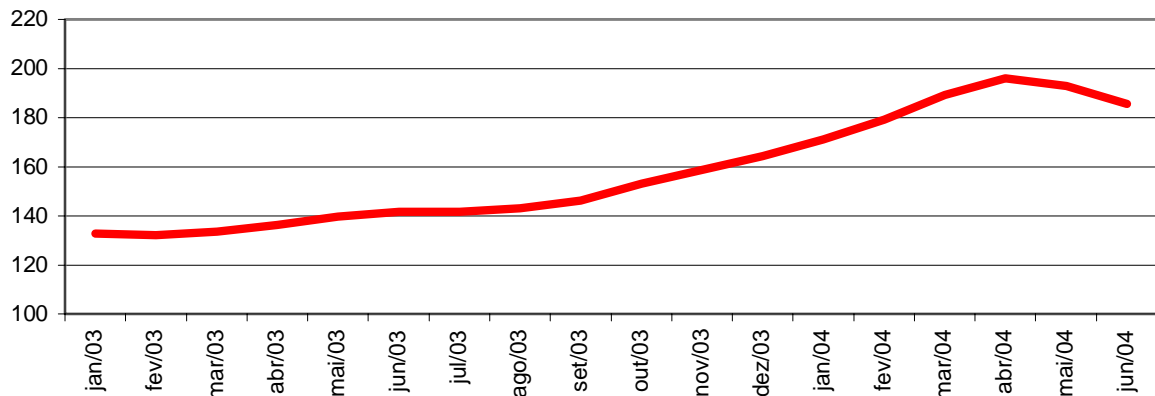
(1) Com ajuste sazonal.

(2) Acumulado em 12 meses.

Construindo-se um índice dos preços internacionais de produtos básicos não petróleo, ponderado pela participação dos cinco principais produtos na pauta de exportações de básicos do País – café, soja, carne bovina, carne de frango e minérios de ferro, que correspondem a aproximadamente 70% da pauta de básicos –, pode-se avaliar a tendência dos preços internacionais de básicos relevantes para as exportações brasileiras. O gráfico 3 abaixo apresenta o índice em questão, e nele se pode observar o claro comportamento de ascensão dos preços destes produtos a partir segundo semestre de 2003 – um crescimento de 30,8% nos doze meses encerrados em junho de 2004 – e uma queda na ponta do índice, que de fato pode vir a se configurar em uma tendência de queda nos próximos meses. Isto é, se esta queda no índice de preços mostrada no gráfico abaixo se confirmar nos contratos recentes de exportações, nos próximos meses poderemos ter quedas no índice de preços das exportações de básicos, o que significa um sinal amarelo para a manutenção do ritmo atual de crescimento das exportações.

Gráfico 3

Índice de Preços Internacionais dos 5 Principais Produtos Básicos Não-Petróleo Exportados pelo País (jan/02=100, em médias móveis trimestrais)



No entanto, enquanto a demanda internacional continuar crescendo, a perspectiva é que pelo menos as exportações de manufaturados continuem aumentando em valor. E quanto a este aspecto, as perspectivas continuam favoráveis, pois o crescimento das importações mundiais continua forte na margem: no primeiro trimestre de 2004 em relação ao último trimestre as importações dos países da OCDE e da China cresceram 24,9% em termos anualizados, enquanto no

trimestre encerrado em abril em relação ao trimestre anterior o crescimento foi de 22,8%. Em função disto, as projeções para as exportações em 2004 são de aumento em relação ao acumulado em doze meses, como mostra a tabela 2 abaixo.

Tabela 2

Balança Comercial (em US\$ bilhões)					
Ano	Exportações		Importações		Saldo
	Valor	Varição %	Valor	Varição %	
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 ^P	92,8	27,0	62,8	30,1	30,0

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

Seção Coppead

Eduardo Saliby, Prof. Titular de Métodos Quantitativos, COPPEAD/
UFRJ

O problemático uso do IGP como indexador de preços

Dentre todos os índices de inflação, os da família IGP/FGV (em especial o IGPDI e o IGPM), são provavelmente aqueles com maior impacto em nossa economia como um todo, afetando diretamente tanto Estados e Municípios que têm sua dívida atrelada a estes indicadores, como a população em geral, em função do seu uso como indexador de tarifas e de preços administrados. Assim sendo, em vista da importância dos IGPs e o seu comportamento desalinhado em relação aos demais índices de inflação, o seu uso tem gerado um elevado grau de desconforto, sendo um bom exemplo o recente caso dos reajustes da tarifas da telefonia fixa. No entanto, em que pese esta importância, os IGPs têm se mostrado inadequados como termômetros da inflação, em particular a partir de Janeiro/1999 quando da maxi-desvalorização do Real.

Antes de apresentarmos nossos argumentos contrários ao uso dos IGPs como indexadores de preços e tarifas de serviços públicos, cabe uma breve descrição de sua composição.

Estrutura dos IGPs e a ponderação real de seus componentes

Em suas várias versões (IGPDI, IGPM, IGPOG e IGP10), a metodologia de cálculo dos IGPs é basicamente a mesma, o que resulta num comportamento muito próximo ao longo do tempo. Assim sendo, tomaremos o IGPDI como referência, embora as mesmas considerações se apliquem aos demais.

Vamos também restringir nossa análise aos dados pós-Real, mais especificamente a partir de Agosto/1994, quando da ruptura do processo hiper-inflacionário e também quando da mais recente redefinição da base de cálculo destes índices e de seus vários componentes, atribuindo-se a todos o valor 100 nesta data.

O cálculo do IGP é definido por uma média ponderada de três índices: 60% do IPA (Índice de Preços por Atacado), 30% do IPC-Br (Índice de Preços ao Consumidor - Brasil) e 10% do INCC (Índice Nacional do Custo da Construção), cada um destes índices sendo também uma média ponderada de vários componentes.

Os valores mais recentes destes números índice, para junho/2004, são:

IGPDI (Jun/04) = 311.576

IPADI (Jun/04) = 339.272

IPCB_r (Jun/04) = 262.928

INCC (Jun/04) = 291.348

Antes mesmo de uma análise da evolução destes vários índices, surge um primeiro questionamento em relação ao cálculo do IGP: a ponderação fixa (60%, 30% e 10%) é definida sobre o valor numérico de cada índice e não sobre sua variação, o que faz com que o impacto real de cada componente no valor final do IGP dependa também da relação entre os valores de cada número índice. Se estes números fossem iguais, como no início da série, o peso relativo de cada componente seria preservado, mas, como os valores apresentam dispersão elevada, o impacto relativo passa a ser diferente do esperado, com maior participação do índice de maior valor numérico (IPA, no caso) e menor participação do índice de menor valor numérico (IPC). A tabela abaixo mostra o peso relativo de cada componente no valor do IGP (valores para junho/2004).

	Ponderação	Índice	Contribuição	Peso relativo
IPADI	60%	339.272	203.563	65.3%
IPCDI	30%	262.928	78.878	25.3%
INCCDI	10%	291.348	29.135	9.4%
Total	100%		311.576	100.0%
IGPDI		311.576		

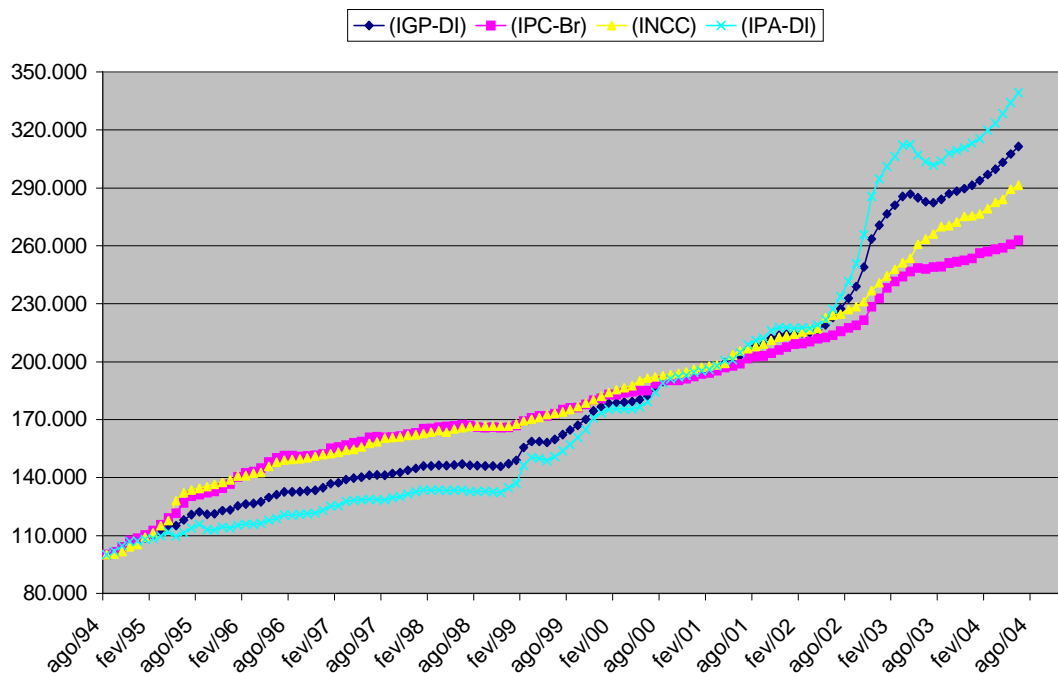
Contribuição = Ponderação x Índice

Fica claro assim que o componente de maior ponderação, o IPA, tem o seu peso relativo ainda aumentado no cálculo do IGP, passando de 60% para 65.3%, enquanto que o IPC tem seu peso real reduzido de 30% para 25.3%. Ou seja, uma variação de um ponto percentual no IPA leva a uma variação de 0.653% no IGP e não 0.60%!

Vê-se, pois, que grande parte da inflação medida pelo IGP refere-se unicamente ao IPA, com uma influência ainda maior do que aquela sugerida pela sua fórmula de cálculo.

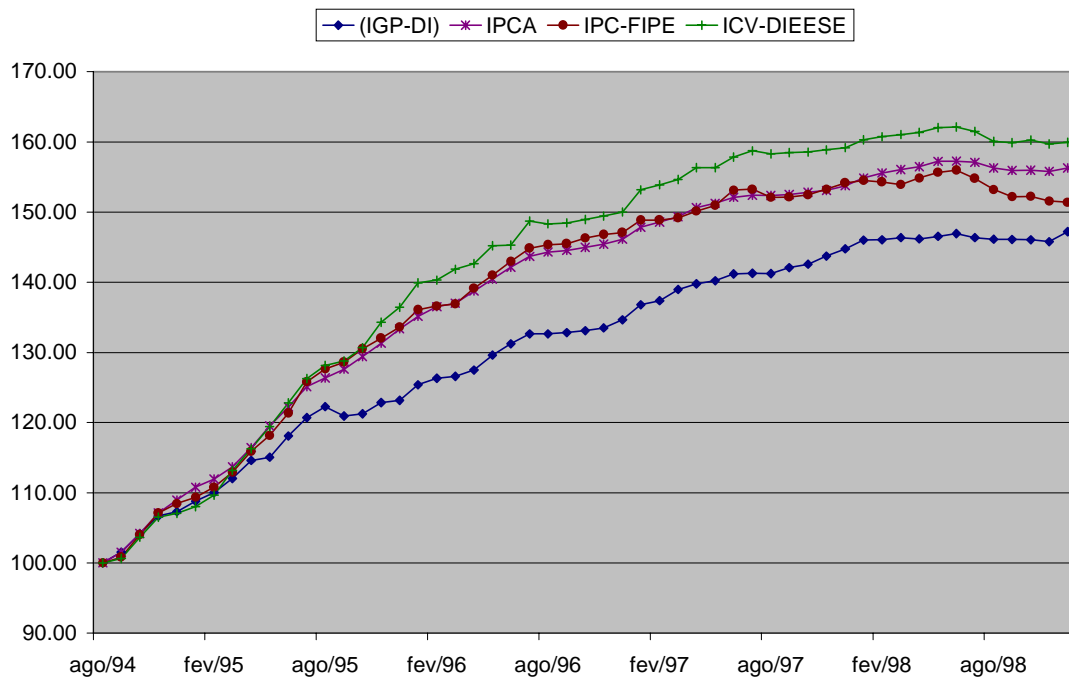
Evolução mensal

A figura abaixo mostra a evolução dos números índices mensais para o IGP e seus componentes no período de Agosto/1994 a Junho/2004. Nela fica claro o comportamento peculiar do IPA, notadamente com duas fases bem distintas: até Jan/99 e a partir de Fev/99.



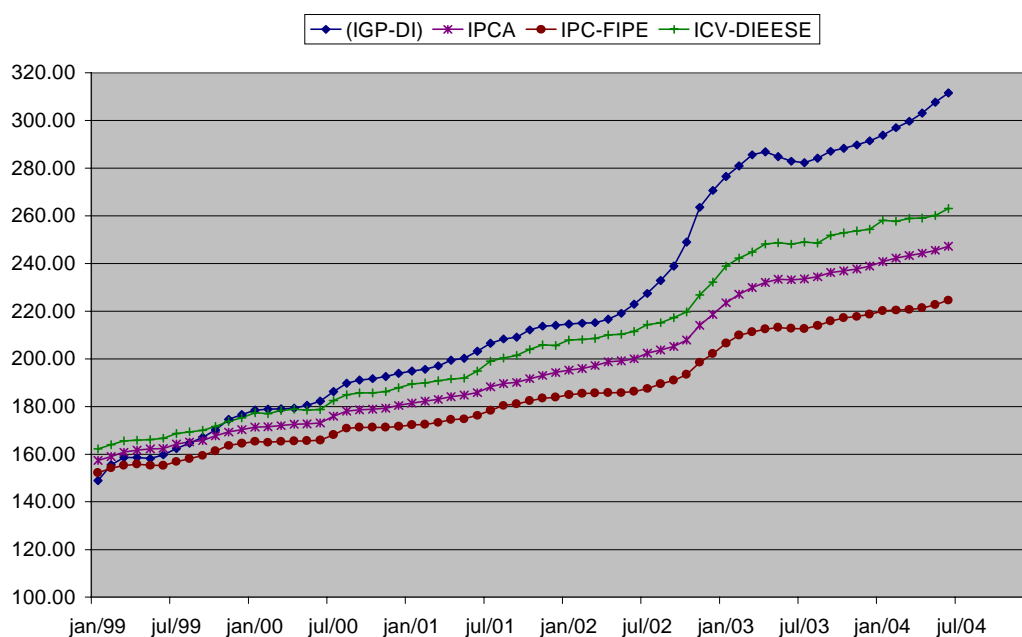
Até Jan/99 o IGP foi deprimido pelo IPA em função da sobrevalorização do Real, enquanto que, a partir desta data, deu-se exatamente o inverso. Cabe lembrar que, lamentavelmente, a principal etapa do processo de privatização no Brasil deu-se durante a primeira fase, em particular a da telefonia fixa (1998), o que fez com que a combinação de um índice inadequado com a infelicidade da definição de uma data base de referência (Julho/1998) totalmente desfavorável ao consumidor (e como contrapartida, totalmente favorável às empresas privatizadas) tivesse um impacto desastroso no processo de recomposição tarifária do ponto de vista do consumidor. Não foi por acaso o movimento popular contra o uso do IGP como indexador da telefonia fixa, pois todos os envolvidos, inclusive as operadoras telefônicas, tinham ciência de sua inadequação. Infelizmente, prevaleceu o uso do IGP em função de uma ruidosa campanha contra uma eventual quebra de contratos, orquestrada pelas empresas interessadas, sem ter-se em conta que o “contrato real” quebrado foi da parte do IGP, a partir do momento em que este índice deixou de medir adequadamente a inflação.

As figuras seguintes mostram a distinção entre as duas fases, confrontando o IGP com outros três indexadores de igual credibilidade e aceitação: IPCA-IBGE, IPC-FIPE e ICV-DIEESE (Todos ajustados à base 100 em Ago/1994), no período de Ago/1994 a Dez/1998, e no período de Jan/1999 a Junho/2004.



Na primeira fase, que serviu de referência para muitos dos contratos de privatização e de concessão de serviços públicos, nota-se claramente uma sub-valorização do IGP em relação aos demais índices. Já a segunda fase, onde as regras de recomposição tarifária dos serviços privatizados passaram a vigorar, observa-se exatamente o oposto, com uma forte apreciação do IGP em relação aos demais índices. É também muito pouco provável que esta apreciação do IGP se anule no curto/médio prazo como pregam alguns de seus defensores.

É ainda importante salientar que as modelagens financeiras utilizadas pelos participantes dos leilões de privatização foram feitas com base no comportamento observado durante a fase 1 e, portanto, os ganhos decorrentes da apreciação do IGP poderiam ser classificados como de natureza extraordinária. Talvez isto explique os elevados lucros das operadoras fixas, como por exemplo, os da Telefônica.



Assim, tomando o valor mediano dos três índices alternativos como referência (no caso, o IPCA = 247.28) e levando-se em conta a igual credibilidade das instituições responsáveis pelo seu cálculo, é cabível afirmar que o IGP de Junho/2004 (311.58) está apreciado em cerca de 26.0% em relação ao que seria um valor mais centrado e adequado para o nível de inflação, ou seja, tanto os preços públicos como os juros das dívidas de Estados e Municípios estão ou foram inflados em 26.0% além do que de fato deveriam, gerando com isso um grande estrago em nossa economia. Um bom exemplo deste estrago é o atual nível de endividamento dos Estados e Municípios, unicamente em função dos juros destas dívidas terem o IGP como base.

Não é nosso propósito questionar a Instituição (FGV) responsável pelo IGP, nem sua metodologia de cálculo, mas questionamos sim a validade do IGP como indexador geral de preços. Os dados disponíveis nestes 10 anos de relativa estabilidade monetária permitem uma análise estatística mais detalhada e sofisticada destes números, o que será objeto de um próximo estudo. Ficam no momento algumas indagações que merecem uma reflexão mais cuidadosa para que evitemos que um índice como o IGP, um termômetro inadequado para a inflação, contamine ainda mais a nossa economia como um todo! Como um bom exemplo desta inadequação, cabe salientar que o IPA, peso de 65.3% no IGP, é fortemente influenciado por dois componentes de preço: gêneros alimentícios (~16%) e matérias primas (~34%). É notável e também preocupante o caso dos gêneros alimentícios cujo número índice no cálculo do IPA apresenta um dos maiores aumentos de preço desde a implantação do Real (552.23 em Jun/04), fato que não condiz com a percepção geral destes preços pela sociedade; enquanto isso, no cômputo

do IPC pela mesma FGV, o índice de preços para o item alimentação teve um valor muito inferior: 215.451 em Jun/04.

É muita diferença (mais de 150%) para dois índices que, em princípio, deveriam convergir para valores bem mais próximos, já que medem conceitos correlatos!

O outro componente de peso no IPA (matéria prima = 336.85 em Jun/04) seguiu bem mais de perto a variação do próprio IPA (339.36), mas também num patamar elevado em relação ao IGP. Assim, fica a pergunta: por quê atrelar tão fortemente o preço dos serviços públicos assim como os juros de Estados e Municípios a itens como gêneros alimentícios e matéria prima que respondem por 50% do IPA, o grande vilão do IGP? Só porque tiveram a capacidade de acompanhar mais de perto a variação do Dólar não seria, certamente, uma boa resposta!