

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Fevereiro e Março de 2005

Ano 5 - Número 61

## Apresentação

---

Este número de Economia & Conjuntura refere-se aos meses de fevereiro e março de 2005. O curto período de tempo entre a apresentação do número de janeiro e o de fevereiro nos fez tomar a decisão de realizar um número único que levasse em consideração os resultados de nível de atividade, inflação e comércio das primeiras semanas do mês de março. A partir deste mês, esta carta de conjuntura estará disponível no sítio do Instituto de Economia da UFRJ no dia 15, pois isso nos permitirá analisar dados fundamentais para interpretar a conjuntura (como o comportamento da Indústria e do IPCA).

Neste número, continuamos discutindo a natureza da elevação da taxa de inflação nos últimos meses. No Panorama Geral e na seção de Inflação apresentamos novas evidências de que não existem pressões de demanda no processo inflacionário, mas que o problema central é o repasse ao IPCA do choque nos preços das *commodities* acontecido no segundo e terceiro trimestre do ano passado. Na seção de Inflação é apresentado um estudo sobre o cálculo da Inércia Inflacionária em 2005 e da eficácia da política monetária. Na seção de Setor Externo é analisado o comportamento das importações e exportações, que não parecem estar refletindo a forte apreciação cambial ocorrida nos últimos meses. Várias hipóteses são apresentadas para explicar este fenômeno. A seção de Investimento faz um balanço do comportamento desta variável em 2004 e analisa as perspectivas para o curto prazo. Já a seção de Setor Público discute dois temas: por um lado, a trajetória declinante da relação Dívida Pública/PIB e a significativa redução da dívida indexada ao câmbio e, por outro, as perspectivas para 2005 dos resultados fiscais. Por último, na seção de Indústria são analisados o comportamento da indústria brasileira em janeiro de 2005 e os resultados do PIB em 2004. As análises mostram que não existem evidências para ajustar as previsões realizadas no número anterior para o nível de atividade em 2005.

Na seção Coppead, os professores Gustavo Sued e Leticia Casotti apresentam algumas reflexões sobre o mercado de telefonia móvel, a partir de um estudo exploratório, procurando entender por que os clientes decidem mudar de operadora de telefonia celular e como ocorre esse processo.

**Antonio Luis Licha - 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

Antonio Luis Licha – [lica@ie.ufrj.br](mailto:lica@ie.ufrj.br)

## Conselho Editorial

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

## Colaboradores

- Caio C. L. P. da Silveira - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho – [thadeu@ie.ufrj.br](mailto:thadeu@ie.ufrj.br)
- Cecília Rutkoski Hoff – [cissahoff@ie.ufrj.br](mailto:cissahoff@ie.ufrj.br)
- Margarida Gutierrez – [margarida@ie.ufrj.br](mailto:margarida@ie.ufrj.br)
- Paulo Gonzaga – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Rafael Barroso – [lemjnsky1@yahoo.com](mailto:lemjnsky1@yahoo.com)
- Silvio Salles – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)

## Estagiários

- Maria Cecília Araújo
- Milton Rangel
- Natália Telles Vianna
- Rebeca Caetano Pio

## Contato

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

# ÍNDICE

---

ÍNDICE	PÁGINA
PANORAMA MACROECONÔMICO	5
PROJEÇÕES DO GRUPO DE CONJUNTURA	13
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	14
INVESTIMENTO	19
INFLAÇÃO	25
POLÍTICA FISCAL	32
SETOR EXTERNO	39
SEÇÃO COPPEAD	43

# Panorama Macroeconômico

## Caio Prates

Apesar da inflação corrente e seus núcleos ainda continuarem elevados, começaram a aparecer recentemente sinais muito positivos para a inflação futura, como a desaceleração expressiva da inflação no IPA industrial, no IPCA industrial e nos bens comercializáveis - itens cujo comportamento (como se analisará adiante) tem contribuído decisivamente para os aumentos e recuos da taxa de inflação (IPCA) nos últimos anos. Ainda assim, a resistência à queda da inflação - atribuída por muitos à dificuldade da política monetária para desaquecer a demanda - continua muito presente no debate sobre política econômica, e esta questão é analisada neste artigo.

Outro aspecto marcante da conjuntura vem sendo a recuperação do dólar em março (revertendo a apreciação cambial ocorrida em fevereiro) apoiada numa agressiva atuação do Banco Central no mercado à vista (levando ao aumento das reservas internacionais) e no mercado futuro (levando, via venda de swaps reversos, a uma redução cada vez mais rápida da dívida indexada ao câmbio), e também favorecida pela elevação nas últimas semanas dos juros dos títulos americanos de 10 anos (Tabela 1). Do lado do desempenho macroeconômico, a balança comercial continua surpreendendo positivamente (em médias móveis de 4 meses dessazonalizadas e anualizadas, as exportações atingiram em fevereiro US\$ 108,6 bilhões e as importações US\$ 68,9 bilhões, com o que o saldo comercial neste quadrimestre chegou a US\$ 39,6 bilhões). Mas, a atividade econômica já vem dando sinais claros de desaceleração: em médias móveis trimestrais dessazonalizadas, a produção industrial (depois do PIB, o principal indicador do nível de atividade) cresceu apenas 0,8% entre setembro e janeiro).

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança						Indicadores de Cenário Externo	
	Risco Brasil (a) <sup>(1)</sup>	Risco dos Emergentes (b) <sup>(1)</sup>	(a)/(b) (%)	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Swap de 1ano PróxDI	Taxa de Juros Real Ex-Ante <sup>(4)</sup>	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
14/dez/04 <sup>(2)</sup>	409	375	9,07	2,76	17,49	10,87	4,12	39,25
18/jan/05 <sup>(2)</sup>	442	382	15,71	2,71	18,38	12,00	4,19	45,39
15/fev/05 <sup>(2)</sup>	407	356	14,33	2,58	18,83	12,38	4,10	45,39
23/fev/05 <sup>(3)</sup>	396	349	13,47	2,59	18,84	12,59	4,26	48,51
11/mar/05	397	337	17,80	2,70	18,43	12,28	4,54	53,10

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Véspera da divulgação da ata do COPOM

(4) Swap de 1 ano próxDI deflacionado pela inflação esperada para os próximos 12 meses

A despeito das seis elevações mensais sucessivas da taxa Selic desde setembro, a inflação continua em patamar elevado. Como se percebe na Tabela 2, o núcleo do IPCA pelo critério médias aparadas com suavização (a mais relevante para o Banco Central) recuou um pouco em janeiro e fevereiro, mas ainda se encontra acima, em termos anualizados, do teto de 7% definido para a inflação em 2005 (em torno de 8%, se medido por médias móveis trimestrais anualizadas).

Tabela 2: Evolução Recente da Inflação

	Médias Móveis				Var % Mensal			
	Trimestrais ( Var % Anualizada)							
	nov/04	dez/04	jan/05	fev/05	nov/04	dez/04	jan/05	fev/05
IPCA-Núcleo (Médias Aparadas c/ Suavização)	7,35	7,82	8,04	7,96	0,62	0,67	0,65	0,60
IPCA	6,00	8,26	8,86	8,43	0,69	0,86	0,58	0,59

Fonte: IBGE e Banco Central

A resistência da inflação tem sido atribuída por muitos analistas à relativa ineficácia da política monetária para conter a expansão da demanda agregada e, por esta via, a alta dos preços. Entre as razões apontadas para isto destacam-se as seguintes:

- i) a continuidade do crescimento do crédito, por conta de diferentes fatores que têm amortecido o impacto negativo sobre este do aumento da taxa Selic - redução da inadimplência, favorecendo a queda do custo do crédito; difusão do crédito consignado em folha; acordos entre bancos e grandes redes de varejo viabilizando o alongamento dos prazos e redução das prestações; elevação dos juros futuros longos (que servem de referência para o custo do crédito) abaixo do aumento da taxa Selic; expansão do crédito direcionado não balizado pela Selic, etc;
- ii) expansão da atividade econômica liderada na margem por setores mais sensíveis à expansão da massa salarial do que à taxa de juros, o que tenderia a tornar mais lento o impacto da elevação da taxa de juros sobre o nível de atividade;
- iii) forte expansão do gasto público, que estaria, segundo alguns, dando caráter expansionista à política fiscal, não obstante a elevação ocorrida no superávit primário em 2004.

Embora, de fato, estes fatores venham atuando em sentido contrário à contenção da atividade econômica pretendida pela política monetária - e, neste sentido, forcem o Banco Central a elevar os juros acima do necessário em outras condições para conter a demanda -, o diagnóstico acima é bastante discutível. Sua premissa é que a principal causa de resistência à queda da inflação vem sendo o aquecimento da demanda, o que sugere que apenas com um

desaquecimento ainda mais forte do nível de atividade a inflação poderá recuar, convergindo para a meta definida. Será isto correto?

Para se examinar a influência da demanda na trajetória da inflação nos últimos meses, um primeiro aspecto importante a ter-se em conta é o comportamento dos preços dos não-comercializáveis, por serem estes, em princípio, os mais afetados por eventuais pressões de demanda. Que impacto sobre a inflação os preços dos não-comercializáveis vêm tendo no período recente? Até que ponto o comportamento destes preços vem sendo diferente do observado em períodos anteriores em que reconhecidamente a inflação pouco teve a ver com a demanda? A tabela 3, que desagrega o IPCA pelo critério comercialização com o exterior, fornece elementos para se responder a estas questões.

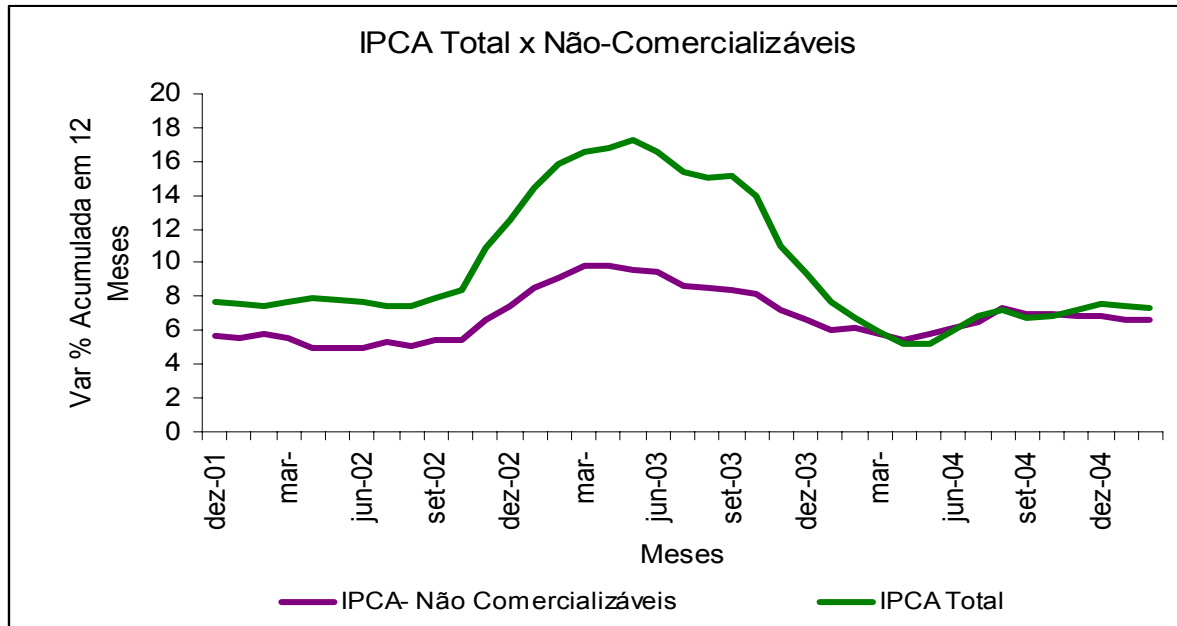
Tabela 3: Taxa de Inflação (IPCA) e sua Composição pelo Critério Comercialização com o Exterior

	Inflação - var % acumulada em 12 meses				Contribuição para a inflação em 12 meses			
	Total	Comercializáveis	Não-Comercializáveis	Administrados	Total	Comercializáveis	Não-Comercializáveis	Administrados
dez/01	7,67	7,31	5,70	10,78	7,67	2,56	2,28	2,83
dez/02	12,53	14,88	7,47	15,32	12,53	5,56	2,78	4,19
mai/03	17,24	20,24	9,55	22,32	17,24	7,72	3,34	6,18
dez/03	9,30	8,69	6,66	13,20	9,30	3,31	2,25	3,74
mai/04	5,15	5,01	5,77	4,69	5,15	1,84	1,96	1,35
dez/04	7,60	6,31	6,84	10,20	7,60	2,37	2,31	2,92
fev/05	7,39	6,24	6,69	9,73	7,39	2,33	2,25	2,81

Fonte: IBGE

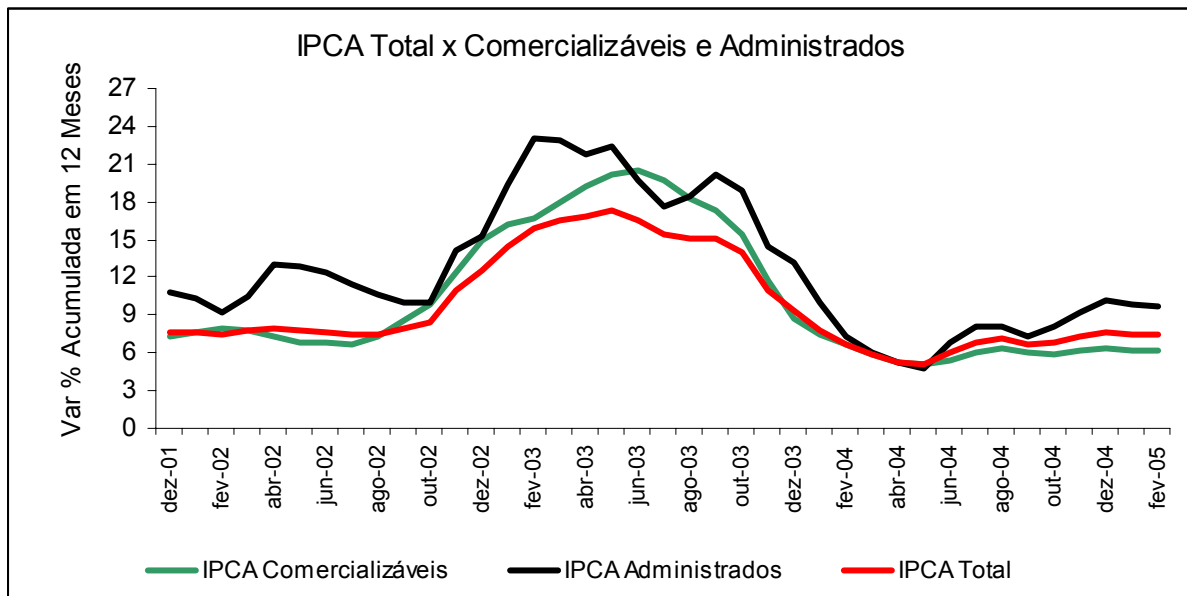
Como evidencia a Tabela 3, desde dezembro de 2001 a taxa de inflação acumulada em 12 meses dos não-comercializáveis tem flutuado dentro de um intervalo estreito. Excetuando-se o ano de 2002 e os primeiros meses de 2003 - período de aumento mais forte do IPCA como um todo, em que a alta dos preços foi impulsionada pela forte desvalorização cambial ocorrida durante o período eleitoral - a inflação dos não-comercializáveis tem, oscilado, grosso modo, entre 5,5% e 7%. Embora as pequenas variações da taxa dos não-comercializáveis tenham sido, em regra, na mesma direção do IPCA total, os movimentos deste têm sido mais amplos e mais próximos do comportamento dos comercializáveis e dos administrados, como se percebe nos gráficos 1 e 2. A maior influência das trajetórias dos comercializáveis e administrados sobre o IPCA sugerida nestes gráficos, é confirmada pela contribuição para a taxa de inflação destes conjuntos de preços (tabela 3): enquanto a contribuição dos não-comercializáveis para o IPCA vem, em regra, ficando próxima de dois pontos percentuais, as dos comercializáveis e administrados tem oscilado muito mais e vem respondendo pela maior parte das acelerações e desacelerações do IPCA.

Gráfico 1:



Fonte: IBGE.

Gráfico 2:



Fonte: IBGE

Acompanhando-se, na Tabela 3, a trajetória da inflação (12 meses) desde o início de 2004, percebe-se que o IPCA chegou a recuar para 5,2% em maio e voltou a subir depois, estando atualmente (fevereiro) em 7,4%. Mas este aumento da inflação desde maio do ano passado deveu-se basicamente, como em períodos anteriores, à contribuição dos comercializáveis e dos administrados: dos 2,2 pontos % de alta do IPCA entre maio de 2004 e fevereiro de 2005, 1,4 ponto percentual veio dos administrados, 0,5 ponto percentual dos comercializáveis e apenas 0,3 ponto percentual dos não-comercializáveis. Assim, do ponto de vista da contribuição dos comercializáveis, não-comercializáveis e administrados para a evolução da taxa de inflação não há nada que indique que esta venha se tornando mais dependente, no período recente, do comportamento dos não-comercializáveis (e da demanda pela sua influência nestes preços). Diante da relativa rigidez que a inflação dos não-comercializáveis continua demonstrando, tudo indica que o recuo esperado do IPCA (12 meses) ao longo deste ano será novamente puxado pela desaceleração do ritmo de alta dos preços dos comercializáveis e dos administrados - aliás, tanto o mercado quanto o Copom, projetam para este ano uma alta de preços administrados bem inferior aos 9,7% de aumento destes preços nos 12 meses encerrados em fevereiro (respectivamente 7% e 6,7%) e, caso isto se confirme, mesmo que a inflação atual dos comercializáveis e não-comercializáveis não caia mais, o IPCA de 2005 ficará abaixo do teto de 7%.

Outro critério interessante de desagregação da taxa de inflação, para efeito de análise do processo inflacionário, consiste em decompor os preços entre bens industrializados e não industrializados, como na Tabela 4. Embora, em regra, os industrializados contribuam menos para a inflação (porque seu peso no conjunto dos preços é bem inferior ao dos não industrializados), mudanças na taxa do IPCA têm sido muitas vezes mais relacionadas com variações na contribuição para a inflação dos industrializados do que na dos demais itens. É o que ocorreu com o aumento da inflação (12 meses) no IPCA entre maio de 2004 e fevereiro de 2005, que se deveu inteiramente à elevação dos preços industriais, como mostra a Tabela 4.

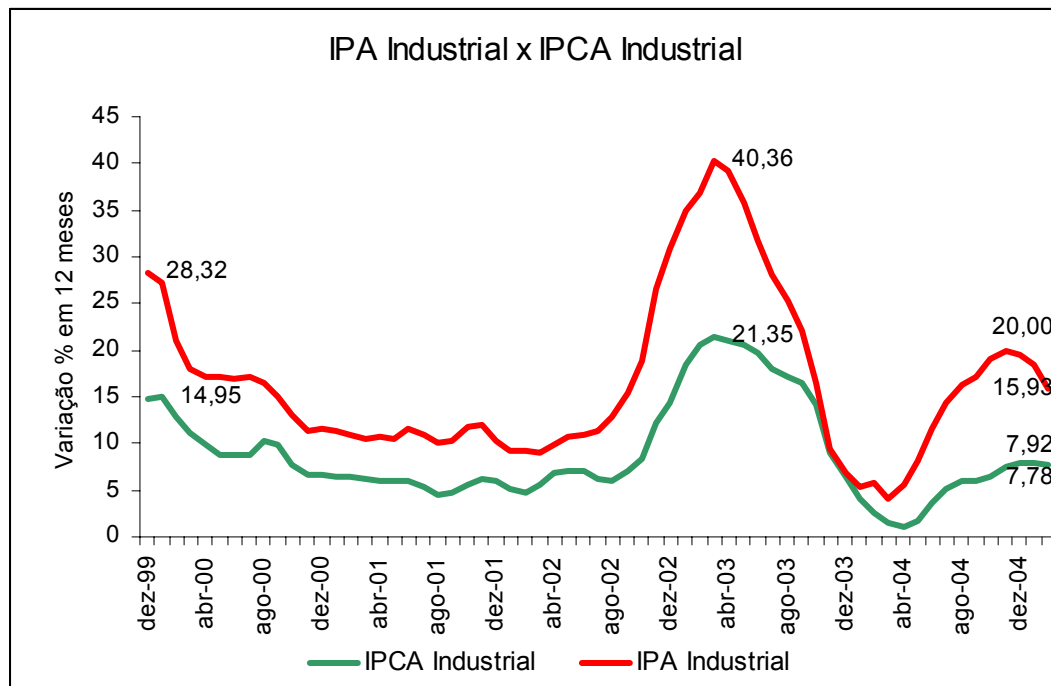
Tabela 4: Taxa de Inflação (IPCA) e sua Composição pelo Critério Industrialização

	Variação Acumulada em 12 meses			Contribuição para Inflação em 12 meses		
	IPCA	Industria lizados	Não-industria lizados	IPCA	Industria lizados	Não-industrializados
dez/01	7,67	6,08	8,68	7,67	2,33	5,35
dez/02	12,53	14,43	11,36	12,53	5,40	7,13
mai/03	17,24	20,65	15,17	17,24	7,76	9,48
dez/03	9,30	6,52	11,06	9,30	2,55	6,75
mai/04	5,15	1,74	7,31	5,15	0,65	4,50
dez/04	7,60	7,92	7,41	7,60	2,97	4,63
fev/05	7,39	7,78	7,16	7,39	4,47	2,92

Fonte: IBGE

Examinando-se o gráfico 3, que relaciona a taxa de inflação (12 meses) do IPCA industrial com a do IPA industrial, percebe-se claramente que a trajetória dos preços industriais no varejo acompanha de perto, ainda que de forma mais amortecida, a dos preços industriais no atacado. Ou seja, o comportamento do IPA industrial influencia decisivamente a evolução do IPCA industrial.

Gráfico 3:



Fonte: IGBE, FGV.

Como evidencia o gráfico 3, a trajetória do IPA industrial desde 1999 vem sendo marcada por bruscas acelerações e desacelerações da inflação, movimentos tipicamente associados a choques de oferta (como as desvalorizações cambiais de 1999 e de 2002). Em 2004, a inflação (12 meses) no IPA industrial voltou a subir fortemente, tendo passado de 4,1% em março para 20% em novembro, o que acabou contribuindo decisivamente para o aumento no período do IPCA (industrial e total). Mas não há dúvida que o comportamento do IPA industrial foi de novo impulsionado por um choque de oferta, só que desta vez produzido por forte alta de preços das commodities metálicas e do petróleo no mercado internacional, e não por desvalorização cambial. Caso o comportamento o IPA industrial em 2004 estivesse mais relacionado com o aquecimento da demanda do que com um choque de oferta, sua trajetória seria bem diferente: uma elevação gradual ao longo do ano, e não súbita como ocorreu.

Ainda que o aumento do IPA industrial em 2004 (por conta do choque de oferta) tenha sido o principal determinante da elevação da inflação no IPCA industrial e total a partir de meados do ano passado, o aquecimento da demanda poderia, em tese, estar contribuindo para o aumento do repasse do IPA

industrial para o IPCA industrial e dificultando o recuo da inflação. Mas será que este repasse maior de alta no atacado para o varejo, viabilizado por uma demanda em expansão, está mesmo ocorrendo? Pelo exame do gráfico 3, não parece. Nos picos anteriores da inflação (12 meses) no IPA industrial, esta chegou a 28,3% em dezembro de 1999 e 40,4% em março de 2003; por sua vez, estes aumentos de preços no atacado foram acompanhados de uma inflação no IPCA industrial de, respectivamente, 15% (janeiro de 2000) e de 21,4% (março de 2003). Nestas duas ocasiões, houve, portanto, um repasse de alta no atacado para o varejo de 53%. O que vem ocorrendo desta vez com os preços no atacado e no varejo? A inflação no IPA industrial (12 meses) chegou a 20% em novembro de 2004, e desde então começou a recuar significativamente; já o IPCA industrial (12 meses) teve até agora, como seu ponto máximo dezembro, quando atingiu 7,9%. Portanto, o repasse do aumento do atacado para o varejo não passou, por enquanto, de 40%, sendo inferior ao ocorrido nas experiências anteriores de disparada dos preços no atacado impulsionada por choques de oferta. Nada neste repasse sugere, até o momento, um quadro de demanda aquecida que, ao favorecer a transmissão das altas no atacado para o consumidor, esteja contribuindo de forma decisiva para a resistência à queda da inflação.

Embora o risco (sempre enfatizado nas atas do Copom dos últimos meses) de um aumento do repasse para o varejo das altas de preços industriais ocorridas no atacado ainda não possa ser descartado, o comportamento recente do IPCA industrial vem sendo animador, e pode ser tomado como indicador de que este risco vem diminuindo. Nos últimos anos, mudanças na trajetória da inflação no IPA industrial foram sempre acompanhadas quase imediatamente, embora de forma suavizada, por movimentos na mesma direção do IPCA industrial. E o recuo acentuado no período recente das taxas mensais de inflação dos preços industriais no atacado e no varejo (Tabela 5) sugere que este mesmo fenômeno - desaceleração quase em simultâneo do IPA industrial e do IPCA industrial - pode estar ocorrendo novamente. Deste modo, caso o recuo da inflação no atacado se consolide, o IPCA industrial poderá ter um comportamento bastante favorável nos próximos meses, afastando de vez temores de que a alta ocorrida no atacado ainda venha a aparecer no varejo, e contribuindo de forma importante para o recuo da inflação no IPCA.

Tabela 5: Preços Industriais no Atacado e no Varejo

	Média Móvel Trimestral - Var % Anualizada				Variação % Mensal			
	nov/04	dez/04	jan/05	fev/05	nov/04	dez/04	jan/05	fev/05
IPA Industrial	18,43	14,96	8,33	3,21	1,30	0,38	0,33	0,08
IPCA Industrial	7,61	10,34	9,51	7,48	0,86	0,99	0,43	0,06

Fonte: IBGE e FGV

Em suma, nem o comportamento dos preços dos não-comercializáveis, nem o grau de repasse da alta dos preços industriais do atacado para o varejo, nem a relação entre as trajetórias de aceleração e desaceleração da inflação no atacado e no varejo, estão sugerindo que a natureza da inflação atual seja muito diferente da de períodos anteriores. Choques de oferta (pelo seu impacto sobre os preços industriais no atacado e no varejo e sobre os preços dos comercializáveis) e a indexação das tarifas públicas ao IGP-M (índice de preços muito sensível aos choques de oferta) têm sido os determinantes básicos do aumento das pressões inflacionárias nos últimos anos. E a elevação da inflação desde meados do ano passado e sua resistência à queda no período recente não parece fugir deste padrão. Por certo, a expansão da demanda ao longo do ano passado favoreceu a disseminação dos aumentos de preços provenientes originalmente de um choque de oferta (no caso, a forte elevação dos preços das commodities metálicas e do petróleo em 2004). Mas nada indica que a inflação esteja sendo afetada de forma tão decisiva pela demanda, a ponto de que somente com um desaquecimento maior do nível de atividade, a inflação possa ceder significativamente nos próximos meses.

# Projeções do Grupo de Conjuntura

	2005	
	Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	5,77	6,12
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	3,69	4,00
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	27,70	31,80
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	4,15	6,00
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)		
Final do Ano	2,80	2,85
Média do Ano	2,72	2,72
Taxa Selic		
Acumulada no ano	18,50	18,50
Final do Ano	17,00	16,50

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

\*Segundo levantamento do BC junto ao mercado em 11/02/2005 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

- **Indústria**

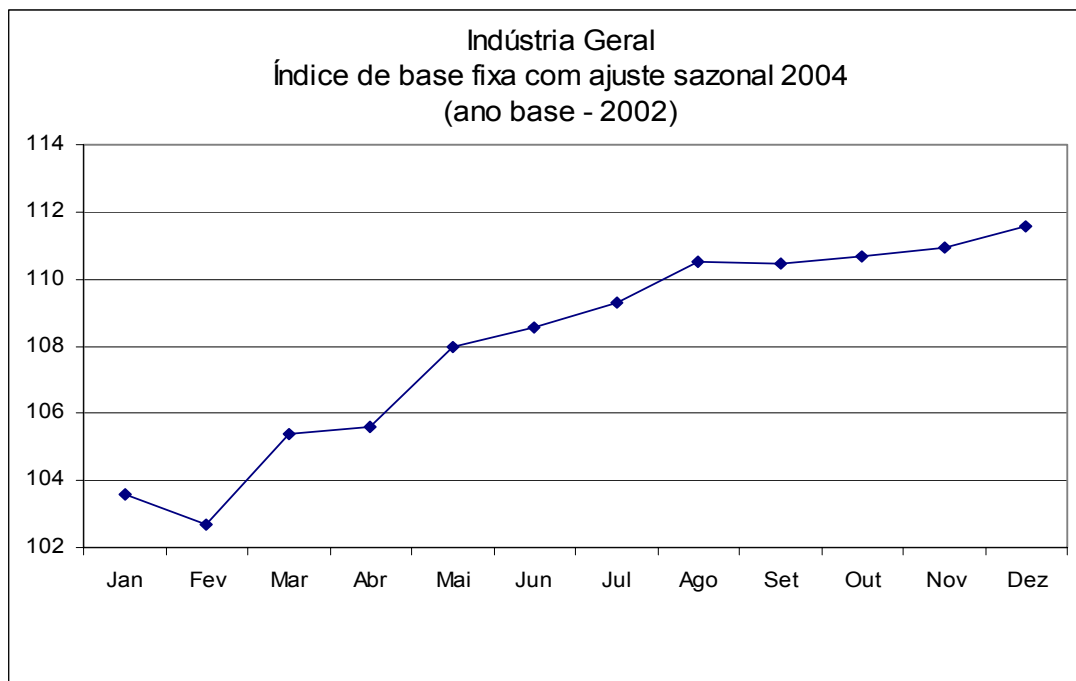
Se até os resultados para o mês de novembro havia preocupações quanto a manutenção do desempenho positivo da atividade industrial, a maior parte delas parece ter se dissipado com a divulgação dos índices de dezembro e a revisão dos resultados para os meses anteriores, na série da Pesquisa Industrial Mensal do IBGE. O que se temia é que a momentânea estabilidade no crescimento, com ligeiro declínio na trajetória do índice, significasse o início de uma fase de reversão da indústria. Em dezembro, a indústria volta a crescer (0,6%) na comparação mês/mês anterior na série com ajuste sazonal (tabela 1) e com a retificação dos índices dos meses anteriores, procedimento rotineiro do IBGE, verifica-se que a indústria havia aumentado ligeiramente sua produção nos meses anteriores (0,3% em novembro e 0,2% em outubro) (gráfico 1).

Tabela 1:

Produção física industrial, com ajuste sazonal (base: 2002 = 100)	
jan/04	103,57
fev/04	102,68
mar/04	105,39
abr/04	105,61
mai/04	107,97
jun/04	108,53
jul/04	109,29
ago/04	110,5
set/04	110,46
out/04	110,66
nov/04	110,93
dez/04	111,57

Fonte: IBGE, PIM-PF

Gráfico 1:



Fonte: IBGE, PIM-PF.

Ainda na comparação mês/mês anterior, na série com ajuste sazonal, o destaque em dezembro foi a taxa de semiduráveis e não duráveis (3,4%), a maior em 14 meses e a mais elevada dentre as categorias de uso. Como esse setor é tradicionalmente o último a reagir quando de uma recuperação industrial, essa é uma boa notícia em termos da sustentabilidade da atual trajetória de incremento.

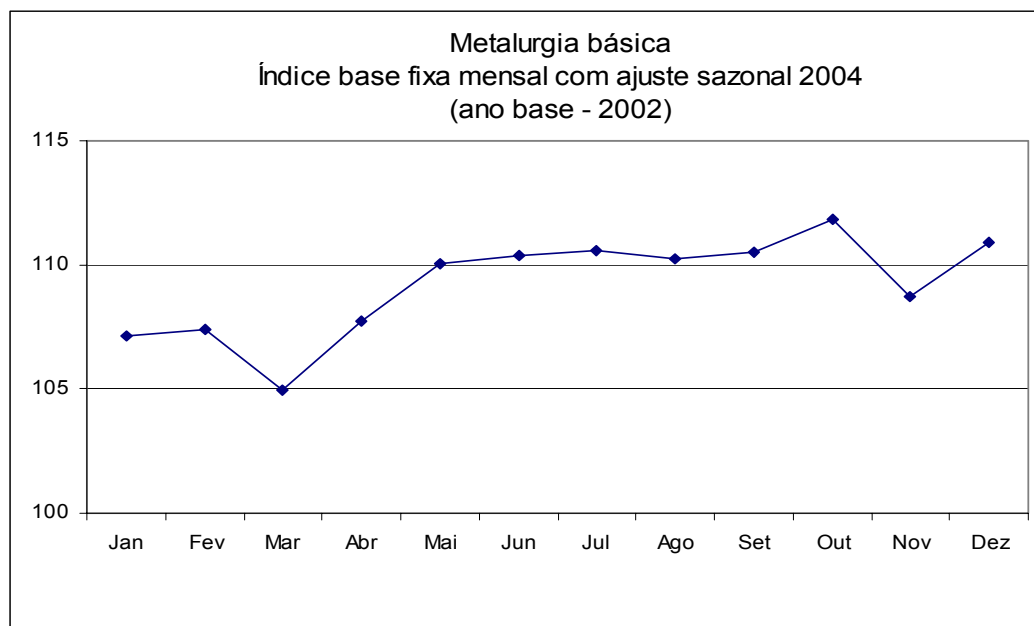
O setor de bens duráveis registra neste último mês incremento de 2,9% na sua produção, a melhor marca em seis meses. Bens de capital tem um acréscimo de 1,6%, maior que verificado em novembro (0,5%), mas ainda bem abaixo do ritmo observado ao longo de 2004 nesse setor. Bens intermediários aponta um acréscimo de 1,2%, o menor dentre as categorias de uso. Esse resultado de bens intermediários interrompe uma seqüência de três meses de taxas negativas e nesse semestre só foi inferior ao incremento ocorrido em julho (2,2%).

Em bases trimestrais, observa-se que no período outubro-dezembro de 2004, frente ao trimestre imediatamente anterior, o setor industrial avançou 0,9%, a terceira taxa positiva consecutiva neste tipo de comparação, mas abaixo do ritmo do segundo (3,4%) e do terceiro trimestres (2,5%). Essa perda de dinamismo está concentrada exatamente nas áreas que cresceram mais vigorosamente nos últimos três trimestres (bens de capital e bens de consumo duráveis). Na primeira delas, os índices trimestrais ao longo de 2004 mostram os seguintes resultados: 6,6% no segundo trimestre, 1,3% no terceiro e 0,5%

no último período. No setor de bens de consumo duráveis os resultados são de, respectivamente: 7,0%; 5,5% e -1,0% . O comportamento favorável do setor de bens de consumo não duráveis, o segundo mais importante na estrutura industrial, com cerca de 28% de participação no total da produção, impediu uma desaceleração mais significativa no ritmo industrial. A produção de bens de consumo não duráveis (1,7% de crescimento) foi a única com taxa acima da média industrial nesse período (0,9%), o que reforça a hipótese de, em 2005, a demanda interna de bens- salário vir a ter uma maior relevância na dinâmica da indústria. Como se sabe, em 2004 os fatores que sustentaram o crescimento foram: aumento da demanda doméstica de bens duráveis (via forte ampliação do crédito), aumento do investimento, manutenção dos bons resultados nas exportações e desempenho do agronegócio. Apenas ao final do ano os sinais de reação na área de não duráveis ficaram mais claros, o que pode estar relacionado à ampliação da massa salarial.

Quanto à discussão sobre a sustentabilidade do atual ciclo, é freqüente a preocupação com os elevados níveis de utilização de capacidade instalada da indústria. Até que ponto há uma ameaça real da indústria “bater no teto” e com isso parar de crescer? Vejamos o que nos diz a série de nível utilização capacidade instalada (NUCI) da FGV de 1990 a 2005 cujos índices levantados referem-se sempre ao mês do início do trimestre. Esses dados mostram que os patamares setoriais de janeiro de 2005 são os mais elevados, para o mês em questão, na indústria geral (83,6), bens intermediários (87,8), bens de capital (83,4), metalúrgica (93,1), mecânica (90,1), borracha (96,2), perfumaria (91,1), matérias plásticas (89,4), indústrias diversas (85,6). Vamos nos ater à metalúrgica, menos pelo seu peso e mais por sua inserção na cadeia produtiva de vários setores importantes para o desempenho total da indústria. É exatamente na área de bens intermediários (como é o caso da metalúrgica) que se concentram as preocupações quanto ao esgotamento da capacidade instalada e seu efeito sobre o nível de preços.

Gráfico 2:



Fonte: IBGE, PIM-PF

As estatísticas relativas à produção industrial em janeiro mostram um ligeiro recuo frente a dezembro (-0,5%), marca que ficou acima das previsões do mercado, e que sugere um movimento de acomodação, após o crescimento de 1,2% entre dezembro e novembro passados, segundo a série revisada. Frente a janeiro de 2004 a expansão ficou em 6,0% e os resultados por categorias de uso reforçam a impressão de que está em curso uma alteração no padrão de crescimento, no sentido de os setores mais estritamente relacionados à produção de bens de consumo semi e não duráveis (vale dizer, mais voltados para o mercado interno e mais sensíveis à massa salarial que ao crédito) assumirem uma maior participação na dinâmica industrial em 2005. Há uma vantagem adicional neste padrão: estes setores têm capacidade ociosa a ocupar. Assim, para uma expansão global de 6,0% entre os dois últimos janeiros, a liderança do crescimento fica com bens de consumo semi e não duráveis (9,8%), vindo a seguir o setor de bens de capital (6,8%). Abaixo da média global figuram bens intermediários (3,9%) e bens de consumo duráveis (3,5%). Este último setor deve apresentar recuperação em fevereiro, uma vez que as estatísticas sobre o setor automobilístico (fracas em janeiro), voltaram a se elevar fortemente em fevereiro. Assim, é de se esperar que a produção mensal (série com ajuste sazonal) prossiga oscilando mês a mês, mas com tendência de alta, agora ancorada principalmente na demanda interna de bens salário.

A FGV ainda utiliza a classificação antiga do IBGE, ao passo que na nova que é adotada pela PIM-PF, a metalúrgica foi desmembrada em metalúrgica básica e produtos de metal. O primeiro segmento, com cerca 70,0% do valor da transformação industrial do que antes era a metalúrgica, será o objeto da comparação entre os dois levantamentos. A metalúrgica básica estava, em dezembro último, com seu nível de produção (105,2) ligeiramente abaixo do de dezembro de 2003 (105,3) que é o nível mais elevado da série para esse mês (índice de base fixa sem ajustamento sazonal, média de 2002=100). Portanto o NUCI é recorde, e a produção está bem próxima ao nível máximo. Assim, é possível que na área da metalúrgica básica haja alguma pressão de preços e de aumento das importações ao longo deste ano. Como pode-se verificar no gráfico 2, que trabalha com as séries ajustadas sazonalmente, o nível de produção da metalurgia básica tem crescido nos últimos meses, embora de forma lenta. Em suma, este segmento vem tendo um desempenho aquém da média da indústria, trabalha em nível muito próximo ao recorde, mas sua produção ainda mostra sinais de crescimento.

- **Resultados do PIB**

Os resultados recém divulgados do PIB são, de modo geral muito bons, mas a desaceleração no crescimento e a queda no investimento no final de 2004 trazem algumas preocupações. O crescimento do PIB em 2004 foi de 5,2%, a maior marca desde 1994 (5,9%), o ano de implantação do Plano Real. Esse desempenho foi sustentado pelo mercado interno, pois o consumo das famílias cresceu 4,3% e a formação bruta de capital fixo 10,9%. Essas categorias de demanda final haviam registrado resultados negativos em 2003 (-1,5% e -5,1% respectivamente). As exportações (18,0%) também contribuíram para essa

performance positiva, mas seu peso é menor que o conjunto das duas categorias citadas.

O dado preocupante, já assinalado em notas anteriores, é que o crescimento desacelerou ao longo do ano. No confronto com o trimestre imediatamente anterior, na série com ajuste sazonal, a taxa passa de 1,8% em janeiro-março para 0,4% em outubro-dezembro. Essa perda de dinamismo é especialmente intensa na formação bruta de capital fixo (FBKF), que no último trimestre já aponta uma variação negativa (-3,9%).

É sabido que o resultado desse ano foi favorecido pela base de comparação deprimida e pela conjuntura externa favorável, fatores, em especial o primeiro, que perdem força ao longo de 2004. Mas o crescimento foi sobretudo do mercado interno, que mostrou um dinamismo incomum num contexto de juros elevados e baixo incremento da massa salarial dos trabalhadores (1,5% segundo a PME). No ano que passou, o fator que impulsionou a reação do consumo doméstico foi, sem dúvida, a ampliação da oferta de crédito às pessoas físicas, viabilizada através de novas formas de empréstimo que, com uma taxa de risco menor, propiciaram um aumento da ordem de 22,2% no total de empréstimos às pessoas físicas. É importante salientar que este movimento permanece nos números para o início de 2004.

Portanto, o dinamismo do mercado interno é um fator chave para a manutenção da trajetória de crescimento da atividade econômica em 2005. O dado que preocupa é a queda recente do investimento (FBKF). É possível que essa redução esteja relacionada ao fato de que no terceiro trimestre a taxa avançou significativamente (6,9%), o que abre a possibilidade de alguma acomodação no ritmo no período seguinte. De todo modo, é um sinal preocupante, uma vez que a indústria vem operando em elevados níveis de utilização de capacidade instalada.

# Investimento

**Rafael Barroso**

A seção de investimento desta edição da carta faz um balanço do investimento em 2004 e analisa tentativamente, as perspectivas de mais curto prazo para o mesmo com base nos dados e pesquisas divulgados até agora.

- **Balanço do ano de 2004**

No começo do mês, o IBGE divulgou os indicadores de volume das contas nacionais, para o ano fechado de 2004. O grande destaque, além do crescimento do PIB, foi a FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo, que cresceu 10,9% em relação ao ano anterior. Os seus componentes: construção civil e máquinas e equipamentos cresceram respectivamente 5,9% e 19,3%. O crescimento de máquinas e equipamentos foi que surpreendeu a todos, ainda mais quando se leva em conta que o IBGE não considerou como investimento, as plataformas P-43 e P-48 da Petrobrás, que foram exportadas apenas contabilmente.

Apenas para efeito de comparação, as estimativas do boletim que estavam no lado otimista dos cálculos feitos por analistas previam crescimento de 7,31% para a FBCF e 9,38% para máquinas e equipamentos, não contabilizando as plataformas da Petrobrás na FBCF, igualmente ao IBGE (vide Gráfico 1). Como então, explicar esta divergência tão grande entre as expectativas e os números concretos do IBGE?

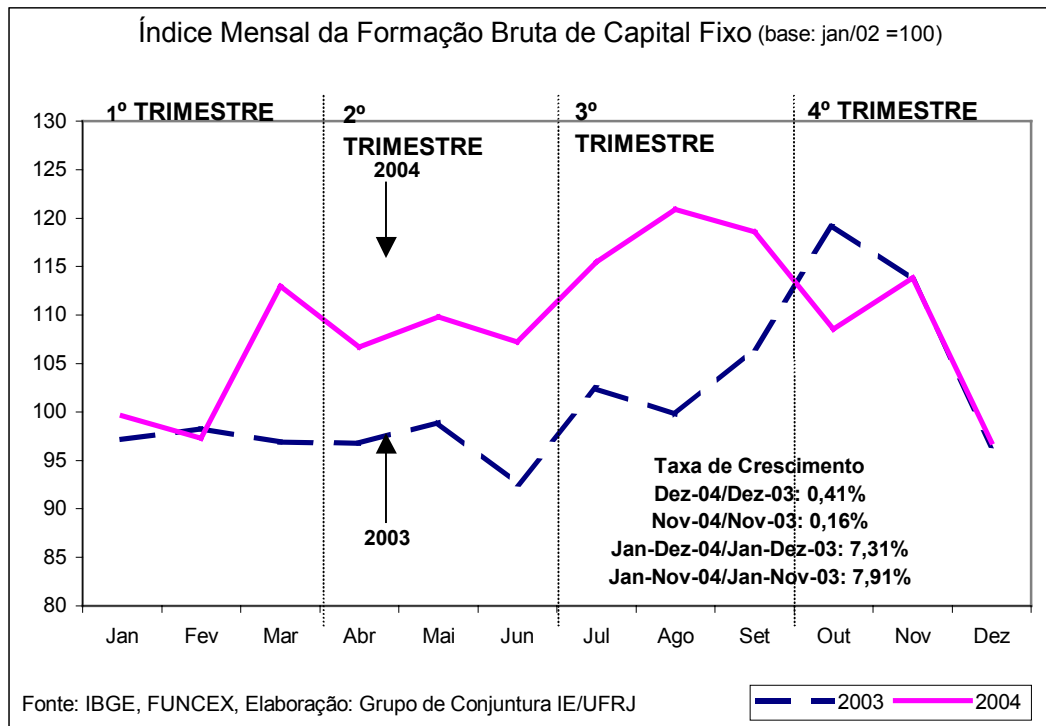
Uma série de fatores pode ser arrolada para explicar tal diferença. A começar pelas séries de produção de bens de capital da PIM- Pesquisa Industrial Mensal do IBGE e dos dados de comércio exterior da FUNCEX, que são usualmente utilizados nos cálculos de consumo aparente de bens de capital.

Aqui, surgem dois problemas; enquanto o PIB é calculado por valor adicionado, a PIM mede produção física, que são dois conceitos diferentes. Além disso, a classificação de bens de capital da FUNCEX, não é exatamente a mesma que a da PIM. Por sua vez, estas duas são diferentes da definição de bens de investimento usada nas contas nacionais.

A definição de bens de investimento empregada nas contas nacionais é um pouco mais ampla do que simplesmente bens de capital. O IBGE inclui na FBCF alguns bens de consumo duráveis como carros de passageiros, motocicletas e ar-condicionados, que também são comprados por empresas para ampliar a sua capacidade produtiva. Ademais, são incluídos bens usados (quando importados para o Brasil o que possivelmente gera mais uma divergência com os dados da FUNCEX) e serviços relacionados ao investimento como serviços de engenharia, consultoria, corretagem, etc.

Todas estas nuances escapam das estimativas disponíveis e, em anos como o de 2004, onde a produção de alguns destes bens como automóveis e motos cresceram muito podem gerar uma divergência entre as estimativas e o número final do IBGE.

Gráfico 1



O investimento vem desacelerando o ritmo desde o último trimestre de 2004. O IBGE mostrou uma queda de 3,9% na FBCF do terceiro para o quarto trimestre. O nosso índice de FBCF também sinaliza este arrefecimento, porém este parece ser um movimento típico da época do ano, ainda que os dados do IBGE sejam dessazonalizados. Além disso, esta queda em 2004 se iniciou a partir de níveis mais altos do que no ano anterior.

Tabela 1 - Crescimento da Produção de Bens de capital por Setores (%)

	Industriais Seriados	Industriais Não-seriados	Agrícolas	Peças Agrícolas	Construção	Energia Elétrica	Equip.de Transporte	Misto
2004	20,15	-6,58	6,36	-7,48	38,02	12,54	25,59	14,80
2003	6,67	-4,78	21,89	28,56	-7,55	9,96	7,42	-3,53

Fonte: PIM-IBGE

A produção de bens de capital apresentou variação positiva em 7 dos 8 sub-setores em 2004, sendo que em 5 destes o crescimento foi maior do que no ano anterior. O destaque positivo fica por conta dos bens industriais seriados e dos equipamentos de transporte que respondem por 14% e 36%

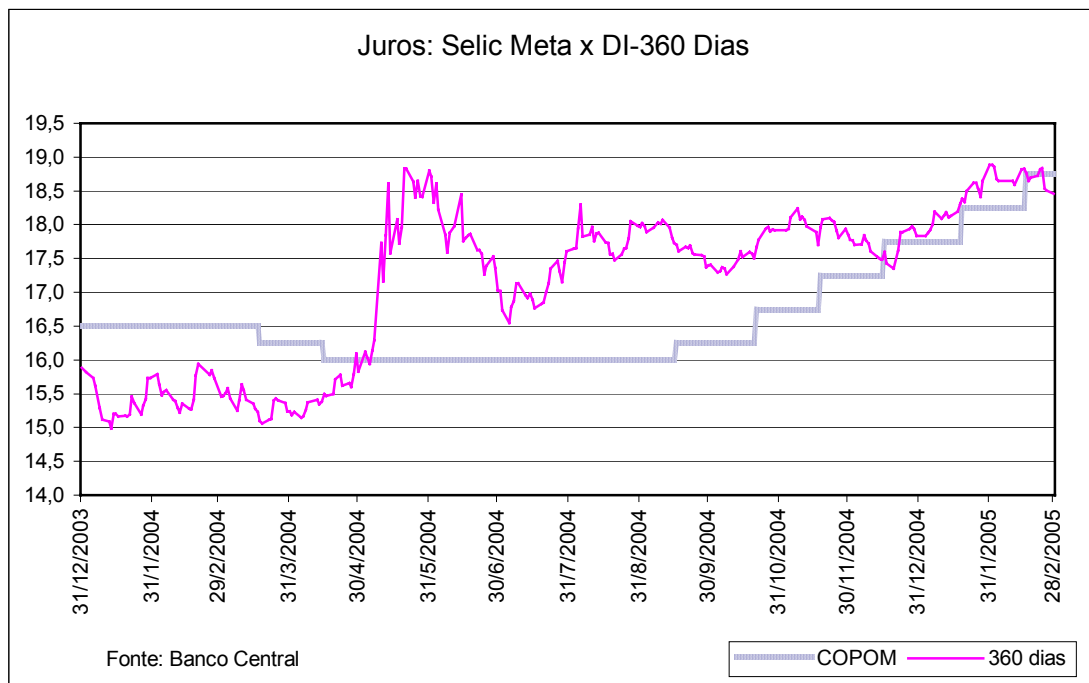
respectivamente da produção industrial de bens de capital, que cresceram mais de 20%. Os bens de capital para construção civil apesar de terem apresentado um crescimento de quase 40%, respondem por apenas 3,7% da produção de bens de capital. A queda de produção de bens de capital para a agricultura também não é preocupante, pois esta vinha crescendo rapidamente num movimento que se iniciou antes dos demais sub-setores. É natural portanto, que diminuísse o ritmo a medida que a renovação da frota se completasse.

Pelo lado negativo, como a gente apontou ao longo do último semestre do ano passado, a produção de bens de capital industriais não-seriados caíram pelo segundo ano consecutivo. Este sub-setor, apesar de responder por menos de 3% da produção de bens de capital tem uma interpretação muito importante para análise do investimento. O investimento em tais bens que são muito específicos ao processo produtivo de cada empresa e portanto, possuem baixo valor de revenda representam uma decisão quase irreversível do empresário o que refletiria uma confiança profunda no crescimento sustentado da economia.

- **Perspectivas**

O crescimento do investimento, num ritmo duas vezes superior ao do PIB, afastou pelo menos temporariamente o temor de um esgotamento da capacidade produtiva, que na visão de alguns analistas não era uma possibilidade tão remota. Outras análises, também pessimistas, apontavam a alta dos juros como um fator impeditivo para o investimento em expansão da capacidade.

Gráfico 2



O comportamento dos juros de longo prazo e pesquisas setoriais divulgadas desde meados do ano passado até o começo deste mês desmontam tais hipóteses. As taxas de juros de longo prazo, que são as taxas relevantes para o investimento, nunca abriram um spread grande por um longo período de tempo, desde o começo do processo de elevação da taxa de juros. Em particular, desde o final do ano passado o spread tem ficado em torno de 0,5 ponto porcentual chegando a ser negativo em alguns períodos.

A outra conjectura é derrubada por pesquisas da FGV e da CNI que apontam na direção da ampliação dos investimentos. Em especial, a pesquisa da CNI mostra que os setores mais próximos do limite da capacidade são aqueles mais propensos a expandir a capacidade industrial. Na mesma linha a sondagem da FGV, mostra que as empresas pretendem ampliar a sua capacidade produtiva em 8% este ano e em 19% no triênio 2005-07. Adicionalmente, a FGV também mostra que apenas 29% das empresas acreditam na possibilidade de um esgotamento da capacidade produtiva, sendo que a maior parte destas respostas está concentrada no setor de bens intermediários. No setor de bens de capital, apenas 12% crêem nesta possibilidade, o que mostra que há muita folga para se ampliar o investimento em máquinas e equipamentos.

Além disso, indicadores antecedentes como produção de papelão ondulado (crescimento de 1,5% no bimestre Jan/Fev-05), movimento nas estradas (crescimento de 1,1% em fevereiro) e produção de automóveis (crescimento de 15,7% em relação à Janeiro e de 20% em relação à Fevereiro de 2004) indicam um crescimento da produção industrial para os próximos meses, conseqüentemente do investimento se considera-se algum papel para a demanda como determinante do investimento.

Por último, não se pode esquecer os efeitos positivos sobre o investimento de medidas que vem sendo tomadas pelo governo. No mês passado, o MDIC – Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio divulgou em seu site (<http://www.desenvolvimento.gov.br/arquivo/sdp/pollIndustrial/MedidasPoIndus-livreto.pdf>) um documento de prestação de contas onde arrola várias medidas de política industrial e fornece uma atualização do status de implementação de cada medida. Dentre elas há medidas para modernização industrial como o MODERMAQ, Rede Brasil de Tecnologia, etc e de incentivo ao investimento como os programas: Investa Já, Reporto, Recof, etc.

- **Preço do Investimento**

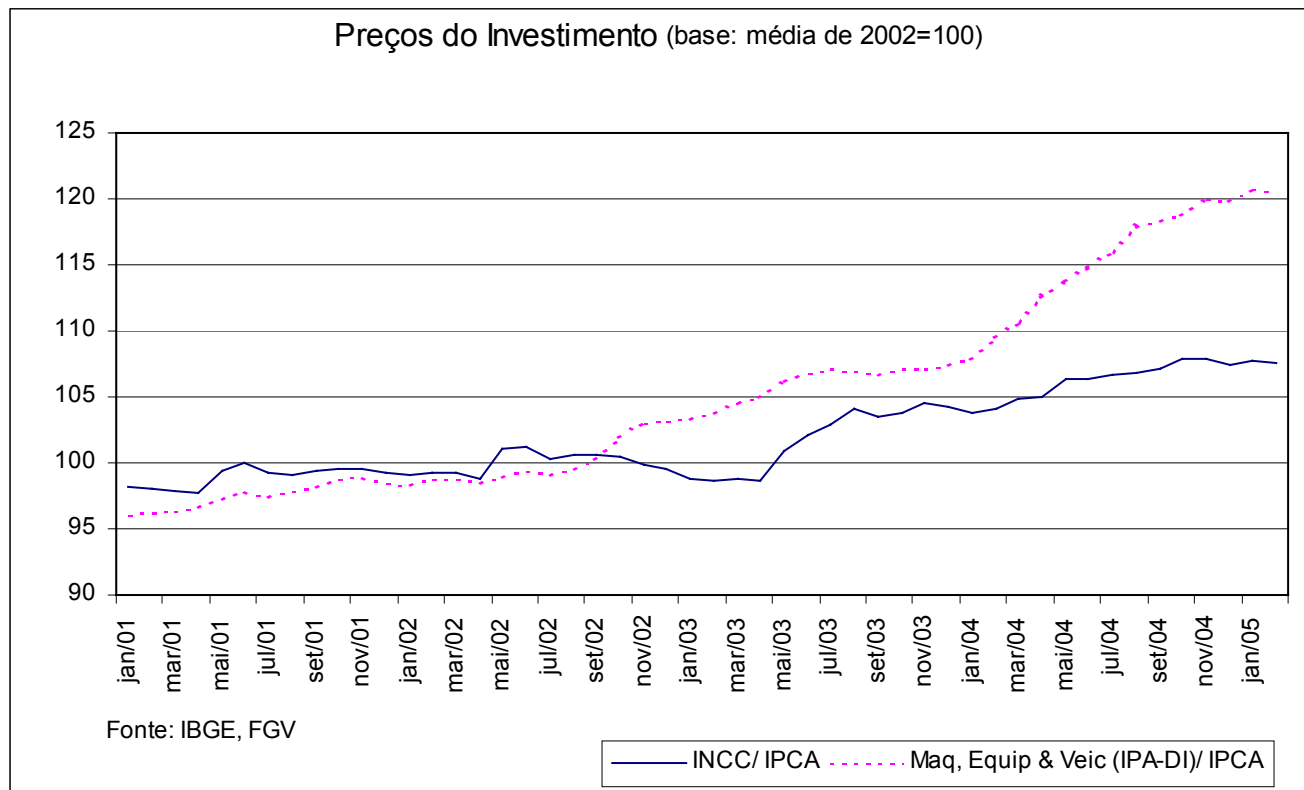
Tabela 2 - Variação do Preço do Investimento (%)

	INCC/ IPCA	Maq, Equip. e Veíc/ IPCA	Preço (R\$) das Import. de BK
Jan-Dez/04	3,63	11,05	-2,21
Jan-Dez/03	5,45	3,99	-10,42
Mar04-Fev05	2,56	9,04	
Mar03-Fev04	5,43	4,84	

Fonte: IBGE, FGV

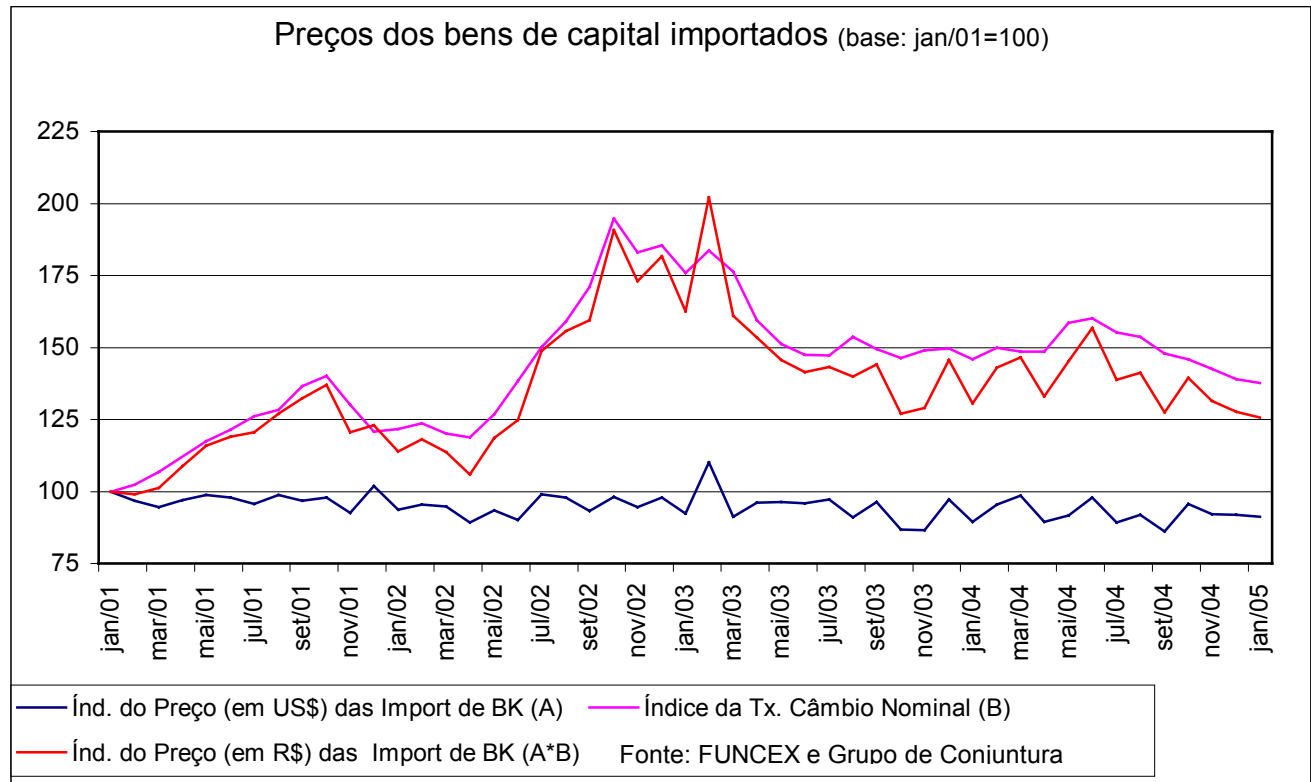
O preço relativo do investimento como está resumido na tabela 2 está subindo desde meados de 2003. Em especial, o preço relativo do investimento em máquinas e equipamentos não só continuou subindo, como o fez a um ritmo maior ainda no ano de 2004. Os dados mais recentes disponíveis sobre o ano de 2005, mostram um leve arrefecimento na margem da alta do preço. Porém, o reajuste do preço de bens intermediários, notadamente o aço pode no curto prazo alterar esta tendência. Já o preço relativo do investimento em construção tem mostrado um comportamento muito mais benigno, tendendo a uma estabilidade (vide gráfico 3).

Gráfico 3



Por último, em razão principalmente da valorização do Real como mostra o gráfico 4, o preço em Real dos bens de capital importados vem declinando continuamente, após atingirem um pico em Junho do ano passado. No ano, os preços em Reais dos bens de capital importados caíram 2,21%, resultado de uma apreciação na taxa nominal de 4,7% e de uma leve alta do preços em dólares de 2,6%.

Gráfico 4



# Inflação

**Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho**

## **O Estado da Inflação e o Cálculo da Inércia Inflacionária em 2005**

### **• Introdução : Inflação, Inércia e Meta**

Nesta seção procura-se uma estimativa alternativa da inércia inflacionária para 2005. A motivação é investigar se a meta ajustada para 2005 acomoda, de fato, os choques ocorridos ao longo de 2004.

Desde que o Banco Central divulgou o ajuste de 4,5% para 5,1%, pouco se falou sobre veracidade dessa estimativa, o debate é sempre relacionado a sua distância em relação às expectativas do mercado. O Banco Central calculou a inércia de 2004 para 2005 em 0,9 pontos percentuais, se propondo a combater 0,3 p.p e acomodar o restante<sup>1</sup>. De qualquer forma, vale mencionar que esta conta foi uma projeção, uma vez que foi realizada faltando quatro meses para o fechamento de 2004 e, por isso, não considerou os choques relevantes que ocorreram nesse período.

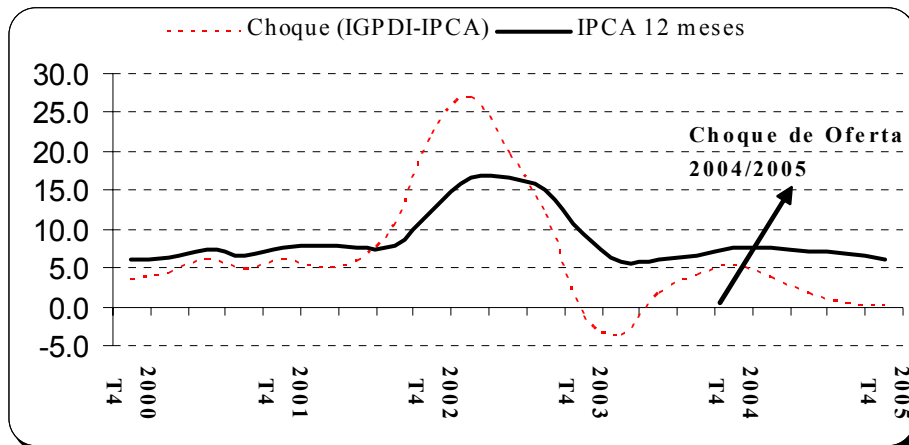
Na nota o Banco Central define a inércia como: “a parcela de inflação de 2005 que resultará, por intermédio de mecanismos de realimentação inflacionária, de variações de índices de preços em 2004 superiores à meta estabelecida pelo CMN para o IPCA”. O exercício do Bacen consiste em mensurar a inércia para o IPCA segundo a desagregação entre preços livres e administrados.

Um fator fundamental para esta estimativa é a definição do choque sobre os preços. A metodologia do BC utiliza a variação adicional do IGP-DI sobre 1/4 da meta (em cada trimestre). Ao contrário do BC, consideramos que o valor mais justo para o choque é o incremento do IGP-DI sobre o IPCA, posto que reflete com mais propriedade a expectativa de transmissão futura dos choques no varejo (especialmente os choques de commodities cujo impacto se dá sobre o IPA).

O Gráfico 1 apresenta nossa aproximação para o choque de oferta desde o ano de 2000 até 2005, que é projetado, (dado pelo IGP-DI menos o IPCA – em 12 meses). Este choque ocorrido predominantemente no ano passado tende a se encerrar em 2005. Nesse sentido, se esse cenário fosse ser mantido, a perspectiva para inflação de 2006 seria bastante positiva. A partir de uma análise detalhada deste gráfico é possível constatar que o choque é um ótimo antecedente para a trajetória da inflação.

<sup>1</sup> Nota : Procedimento para Cálculo da Inércia Inflacionária em 2005 – Relatório de setembro

Gráfico 1:  
Aproximação para o Choque de Oferta (12 meses)



Em nosso modelo<sup>2</sup>, os demais fatores de inércia sobre o IPCA em 2005 advêm da taxa de câmbio e do hiato do produto (crescimento do PIB acima do potencial<sup>3</sup>). De acordo com os resultados fechados (em 2004), a expectativa inicial era que o crescimento acima do potencial e o choque de oferta contribuíssem a favor da inércia, enquanto a valorização do real fosse contra a inércia.

O resultado do exercício foi o seguinte: os preços livres contribuíram negativamente em -0,3 pontos percentuais para a inércia de 2005. Em 2004, o efeito sobre a inércia dos livres advindo da apreciação (-1,1 p.p.) superou o choque de oferta (0,4 p.p.) e o crescimento acima do potencial (0,4 p.p.). Este resultado corrobora a percepção de que, dada a extensão do choque, o repasse para o varejo em 2004 foi o menor dos últimos anos. Além disso, esse exercício também minimiza o impacto da abertura do hiato sobre os preços.

A grande contribuição para a inércia em 2005 advêm dos preços administrados (1,8 p.p.). A aceleração do IGP-DI (2,4 p.p.) supera o efeito da apreciação do real (-0,6 p.p.). Este valor demonstra que o principal canal da transmissão dos choques é dado pelos preços administrados.

Por fim, a soma da inércia advinda dos preços livres (-0,3 p.p) e dos preços administrados (1,8 p.p.) sobre o IPCA em 2005 somam 1,4 p.p ante 0,9 p.p (valor estimado pelo Banco Central). Ao contrário do que foi decidido, é questionável a postura de que a política monetária tenha a obrigação combater uma fração do choque de oferta. Na prática, seria razoável que o Banco Central adotasse toda a inércia em 2005, considerando: (i) a estratégia de recomposição de reservas internacionais (expansão da base monetária), (ii) o aumento do crédito ao consumidor, (iii) a expansão da política fiscal e (iv) a extensão do

<sup>2</sup> A metodologia foi elaborada a partir de um vetor auto-regressivo. Esta aproximação possibilita estimar respostas ao impulso (choques) e, logo a seguir inferir sobre as elasticidades.

<sup>3</sup> O produto potencial utiliza a técnica do filtro Holdrick Prescott.

choque de oferta em 2005, causado pelo aumento dos preços do petróleo e do minério de ferro e pelo aumento defasado da tarifa de ônibus.

Tabela 1 - Cálculo da Inércia Inflacionária em 2005

<b>(a) - Contribuição dos Livres</b>	PP
Variação Cambial	-1.1
Choque de Oferta	0.4
Hiato	0.4
<b>Total</b>	<b>-0.3</b>
<b>(b) - Contribuição dos Administrados</b>	PP
IGP-DI	2.4
Variação cambial	-0.6
<b>Total</b>	<b>1.8</b>
Meta 2005 - CMN	4.5
<b>Inércia Estimada para 2005 (a)+(b)</b>	<b>1.4</b>
<b>Meta Ajustada</b>	<b>6.0</b>
Elaboração: IE/UFRJ	

Se a meta fosse ajustada levando em consideração todos os fatores listados, seu valor deveria se situar ao redor de 6% (4,5% da meta anterior + 1,4% da inércia em 2004). Em todo caso, mesmo que a meta fosse acomodatória, não significaria que a política monetária poderia ser flexibilizada. Os sinais advindos dos núcleos (7,5% a 8%) e da persistência do consumo ainda não descartam, inclusive, o descumprimento do teto da meta. Entretanto, na medida em que o ruído fosse se fechando (como demonstrado pelo gráfico 1) o Banco Central poderia reduzir a taxa SELIC paulatinamente.

- **A Eficácia da Política Monetária sobre os Preços Relativos**

Há algum tempo o Grupo de Conjuntura chama atenção para distorção de preços relativos proporcionado pelo crescimento dos preços administrados acima dos livres. A perspectiva era que em algum momento os preços livres iriam tentar reduzir a defasagem em relação aos administrados, e isso ocorreria à margem da política monetária contemporânea.

No geral, a chamada “*armadilha da meta*” consistia na compressão dos preços livres através de sintonia fina, a fim de acomodar a variação dos administrados, advinda de choques cambiais (que geram aumentos nos IGP’s). Desde o início do regime de metas de inflação (agosto/99) até fevereiro de 2005, o IPCA acumulou 58,4%, decomposto em 91,4% de preços administrados e 47,3% de livres. Esse desequilíbrio no sistema de preços da economia em conjunto da redução dos repasses do atacado para o varejo proporcionou compressão de margens das empresas e ao mesmo tempo aumento do consumo da tarifas em relação aos demais bens na cesta representativa das famílias.

A Tabela 1 apresenta a inflação de educação, o nível de atividade e sua indexação (múltiplo da inflação do ano anterior). Apesar do horizonte de análise ser curto, existem evidências de aumento no grau de médio de indexação do

segmento de educação (7% do IGP passado para 51% em 2005). Outra observação interessante foi que a variação do reajuste de um ano para o outro depende da expectativa de crescimento do PIB e não de seu desempenho no passado.

Esse exemplo de educação é importante, pois demonstra que ainda vai ser preciso algum tempo para o Banco Central conseguir desinflar os preços. Ainda há uma demanda por recomposição de margens, que poderá decorrer naturalmente na medida que a economia permaneça crescendo.

Tabela 2: Educação e o Grau de Indexação

	Educação(i) %	IPCA %	IGP-DI %	PIB %	IGP-DI indexação médio	
1999	-	8.9	20.0	0.8		
2000	1.3	6.0	9.8	4.4	7%	7%
2001	2.9	7.6	10.4	1.3	29%	18%
2002	4.7	12.5	26.4	1.9	45%	27%
2003	5.6	9.3	7.7	0.5	21%	32%
2004	6.7	7.6	12.1	5.2	87%	51%
2005(*)	5.3	6.0	6.1	3.0	44%	51%

fonte: IE/UFRJ

(\*) projetado

(\*\*) indexação medido como múltiplo da inflação do ano anterior

(i) Medido em fevereiro de cada ano no IPCA

### • Avaliação da Inflação Contemporânea

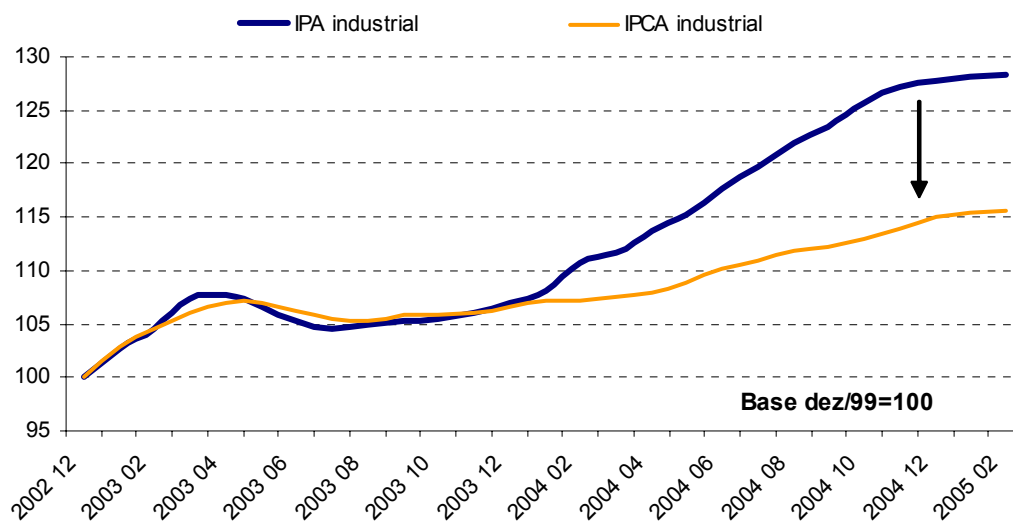
Os preços livres avançaram em fevereiro em relação ao mês anterior, mas o resultado é de desaceleração quando comparado ao IPCA-15 do mesmo mês (0,77% contra 0,87%). Há elevado componente sazonal derivado dos reajustes de educação, mas que na medida que forem perdendo força, permitirá uma acomodação significativa dos preços. A variação do setor de serviços em fevereiro foi de 1,81%, apenas 0,09 pontos percentuais abaixo da realizada no mesmo mês do ano passado (1,90%). Estes números corroboram a evidência comentada anteriormente do elevado grau de indexação, ainda presente em alguns segmentos da economia.

Ainda sobre a decomposição dos preços livres, chama a atenção, dois resultados com implicações semelhantes – na classificação por categoria de uso, o recuo dos preços de duráveis (0,94% para 0,32%)<sup>4</sup> e, segundo o grau de industrialização, a zeragem dos industrializados (0,18% para 0%). A mensagem implícita nesses números é que o repasse do atacado não representa mais uma ameaça. Essa constatação é muito importante, pois percebemos eleva

<sup>4</sup> Sempre em relação do IPCA de janeiro para fevereiro deste ano.

preocupação do Banco Central nas atas do COPOM ao longo dos últimos meses (vide Gráfico 2).

Gráfico 2:  
IPCA e IPA industrializado – Base dez/2002=100



- **Núcleo e Tendência**

A passagem de janeiro para fevereiro é bem clara para a tendência dos preços – está ocorrendo desaceleração generalizada. No entanto, a discussão retorna a questão do nível. Isto é, apesar da queda, o ritmo ainda demonstra elevada incompatibilidade com o centro da meta. Esta afirmação para ser fundamentada assume correlação perfeita dos núcleos com o comportamento subjacente (tendência de longo prazo). Na prática, as metodologias de núcleos existentes não são necessariamente estimadores eficientes no caso de mudança de regime (reversão de um nível superior para um inferior)<sup>5</sup>. De qualquer forma, esta discussão não é consensual, mas a questão principal advém da existência de um forte componente inercial e, ao mesmo tempo, a utilização de parâmetros que refletem o passado.

A despeito da aceitação do núcleo como medida antecedente fiel do nível da inflação, a constatação é que seu valor está desacelerando. A fim de confirmar essa evidência, os estimadores estatísticos da inflação são contundentes. O índice de generalidade que mede a porcentagem dos preços cuja variação é superior a zero, retrocedeu de 73,3% para 64,6% em fevereiro. No entanto, o Grupo de Conjuntura chegou a conclusão que este índice sozinho traz pouca ou nenhuma informação sobre a evolução futura dos preços. Por exemplo, é possível uma situação aonde os preços estejam acelerando, mas que

<sup>5</sup> Carta Galanto fevereiro de 2005 – Baixa correlação das metodologias de núcleo com a tendência do IPCA medida como um média móvel contrada de 13 meses.

sua variação seja inferior a zero (de -2% para -0,1%). Outro caso de ineficiência é aquele onde a inflação recua substancialmente mas permanece com variação superior a zero (de 2% para 0,1%). A fim de resolver esse problema decidimos elaborar um estimador de aceleração – isto é, a porcentagem dos itens que compõe o IPCA que estão acelerando. Nesse caso, independe se a variação advém de números positivos ou negativos. Em fevereiro esse indicador registrou desaceleração para 46,6% ante 52,9% em janeiro, resultado mais baixo desde maio de 2004. O mais provável para os próximos meses, excluindo os ruídos que estão por vir (por exemplo: tarifa de ônibus de SP), é forte desaceleração dos preços. Índice de núcleos mais representativos da frequência de curto prazo já demonstram isso (mediana não ponderada de 0,64% para 0,53%, médias aparadas sem suavização 0,59% para 0,43%).

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

(Em %)	nov/04	dez/04	jan/05	fev/05	Tendência (**)	
					jan/05	fev/05
<b>IPCA - Índice Geral</b>	0,69	0,86	0,58	0,59	8,86	8,43
Metodologia Exclusão Prévia	0,57	0,66	0,55	0,93	7,36	8,90
Médias Aparadas s/ Suavização	0,56	0,65	0,59	0,43	7,44	6,89
Médias Aparadas c/ Suavização	0,61	0,66	0,66	0,60	8,00	7,96
<b>Núcleo Desagregado (i)</b>	<b>0,68</b>	<b>0,68</b>	<b>0,64</b>	<b>0,63</b>	<b>8,30</b>	<b>8,08</b>
<b>Núcleo Preços Livres</b>	0,49	0,63	0,58	0,60	6,59	6,97
Núcleo Mediana não Ponderada	0,44	0,52	0,64	0,53	6,59	6,97
Inflação Gerada Domesticamente - IGD	0,54	0,82	0,53	1,25	7,83	10,91
Índice de Generalidade ( em % )	67,5	67,9	73,2	64,6	na	na
Índice de Generalidade - Aceleração ( em % )	48,4	52,2	52,9	46,6	na	na
Mediana das Variações Positivas	0,97	1,18	1,05	1,34	na	na

(i) Núcleo Desagregado - Dissertação de Mestrado - Carlos Thadeu F Gomes Filho - Faculdades Ibmecc 2003

Elaboração : IE/UFRJ

(\*\*) Média Móvel Trimestral Anualizada

### • **Projeção 2005**

O Grupo de Conjuntura projeta<sup>6</sup> inflação de 6% em 2005, resultado acima dos 5,3% divulgado pelo Banco Central no último Relatório de Inflação. Essa expectativa embute variação de 6,9% para administrados e 5,7% dos livres.

O balanço de riscos da projeção assume que a probabilidade do resultado do IPCA se desviar de nossa projeção é maior para cima. A persistência das cotações dos commodities, elevação das tarifas de ônibus, o estado crescente de liquidez monetária (crédito, política fiscal e compra de dólares no mercado) e o nível acima do esperado (1,9%) para primeiro trimestre são os fatores altistas.

<sup>6</sup> Modelo Estrutural de Médio Porte – Boletim de janeiro-2005

A probabilidade da inflação terminar abaixo de 6% decorre da apreciação cambial sobre um horizonte mais longo e do baixo repasse do atacado para o varejo visto nos últimos meses.

- **Sinalização de Política Monetária**

O modelo do Banco Central subestimou significativamente a inflação no primeiro trimestre. No último relatório de dezembro a estimativa era de 1,4%, enquanto que dificilmente a variação ficará abaixo de 1,9% (diferença do resultado estimado e efetivo em 12 meses). A sinalização para a taxa de juros é de esgotamento do processo de elevação (principalmente pelos resultados do repasse do atacado para o IPCA industrializado). No entanto, ainda não há evidências claras de um momento específico onde o Banco Central comece a reduzir a taxa SELIC. Apesar da inflação estar declinante, o nível de atividade está mais aquecido do que o esperado e a meta de 2006 também mostra ser bastante ambiciosa.

Tabela 4: Projeção e Variação em 12 meses

		Var. Trim.	Acum. em 12 meses	Acum. em 12 meses - BC
2004	4o Tri	2.0	7.6	7.6
2005	1o Tri	1.9	7.6	7.1
	2o Tri	1.1	7.1	6.6
	3o Tri	1.6	6.8	5.9
	4o Tri	1.3	6.0	5.3

fonte : PETROS

# Política Fiscal

Margarida Gutierrez

## A trajetória declinante da relação Dívida Pública/ PIB e a significativa redução da dívida indexada ao câmbio

Desde a implantação do regime de metas fiscais em 1999, os resultados apresentados pelas contas públicas são, sem dúvida, cada vez melhores e evidenciam o compromisso dos governos, anterior e o atual, em garantir no tempo uma trajetória declinante para o principal indicador de solvência das contas públicas, a relação Dívida/ PIB.

A combinação da continuidade do ajuste fiscal, garantindo superávits primários crescentes, com a consolidação de condições macroeconômicas favoráveis (contas externas, estabilidade cambial e controle do processo inflacionário), especialmente a partir de 2003, tem permitido a queda da Dívida Pública/ PIB (Tabela 1) e uma mudança na sua composição, onde se destaca a queda expressiva da dívida indexada ao câmbio.

Tabela 1: Indicadores do Desempenho Fiscal (%)

	Superávit Primário/PIB	Dívida Líquida Pública/PIB
1998	0,01	41,71
1999	3,19	49,40
2000	3,46	49,30
2001	3,64	52,63
2002	3,89	55,50
2003	4,37	57,20
2004	4,61	51,90

Fonte: Banco Central

Nos primeiros anos de disciplina fiscal, a relação Dívida/ PIB ainda sobe, apesar do crescente esforço fiscal, dadas as contínuas e intensas desvalorizações da taxa de câmbio em 1999, 2001 e 2002 associadas a um crescente grau de endividamento público em dólar. Nesses anos, para conter a escalada do dólar, o governo trocou títulos indexados em reais em poder do mercado por títulos vinculados à variação cambial. Conseqüentemente, em dezembro de 2002, a participação da dívida pública indexada ao câmbio chegou a 51,9%. A partir de 2003, esta participação cai contínua e vertiginosamente e em janeiro deste ano representa apenas 20,5% do total da dívida (Tabela 2).

Tabela 2: Perfil da Dívida Pública

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	dez/04	jan/05
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	57,2	51,9	51,5
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	85,5	86,4
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	27	26,2	17,7	8,4	7,0
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	53,2	48,1	61,9	77,1	79,5
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	14,5	13,6
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	46,8	51,9	38,1	22,9	20,5

Fonte: Banco Central

Para este resultado, contribuíram 2 fatores: de um lado, as apreciações cambiais que ocorrem em 2003 e 2004 reduzem o valor do estoque da dívida vinculada ao câmbio, medida em reais (ajuste de natureza patrimonial) e, de outro lado, a partir de maio de 2003 a decisão do governo de começar um processo de resgate líquido dos títulos indexados ao câmbio nos respectivos vencimentos com o objetivo de reduzir a sua exposição cambial. No início, o resgate foi tímido, no entanto, ao longo de 2004 o grau de não rolagem foi aumentando progressivamente na esteira da estabilidade cambial, tendo sido retirados liquidamente do mercado títulos e swaps cambiais no valor de US\$ 27,8 bilhões. Apenas neste ano (incluindo o vencimento de uma dívida de US\$ 830 milhões em 16 de março, para o qual o Banco Central já anunciou que resgatará a totalidade), o valor retirado já é de US\$ 5,6 bilhões (Tabela 3).

Tabela 3:

Resgates da Dívida Pública Interna em Dólar (US\$ bilhões)		
2003	2004	2005
19,1	27,8	5,6

Fonte: Banco Central

Intensificando essa estratégia, a partir de fevereiro deste ano, o Banco Central começou a fazer leilões semanais de *swaps cambiais reversos* no mercado futuro de dólar, com os quais assume uma posição ativa em câmbio (credor) e passiva (devedor) em taxa de juros – DI. Apenas em fevereiro e março (considerando o leilão do dia 9), já foram realizados 6 leilões e essas operações

totalizaram U\$ 8,7 bilhões. Considerando os últimos dados disponibilizados pelo Banco Central, no dia 22 de fevereiro a dívida interna dolarizada (títulos e swaps) correspondia a U\$ 15 bilhões, o que significa que, mantido o atual ritmo de leilões, em pouco tempo, a mesma poderá estar zerada. Quando isto acontecer, a continuidade do lançamento dos *swaps* cambiais reversos significará a redução da dívida pública externa que, em janeiro, totalizava U\$ 122,895 bilhões em termos brutos, isto é, sem o desconto das reservas internacionais. O Banco Central ainda não se posicionou em relação a esta estratégia, até porque a decisão não tem conseqüências que se restringem apenas à melhoria do perfil da dívida pública, mas também tem implicações sobre os níveis da taxa de câmbio.

A menor participação da dívida cambial tem como contrapartida o aumento do peso relativo da dívida indexada à Selic (Tabela 4), o que, se de um lado, reduz os efeitos perversos de uma desvalorização do real sobre a dívida, de outro, a torna mais sensível às decisões de política monetária. No entanto, em princípio, como a vulnerabilidade da taxa de câmbio frente à da Selic é maior, é preferível um perfil de endividamento público com menor exposição cambial.

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

	2001	2002	2003	2004	2005(jan)
Dívida Fiscal	40,8	36,1	42,0	37,9	37,8
Dívida Patrimonial	11,8	19,4	16,5	13,9	13,8
*Privatizações	-4,8	-4,0	-4,1	-3,5	-3,5
*Esqueletos	6,2	5,8	5,9	5,4	5,4
*Câmbio	10,4	17,6	14,7	12,0	11,9
Dívida Total	52,6	55,5	57,2	51,9	51,5

Fonte: Banco Central

- **Os resultados fiscais e perspectivas**

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas, inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 44,03 bilhões em janeiro (2,48% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 85,5 bilhões (4,81% do PIB e, portanto, acima da meta fixada para o ano de 4,25% do PIB). A maior contribuição foi do governo central (Tesouro Nacional, INSS e Banco Central) que gerou um superávit de R\$ 53,7 bilhões (3,02% do PIB) (Tabela 6).

Tabela 6: Necessidade de Financiamento do Setor Público  
(Fluxo em 12 meses)

	Jan/Dez04	Fev04/jan05	Jan/Dez04	Fev04/jan05
Nominal	47.144	44.030	2,68	2,48
Juros Nominais	128.256	129.564	7,29	7,28
Primário	-81.112	-85.534	-4,61	-4,81
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-52.385	-53.714	-2,98	-3,02
-Emp. Est. Federais	-8.937	-10.006	-0,51	-0,56
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-17.482	-18.984	-0,99	-1,07
-Emp. Estat. Regionais	-2.308	-2.830	-0,13	-0,15

Fonte: BC

Todos sabemos que desde que o regime de metas fiscais foi implementado em 1999, o ajuste tem se caracterizado por um incremento das receitas e não por um corte de gastos públicos.

Na realidade, o que se observou foram crescentes superávits primários acompanhados, inclusive, de um incremento dos gastos primários (gastos não financeiros), sendo que a única exceção foi o ano de 2003, em que o maior superávit primário foi garantido por uma compressão significativa dos gastos primários, em particular, dos gastos com pessoal e dos gastos com investimentos. Em 2004, retomamos a tendência original e, novamente, o aumento das despesas primárias (não financeiras), como proporção do PIB, é compatível com um aumento do superávit primário, já que as receitas também se elevam (Tabela 7). Para 2005, o quadro não é muito diferente como evidenciam os dados que constam do Decreto de Programação Financeira anunciado pelo governo federal em fevereiro.

Tabela 7: Resultado Primário do Governo Central 2003 e 2004

	2003		2004	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
1. Receita Total	357	23,57	423,7	24,03
2. Transferências a Estados e Municípios	56,9	3,76	67,6	3,83
3. Receita Líquida (1 - 2)	300	19,81	356,1	20,2
4. Despesas Totais	260,8	17,21	306,7	17,4
4.1 Pessoal e Encargos	75,8	5	87,7	4,98
4.2 Benefícios da Previdência	105,3	6,95	125,8	7,13
4.3 Outras Despesas de Custeio e Capital	79,7	5,25	91,1	5,17
5. Resultado Primário Fiscal e Seguridade Social	38,7	2,56	49,4	2,8

Fonte: STN/Ministério da Fazenda

Nos últimos anos, o Orçamento do governo central, que dispõe sobre as expectativas de gastos e receitas desta esfera pública, passou a definir efetivamente os eixos da política fiscal para o próximo ano. Existem, atualmente, as seguintes etapas no processo de elaboração do Orçamento: a formulação do Plano Plurianual, que deve ser encaminhado ao Congresso até o dia 31 de agosto do primeiro ano do mandato presidencial, onde se definem os parâmetros, metas e investimentos prioritários que vão nortear a formulação dos orçamentos nos próximos anos; o Projeto de Lei Orçamentária (PLO), elaborado pelo Executivo, onde se faz uma primeira proposta das receitas e gastos para o próximo ano; a Lei Orçamentária, definida pelo Congresso, que contem as alterações parlamentares relativas ao PLO e define os limites máximos de gasto para cada órgão e, por último, o Decreto de Programação Financeira, no qual o governo federal, com base no teto estipulado pelo Congresso, define as estimativas de receitas e gastos que vão compor o Orçamento da União.

A Tabela 8 (abaixo) apresenta os números estimados em cada uma dessas etapas para o ano de 2005.

A comparação entre a Lei Orçamentária e o Decreto de Programação Financeira para 2005 evidencia a pequena margem de manobra que o Executivo tem para alterar a composição dos gastos e, portanto, para aumentar a qualidade do ajuste fiscal, abrindo espaço para os investimentos públicos sem que necessariamente tenha que recorrer ao aumento da carga tributária.

Qualquer ajuste de despesa só pode ser feito nas despesas *discricionárias*, já que os demais itens são obrigatórios, ou por vinculação legal a determinadas receitas, como educação e saúde, ou porque se tornaram gastos rígidos impossíveis de serem cortados, como pagamento de pessoal e benefícios previdenciários. Na verdade, o baixo poder discricionário do Executivo é fruto de um processo, que há vários anos, engessa cada vez mais o orçamento e torna grandes as despesas obrigatórias.

Assim, o contingenciamento de R\$ 15,9 bilhões foi todo realizado em cima das despesas alocadas para o Poder Executivo que, segundo a Lei Orçamentária (aprovada pelo Congresso) totalizaria R\$ 87,4 bilhões em um total de despesas primárias de R\$ 359,5 bilhões (24,3%). Na prática, no entanto, apenas R\$ 37,8 bilhões podiam ser, de fato, contingenciados já que os R\$ 87,4 bilhões incluíam gastos que não podiam ser reduzidos. Esses gastos são: o custeio do SUS, previsto em R\$ 32,8 bilhões; gastos de R\$ 7,2 bilhões em educação que a Constituição obriga; R\$ 3,5 bilhões em dotações para ciência e tecnologia e pesquisa agropecuária e dotações para combate à fome no valor de R\$ 6,2 bilhões. Então, na prática, dos R\$ 87,4 bilhões denominados de despesas *discricionárias* apenas R\$ 37,8 bilhões puderam ser contemplados na hora do corte.

Tabela 8: Projeto de lei Orçamentária (PLO),  
Lei Orçamentária (LO) e Decreto de Programação Financeira - 2005

	PLO		LO		Decreto de Programação Financeira	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
1. Receita Total	457,4	24,73	482,5	24,99	467,3	24,52
1.1 Receita Administrada	302,3	16,34	323,2	16,74	316	16,58
1.2 Arrecadação líquida INSS	107,7	5,82	107,7	5,58	105,4	5,53
1.3 Receitas não Administradas	47,7	2,58	49,7	2,57	43,6	2,29
1.4 Incentivos Fiscais	-0,3	-0,01	-0,3	-0,02	-0,3	-0,02
2. Transferências Estados e Municípios	69,9	3,81	78,3	4,06	74	3,88
3. Receita Líquida (1-2)	387,5	20,95	404,1	20,93	393,2	20,63
4. Despesas	342,1	18,5	359,5	18,62	349,4	18,33
4.1 Pessoal e Encargos Sociais (obrigatória)	90,3	4,88	91,3	4,73	91,3	4,79
4.2 Benefícios da Previdência (obrigatória)	138	7,46	140	7,25	143,2	7,51
4.3 Outras Despesas Obrigatórias	34,4	1,86	36,2	1,88	38,8	2,04
4.4 Despesas Discricionárias	79,4	4,29	92	4,77	76,1	3,99
5. Resultado Primário Verdadeiro (fiscal e seguridade)	45,3	2,45	44,6	2,31	43,9	2,31
6. Resultado Primário Fictício (fiscal e seguridade)	-	-	47,3	2,45	46,7	2,45
7. Resultado Primário estatais federais	12,9	0,7	13,5	0,7	13,3	0,7
8. Resultado Primário Fictício União (6 + 7)	58,3	3,15	60,8	3,15	60	3,15
9. Resultado Primário Estados e Municípios	20,3	1,1	21,23	1,1	21	1,1
10. Resultado Primário Consolidado Verdadeiro (5 + 7 + 9)	78,6	4,25	79,33	4,11	78,2	4,11
11. Resultado Primário Consolidado Fictício (8 + 9)	-	-	82,03	4,25	81	4,25

Fonte: Ministério do Planejamento

O contingenciamento de R\$ 15,9 bilhões foi distribuído da seguinte forma: R\$ 8,7 bilhões a menos para os investimentos (que passaram de R\$ 21,0 bilhões previstos na Lei Orçamentária para R\$ 12,5 bilhões, o que equivale a apenas 0,66% do PIB) e R\$ 7,2 bilhões a menos para custeio, totalizando R\$ 71,5 bilhões como limite de gastos a serem realizados pelos ministérios.

Uma novidade no Orçamento de 2005 é a exclusão de R\$ 2,8 bilhões do cálculo do superávit primário do governo central, a serem gastos com investimentos em infra-estrutura (estradas, portos, sistemas de irrigação e de água). Esta exclusão faz parte de um Projeto Piloto do Brasil com o FMI que prevê a destinação de R\$ 9,0 bilhões nos próximos 3 anos (2005/2006 e 2007) a serem gastos com infra-estrutura e excluídos do superávit primário fixado como meta para o ano. Para 2005, a meta de superávit primário fixada de 4,25% do PIB significa um superávit real de 4,11% do PIB. Este artifício contábil permitirá, pelo menos, que os investimentos públicos aumentem de 0,50% do PIB em 2004 para 0,66% do PIB em 2005, o que, sem dúvida, ainda é um patamar muito reduzido.

Por último, comparando o orçamento realizado em 2004 com o previsto para 2005 (Tabelas 7 e 8), observamos que o aumento dos gastos primários em 2005 (que foram de 17,5% do PIB em 2004 e serão de 18,33% do PIB em 2005) será acompanhado de um menor superávit primário da União (que passará de 2,45% do PIB em 2004 para 2,31% do PIB em 2005), já que as receitas primárias praticamente ficarão constantes como percentual do PIB, o que evidencia uma política fiscal expansionista.

É evidente que mudar a qualidade do ajuste fiscal requer tempo e exige uma mobilização do governo junto ao Congresso e à sociedade brasileira, tarefa difícil porque obriga a discussão das reformas fiscal e previdenciária, mas que deve constar da agenda deste e dos próximos governos.

# Setor Externo

**Cecília Rutkoski Hoff e Natália Telles Vianna**

As exportações brasileiras acumularam US\$100,2 bilhões nos doze meses encerrados em fevereiro, alcançando, desta forma, a meta de US\$100 bilhões estipulada pelo governo para 2005. Tendo em conta os resultados que vinham sendo obtidos ao longo do segundo semestre de 2004 e no primeiro mês de 2005, já era esperado que a meta para as exportações em doze meses fosse atingida com certa facilidade. Surpreendente, no entanto, foi o resultado ter sido alcançado já em fevereiro, indicando uma continuidade do dinamismo das exportações, quando se esperavam sinais de desaceleração em resposta a forte apreciação que teve início em setembro do ano passado. Em outras palavras, o resultado de fevereiro explicitou que, a despeito da apreciação cambial já durar mais de seis meses, as exportações continuam apresentando um crescimento elevado na margem, que pode ser conferido na tabela 1 abaixo.

Tabela 1: Evolução Recente das Exportações (set/04=100)

		out/04	nov/04	dez/04	jan/05	fev/05
Total	US\$	98,9	101,8	107,7	110,0	112,7
	quantum	98,3	100,7	106,3	108,0	-
Básicos	US\$	95,8	95,4	101,2	104,7	-
	quantum	96,4	96,7	104,4	108,5	-
Manufaturados	US\$	102,3	105,9	112,6	115,9	-
	quantum	100,8	103,5	109,4	111,2	-

\*Dados em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal.

Fonte:MDIC e Funcex.

Examinando a tabela 1 acima se pode perceber que, embora as exportações tenham apresentado alguns sinais de desaceleração em outubro e novembro, os resultados mais recentes apontam para uma retomada clara no crescimento do total das mesmas, tanto em valor como em quantum. Nota-se também que a desaceleração do total das exportações observada em outubro e novembro esteve em grande medida associada a quedas nos preços e no quantum dos produtos básicos. Este último, vale notar, se recuperando nos meses mais recentes e levando a um incremento de receitas, a despeito dos preços continuarem a contribuir negativamente (na tabela, isto fica evidente quando se percebe que o resultado em valor foi inferior ao resultado em quantum). Por fim, as exportações de manufaturados continuaram apresentando um dinamismo surpreendente.

As importações, por seu turno, mantiveram um ritmo de crescimento elevado, porém sem a aceleração que, conforme se supunha, deveria vir associada à apreciação cambial. Observou-se, inclusive, uma desaceleração das

importações na margem. A tabela 2 mostra estes resultados, e destaca também as compras de bens de capital, que vem ganhando participação nas importações totais (é certo que parte deste ganho recente se deve a aumentos de preços); e para as importações de matérias primas e bens intermediários, que, em função de sua elevada participação na pauta brasileira, praticamente ditam a evolução do total das importações. Vale ressaltar que as compras de bens de consumo, tanto duráveis como não duráveis, têm, de modo geral, acompanhado a dinâmica do total das importações.

Tabela 2: Evolução Recente das Importações (set/04=100)

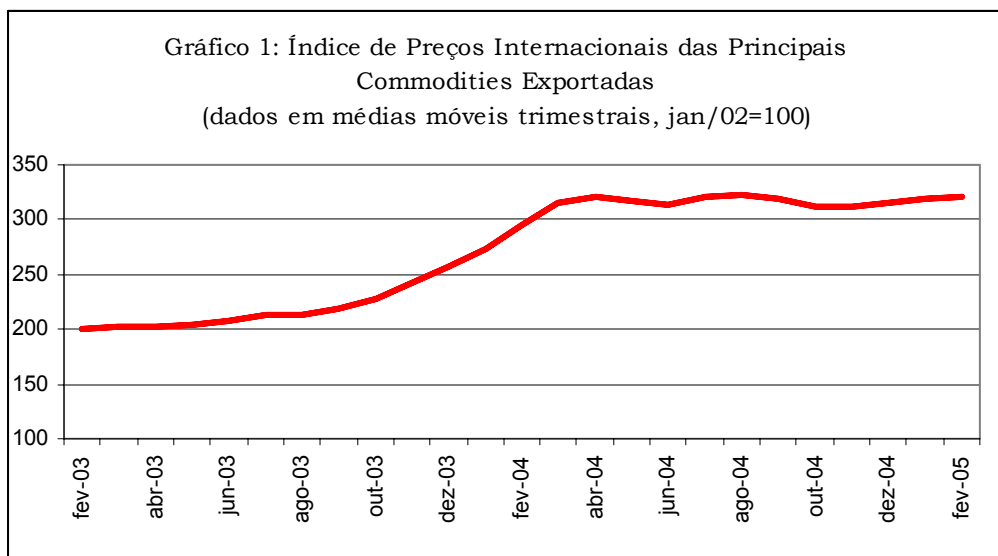
		out/04	nov/04	dez/04	jan/05	fev/05
Total	US\$	101,1	106,1	110,6	112,3	110,2
	quantum	99,4	103,0	106,4	108,7	-
MP e Intermediários	US\$	101,8	106,9	109,3	111,2	-
	quantum	99,8	104,8	108,0	110,4	-
Bens de Capital	US\$	100,3	106,2	111,0	116,8	-
	quantum	98,8	101,8	105,9	113,6	-

\*Dados em médias móveis trimestrais, com ajuste sazonal.

Fonte:MDIC e Funcex.

A questão central aqui é que tanto as importações quanto as exportações não parecem estar refletindo a forte apreciação cambial ocorrida nos últimos seis meses. No caso das importações, pode-se especular que esta desaceleração na margem seja uma acomodação temporária, possivelmente associada a uma desaceleração do nível de atividade. Isto, por sua vez, estaria ofuscando o efeito do câmbio nas mesmas. Para o desempenho das exportações, porém, as especulações são ainda menos claras. O dinamismo recente parece, a rigor, ser uma mistura de fatores conjunturais com outros estruturais. Dois fatores conjunturais estariam relacionados ao desempenho da economia mundial: os preços das commodities, dos quais se esperava uma queda e que tem se mantido bastante elevados; e a desaceleração da economia mundial, que está sendo bem menor do que se supunha há alguns meses atrás.

Quanto ao primeiro, apesar do preço da soja ainda estar num nível bem inferior à média do ano passado, os preços das demais commodities relevantes para a pauta brasileira continuam elevados (especialmente os semimanufaturados de ferro e aço), compensando o efeito soja na balança comercial brasileira. O gráfico 1 abaixo ilustra este ponto, mostrando a evolução da média dos preços das commodities ponderados pela sua participação na pauta de exportações brasileira, e a estabilidade dos últimos meses é bem clara. Da mesma forma, a desaceleração da economia mundial tem sido pequena e o comércio mundial continua com um crescimento elevado na margem: a soma das importações dos países da OECD e da China cresceu 16% anualizados no trimestre encerrado em novembro em relação ao trimestre imediatamente anterior, não havendo sinais recentes de uma desaceleração mais pronunciada.



Daí se poderia concluir que tanto os preços das commodities quanto o crescimento do comércio mundial estariam anulando os efeitos da apreciação cambial nas exportações brasileiras. Em parte pode ser verdade. Uma queda acentuada nos preços poderia levar a uma perda de receitas com as exportações de básicos e semimanufaturados; e é certo que a demanda mundial em expansão facilita o crescimento das vendas externas. Ou seja, não fossem estes fatores, o dinamismo das exportações certamente seria menor. Mas também vale lembrar que o crescimento das exportações tem sido puxado principalmente por produtos manufaturados (e não por produtos básicos e semimanufaturados, afetados pela alta dos preços das commodities), e que as exportações brasileiras estão tendo um crescimento superior ao do comércio mundial. Isto implica que, embora a conjuntura internacional explique parte do fenômeno, há outra parte que ainda continua sem explicação.

Uma hipótese possível é que a defasagem do efeito da apreciação cambial sobre as exportações seja maior do que se imaginava inicialmente (isto é, superior a seis meses), e, neste caso, cedo ou tarde as exportações começariam a desacelerar. Ou seja, as exportações ainda estariam refletindo os incentivos cambiais do primeiro semestre de 2004, e estes resultados tenderiam a se dissolver ao longo de 2005. Por outro lado – e esta é a hipótese mais otimista – também é possível que esta taxa de câmbio ainda não esteja em um nível proibitivo. Em outras palavras, mesmo que a rentabilidade das exportações tenha caído com a apreciação cambial, ainda valeria a pena exportar. E isto pode ser possível por dois motivos: primeiro porque a taxa de câmbio real efetiva ainda está em um nível depreciado para os padrões históricos; e segundo, porque é possível que estejam em curso mudanças estruturais nas exportações brasileiras, que as estão tornando menos dependentes dos estímulos cambiais.

Um dos fenômenos estruturais que pode ser relevante é a conquista de novos mercados importadores de produtos brasileiros. A tabela 3 mostra a contribuição (em pontos percentuais) de mercados tradicionais – entendidos como tais os destinos que historicamente tiveram uma alta participação nas vendas externas brasileiras, EUA, União Européia, Argentina, México e Japão – mais a China; e não tradicionais para a variação anual das exportações em 2000, 2003 e 2004. Embora as exportações para mercados tradicionais e China ainda sejam responsáveis pela maior parte do crescimento das exportações brasileiras, em 2003 e 2004 observou-se uma tendência no sentido de uma maior diversificação de mercados.

Na tabela, destacam-se as vendas para o Oriente Médio, que explicaram cerca de 5% do crescimento das exportações em 2003 e 2004; para outros países da América Latina (excluindo-se México e Argentina, considerados destinos tradicionais), que explicaram cerca de 16% do crescimento das exportações em 2004; e para os países do Leste Europeu, que, embora ainda tenham uma participação pequena no total das exportações brasileiras, e, portanto, contribuam relativamente pouco para o crescimento do total das exportações, mais do que duplicaram suas compras do Brasil em 2004. Este movimento é muito positivo para as exportações, pois novos destinos podem implicar melhores oportunidades – seja através de taxas de câmbio reais bilaterais menos apreciadas, seja porque estas economias crescem mais do que a média mundial, seja porque nestas economias pode haver um maior poder de mercado para compensar a apreciação cambial com preços mais elevados.

Tabela 3: Contribuição dos Mercados de Destino  
para o Crescimento das Exportações (em pontos percentuais)

	2000	2003	2004
<b>Crescimento das Exportações (%)</b>	<b>14,73</b>	<b>21,08</b>	<b>32,01</b>
Mercados Tradicionais* mais China	11,92	15,19	19,13
Outros da América Latina	2,00	1,78	5,35
Leste Europeu	0,25	0,36	0,85
Oriente Médio	-0,22	1,14	1,59

\*EUA, União Européia, Argentina, México e Japão.

Fonte: MDIC/Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/ UFRJ

# Seção Coppead

---

**Gustavo Sued e Letícia Casotti**

## **Consumidores mercenários?**

### **Uma reflexão sobre o mercado de telefonia móvel**

*“- Bom dia. Gostaria de comprar um celular para o meu filho que esqueceu o dele em um táxi. Ele tem uma linha compartilhada com a minha.*

*- Pois não, o senhor já tem idéia do modelo?*

*- Como quero um bem básico, vou ficar com essa promoção de R\$1,99.*

*- Lamento senhor, essa promoção só é válida para aqueles que estão se tornando agora clientes da empresa. Para esse modelo o senhor terá que pagar R\$ 250,00, mas podemos parcelar em até dez vezes sem juros.*

*- Acho que compreendi. Vocês estão me dizendo que só estão interessados nos clientes de seus concorrentes. É isso mesmo? Bem, não vou decidir agora..”*

Alguns anos após a privatização das telecomunicações no Brasil, o aumento da competição impôs às operadoras o desafio de manter sua base de clientes frente a forte ação promocional da concorrência. Mas, estariam mesmo essas empresas focadas em sua base de clientes ou focadas em atrair os clientes de outras operadoras? O diálogo estabelecido acima é real bem como várias ligações que os consumidores recebem, no seu próprio celular, de uma operadora concorrente que quer convencê-los a mudar. Ético não? Pois bem, a moça do “marketing direto”, quando questionada sobre essa tal de “ética” diz lamentar, mas justifica que todas as operadoras fazem isso. Afinal, que tipo de competição de mercado é essa?

O aumento da concorrência em telefonia celular fez crescer, com certeza, os gastos das operadoras na conquista de novos clientes. As empresas têm empreendido ações de promoção e vendas que sugerem que acreditam, de verdade, que os clientes mais desejados são os atuais clientes de uma operadora concorrente. O presidente de uma das quatro grandes operadoras presentes hoje no país declarou recentemente que todos os novos clientes de pós-pago da sua empresa são clientes que mudaram de operadora.

No entanto, em 2004, o quadro geral entre as operadoras de telefonia móvel foi de aumento de receita com queda de lucros originada, segundo avaliações da mídia, do forte ritmo das vendas e da competição pesada. Para conquistar novos clientes e avançar, as teles tiveram de gastar mais em subsídios, promoções e publicidade.

Desta forma, entender por que os clientes decidem mudar de operadora de telefonia celular e como ocorre esse processo parece interessante, do ponto de vista das empresas que começam a acordar para a necessidade de manter seus clientes ou conquistar os que decidem mudar de operadora.

- **O Comportamento de mudança**

Alguns estudos que se encontram na literatura de marketing que procuram estudar comportamento de mudança mostram, em geral, a saída da empresa prestadora de serviços essencialmente como uma maneira de consumidores insatisfeitos mostrarem às empresas que eles perceberam algum declínio remediável de performance dos produtos e serviços ofertados. Assim, a saída do cliente é apresentada como a forma que possuem para alertar a empresa que eles percebem um declínio na qualidade da oferta dos bens ou serviços.

Alguns pesquisadores alertam para o fato de as pesquisas de satisfação serem um teste menos preciso do que uma análise de comportamento, pois algumas já mostraram que de 60 a 80% dos clientes que desertaram disseram em uma pesquisa anterior à deserção que estavam satisfeitos ou muito satisfeitos. A partir dessas evidências foi criada a expressão “armadilha da satisfação”.

Assim, a insatisfação parece não ser condição nem necessária nem suficiente para gerar a mudança. A mudança pode ser provocada por uma série de outros fatores como, por exemplo, a busca por novidade e variedade nos produtos ou serviços. A perda de clientes ávidos por novidades pode ser tão danosa para a empresa como a perda dos clientes insatisfeitos. Porém, acredita-se que o cliente que muda buscando novidade ou variedade pode ser reconquistado por novas ações promocionais ou estratégias de vendas da empresa. Bem, talvez comece aí a “danças das cadeiras” dos clientes de telefonia móvel e as guerras promocionais do setor.

Na literatura, aprecem perfis de comportamento de mudança que podem ser identificados com certa facilidade no mercado de telefonia móvel. Uma figura comum é o chamado desertor de produto, ou seja, aquele consumidor que muda para concorrentes que oferecem bens e serviços superiores, que pesquisas indicam serem difíceis de reconquistar. Outro tipo comum é o consumidor que tem a sua “lealdade comprada”, ou seja, suas decisões de mudança estão baseadas em recompensas obtidas de programas de fidelidade,

ou ainda, no fato de ter o serviço de menor preço ou na idéia de conseguir o “melhor negócio”.

Em termos de lealdade, no entanto, encontra-se ainda uma definição que engloba as razões apresentadas acima sob o rótulo de “consumidor mercenário”. Ele [o consumidor mercenário] pode estar completamente satisfeito, mas demonstrar quase nenhuma lealdade. Uma característica destes clientes é que eles são normalmente muito caros de se atrair e tendem a mudar rapidamente, antes de permitir que o relacionamento se torne lucrativo para a empresa. Eles buscam preços baixos, compram por impulso, estão interessados nas tendências da moda, ou procuram a mudança simplesmente pela mudança. Foi possível identificar alguma história que já contaram? Com certeza sim.

Claro que a possibilidade de consumir bens e serviços de mais de uma empresa faz com que a consideração da mudança ganhe força. No entanto, vale lembrar que a mudança pode envolver perdas como custos, os programas de lealdade ou, ainda, a perda do número atual do telefone no caso de telefonia celular. Bem existem barreiras de mudanças sejam elas as percebidas pelos consumidores ou as construídas pelas empresas.

O processo que envolve mudanças de prestadores de serviços, na maioria das vezes, é uma combinação de eventos até a decisão de mudar. Qual a melhor maneira para entender como se dão esses processos? Uma sugestão é entrevistar consumidores que mudaram, conversar com eles.

- **O Estudo Exploratório**

Foi feito um estudo exploratório, no Rio de Janeiro, que buscou investigar o processo de mudança de operadora de telefonia celular sob a ótica dos consumidores. A partir de 27 entrevistas, os testemunhos coletados sugerem que: As mudanças de operadora motivadas por insatisfação com o serviço da operadora antiga foram pouco freqüentes, sendo o caso de apenas quatro consumidores entrevistados. Destes, dois mudaram por considerar rude, descortês e indiferente o tratamento recebido da empresa. Os demais declararam estar insatisfeitos com o preço do serviço que utilizavam da operadora antiga e, portanto, iniciaram o processo de busca por uma alternativa que melhor os atendesse, evidenciando um comportamento orientado para valor.

Esses consumidores, quando perguntados se voltariam a utilizar a operadora antiga, não demonstraram intenção de voltar. Mais acentuado nos casos de insatisfação com o atendimento da empresa, parece que os consumidores se sentiram ofendidos e deixaram a empresa com certo rancor. Para as empresas serve o alerta porque, além destes clientes não demonstrarem intenção de voltar a consumir da empresa, eles geralmente praticam

propaganda boca-a-boca negativa ao relatar repetidamente suas experiências a outros consumidores. Mas, as empresas parecem estar pouco preocupadas com as perdas e muito preocupadas com a aquisição de clientes de suas concorrentes.

O caso mais freqüente de mudança de operadora, no entanto, foi o do consumidor que mudou declarando estar satisfeito com o pacote de serviços da operadora antiga. Foram 23 casos. Pena não ser possível classificar esses casos como uma “armadilha da satisfação”. Afinal, empresas tão preocupadas com os clientes de seus concorrentes, não devem dar muita importância ou atenção a pesquisas de satisfação. Dentro destes 24 casos puderam ser identificados 21 casos onde o preço do serviço (o melhor negócio) da nova operadora e o desejo de um novo aparelho celular (ávidos por novidade/variedade) foram os determinantes dos processos de mudança de operadora. Os outros dois casos estão relacionados apenas a uma situação momentânea.

Dos 21 casos daqueles que buscaram novidade/variedade, 13 processos de mudança puderam ser classificados como apresentando o preço como elemento determinante das ações promocionais das operadoras concorrentes. Os consumidores aqui classificados mudaram, não porque estavam insatisfeitos com a operadora antiga, mas porque perceberam uma oportunidade de fazer um “bom negócio” em termos financeiros. O “bom negócio” aqui definido como a possibilidade de pagar um valor menor por um plano de serviços equivalente em minutos de conversação, ou ainda, pela possibilidade de pagar quantia semelhante por um plano de serviços superior em minutos de conversação.

Para as operadoras, essa estratégia de atrair os consumidores via preço parece ter duas implicações. A primeira é sobre a rentabilidade dos clientes. As informações sugerem uma queda da receita média por usuário celular como resultado, dentre outros, de “promoções e planos de serviço com descontos significativos para chamadas entre celulares do mesmo grupo, principalmente no segmento corporativo”.

A segunda implicação parece ser que o consumidor vem aprendendo a se comportar de maneira mais oportunista e está cada vez menos fiel às operadoras. Estão assim, se comportando como um “consumidor mercenário”, ou seja, como consumidores que apresentam pouca ou nenhuma lealdade mesmo quando assumem que estão completamente satisfeitos com a empresa. O “consumidor mercenário” não questionava o valor pago pelos serviços ou a tecnologia dos aparelhos da operadora antiga. O processo de mudança se inicia porque foi percebida uma oportunidade de passar a utilizar um plano de serviços considerado mais vantajoso.

Ainda com gatilho de influência, oito processos de mudança tiveram como determinante o desejo por um novo aparelho celular. O aparelho antigo podia estar quebrado ou ser considerado antiquado por ser grande demais, pesado ou ultrapassado tecnologicamente. Dentro deste grupo de consumidores

surgiram dois subgrupos. Um deles formado por aqueles consumidores que queriam trocar de aparelho mas não desejavam nenhuma marca ou modelo específicos. Tudo o que queriam era que o aparelho apresentasse um determinado conjunto de características físicas e técnicas. Nesse caso, a mudança de operadora teve o objetivo de conciliar a troca do aparelho com um novo plano de serviços que fosse também atraente em termos financeiros. Com isso o consumidor percebeu que fez um “bom negócio” na troca do aparelho.

No segundo subgrupo, os consumidores desejavam um aparelho de marca e modelo definidos. Para estes, a mudança de operadora não foi necessariamente combinada com um “bom negócio” em termos financeiros. Ao contrário, nas entrevistas feitas para este estudo, os consumidores declararam ter feito trocas que os deixaram em situação igual ou pior em termos de gastos com o serviço de telefonia celular. Ainda assim, o desejo de possuir determinado aparelho celular foi forte o suficiente para motivar a mudança de operadora.

Para as empresas, oferecer aparelhos que despertem o desejo dos consumidores pode ser uma estratégia adicional de atrair novos consumidores mesmo quando o pacote de serviços oferecido não é tão atraente financeiramente como o oferecido por operadoras concorrentes.

Por fim, dois processos de mudança de consumidores satisfeitos apresentaram gatilho de situação combinado com a nova realidade financeira como determinante. A mudança nestes casos ocorreu porque os consumidores perceberam que a melhor maneira de ajustar os gastos com o serviço de telefonia celular à sua nova realidade financeira era deixar a sua operadora antiga e contratar os serviços de uma outra.

Com relação aos custos de mudança, a necessidade de trocar o número de telefone celular ao optar por uma nova operadora foi descrita como contornável, porém não trivial. A proliferação da Internet e das ferramentas de e-mail parece ter facilitado a divulgação de um novo número de celular para uma grande quantidade de pessoas. Ainda assim, alguns entrevistados adotaram a estratégia de manter o celular antigo em funcionamento por um período de tempo considerado suficiente para comunicar a mudança de número às pessoas que não puderam ser comunicadas por e-mail.

O investimento feito no aparelho antigo foi custo de mudança percebido como mais relevante pelos entrevistados do que a portabilidade de número. De fato, muitos processos de mudança só foram levados adiante depois que o aparelho foi perdido, roubado ou quebrou. Quando no processo de mudança o aparelho estava funcionando normalmente, os consumidores se cobravam resolver o quê fazer com o aparelho antigo. Uns venderam para terceiros, outros repassaram para alguém da família. Nos casos onde nenhuma destas alternativas foi possível, os consumidores acabaram habilitando o aparelho antigo para operar no sistema pré-pago que consideraram uma maneira de manter o aparelho quase sem custo. Feito isso, esses aparelhos acabaram normalmente guardados e sem utilização. Em um processo de decisão, consumidores sempre buscam diminuir a sua dissonância cognitiva em relação às suas escolhas.

Pacotes promocionais oferecem aparelhos pela quantia simbólica de R\$1,00. Atrativo, não? Ainda que para comprar o aparelho (novidade) em tal condição o consumidor tenha que aderir a um contrato com duração mínima e multa de rescisão, a percepção é de que descartar o aparelho, que ainda funciona, não é um problema já que o novo foi obtido “sem custo”. Sendo assim, o investimento feito no aparelho antigo não terá sido perdido.

- **Reflexões**

Em resumo, o aumento da competição provocado pela privatização das telecomunicações no Brasil parece ter afetado diretamente o comportamento do consumidor de serviços de telefonia celular. De uma situação na qual ele tinha que entrar na fila e pagar muito caro para ter acesso a um serviço de qualidade questionável, ele agora se encontra na posição de receber diariamente inúmeras ofertas de serviços melhores e mais diferenciados.

Com isso, o consumidor que mudou de operadora aprendeu que não é necessário se sujeitar a serviços caros e ineficientes. Se vencer a inércia e estiver disposto a barganhar poderá fazer uma mudança vantajosa ou ainda permanecer na mesma operadora em condições melhores porque, agora, há opção de escolha e de mudança. Um bom momento para os consumidores de telefonia móvel? Quanto a isso, existem realmente muitas dúvidas. Temos que continuar conversando com eles.

Que momento é esse para as empresas do setor? Como elas podem se diferenciar para um consumidor mercenário? Como manter os consumidores lucrativos e buscar meios para aumentar a rentabilidade dos demais a partir da oferta de serviços agregados? Parece ser um momento difícil que foi construído por um ambiente competitivo com características muito particulares. O interessante é notar que as empresas que concorrem intensamente possuem práticas muito parecidas, pouco criativas e á vezes nada éticas, na busca de estabelecerem seus relacionamentos com seus clientes. Uma sugestão? Muitos setores prestadores de serviços já avançaram muito na construção de relacionamentos saudáveis e duradouros com seus clientes. Esticar o olhar para além do setor de telefonia móvel pode ser muito interessante para essas empresas, pode ser a possibilidade de construir novas curvas de valor.