

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Junho de 2004 - Ano 4 - Número 53

## Apresentação

---

Nas edições anteriores de Economia & Conjuntura, apesar de sustentarmos a posição de que o processo de recuperação da economia, em curso desde meados do ano passado, tendia a se consolidar no corrente ano - de forma semelhante ao ocorrido no ano 2000 -, reconhecíamos que ainda havia muitos sinais ambíguos, o que justificava um esforço para tentar precisar o diagnóstico sobre o nível das atividades. As turbulências de abril/maio também projetavam alguma dúvida em relação a uma eventual contaminação do mundo real pelos distúrbios no mercado financeiro. Atualmente, contudo, uma massa crítica de evidências empíricas permite aceitar sem qualquer hesitação que o crescimento está mantido. E mais, que a taxa de expansão do PIB em 2004 deve ser de pelo menos 4% em 2004. Este desempenho da produção e o resultado excepcional da balança comercial são destaques inegavelmente favoráveis da atual conjuntura. Por outro lado, o grande destaque negativo é observado nos resultados da inflação, que provavelmente levará o Banco Central a manter os juros nos níveis atuais por muitos meses a frente. Ainda que isto não chegue a barrar o processo de crescimento, traz diversas consequências negativas, como por exemplo, a manutenção de um custo elevado da dívida pública. Todos estes pontos estão explorados nas seções a seguir desta edição de Economia & Conjuntura.

Na seção Coppead, o professor Peter Wanke explora os principais aspectos econômicos e tecnológicos das cadeias de suprimentos e suas implicações para as iniciativas gerenciais.

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

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



# Equipe do Grupo de Conjuntura

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

## Editor Responsável

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

## Conselho Editorial

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

## Colaboradores

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

## Estagiários

- Frederico Felipe Medeiros
- Rebeca Caetano Pio
- Renato Elman

## Contato

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

# ÍNDICE

---

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

# Panorama Macroeconômico

---

Caio Prates

Nas últimas semanas, houve uma melhora substancial das expectativas - refletida na queda acentuada do risco-País e dos juros futuros e no recuo do dólar (tabela 1) -, evidenciando que a turbulência, iniciada no final de abril e que teve em maio o seu período mais crítico, foi superada. A razão principal disso foi, inegavelmente, a diminuição sensível das preocupações em relação à trajetória da taxa de juros americana, e a confiança cada vez maior dos investidores no cenário de alta gradual dos juros básicos nos EUA. Mas o desempenho recente da economia brasileira também vem contribuindo, de forma importante, para a melhora dos indicadores financeiros: i) sinais cada vez mais nítidos da retomada do crescimento; ii) saldo recorde da balança comercial, a despeito do forte crescimento das importações que vem acompanhando a recuperação da atividade econômica; iii) metas de superávit primário sendo cumpridas com folga e relação dívida pública/PIB em queda do final de 2003 para cá. O destaque negativo da conjuntura econômica tem sido a piora das expectativas em relação à inflação, que tem levado a projeções mais pessimistas sobre o seu comportamento e, em decorrência, sobre a trajetória da taxa Selic.

Contudo, como se comenta adiante, mesmo na hipótese da taxa Selic ainda permanecer em 16% durante um bom tempo, a recuperação em curso da economia não deverá ser interrompida. De qualquer forma, como se examina na parte final desta seção, o crescimento do PIB daqui para frente somente será expressivo se a demanda doméstica (consumo + investimento) crescer a um bom ritmo, já que as exportações líquidas não são capazes, por si só, de gerar um crescimento robusto. No período 1999/2003, a economia brasileira realizou um ajuste externo de grande magnitude, mas neste período não foi possível compatibilizar o aumento das exportações líquidas (que caracteriza o ajuste externo) com a expansão da demanda doméstica, e o crescimento do PIB acabou sendo bastante modesto. Mas agora as condições econômicas, do lado das contas externas, parecem bem mais favoráveis para uma expansão vigorosa da demanda doméstica e do PIB: trata-se de preservar e não de realizar o ajuste da conta corrente e o saldo comercial vem se mantendo elevado mesmo com a retomada do crescimento.

**Tabela 1: Indicadores de Confiança**

	Risco Brasil (a) <sup>(1)</sup>	Risco dos Emergentes (b) <sup>(1)</sup>	(a)/(b) (%)	Taxa de câmbio (R\$/US\$)	Swap de 1ano PrêxDI	IPCA acumulado nos próximos 12 meses <sup>(3)</sup>	Taxa de juro real ex-ante <sup>(4)</sup>
17/fev/04 <sup>(2)</sup>	540	438	23,29	2,91	15,27	5,69	9,06
16/mar/04 <sup>(2)</sup>	560	445	25,84	2,90	15,28	5,38	9,39
13/abr/04 <sup>(2)</sup>	539	410	31,46	2,89	15,34	5,48	9,35
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
2/jul/04	623	483	28,99	3,05	16,75	6,48	9,65

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

De modo geral, os indicadores sobre a atividade econômica apresentados na tabela 2 - produção industrial, vendas da indústria e do comércio varejista, massa salarial, importações de bens intermediários e exportações de manufaturados - confirmam a continuidade do processo de recuperação da economia iniciado no terceiro trimestre de 2003, e mostram um crescimento bastante forte em relação aos primeiros meses de 2003 (nesta comparação contra igual período do ano anterior, apenas os dados da PME/IBGE sobre a massa de rendimentos do trabalho nas principais regiões metropolitanas do país ainda se encontram negativos). Por sua vez, embora a retomada do crescimento esteja sendo acompanhada por uma expansão extremamente vigorosa das importações - crescimento no primeiro semestre de 25% em relação a igual período de 2003 e de 33%, em termos anualizados, sobre o segundo semestre do ano passado, segundo a tabela 3 - o saldo da balança comercial segue aumentando. Graças ao desempenho excepcional das exportações, o saldo comercial no primeiro semestre de 2004 (dados dessazonalizados e anualizados) ultrapassou US\$ 32 bilhões.

**Tabela 2: Indicadores Seleccionados do Nível de Atividade**

	Dez/02=100*					Variação (%) acumulada no ano**		
	jun/03	dez/03	mar/04	abr/04	mai/04	Até mar/04	Até abr/04	Até mai/04
Indústria Geral (IBGE)	97,4	104,5	103,0	103,4	-	5,9	6,1	-
Vendas								
Comércio Varejista (IBGE)	96,6	99,9	103,6	104,8	-	7,4	8,0	-
Indústria (CNI)	95,0	103,7	109,1	110,5	-	12,2	13,6	-
Salários								
Massa Salarial Real Habitualmente Recebido (PME-IBGE)	90,9	89,6	90,1	90,7	91,2	-3,2	-2,7	-1,9
Indústria								
massa salarial real (IBGE)	101,5	99,7	111,1	111,6	-	9,1	8,8	-
massa salarial real (CNI)	96,4	100,8	102,6	103,6	-	6,7	7,1	-
Importações (em quantum)								
Bens Intermediários (Funcex)	103,0	117,3	124,1	122,2	122,5	22,4	18,8	16,6
Exportações (em quantum)								
Bens Manufaturados (Funcex)	105,5	121,5	122,2	125,0	129,4	23,0	22,0	21,4

\*Médias móveis trimestrais dos índices dessazonalizados.

\*\*Variação % em relação a igual período do ano anterior (dados sem ajuste sazonal)

**Tabela 3: Balança Comercial em US\$ bilhões (Dados Semestrais Dessazonalizados e Anualizados)**

	Exportações	Importações	Saldo
2003			
1ºSemestre <sup>(a)</sup>	69,3	46,6	22,7
2ºSemestre <sup>(b)</sup>	76,8	50,1	26,6
2004			
1ºSemestre <sup>(c)</sup>	90,3	57,9	32,4
Variação(%) (c/a)*	31,2	25	-
Variação(%) anualizada (c/b)	38,3	33,1	-

Fonte: Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio

\*Variação (%) obtida através de dados sem ajuste sazonal

Devido ao megasuperávit comercial que vem sendo obtido, a conta corrente do balanço de pagamentos teve um superávit de US\$ 2,4 bilhões nos primeiros cinco meses deste ano. E este desempenho amplamente favorável vem contribuindo de forma importante para garantir a tranquilidade no mercado cambial, já que do lado da conta capital, os resultados têm sido insatisfatórios. De fato, como se percebe na tabela 4, tomando-se as principais fontes de ingresso de capitais externos no país - desembolsos líquidos de médio e longo prazo (que corresponde a diferença entre empréstimos e amortizações de médio e longo prazo), investimentos diretos estrangeiros e investimentos em papéis domésticos de longo prazo e ações - o resultado neste ano, até maio, é negativo, em nítido contraste com o superávit nestas contas (tomadas em conjunto) no mesmo período de 2003, e no ano passado como um todo. Muito provavelmente, as turbulências pelas quais a economia brasileira tem passado neste ano (associadas ao cenário político doméstico e ao cenário externo) e as incertezas sobre o crescimento econômico foram a principal razão das dificuldades que vêm sendo enfrentadas na conta capital. Mas um fator adicional que aparentemente está favorecendo a saída (e dificultando a entrada) de recursos externos reside no elevado custo do hedge cambial no país no momento, já que os juros das aplicações financeiras domésticas indexadas ao dólar (cupom cambial) estão muito baixos, encarecendo este hedge. De qualquer forma, com a redução do risco-País nas últimas semanas e os sinais cada vez mais claros de crescimento econômico é bem possível que ingresso de capitais externos aumente daqui para frente.

Mas o principal destaque negativo da economia brasileira no período recente vem sendo a piora das expectativas de inflação. Devido, entre outros fatores, à alta dos preços nos últimos meses maior do que a esperada, à elevação da cotação do dólar (que, mesmo com o recuo das últimas semanas, ainda se encontra acima do patamar de R\$ 2,90 vigente até meados de abril), ao aumento do preço do petróleo e à recuperação em curso da atividade econômica (que favorece a

recomposição de margens de lucro), as projeções de inflação têm subido. E, segundo o levantamento do Banco Central junto ao mercado, a inflação (IPCA) projetada para 2004 e para os próximos 12 meses encontra-se atualmente em torno de, respectivamente, 7% e 6,5%, nos dois casos cerca de um ponto percentual acima do que se previa há três meses. Também por conta da piora das expectativas inflacionárias (e, em particular, da elevação do dólar) os juros futuros subiram, sendo que o swap pré X DI de 1 ano, embora já tenha recuado apreciavelmente do pico de 18,8% que atingiu em maio, ainda permanece um pouco acima de 16,5%, nível superior aos 16% da taxa Selic, e bem mais elevado que os 15% / 15,5% em que estava em abril.

**Tabela 4: Financiamento Externo e Saldo em Conta Corrente (em US\$ bilhões)**

	Ingresso de Capitais Externos					Saldo em conta Corrente <sup>(f)</sup>	Aumento de reservas Líquidas <sup>(d+e+f)</sup>
	Desembolsos Líquidos de Médio e Longo Prazo <sup>(2) (a)</sup>	Investimento Direto Estrangeiro <sup>(b)</sup>	Investimento em Papéis de Longo Prazo e Ações <sup>(c)</sup>	d=a+b+c	Demais <sup>(e)</sup>		
2003							
Jan/Dez	-4,3	10,1	3,1	9	-9,3	4,1	3,7
Jan/Maio	-2	3,3	0,5	1,9	-1,8	0	0,1
2004							
Jan/maio	-5,6	3,3	1,1	-1,3	2,4	2,4	3,5

Fonte: Banco Central

Notas: (1) Exclui financiamento do FMI

(2) Empréstimos menos amortizações de médio e longo prazo

Com a evolução negativa dos preços no período recente e as expectativas de inflação em alta, o espaço para queda da taxa Selic obviamente encurtou bastante. E a questão que se coloca é se neste contexto, em que a taxa Selic provavelmente ainda demorará a cair e os juros futuros mais longos tiveram uma alta não desprezível, a recuperação em curso da atividade econômica poderá ser muito afetada. Se a retomada do crescimento no período 1999/2000 for uma boa referência - e até agora tem sido - para o comportamento da atividade econômica na recuperação atual, o mais provável é que a expansão do nível de atividade não seja muito comprometida pela interrupção durante algum tempo da trajetória de queda da taxa Selic e pelo nível atual dos juros mais longos.

Note-se que, no ano 2000, o Banco Central manteve de julho a novembro a taxa Selic em 16,5% aa e pouco tempo antes a taxa Selic ficara 6 meses (de setembro de 1999 a março de 2000) em 19,0% aa. E nem por isto a recuperação da economia (no caso da indústria bastante vigorosa), iniciada no segundo trimestre de 1999 e que prosseguiu até o primeiro trimestre de 2001, foi prejudicada. Por sua vez, o swap pré X DI de um ano atual significa uma taxa de juros real ex.-ante (relativamente a inflação projetada para os próximos 12 meses) de 9,7% (tabela 1), e ao longo de 2000 a taxa de juros real ex.-ante de um ano foi, em média, de 12,3%, de modo que também no que se refere ao nível hoje vigente dos juros mais longos não parece existir uma restrição importante à continuidade do crescimento. O que, sim, poderia exercer um impacto negativo relevante sobre a atividade econômica seria uma piora

significativa das expectativas inflacionárias - induzida por uma nova rodada de pressões fortes sobre a taxa de câmbio - que elevasse substancialmente o spread dos juros futuros longos sobre a taxa Selic, apontando para uma reversão iminente da trajetória da taxa Selic. Mas, por enquanto, o risco de um cenário deste tipo - muito provavelmente associado a uma piora significativa do cenário externo - parece muito baixo.

De todo modo, a taxa de crescimento do PIB daqui para frente somente será expressiva se a demanda doméstica (consumo + investimento) mostrar dinamismo. Por melhor que continue sendo o comportamento das exportações líquidas, como sua participação no PIB é pequena (3,7% do PIB em 2003), o aumento deste componente da demanda agregada não é suficiente, por si só, para que a economia tenha um bom ritmo de expansão. Assim, é a evolução do consumo e do investimento que determinará se o crescimento do PIB será modesto ou robusto.

No período 1999/2003, mesmo com o extraordinário aumento das exportações líquidas de bens e serviços (devido a melhora substancial ocorrida na balança comercial), a economia cresceu muito pouco (1,6% ao ano em média). E isto ocorreu exatamente porque a taxa de crescimento da demanda doméstica neste período foi praticamente nula. O aumento das exportações líquidas e a estagnação da demanda doméstica produziram um ajuste externo de grande magnitude na economia brasileira: um aumento das exportações líquidas de 5,9% do PIB entre 1998 (ano imediatamente anterior à mudança do regime cambial) e 2003, cuja contrapartida foi a queda da demanda doméstica em % do PIB de 102,2% para 96,3% neste período (tabela 5). Mas o custo do ajuste externo até 2003 foi o baixo crescimento do PIB, devido à evolução desfavorável da demanda doméstica que o acompanhou.

**Tabela 5: Absorção Doméstica e PIB**

	Composição do PIB			Taxa de Crescimento (em % ao ano)	
	Absorção Doméstica <sup>(1)</sup>	Exportações Líquidas	PIB	Absorção Doméstica <sup>(1)</sup>	PIB
<b>1998</b>	102,2	-2,2	100,0	-	-
<b>1999</b>	101,5	-1,5	100,0	-1,4	0,8
<b>2000</b>	101,5	-1,5	100,0	4,6	4,4
<b>2001</b>	101,0	-1,0	100,0	0,3	1,3
<b>2002</b>	97,9	2,1	100,0	-0,9	1,9
<b>2003</b>	96,3	3,7	100,0	-2,8	-0,2

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Nota: (1)Corresponde ao consumo das famílias, consumo do governo, formação bruta de capital fixo e variação dos estoques

Em princípio, o ajuste externo poderia ter ocorrido com expansão da demanda doméstica e crescimento econômico. Como o ajuste se

caracteriza pela mudança na composição do PIB, com a redução da demanda (absorção) doméstica e o aumento das exportações líquidas de bens e serviços em % do PIB, é perfeitamente possível que esta mudança ocorra com aumento da demanda doméstica, desde que sua taxa de crescimento seja inferior à do PIB. Contudo, não foi isto que se verificou na economia brasileira entre 1999/2003. Como evidencia a tabela 5, em quatro dos cinco anos deste período houve ajuste externo (redução da absorção doméstica em % do PIB), e nestes anos a absorção doméstica caiu em termos reais em três anos (1999, 2002 e 2003) e ficou estagnada em um (2001). Ou seja, concretamente não foi possível compatibilizar neste período ajuste externo e expansão da demanda doméstica.

A razão principal do ajuste externo no período 1999/2003 ter sido acompanhado por um mau desempenho da demanda doméstica é que a melhora da balança comercial que o caracterizou foi, em boa medida, induzida por desvalorizações cambiais. Estas tiveram um efeito bastante positivo sobre a balança comercial e a conta corrente. Mas as depreciações do câmbio geraram pressões inflacionárias, que acabaram tendo impacto negativo sobre a demanda doméstica por duas vias: i) queda dos salários reais; ii) aumento das taxas de juros (tanto da taxa Selic quanto dos juros futuros). Em decorrência, estabeleceu-se, neste período, um nítido “trade-off” entre ajuste externo e crescimento da demanda doméstica (e do PIB). Como mostram as tabelas 5 e 6, no ano 2000, em que não houve ajuste externo, a demanda doméstica cresceu 4,6% e foi a responsável pela expansão de 4,4% do PIB; já nos demais anos do período 1999/2003, a contribuição da demanda doméstica para o crescimento foi, em regra, negativa, e a expansão (modesta) do PIB deveu-se exclusivamente à contribuição positiva das exportações líquidas. Mas como se percebe na tabela 6, ainda que a demanda doméstica tivesse permanecido estável (com contribuição nula para o crescimento), as exportações líquidas isoladamente não teriam sido capazes de produzir taxas elevadas de crescimento nos últimos anos - note-se que mesmo em 2002 e 2003, anos de forte aumento das exportações líquidas, sua contribuição para o crescimento não passou de 2,8% e 2,5%, ou seja, este seria o crescimento do PIB nestes anos, caso a demanda doméstica tivesse ficado estagnada, e não caído.

Embora o padrão de crescimento da economia brasileira nos últimos anos tenha se caracterizado pelo “trade-off” exportações líquidas versus demanda doméstica, o desempenho excepcional da balança comercial desde meados do ano passado (saldo extremamente elevado e ainda crescente), num contexto de forte expansão das importações e retomada do crescimento, sugere que este padrão estaria se alterando no período recente. Desta vez, a evolução favorável da balança comercial não vem sendo impulsionada por nenhuma nova desvalorização cambial de grande magnitude, que gere pressões inflacionárias capazes de reverter a

trajetória (esperada) de queda da taxa Selic, reduzir os salários reais e afetar negativamente a demanda doméstica. E isto torna possível, pela primeira vez em muitos anos, que as exportações líquidas e a demanda doméstica se expandam em simultâneo, como começa a ocorrer na recuperação em curso.

**Tabela 6: PIB - Ótica da Demanda: Contribuição para o Crescimento no Período 1999/2003**

	Consumo das Famílias <sup>(a)</sup>	Consumo do Governo <sup>(b)</sup>	Formação Bruta de Capital <sup>(c)</sup>	Exportação <sup>(d)</sup>	Importação <sup>(e)</sup>	Absorção Doméstica (a+b+c)	Exportações Líquidas (d+e)	PIB
1999	-0,3	0,5	-1,6	0,7	-1,5	-1,4	2,2	0,8
2000	2,4	0,2	2	1,1	1,4	4,6	-0,3	4,4
2001	0,3	0,2	-0,3	1,2	0,2	0,3	1,1	1,3
2002	-0,2	0,3	-0,9	1,1	-1,8	-0,9	2,8	1,9
2003	-1,9	0,1	-0,9	2,2	-0,3	-2,7	2,5	-0,2

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura/IE-UFRJ

De fato, como evidencia a tabela 7, do início da retomada, no terceiro trimestre de 2003, até o primeiro trimestre de 2004, o crescimento do PIB foi de 3,6% (4,9% em termos anualizados), e este crescimento vem sendo acompanhado por um aumento tanto das exportações líquidas quanto da demanda doméstica. Embora argumente-se com frequência que a recuperação da economia ainda estaria apoiada quase exclusivamente no aumento das exportações, o exame na tabela 7 da contribuição para o crescimento dos diferentes componentes da demanda agregada mostra um quadro diferente. Ainda que isoladamente as exportações tenham sido o componente de demanda com maior contribuição para o crescimento do PIB entre o segundo trimestre de 2003 e o primeiro trimestre de 2004 (respondendo por 2% dos 3,6% de expansão do produto), a contribuição de 3,2% da absorção doméstica como um todo (consumo mais investimento) para o crescimento foi maior que a das exportações e bem superior à das exportações líquidas (de 0,4%). Assim, mesmo com o crescimento ainda lento do consumo das famílias, a absorção doméstica já vem sendo a fonte mais importante de crescimento no período recente.

Dada a participação das exportações líquidas e da absorção doméstica no PIB, não há como escapar do fato de que a manutenção de um bom ritmo de expansão do PIB requer que a demanda doméstica cresça a taxas elevadas. E isto torna o comportamento do consumo e do investimento, variáveis-chave para que se tenha uma taxa de crescimento do PIB robusta daqui para frente. Mas o crescimento somente será sólido se o ajuste externo for preservado, o que impõe restrições ao aumento da demanda doméstica em % do PIB. Assim, a expansão da demanda doméstica terá de ser vigorosa para garantir uma taxa de crescimento significativa do PIB, mas sem que o aumento da absorção doméstica comprima em demasia a parcela representada pelas exportações líquidas no PIB. Conciliar estes objetivos significa, em última análise, que a expansão da demanda doméstica terá que se

mostrar compatível com a sustentação de saldos comerciais elevados (ainda que não necessariamente nos níveis atuais). E, sob este aspecto, o desempenho recente da economia brasileira vem sendo até agora animador.

**Tabela 7: PIB - Ótica da Demanda: Evolução Recente**

	1ºtrimestre 2004/2ºtrimestre 2003	
	Taxa de crescimento (%)	Contribuição para o Crescimento
Consumo das Famílias	2,3	1,3
Consumo do Governo	1,0	0,2
Formação Bruta de Capital Fixo	9,8	1,7
Exportação	12,5	2,0
Importação	13,3	1,7
Absorção Doméstica	3,4	3,2
Exportações Líquidas	-	0,4
<b>PIB</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura

De qualquer forma, do lado das contas externas, as condições atuais da economia brasileira são bem mais favoráveis do que nos últimos anos para o crescimento da demanda doméstica e do PIB: i) o ajuste externo já foi realizado e o objetivo agora será, no fundamental, preservá-lo, e não elevar ainda mais o saldo em conta corrente; ii) o desempenho recente da balança comercial sugere que a sustentação de saldos comerciais elevados vem se tornando bem menos dependente da contenção da atividade econômica. Resta saber se a demanda doméstica mostrará dinamismo suficiente no futuro próximo para garantir uma taxa de crescimento do PIB significativa nos próximos trimestres. E, em caso afirmativo, se será mesmo possível compatibilizar um crescimento vigoroso com o equilíbrio da conta corrente - objetivo que não necessariamente deverá ser perseguido a mais longo prazo, mas que por enquanto parece prudente manter para reforçar a blindagem da economia brasileira contra crises de confiança.

**Tabela 8: 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 %)	7,00	7,10
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,50	4,00
Contas Fiscais (em % do PIB)		
Saldo Primário	4,25	4,25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	28,00	29,90
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	4,60	7,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	3,10	3,05
Média do Ano	3,03	3,02
Taxa Selic		
Acumulada no ano	15,87	15,87
Final do Ano	15,13	15,25

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

\*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 02/07/04 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

---

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## **Indústria: recuperação ganha força**

Os dados da pesquisa industrial de abril reforçaram as evidências de recuperação da indústria, embora ainda haja margem para preocupações sobre sua sustentabilidade. Deve-se levar em conta que diferentes ritmos de evolução e até mesmo sinais contraditórios de variáveis de nível de atividade e de setores econômicos são esperados em qualquer cenário de retomada de crescimento, em especial no seu início. Em certo sentido estamos num (novo) início pois a retomada do segundo semestre de 2003, apresentou um pequeno retrocesso (ou acomodação) de dezembro a fevereiro, voltando-se a crescer em março (gráfico 1). Vamos nos centrar na análise da evolução da ponta da série (mês/mês anterior com ajuste sazonal), pois é o que interessa neste momento, dado que comparações com iguais períodos em 2003 vão dar forçosamente resultados bastante positivos, pelo menos até o início do segundo semestre, devido à base de comparação deprimida. Veremos a seguir os dados da indústria e posteriormente os do comércio e de emprego.

Embora entre março e abril últimos o total da produção não tenha sofrido alteração (taxa de 0,1%), deve-se considerar que houve uma sustentação do nível de produção, após a significativa elevação de 2,0% entre fevereiro e março. Com isso, o índice de média móvel trimestral aponta em abril uma variação de 0,4% frente ao mês anterior, movimento acompanhado por bens intermediários (0,6%), a mais “exportadora” das categorias de uso; bens de capital (0,5%); e bens de consumo duráveis (0,3%). Mesmo a produção de bens de consumo semi e não duráveis, que mostrou redução de 0,4% nesta comparação, revelou uma desaceleração na queda, uma vez que em março a taxa havia sido de -1,0%.)

Muito tem se falado da importância das exportações para esta retomada, mas nossa indústria, apesar de ter elevado seu grau de abertura, ainda está voltada primordialmente para o mercado interno. Um bom indicador deste último são as vendas do comércio varejista, e estas têm evoluído favoravelmente desde julho de 2003 (gráfico 2). Sua trajetória é mais consistentemente positiva que a da indústria, pois não passou por um período de acomodação e registrou apenas uma taxa negativa em março/fevereiro 2004.

Outro dado positivo é a queda, pela primeira vez no ano, da taxa de desocupação/desemprego. Esta em maio atingiu 12,2%, abaixo da marca do mesmo mês do ano anterior (12,8%), embora ainda acima de

maio de 2002 (11,9%). Este é o primeiro decréscimo neste tipo de comparação (mês contra igual mês no ano anterior) nos últimos treze meses. Ainda segundo a PME, a ocupação, vem aumentando consistentemente desde o início do ano e já está num nível equivalente ao do final do ano passado, que foi o patamar mais elevado alcançado em 2003. Apesar desse desempenho, foi importante para o recuo no índice de desemprego a abrupta diminuição do número de desocupados (gráfico 3). Ainda é cedo para dizer se este último movimento é apenas uma oscilação ou uma mudança de trajetória, o que só ficará claro nos próximos meses.

O emprego industrial, na comparação com igual mês do ano anterior, também está em trajetória de recuperação mas ainda não atingiu marcas positivas. Mesmo o incremento da jornada média de trabalho tem sido pequeno em 2004, ficando, exceto em março, abaixo de 1,0% (gráfico 4). Como a produção cresce mas o emprego não, a produtividade aumenta. A produtividade (produção/horas pagas) cresceu apenas 0,9% em 2003, contra 4,1% em 2002. Em 2004, tudo indica que estas duas marcas serão superadas. Apenas no mês de fevereiro o incremento da produtividade, no confronto com igual mês do ano anterior, ficou abaixo de 4,0%. Também aqui a trajetória é ascendente, embora com oscilações (gráfico 5). A elevação da produtividade contribui para aumentar a competitividade das exportações industriais, que têm sido numa importante fonte de crescimento do PIB.

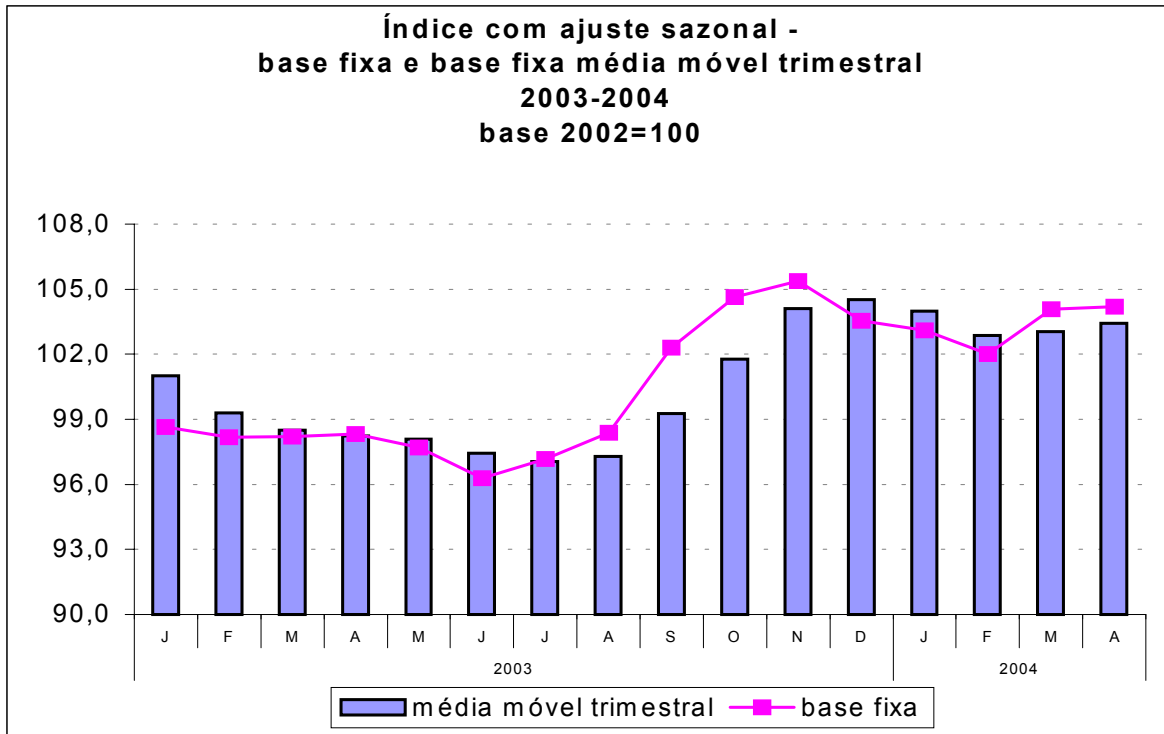
Em síntese, a evolução recente de vários indicadores (produção, consumo interno e mercado de trabalho) sugere que a atividade econômica está entrando numa trajetória de crescimento, alavancada pelo desempenho das exportações, da agroindústria e, mais recentemente, do ciclo de vendas à crédito que tem influenciado positivamente o mercado de bens de consumo duráveis. Os efeitos multiplicativos desses setores estariam se espalhando pela economia, com impactos sobre o mercado de trabalho e sobre o rendimento real, trazendo sinais de aumento também para a área de bens de consumo semi e não duráveis.

**Tabela 1 - Indicadores da Produção industrial por Categoria de Uso - abr/04 (variação %)**

	Mês/Mês *	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	1,5	22	21,4	10,5
Bens Intermediários	0,4	5,2	4,7	2,4
Bens de Consumo Durável	2,9	22,7	21,1	10,1
Bens de Consumo Semidurável e Não Durável	0,2	1,7	1,5	-2,3
<b>Indústria Geral</b>	<b>0,1</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>	<b>2</b>

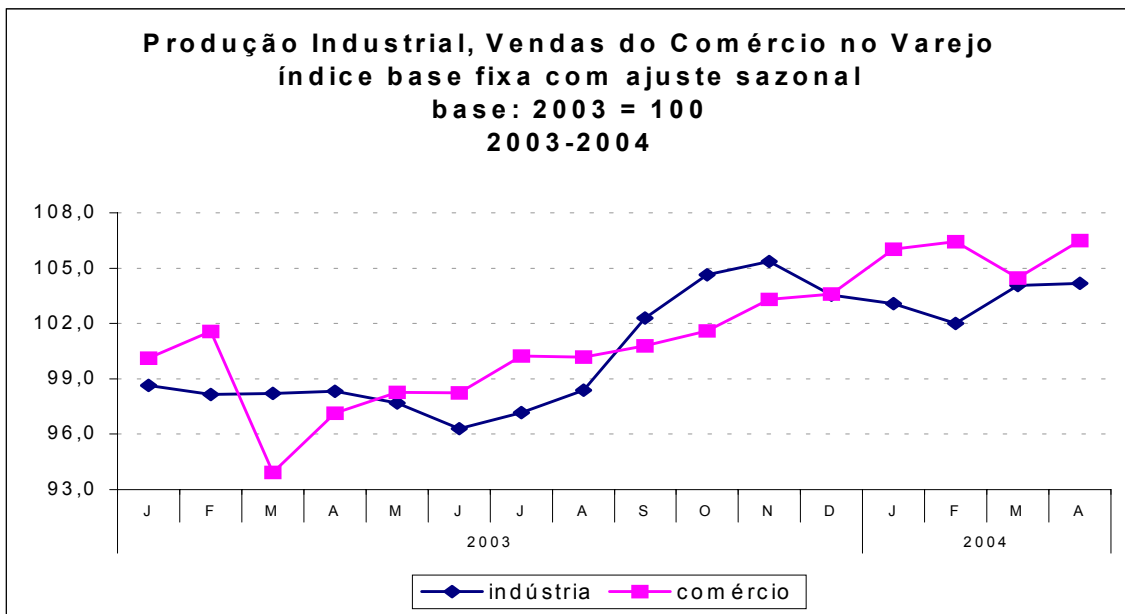
\*com ajuste sazonal

**Gráfico 1**



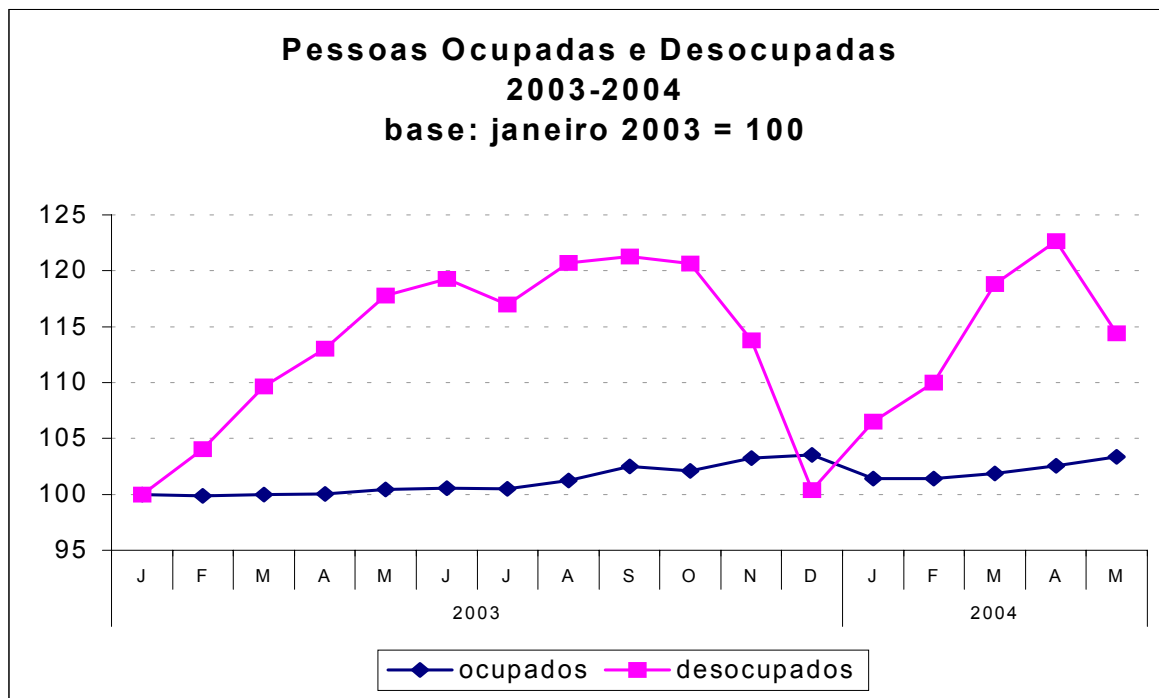
Fonte : PIM-PF-IBGE

**Gráfico 2**



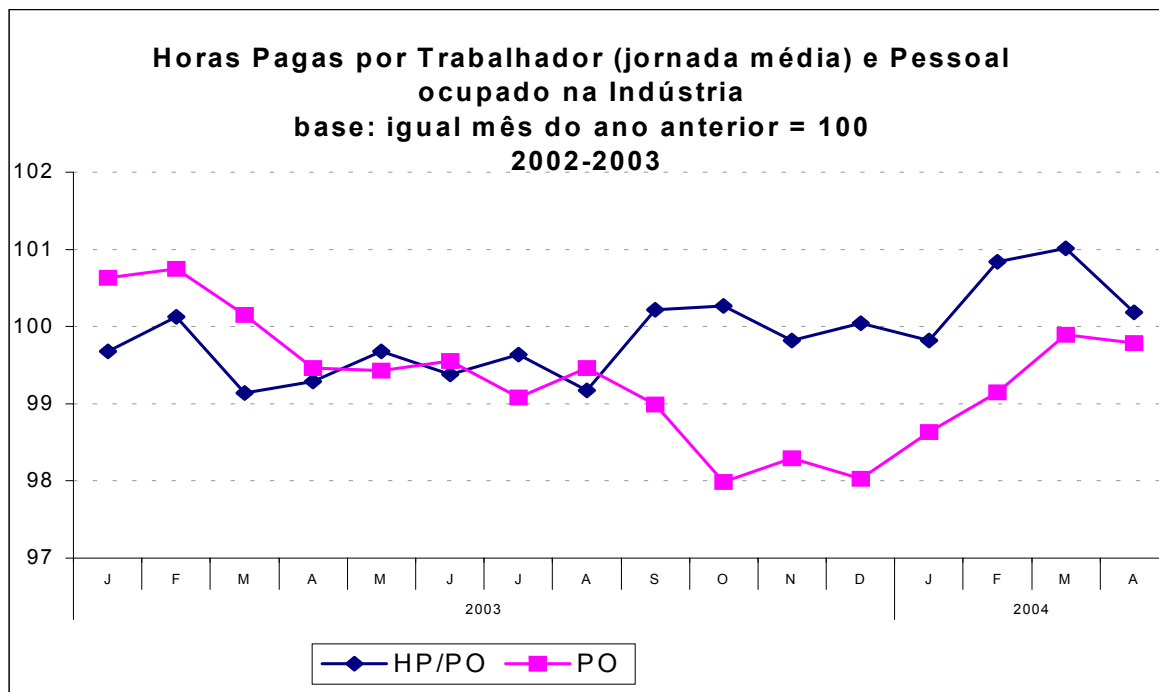
Fonte: PIM-PF-PMC

### Gráfico 3



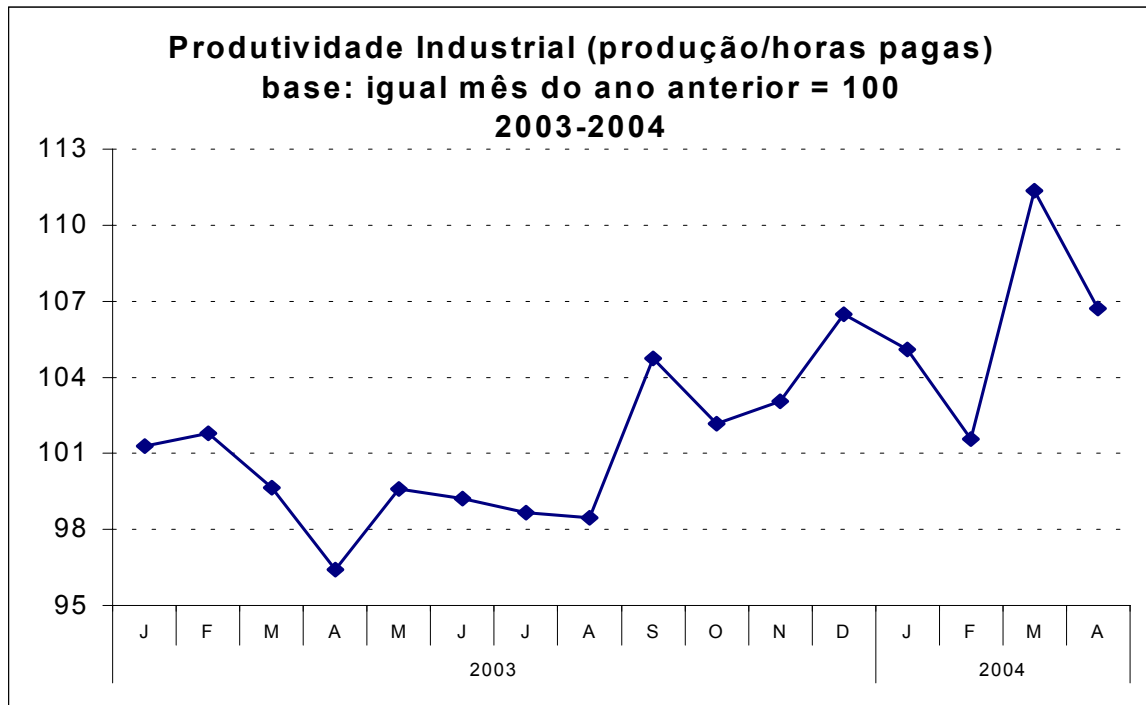
Fonte: IBGE-PME

### Gráfico 4



Fonte: IBGE PIMES

**Gráfico 5**



Fonte: IBGE PIM-PF e PIMES

# Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

## De Onde Vem e Para Aonde Vai a Inflação?

### - Introdução – Considerações Sobre a Dinâmica da Inflação

Desde o Plano Real as tarifas públicas, mensuradas pelos preços administrados, têm apresentado crescimento acima dos preços livres. No fim de 2004 essa assimetria já deverá ter acumulado 97%. Esse resultado é preocupante, pois a dinâmica de formação dos preços administrados tende ao crescimento monotônico. O IGP que é o índice de formação desses preços gera elevada persistência a partir dos anos aonde ocorrem choques de oferta (variação da taxa de câmbio e / ou preços de commodities).

Um choque de oferta, como o visto em 2004, tem efeito imediato sobre os preços livres do IPCA via variação do IPA (coeficiente de repasse 18%<sup>1</sup>). A segunda rodada vem pela transmissão do IGP para os preços administrados. Nesse mesmo tempo, um novo turno está começando na medida que o IPC do IGP também contém preços administrados e isso significa valores mais elevados para o IGP.

O resultado da inflação de preços administrados mais recente demonstra a aderência com o IGP defasado (Adm/IGP(-1)). Exceto pelos os anos de 1998, 2000 e 2003, aonde a valorização do câmbio e / ou queda do preço do petróleo agem em sentido contrário (vide Tabela 1). No geral, o que se propõe é que os preços administrados são uma restrição importante para queda acentuada da inflação de um ano para outro.

**Tabela 1 - Inflação no Plano Real – Avanço dos Preços Administrados**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004*
IPCA	22.4	9.6	5.2	1.7	8.9	6.0	7.7	12.5	9.3	7.1
-Adm administrados (a)	28.2	20.2	18.3	3.2	20.9	12.9	10.8	15.3	13.2	8.1
-Livres (b)	21.6	7.9	3.0	1.4	6.4	3.7	6.6	11.5	7.8	6.7
IGP-M	15.2	9.2	7.7	1.8	20.1	10.0	10.4	25.3	8.7	12.0
Taxa de Câmbio (variação)	14.4	6.9	7.4	8.3	48.0	9.3	18.7	52.3	-18.2	5.4
Petróleo Brent em Reais (variação)	-	33.0	-0.7	-28.0	117.7	61.4	9.3	27.3	24.4	17.0
(a)-(b)	5.4	11.4	14.9	1.9	13.7	8.9	4.0	3.4	5.0	2.6
(a)-(b) Acumulado	5.4	17.4	34.9	37.4	56.2	70.1	76.8	82.9	92.0	94.5
Relação Adm /IGP (-1)		133	199	42	1169	64	108	148	52	93

\* Esperado - IE UFRJ

Petróleo - Cotação Média Em Reais

<sup>1</sup> Cálculo no Boletim de Economia & Conjuntura de abril-2004

Ademais, os preços livres também exibem elevada persistência. Selecionando os anos aonde o IPCA apresentou queda de um ano para o outro é possível constatar a elevada persistência inserida nos preços. No período do regime de metas, o IPCA desacelerou em 2000, 2003 e 2004 (em relação ao ano anterior). Nesses episódios a persistência média foi de 0,72, isto é, a inflação do ano foi 72% a ocorrida no ano anterior (vide Tabela 2). O elevado valor para a persistência dos preços livres em conjunto com a dinâmica dos preços administrados torna a política gradual, a única consistente com a queda da inflação no longo prazo.

**Tabela 2 - Índice de Persistência nas Trajetórias de Queda do IPCA**

	1996	1997	1998	2000	2003	2004*	2005(i)	1995-1998	1999-2004
								Média	
IPCA	0.43	0.55	0.32	0.66	0.74	0.76	0.63	0.43	0.72
IPCA - Livres	0.37	0.38	0.45	0.57	0.67	0.86	0.57	0.40	0.70

Fonte: Elaboração do Autor - \* esperado

(i) Meta 4,5% assumindo a projeção de 6% de preços administrados, ie preços livres 3,9%

Recentemente o CMN manteve a meta de 4,5% para 2005. O Grupo de Conjuntura projeta o IPCA em 7,1% em 2004 que pode ser decomposto na variação esperada de 6,7% para os preços livres e 8,1% para administrados. Reduzir a inflação para 4,5% em 2005 significa assumir um grau de persistência de livres em 0.57, muito abaixo em relação ao ocorrido entre 1999 e 2004 (0,70). Além disso, assumindo a projeção de 6% para os preços administrados, os livres só poderiam variar 3,9% ou 0,31% na média entre janeiro e dezembro.

A expectativa do Grupo de Conjuntura para o IPCA 2005 é de 5,8% e assume duas hipóteses subjacentes:

- (i) Grau de persistência dos preços livres em 2005, igual<sup>2</sup> a média do regime de metas (0,70). Isto significa que os preços livres cresceriam 4,9%, representando 70% dos 6,7% estimados para 2004.
- (ii) Assume a variação de 8% de preços administrados, que é ainda é otimista tendo em conta a variação do IGP-M acumulada em 12 meses em torno de 12%.

<sup>2</sup> A projeção do mesmo grau de persistência para livres é considerada otimista, pois a evidencia sugere que na medida de que o nível da inflação cai, a persistência aumenta. Isso ocorre até que a economia encontra a inflação de equilíbrio com coeficiente de persistência próximo de um.

A atual projeção do Banco Central para os preços administrados em 2005 é de 6% e foi elaborada a partir de um modelo econométrico experimental (o próprio BC assim o considera na medida que não há ainda avaliações de sua capacidade preditiva). Até o início do ano a conta era feita em cada setor específico<sup>3</sup>. O valor de 6% contém excesso de otimismo posto que significa a metade do IGP-M esperado em 2004. Em anos que não ocorre apreciação cambial e/ ou queda acentuada da cotação do petróleo, a relação entre os preços administrados e o IGP-M defasado tende a se situar perto de 1 (vide Tabela 1).

A partir da Tabela 3 é possível constatar que o modelo de projeção de itens específicos apresenta projeções mais verossímeis do que o atual (esse modelo foi adotado em dezembro de 2003). A partir da implementação dessa metodologia a projeção de administrados para 2004 reduziu de 8.9% para 7.7% (último valor). As projeções anteriores para 2004 estavam mais próximas do resultado do IGP-M fechado em 2003 que foi de 8,7%. O recente retorno da indexação ao IGP nas tarifas de telefones somado aos reajustes da gasolina deve fazer o BC rever sua expectativa de administrados para 2004 e 2005.

**Tabela 3**  
**Projeções de Preços Administrados Pelo BC**

Relatórios	2003	2004	2005
dez/02	13.0		
mar/03	15.9	8.7	
jun/03	14.1	8.9	-
set/03	14.0	8.3	-
dez/03	-	7.8	5.5
mar/04	-	7.3	6.0
jun/04	-	7.7	6.0

*obs: os adm. administrados cresceram 13,2% em 2003*

### - Avaliação Recente da Inflação ao Consumidor IPCA

Confirmada a variação de 0,7% para o IPCA em junho, a inflação no primeiro e segundo trimestre de 2004 será de 1,9% e 1,6% respectivamente. Este resultado anualizado significa que a inflação ficou muito acima da curva consistente com a meta de 5,5%. Para permanecer no centro da meta, o IPCA não poderia ultrapassar a média de 1,35% ao trimestre (ou 0,44% ao mês).

<sup>3</sup> Vide Relatório de Inflação – março e junho de 2004 – O próprio Banco Central utilizava o IGP-DI integral para projeções de longo prazo de preços administrados – Relatório dez/03 página 120.

O excesso de variação sobre a curva da meta em 2004 ocorreu, sobretudo, devido a variação dos preços livres. Assumindo os preços administrados em 7,7% a inflação de livres não poderia ultrapassar 4,6% no ano, isto significa 1,1% no trimestre e 0,38% ao mês. Confirmando a pressão de alta no mês de julho, a inflação dos livres deverá ser de 2,2% e 1,6% nos dois primeiros trimestres do ano, bem acima da requerida pelo centro da meta (vide Tabela 4).

A projeção para o terceiro e quarto trimestre para o IPCA é de 2,1% e 1,4% respectivamente. Esse cenário foi elaborado de acordo com as pressões sazonais de preços administrados, o reajuste acima do esperado das tarifas de telefone, o impacto da elevação do preço da gasolina e a persistência ainda elevada dos preços livres aos choques de oferta.

**Tabela 4 - Principais Resultados no Trimestre**

		2003 -1	2003 -2	2003 -3	2003 -4	2004 -1	2004 -2	2004 -3*	2004 -4*
IPCA	-No Trimestre	5.1	1.4	1.3	1.2	1.9	1.6	2.1	1.4
	-Anualizado	22.2	5.9	5.4	4.7	7.6	6.5	8.7	5.8
	-Média Móvel Trimestral	1.7	0.5	0.4	0.4	0.6	0.5	0.7	0.5
	-Em 12 Meses	16.6	16.6	15.1	9.3	5.9	6.0	6.9	7.1
Livres	-No Trimestre	4.1	1.6	0.6	1.3	2.2	1.6	1.5	1.3
	-Média Móvel Trimestral	1.4	0.5	0.2	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4
	-Em 12 Meses	14.2	15.4	13.2	7.8	5.8	5.8	6.7	6.7
Adm.	-No Trimestre	7.8	1.0	3.0	0.9	1.0	1.5	3.5	1.8
	-Em 12 Meses	22.8	19.7	20.2	13.2	6.1	6.6	7.1	8.1

\* Esperado - IE UFRJ

Existe ainda probabilidade de que o IPCA fique acima da projeção de 7,1% de acordo com a variação mais elevada de preços administrados. Teoricamente seria preferível que eventuais reajustes do preço da gasolina fossem feitos em 2004 a fim de não comprometer ainda mais as expectativas para 2005. Dessa forma, são esperados novos reajustes a fim de equiparar o preço doméstico com a cotação internacional. Utilizando o critério de preços médios (cotação Brent), estima-se que esta diferença ainda seja aproximadamente 15%<sup>4</sup>.

### - Inflação ao Consumidor em Junho e Julho

A percepção é que o impacto da elevação do IPA sobre o IPCA já tenha alcançado o pico e, nesse sentido, a tendência é de desaceleração. Esse resultado é importante na medida que significa menor pressão sobre os preços livres. A partir da Tabela 5 é possível verificar que todos os fatores

<sup>4</sup> Supondo cotação média do Barril Brent em US\$ 36 e Taxa de Câmbio R\$3,1/US\$

de pressão sobre o IPA estão cedendo. Os principais commodities (não energéticos) já apresentam desaceleração desde maio, porém esse efeito não foi sentido, pois o Real desvalorizou compensando, de alguma forma, a queda. O índice de preços de importação é o melhor termômetro para as variações do IPA. Os resultados mais recentes corroboram a expectativa de que o IPA já alcançou seu máximo.

**Tabela 5 - Principais Determinantes do IPA**

	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04	mai/04	jun/04	Tendência
IPA	0.8	1.4	1.1	1.6	1.5	1.7	↓
Dólar	2.9	2.9	2.9	2.9	3.1	3.1	=
Commodities Primárias Não-Energéticas ( Em R\$) (i)	95.3	96.0	98.8	101.1	102.9	-	↓
Commodities Primárias Não-Energéticas ( Em US\$) (i)	93.6	96.9	99.0	99.9	97.7	-	↓
Cotação do Petróleo tipo Brent ( em US\$ )	31.3	30.9	33.6	33.6	37.6	34.6	↓
Índice de Preços de Importações	90.9	93.7	93.6	95.0	95.5	-	=

(i) Índice - cálculos do autor a partir de dados do FMI

(ii) No dia 30/06

A despeito da redução pelo lado do IPA, os preços livres ainda continuam pressionados devido a fatores pontuais, como os impactos do clima sobre os preços de alimentos. No IPCA-15 de junho, os preços livres registraram crescimento de 0,61%. O principal fator de crescimento foram os preços de duráveis (vide Tabela 6). Porém, para o IPCA fechado de junho (0,7%), a expectativa é que a pressão venha do incremento dos preços de alimentos e das tarifas.

**TABELA 6 - PRINCIPAIS DESAGREGAÇÕES DO IPCA**

(Em % ao Mês)

	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04	mai/04	jun/04*
<b>IPCA</b>	<b>0.76</b>	<b>0.61</b>	<b>0.47</b>	<b>0.37</b>	<b>0.51</b>	<b>0.56</b>
Preços Administrados	0.84	0.26	-0.07	0.31	0.35	0.44
Preços Livres	0.76	0.61	0.69	0.39	0.57	0.61
<b>Classificação Categoria de Usos</b>						
Serviços	0.73	1.90	0.49	0.3	0.29	0.38
Duráveis	0.88	0.86	1.23	0.62	0.73	0.90
Não-Duráveis	0.87	0.20	0.71	0.24	0.57	0.54
Semi-Duráveis	0.35	0.18	0.74	1.21	1.35	1.20
<b>Classificação Comercialização com o Exterior</b>						
Comercializáveis	0.54	0.07	0.68	0.48	0.72	0.78
Não-Comercializáveis	1.01	1.69	0.78	0.28	0.39	0.38

Fonte: Elaboração Própria a Partir dos dados do IBGE

(i) IPCA-15

Confirmado a expectativa de redução dos preços livres no último trimestre, existe a possibilidade de que o Banco Central reduza a taxa básica de juros com o argumento de que a inflação esperada para 2005 está abaixo da meta e que nesse caso, a política monetária não teria mais impacto no horizonte de 2004.

## - Nível, Tendência e Inflação Subjacente.

Em junho, os principais indicadores de tendência da inflação ao consumidor aceleraram. Exceto pelo núcleo de Exclusão Prévia, que não tem a propriedade de antecipar o nível de preços, os demais núcleos captaram um movimento mais acelerado em conjunto dos preços. Esse aspecto pode ser sentido pela aceleração nas metodologias de Mediana e Médias Aparadas sem suavização. O Índice de Generalidade confirma esse resultado na medida que sinaliza um maior número de itens registrando inflação (vide Tabela 7). Porém, a estabilização desse indicador abaixo de 70% descarta temores de pressões generalizadas.

**TABELA 7 – PRINCIPAIS INDICADORES DE INFLAÇÃO SUBJACENTE E TENDÊNCIA**

(Em % ao Mês)

	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04	mai/04	jun/04*
<b>IPCA - Índice Geral</b>	0.76	0.61	0.47	0.37	0.51	0.56
Metodologia Exclusão Prévia	0.64	1.00	0.85	0.72	0.70	0.61
Médias Aparadas s/Suavização	0.56	0.28	0.65	0.45	0.42	0.48
Médias Aparadas c/Suavização	0.73	0.48	0.76	0.57	0.59	0.60
Núcleo Desagregado (i)	0.69	0.72	0.79	0.58	0.62	0.64
<b>Núcleo Desagregado - Média Móvel Trimestral Anualizada</b>	<b>7.44</b>	<b>8.54</b>	<b>9.36</b>	<b>8.77</b>	<b>8.26</b>	<b>7.58</b>
Núcleo Mediana não Ponderada	0.69	0.40	0.55	0.51	0.31	0.44
Índice de Generalidade (em %)	71.0	60.0	66.0	65.0	61.0	66.0

(\*) IPCA-15

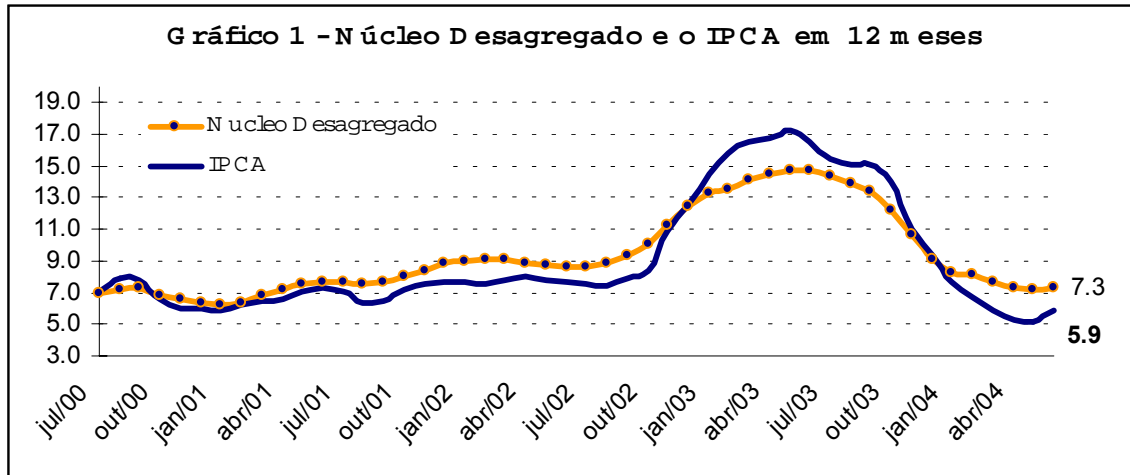
(i) Núcleo Desagregado - Dissertação de Mestrado - Carlos Thadeu FG em Filho - Faculdade Ibmec 2003

O Núcleo Desagregado<sup>5</sup> é utilizado pelo Grupo de Conjuntura a fim de avaliar o comportamento prospectivo da inflação. Esse indicador registrou variação de 0,64% em junho, ligeiramente superior a maio. Essa metodologia foi elaborada com base em critérios de antecipação. Uma das hipóteses subjacentes é de que este núcleo deve ter a propriedade de atrair o IPCA em um horizonte mais longo. Nesse sentido, a partir da variação em 12 meses é possível concluir que o IPCA vai acelerar no período mais próximo (vide Gráfico 1). Intuitivamente, o que se espera é que o IPCA em 12 meses caminhe em direção dos 7,3% registrado pelo indicador de núcleo Desagregado.

Em suma, nos próximos meses a inflação deverá apresentar variação acima do núcleo, pois grande parte das pressões é considerada temporária. Na medida que os fatores de pressão se dissipem, não existem indicadores de que a inflação continue sendo uma ameaça relevante. Porém, existe a possibilidade de que o nível de estabilização ainda fique acima do preterido pela autoridade monetária. No Gráfico 1 é possível constatar que a inflação subjacente nunca esteve por período longo abaixo de 7%. Nesse sentido, a fim de convergir para 4,5% é

<sup>5</sup> Uma Nova Aproximação para o Núcleo da Inflação: Desagregação – Carlos Thadeu FG/ Filho, Dissertação de Mestrado, Ibmec 2003

necessário que não ocorram fatores inflacionários exógenos por um período longo. É preciso de um horizonte mais extenso para que os preços relativos se equilibrem posto que a assimetria em favor dos administrados é demasiadamente elevada. Caso contrário, o nível médio de equilíbrio dificilmente recuará do atual patamar de 7%.



# Política Fiscal

Margarida Gutierrez

A evolução favorável dos principais indicadores macroeconômicos, em particular das contas externas, com um superávit de transações correntes acumulado de janeiro a maio deste ano de U\$ 2,4 bilhões (1,06% do PIB) e do recuo da taxa de câmbio a partir de junho, após uma desvalorização média experimentada em maio de 6,0% em relação à abril, e a continuidade do cumprimento de um rigoroso ajuste fiscal (fixado para este ano um superávit primário de 4,25% do PIB) têm garantido melhorias significativas no perfil de endividamento público. A Tabela 1 resume os principais indicadores.

**Tabela 1 - 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

Fontes: BACEN, 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 14,9% em maio deste ano. Considerando a dívida líquida do setor público como um todo e incluindo também a dívida externa, a participação da dívida indexada ao câmbio também vem caindo sistematicamente, passando de 51,9% em dezembro de 2002 para 31,8% em maio último (Tabela 2).

Para esta redução dois fatores contribuíram: de um lado, a apreciação nominal do câmbio em torno de 11,9% 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 2 - Perfil da Dívida Pública (%)**

	dez/02	dez/03	jan/04	fev/04	mar/04	abr/04	mai/04
Dívida/PIB	55,5	58,2	58,6	58,2	57,3	56,5	56,8
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	74,3	79,6	80,3	80,6	80,9	82,0	81,2
i) indexada ao câmbio	26,2	17,7	16,8	15,2	14,6	13,5	13,0
ii) não indexada ao câmbio	48,1	61,9	63,6	65,4	66,3	68,6	68,2
b) Externa	25,7	20,4	19,7	19,4	19,1	18,0	18,8
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	51,9	38,1	36,4	34,6	33,7	31,4	31,8

Fonte: BACEN

Esta estratégia já retirou liquidamente do mercado U\$ 19,1 bilhões em 2003 e U\$ 20,7 bilhões neste ano, incluindo o último vencimento do dia 1 de julho. De julho até dezembro deste ano, vencerão U\$ 9,21 bilhões em títulos da dívida interna com correção cambial e após 2004, ainda estão por vencer U\$ 19,1 bilhões.

Conforme anunciado pelo 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 recursos envolvidos, o impacto sobre a taxa de câmbio não é desprezível. Ao longo de todo o ano de 2004, apenas nos dois últimos vencimentos (nos dias 17/06 e 01/07), o Banco Central promoveu a rolagem de uma parcela pequena da dívida a vencer: 33% de uma dívida de U\$ 983 milhões e 27% de uma dívida de U\$ 2,49 bilhões. Em todos os demais vencimentos a dívida foi integralmente resgatada.

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 dada a insuficiente oferta de hedge pelos mecanismos privados. O Banco Central, a partir de então, passa cada vez mais a suprir a oferta de hedge cambial, através da colocação de títulos e swaps cambiais com o objetivo de reduzir as tensões no mercado de câmbio à vista. A contraface dessa estratégia foi o aumento da dívida pública em função das desvalorizações cambiais que se seguiram nos anos subsequentes, em particular em 2001 e 2002. Além disso, contribuiu também para aumentar a percepção de risco soberano

dificultando a captação de recursos do governo e de agentes econômicos privados no mercado financeiro doméstico e internacional.

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 em 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 retira-se 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. O processo de alongamento teve início, na verdade, em junho de 1999, quando 67% eram títulos a vencer em 12 meses, e foi interrompido em abril de 2002, quando chegou ao piso de 23%, pela crise de confiança que se estabeleceu em relação à capacidade de solvência da dívida pública. Desfeitas as incertezas, o Banco Central pôde, a partir de janeiro de 2003, retomar o processo de alongamento, através dos leilões de troca de Letras Financeiras do Tesouro (LFT), onde o Banco Central passou a recomprar títulos com vencimentos curtos (2003) contra a colocação de títulos com vencimento em 2004, 2005 e até 2007.

Olhando os resultados da Tabela 1, 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 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 principal indicador de solvência do setor público, a Dívida Líquida/PIB, atingiu o montante de R\$ 946,7 bilhões (56,8% do PIB), sendo 63,1% do governo central, 30,8% a parcela da dívida dos estados, 4,3% dos municípios e 1,8% das empresas estatais (federais, estaduais e municipais). Ao longo deste ano, o superávit primário de R\$ 38,3 bilhões e o maior crescimento do PIB têm garantido a queda do indicador Dívida/PIB (Tabela 3).

**Tabela 3 - Fatores condicionantes da Evolução da Dívida Pública**

Fluxo em R\$ milhões	2001	2002	2003	2004 (Jan/Mai)
Juros internos	72.112	96.975	126.045	44.335
Juros externos	14.332	17.029	19.160	7.607
Variação cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao câmbio	19.182	76.662	-22.715	5.598
Variação cambial sobre o estoque ( em Reais) da dívida externa líquida	18.250	71.317	-24.884	14.227
Esqueletos	18.465	14.286	604	102
Privatizações	-980	-3.637	0	-78
Superávit Primário	-43.655	-52.390	-66.173	-38.268
Total	97.704	220.241	32.037	33.523

Fonte: BACEN

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 64,37 bilhões em maio (4,09% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 67,46 bilhões (4,29% 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\$ 40,53 bilhões ou 2,58% do PIB), os estados e municípios contribuíram com R\$ 14,43 bilhões (0,92% do PIB) e as empresas estatais geraram um excedente de R\$ 12,50 bilhões (0,80% do PIB) (Tabela 4).

Para este ano, a meta fiscal para o setor público consolidado fixa um superávit primário de 4,25% do PIB, o que corresponde a R\$ 71,5 bilhões. Para o primeiro semestre, o superávit fixado como meta é de R\$ 32,6 bilhões tendo o resultado consolidado de janeiro a maio sido de R\$ 38,2 bilhões.

**Tabela 4 - Necessidade de Financiamento do Setor Público**

	R\$ milhões			% do PIB		
	Jan/Dez 02	Jan/Dez03	Jun03/Mai04	Jan/Dez 02	Jan/Dez03	Jun03/Mai04
Nominal	61.614	79.032	64.374	4,61	5,22	4,09
Juros Nominais	113.978	145.205	131.834	8,52	9,59	8,38
Primário	-52.364	-66.173	-67.461	-3,91	-4,37	-4,29
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-31.919	-38.744	-40.526	-2,39	-2,56	-2,58
-Emp. Est. Federais	-6.329	-9.597	-8.731	-0,47	-0,63	-0,56
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-10.598	-13.821	-14.432	-0,79	-0,91	-0,92
-Emp. Estat. Regionais	-3.518	-4.010	-3.770	-0,26	-0,26	-0,24

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 (1,5% superior) foi compatível com um aumento de 12,6% nos gastos. Isto porque, as receitas experimentaram uma elevação de 6,7%, em termos reais (Tabela 5).

**Tabela 5 - Resultado Primário do Governo Central (jan-mai)**

	Janeiro/Maio		
	(R\$ bilhões de maio de 2004, deflacionado pelo IPCA)		
	2003	2004	Varição (%)
1. Superávit Primário do Governo Central	30	30,5	1,5
Receita Total	158,7	169,3	6,7
Despesas	98,4	110,7	12,6

Fonte: STN/MF

Quanto desse aumento é reflexo da recuperação do nível de atividade econômica e quanto é fruto de mudança na carga tributária? Se das receitas federais excluirmos os impostos que sofreram mudanças na arrecadação de 2003 para 2004, os eventuais incrementos de receitas são reflexo, em princípio, da recuperação do ritmo de crescimento da economia brasileira a partir do segundo semestre de 2003.

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 2,44%, em termos reais, nos 4 primeiros meses deste ano em relação a igual período de 2003 (Tabela 6).

**Tabela 6 - Arrecadação das Receitas Federais (janeiro-maio)**  
**(R\$ milhões a preços de maio de 2004 – IPCA)**

	<b>2004</b>	<b>2003</b>
<b>Imposto sobre Importação</b>	3.381	3.719
<b>IPI</b>	8.695	8.474
<b>Imposto sobre a Renda</b>	43.125	42.808
<b>IOF</b>	2.069	1.904
<b>ITR</b>	38	46
<b>CPMF</b>	10.329	10.311
<b>COFINS</b>	29.398	25.101
<b>PIS/PASEP</b>	7.790	7.487
<b>CSLL</b>	8.594	7.815
<b>CIDE</b>	3.304	3.056
<b>Contribuição para o FUNDAF</b>	116	129
<b>Outras Receitas Administradas</b>	1.173	1.109
<b>Total</b>	<b>128.397</b>	<b>121.673</b>

Fonte: Receita Federal

# Setor Externo

**Cecília Rutkoski Hoff**

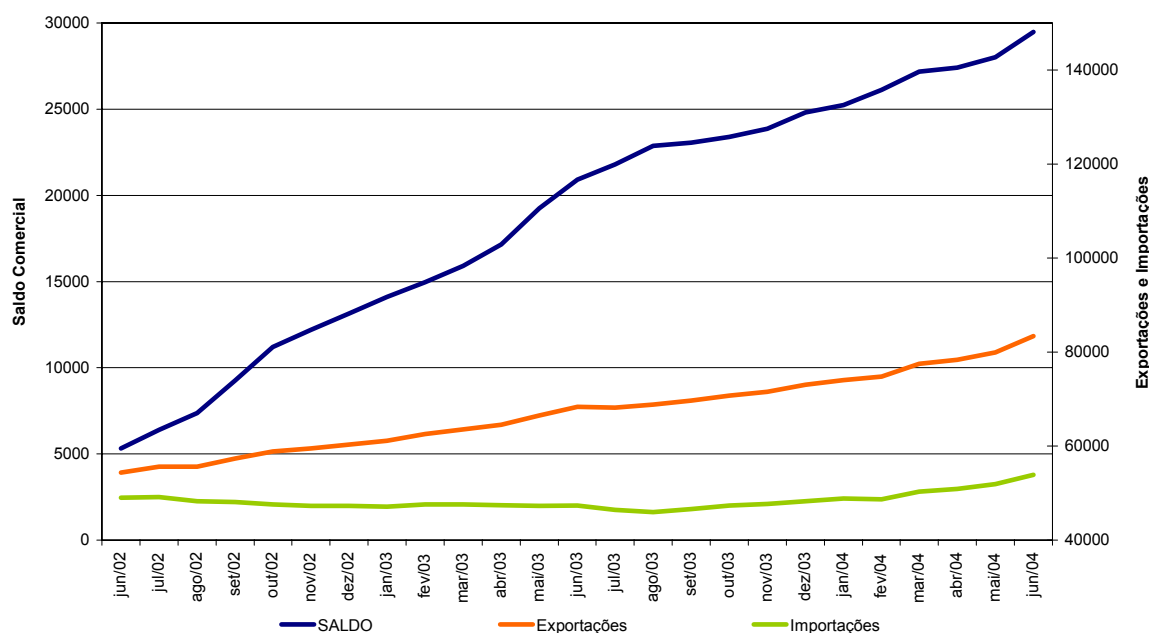
Mais uma vez o desempenho da balança comercial surpreendeu positivamente. O resultado mensal das exportações bateu novo recorde histórico em junho deste ano, alcançando US\$9,3 bilhões e superando o valor também inédito de US\$7,9 bilhões alcançado em maio de 2004. Com estes resultados, as exportações acumularam um total de US\$43,3 bilhões nos seis primeiros meses do ano – um crescimento de 31,2% em relação ao primeiro semestre de 2003 – e de US\$83,4 bilhões em doze meses – um crescimento de 22,1% em relação aos doze meses encerrados em junho de 2003. O forte crescimento na ponta, 39,2% no trimestre encerrado em maio em relação ao trimestre encerrado em fevereiro, com dados ajustados sazonalmente, tem sido puxado principalmente pelo crescimento das exportações de manufaturados, que tiveram uma expansão anualizada de 41,5% no trimestre encerrado em maio em relação ao anterior, seguido das exportações de básicos, que cresceram 10,1% anualizados no mesmo período. Estas duas classes de produtos somadas foram responsáveis por cerca de 30 pontos percentuais do crescimento das exportações no período.

O excelente desempenho das exportações tem contribuído para manter saldos robustos na balança comercial, apesar das importações também estarem crescendo. Nos últimos seis meses as importações acumularam um saldo de US\$28,3 bilhões, que significa um crescimento de 25,0% em relação ao primeiro semestre de 2003; e nos últimos doze meses um saldo de US\$53,9; 13,8% superior ao saldo acumulado nos doze meses encerrados em junho de 2003. Na ponta as exportações cresceram 44,4% anualizados – trimestre encerrado em maio em relação ao trimestre anterior, com ajuste sazonal – com destaque para as importações de bens intermediários e bens de capital, que cresceram respectivamente 20,6% e 46,7% em termos anualizados e foram responsáveis por cerca de 20 pontos percentuais do crescimento das importações no período. Levando-se em conta o fato de que as importações, especialmente de bens intermediários e de bens de capital, podem ser tomadas como um indicadores antecedentes do nível de atividade, este crescimento vem confirmar a recuperação do nível de atividade em curso na economia brasileira.

Com estes resultados para exportações e importações, o saldo da balança comercial em junho foi de US\$3,8 bilhões, também superando o recorde mensal anterior – US\$3,1 bilhões em maio de 2004. No primeiro semestre do ano a balança comercial já acumula um superávit de

US\$15,0 bilhões e no acumulado em doze meses o saldo é de US\$29,5 bilhões. De acordo com as projeções Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, o saldo comercial deverá fechar o ano em US\$28,0 bilhões (US\$88,0 para as exportações e US\$60,0 para as importações), uma estimativa conservadora à luz dos saldos já alcançados no primeiro semestre e em doze meses. A rigor, esta continuidade do crescimento do saldo comercial, mostrada no gráfico 1 abaixo, tem surpreendido quase todos os analistas e impulsionado revisões recorrentes na maioria das projeções do mercado. Neste sentido, para projetar-se os resultados ao final de 2004 é necessário, antes de tudo, analisar que fatores estão por trás deste crescimento inusitado e em que medida eles podem continuar jogando a favor do saldo comercial brasileiro. A este respeito, farei três considerações: a primeira avalia o papel do crescimento dos preços internacionais no crescimento das exportações brasileiras em valor, a segunda pondera o crescimento das importações mundiais e a terceira trata da diversificação de destinos das exportações brasileiras.

Evolução do Saldo Comercial acumulado em 12 meses (US\$ milhões)



Em primeiro lugar, não se pode atribuir o crescimento das exportações brasileiras em valor às variações nos preços internacionais. Na média, o aumento de quantidades exportadas ainda foi superior aos aumentos de preços: a variação anualizada do índice de quantidades exportadas foi de 18,8% no trimestre encerrado em maio deste ano em relação ao trimestre anterior, ao passo que a variação do índice de preços foi de 15,1% no período. É verdade, porém, que o aumento dos preços internacionais de alguns produtos exportados pelo país – como, por exemplo, semimanufaturados de ferro/aço, soja e derivados, carnes,

entre outros – tem contribuído para o crescimento das exportações em valor. Isto fica evidente no caso das exportações de produtos básicos, cuja variação positiva no trimestre encerrado em maio em relação ao anterior foi sustentada somente pelos preços, que tiveram um crescimento de 28,8% vis-à-vis uma queda de 16,5% nas quantidades (apesar desta queda na margem, o índice de quantidades ainda está relativamente alto quando se comparam períodos mais longos). Não obstante, o crescimento na margem dos manufaturados foi, em contrapartida, liderado pelas quantidades, que cresceram 32,6% em termos anualizados no período, vis-à-vis um crescimento de 7,1% nos preços.

Em segundo lugar, o crescimento das importações mundiais tem contribuído decisivamente para o crescimento tanto das quantidades quanto dos preços das exportações brasileiras. Se em 2003 as importações da OECD e da China haviam crescido conjuntamente 16,8% em valor, no primeiro trimestre de 2004, em relação ao último trimestre de 2003, este crescimento foi de 21,5%. Na hipótese de uma desaceleração suave da economia mundial nos próximos meses e de que os preços das commodities interrompam o processo de alta, a taxa de crescimento das importações mundiais em valor poderia diminuir, mas não impediria que as importações mundiais continuassem em níveis elevados.

E por fim, as exportações brasileiras têm crescido em valor acima das importações mundiais, o que significa que o País também está ganhando espaço no mercado mundial, uma conquista possivelmente associada à política de promoção das exportações brasileiras. Os destinos das exportações estão hoje muito mais diversificados do que há um ano atrás. Se, no acumulado do ano em maio de 2003, 73% do crescimento das exportações em relação ao mesmo período de 2002 podia ser explicado pelo crescimento das exportações para Estados Unidos, Argentina, China e União Européia; no acumulado de janeiro a maio de 2004 estes países passaram a explicar cerca de 50% do crescimento das exportações em relação ao mesmo período de 2003. Observou-se uma maior participação de destinos como México, Venezuela, Japão, e alguns países da Europa Oriental.

Avaliando-se o caso dos Estados Unidos, em especial, se em maio de 2003 o crescimento das exportações para este país explicava sozinho cerca de 20% do crescimento das exportações no período, em maio de 2004 o crescimento das exportações para os Estados Unidos passou a explicar somente 1,2% do crescimento total das exportações. O intrigante, neste caso, é o fato de que as importações norte-americanas também estão crescendo vigorosamente. Em outras palavras, as exportações brasileiras estão crescendo e conquistando espaço no

mercado mundial, mas sem usufruir do crescimento das importações do maior mercado consumidor do mundo. Aparentemente, as exportações brasileiras para os Estados Unidos estão estagnadas, tanto quando se compara janeiro a maio de 2004 em relação ao mesmo período de 2003; quanto quando se compara as exportações acumuladas nos doze meses encerrados em maio de 2004 em relação aos doze meses encerrados em maio de 2003.

As razões para isto ainda são nebulosas. A maior parte do crescimento das importações norte-americanas tem sido em combustíveis e outros suprimentos para indústria, bens de capital e bens de consumo duráveis, estes últimos em geral importados dos países asiáticos. Neste caso, a estagnação das exportações brasileiras para os Estados Unidos poderia estar associada a um descompasso entre os produtos cujas importações mais crescem neste país e a pauta das principais exportações brasileiras. Também se levantou a hipótese desta estagnação estar relacionada a fatores pontuais – como, por exemplo, o atraso da entrega de aviões pela Embraer. De fato, o dado de junho recentemente divulgado pela Secex indica que as exportações para os Estados Unidos cresceram fortemente em relação a junho de 2003 (34,1%), com destaque para o crescimento das vendas de aeronaves. É razoável, no entanto, esperar os próximos meses para avaliar se este crescimento de junho é uma nova tendência ou se ele próprio é um dado pontual em uma tendência de estagnação.

Feitas as considerações, nas tabelas 1 e 2 abaixo são apresentadas nossas projeções para balança comercial e para o balanço de pagamentos em 2004.

<b>Tabela 1 - Balança Comercial</b>					
<b>( valor em US\$ bilhões )</b>					
<b>Ano</b>	<b>Exportações</b>		<b>Importações</b>		<b>Saldo</b>
	<b>Valor</b>	<b>Variação %</b>	<b>Valor</b>	<b>Variação %</b>	
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>	92,2	26,1	62,3	29,1	29,9

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

## Tabela 2 - Balanço de Pagamentos

(em US\$ bilhões)

Discriminação	2003	2004
<b>Balança Comercial</b>	<b>24,8</b>	<b>29,9</b>
Exportações	73,1	92,2
Importações	48,3	62,3
<b>Serviços</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,2</b>
Receitas	10,5	12,0
Despesas	15,6	17,2
<b>Rendas (5)</b>	<b>-18,6</b>	<b>-20,8</b>
Lucros e dividendos	-5,6	-7,3
Juros	-13,0	-13,4
Outros	0,1	-0,1
<b>Transferências Unilaterais</b>	<b>2,9</b>	<b>3,1</b>
<b>Transações correntes</b>	<b>4,1</b>	<b>7,0</b>
<b>Conta capital e financeira e E&amp;O</b>	<b>4,4</b>	<b>-5,5</b>
Investimento direto (líquido)(1)	9,9	10,0
Investimento em Ações (líquido)	2,7	1,0
Empréstimos e Financiamentos M&LP (líquido)	-13,0	-12,2
Empréstimos FMI (líquido)	4,8	-4,4
<b>Resultado do balanço</b>	<b>8,5</b>	<b>1,4</b>

Fonte: Para 2003, Banco Central do Brasil.

## **ASPECTOS ECONÔMICOS E TECNOLÓGICOS DAS CADEIAS DE SUPRIMENTO E SUAS IMPLICAÇÕES GERENCIAIS**

### **1. Introdução**

As cadeias de suprimento são normalmente definidas como o conjunto de empresas que transacionam produtos, informações e recursos financeiros entre si ao longo do tempo. Apesar de teoricamente começarem no fornecedor inicial (mais próximo a terra) e terminarem no varejo (mais próximo ao consumidor final), as cadeias de suprimento têm seu gerenciamento limitado, na esmagadora maioria das vezes, ao elo fornecedor-cliente, e numa menor parte das vezes, ao elo fornecedor de nível 2-fornecedor de nível 1-cliente.

Esta limitação seria conseqüência da enorme complexidade envolvida no alinhamento dos interesses e da agenda de prioridades de cada empresa na cadeia. Quatro aspectos econômicos e tecnológicos caracterizariam as diferentes empresas de uma cadeia de suprimentos. Estes aspectos econômicos e tecnológicos influenciariam, na maior parte das vezes, a definição da agenda de prioridades de cada empresa. A saber:

A estrutura de custos fixos e variáveis das operações que compõem cada empresa.

O tempo de resposta das operações que compõem cada empresa.

Os custos adicionados acumulados ao final de empresa.

A margem de contribuição obtida por cada empresa da cadeia ao negociar com a empresa seguinte.

### **2. Estrutura de Custos e Tempo de Resposta das Operações**

Empresas posicionadas mais próximas a terra possuiriam operações caracterizadas por uma maior proporção de custos fixos comparativamente aos custos variáveis. Suas operações de produção e de distribuição são predominantemente de fluxo contínuo e notadamente intensivas em capital. Por outro lado, empresas posicionadas mais próximas ao consumidor final tendem a possuir operações caracterizadas por uma maior proporção de custos variáveis comparativamente aos custos fixos. Seus processos de produção e de distribuição são

predominantemente de fluxo discreto e com menor intensidade de capital.

Geralmente a estrutura de custos das operações reflete seu grau de flexibilidade com relação à velocidade, ao volume e à variedade. Por exemplo, operações com maior proporção de custos fixos são menos flexíveis, apresentando maiores tempos de resposta e limitações tecnológicas às variações de volume e variedade. É o caso de siderurgias, refinarias e destilarias, bem como de empresas extrativas e do agronegócio. Já operações com maior proporção de custos variáveis são mais flexíveis, com menores tempos de resposta e menores limitações tecnológicas às variações de volume e variedade. Que tal comparar as operações de envase e de embalagem de um fabricante de cervejas com sua operação de produção? Ou indo além, qual o tempo de resposta médio da reposição dos estoques nas gôndolas de um grande varejista?

Uma maior proporção de custos fixos estaria associada a políticas que privilegiam maiores tamanhos de lote de produção, de compras e de distribuição, já que os tempos de resposta são longos e a flexibilidade de volume e de variedade é pequena. Operar com maiores tamanhos de lote é também um meio freqüentemente utilizado para diluir os custos fixos por uma maior base de rateio. Felizmente, estas situações tendem a se concentrar em produtos de baixo custo adicionado.

### **3. Custos Adicionados**

Os custos adicionados acumulados ao final de cada empresa, quando analisados da terra ao consumidor final, cresceriam sistematicamente na forma de um “degrau”. Os custos adicionados indicam que os custos de oportunidade associado à manutenção de estoques tendem a serem maiores em empresas posicionadas próximas ao consumidor final, e menores em empresas posicionadas próximas a terra. Maiores custos de oportunidade de manter estoques normalmente implicam numa maior necessidade de capital de giro por parte das empresas. Esta necessidade poderia ser suprida com a redução nos prazos de recebimento de clientes e a dilatação nos prazos de pagamento para fornecedores, ou com outras medidas que implicassem na redução no ciclo de caixa.

Menores custos adicionados e uma maior proporção de custos fixos levariam à necessidade de gerar continuamente economias de escala nas operações de produção e de distribuição. Se não houver a diluição dos custos fixos por uma base maior de produtos, como repassa-los para produtos de baixo custo adicionado, conseqüentemente, baixo preço de venda? Por outro lado, maiores custos adicionados (conseqüentemente maiores preços) e uma maior proporção de custos variáveis são estímulos

ao redesenho das operações pela busca contínua de velocidade e flexibilidade de volume e de variedade. Se o custo de oportunidade de manutenção dos estoques é elevado, será possível reduzir estes custos através de operações mais ágeis?

#### **4. Margens de Contribuição**

Contrariamente aos outros aspectos, não é possível afirmar que as margens de contribuição cresçam ou decresçam sistematicamente na medida que uma determinada empresa está posicionada mais próxima da terra ou do consumidor final. Por exemplo, é senso comum que as margens no varejo são reduzidíssimas, assim como em alguns segmentos do agronegócio (plantadores de laranja, fornecedores de leite etc). Os fatores que permitem margens de contribuição maiores ou menores já foram exaustivamente estudados. Os principais estão relacionados à intensidade da concorrência, ao poder de barganha dos clientes e dos fornecedores e ao grau de diferenciação dos produtos. Margens de contribuição maiores levam as empresas a uma menor parcimônia na gestão dos estoques. Afinal, o quanto se deixaria de ganhar se não houver estoques do produto?

#### **5. Implicações Gerenciais**

O entendimento de como estes quatro aspectos estão relacionados pode permitir que uma empresa defina, com maior clareza, sua agenda de prioridades para o gerenciamento de cadeias de suprimento. Diversas iniciativas gerenciais emergem ano após ano nesta direção: CRP (Continuous Replenishment Program), ECR (Efficient Consumer Response), VMI (Vendor Managed Inventory), CPFR (Collaborative, Planning, Forecasting and Replenishment), consignação, B2C (Business-to-Consumer), postergação etc. Como identificar qual iniciativa é a mais aderente aos aspectos econômicos e tecnológicos de um dado segmento ou elo da cadeia de suprimentos? Em qual segmento ou elo da cadeia é mais comum se implementar uma determinada iniciativa gerencial?

A resposta a esta questão não é trivial. Talvez sejam necessários mais alguns anos de observação de casos empresariais para que seja possível relacionar perfeitamente todas estas iniciativas gerenciais a diferentes níveis dos aspectos econômicos e tecnológicos das cadeias de suprimento. No entanto, já é possível enumerar algumas relações entre estes aspectos e iniciativas gerenciais. Por exemplo:

O ECR e o CRP tendem a se concentrar no elo entre os fabricantes de bens de consumo não-duráveis e os varejistas. A chave para a implementação bem sucedida destes programas é uma maior

flexibilidade com relação à velocidade de entrega, ao volume e à variedade por parte dos fabricantes. Sua principal motivação é a redução no custo de oportunidade de manter estoques, benefício que tende a se concentrar cada vez mais no varejo em função de seu crescente poder de barganha. O CPFR deve ser entendido neste contexto, ao incorporar a elaboração de previsões de venda em conjunto.

O VMI tende a se verificar quando o poder de barganha dos fornecedores é maior que o dos seus clientes. A idéia é que ao gerenciar os estoques na cadeia, os fornecedores sejam capazes de planejar melhor suas operações, motivados por elevados custos de oportunidade de manter estoques ou por que operações de produção e de distribuição intensivas em custos fixos. A chave do VMI é o controle do fluxo de produtos pela cadeia como meio de serem atingidos os objetivos do planejamento do fornecedor: minimizar os custos de ser flexível para produtos de alto custo adicionado ou controlar os custos unitários de produção e de distribuição de produtos de baixo custo adicionado.

A consignação pode ocorrer no VMI, permitindo que sejam atingidos os objetivos descritos no item anterior ou em casos onde o poder de barganha do cliente é muito maior que o do fornecedor. Neste caso, as chances de conflito na relação cliente-fornecedor tende a ser minimizada quando o cliente sinaliza com uma maior previsibilidade de consumo do produto consignado, quando os custos de oportunidade de manter estoques são conhecidos e quando existem expectativas de nível de serviço bem definidas.

O B2C está relacionado à abertura de canais de distribuição diretos entre os fabricantes e os consumidores finais. Até hoje esta decisão tem se mostrado ineficiente economicamente para produtos de baixo custo adicionado e para operações com longos tempos de reposta. A escala mínima economicamente viável para produzir e distribuir sob estas circunstâncias tem que ser elevada.

A postergação é uma iniciativa mais adotada por fabricantes de produtos modulares que os comercializam por grupos de clientes com diferentes expectativas com relação a prazos de entrega, modelos e tamanhos de lote. O projeto do produto, por ser modular, e a demanda, por ser heterogênea, permite que se explorem simultaneamente economias de escala e de escopo na produção. As economias de escala são associadas à produção de uma grande quantidade de módulos. As economias de escopo advêm da produção de uma grande diversidade de combinações destes módulos. Prazos de entrega longos e tempos de resposta curtos também desempenham um papel chave na postergação.

## **6. Conclusões**

Este artigo explorou os principais aspectos econômicos e tecnológicos que podem caracterizar uma empresa na cadeia de suprimentos. Estes aspectos podem, sob certas circunstâncias, determinar a agenda de prioridades da empresa e direcionar para a adoção de iniciativas gerenciais específicas como o ECR, o CRP, o VMI, a consignação e a postergação.