

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Abril de 2003 - Ano 3 – Número 39

## APRESENTAÇÃO

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.

Na seção do Setor Externo da presente edição, damos um destaque à questão da apreciação cambial, com um artigo de abertura sobre o tema . Na seção sobre Economia Empresarial, a professora Denise Fleck analisa os desafios que uma empresa enfrenta para garantir sua posição no mercado.

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



# Equipe

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

## **Editor Responsável**

Francisco Eduardo Pires de Souza

## **Colaboradores**

- Pesquisador Caio C. L. P. da Silveira
- Silvio Salles
- Paulo Gonzaga
- Margarida Gutierrez
- Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho
- Elena Soihet

## **Contato**

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

## INDICE

	PÁGINA
PANORAMA GERAL	3
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	12
INFLAÇÃO	15
POLÍTICA FISCAL	21
ECONOMIA EMPRESARIAL	26
SETOR EXTERNO .....	Comentário 32
.....	Análise do Desempenho 35

# Panorama Geral

---

Caio Prates / E-mail – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)

Por conta da mudança extraordinária da percepção dos investidores em relação ao governo Lula - do "default" tido como iminente às vésperas da eleição presidencial para o otimismo crescente atual em relação aos rumos da economia - e da abundância de liquidez internacional, dólar e risco Brasil continuam em queda, e este recuo acentuou-se nas últimas semanas. Além disso, embora o cenário externo permaneça nebuloso, não há dúvida que, com o desfecho rápido da guerra contra o Iraque, as incertezas sobre o comportamento da economia mundial diminuíram sensivelmente - em particular, saiu de cena a possibilidade de um choque do petróleo. Ainda que a queda do dólar esteja sendo produzida, em boa medida, pelo ingresso no país de capitais voláteis, o fato é que a taxa de câmbio atual ( em torno de R\$ 3,00 por dólar) era inimaginável até há pouco. E o recuo do dólar já vem sendo, inclusive, objeto de preocupação, pelos seus possíveis efeitos negativos sobre a balança comercial. Com a melhora do quadro macroeconômico, existem chances reais do país ingressar até o final do ano num círculo virtuoso. Mas para isto alguns desafios cruciais - com destaque para a aprovação da reforma da Previdência - terão de ser vencidos. A possibilidade da economia brasileira estar finalmente saindo do "stop and go" que caracterizou o seu comportamento desde a criação do real ainda é, porém, contestada por muitos. Uma linha de argumentação neste sentido - criticada nesta seção - é o diagnóstico da "vulnerabilidade externa" da nossa economia, que enfatiza a dependência do país de financiamento externo e a liberdade supostamente excessiva na conta de capitais, que deixaria a economia muito vulnerável aos movimentos de capitais voláteis.

Como evidencia a tabela 1, entre 18 de março (véspera da reunião do Copom do mês passado) e 23 de abril acentuou-se a tendência de queda do dólar e do risco-País, que caíram, respectivamente, 12% e cerca de 200 pontos básicos. A redução do risco-País constitui um resultado bastante positivo e abre a possibilidade do país voltar a contar com financiamento externo de prazo mais longo em futuro próximo. Já o recuo do dólar tem impacto benéfico sobre a inflação e a dívida pública, mas também apresenta aspectos negativos: i) ainda continua muito dependente do ingresso no país de capitais de curto-prazo em busca de ganhos de arbitragem entre as taxas de juros

doméstica e internacional (estima-se que entre 60 e 70% dos capitais que entraram no país neste ano tem prazo inferior a um ano), o que significa que a volta dos capitais externos ainda é frágil e sujeito a reversão; ii) a forte apreciação cambial começa a gerar preocupação quanto ao desempenho da balança comercial (e da conta corrente), e o temor de que a vulnerabilidade externa da economia brasileira volte a se elevar no futuro.

**Tabela 1 - Indicadores de Confiança**

<b>Indicador</b>	<b>30/dez/02</b>	<b>18/mar/03</b>	<b>22/abr/03</b>	<b>23/abr/03</b>
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	3.53	3.43	3.06	3.01
Risco Brasil (EMBI+)	1446	1052	861	852
Risco dos emergentes exclusive Brasil	616	572**	530**(1)	530 <sup>(1)</sup>
Swap de 1 ano - Pré x DI (%)	29.07	27.07	24.74	24.71

(1) Informações relativas a 21 de abril

\*\*Vésperas da reunião do COPOM

Em relação ao prazo das captações externas, a tendência é que este vá gradualmente se alongando à medida que a queda do risco Brasil se consolida. Neste processo, a emissão esperada de títulos do governo brasileiro no exterior - ao criar uma referência para as captações mais longas do setor privado - poderá se constituir num marco, acelerando a mudança desejável no perfil do endividamento externo. Em todo caso, a dependência de capitais externos de curto-prazo ainda deverá durar algum tempo, e nesta transição a economia brasileira estará sujeita à volatilidade destes capitais. Por sua vez, no tocante ao nível da taxa de câmbio, há de fato o risco de que a combinação atual de livre flutuação com forte ingresso de capitais de curto-prazo produza uma valorização excessiva do real. Existem, porém, questões não triviais a serem consideradas para a intervenção do Banco Central na taxa de câmbio: i) o "timing" dessa intervenção (se desde já ou após a inflação dar sinais mais claros de queda) tem de ser bem avaliado; ii) a taxa de câmbio ideal - a mais baixa possível ainda compatível com a manutenção de um déficit em conta corrente reduzido nos próximos anos - é uma incógnita. Ainda assim, o Banco Central não deveria assistir passivamente por muito mais tempo a valorização do real. E no contexto atual as melhores alternativas para deter este processo são o resgate gradual de títulos cambiais e a compra de dólares pelo Banco Central, reforçando as reservas internacionais do país.

De todo modo, um aspecto destoante no quadro macroeconômico favorável atual tem sido o comportamento da inflação, que não vem caindo no ritmo esperado. A inflação (IPCA)

surpreendeu negativamente em março e as projeções para abril foram revistas para cima. Como mostra a tabela 2, a principal razão disso tem sido um repique nos preços dos bens comercializáveis, que voltaram a subir tanto no IPCA quanto no índice FIPE. Nos não-comercializáveis - subconjunto mais afetado pela restrição de demanda induzida pelo aperto monetário e pela redução dos salários reais - a trajetória recente da inflação tem sido de queda, apesar da forte alta (por razões climáticas) nos preços dos hortigranjeiros em março e abril ter afetado negativamente a inflação destes bens.

**Tabela 2 - Inflação - Preços ao Consumidor**

Mês	IPCA (%)				
	Total	Administrados	Livres	Comercializáveis	Não Comercializáveis
nov/02	3.02	4.29	2.53	3.58	1.27
dez/02	2.10	1.53	2.32	3.28	1.14
jan/03	2.25	3.83	1.64	1.73	1.53
fev/03	1.57	2.71	1.13	0.79	1.54
mar/03	1.23	1.07	1.29	1.44	1.10

Mês	FIPE (%)				
	Total	Administrados	Livres	Comercializáveis	Não Comercializáveis
nov/02	2.65	2.34	2.75	3.81	1.49
dez/02	1.83	0.49	2.28	3.19	1.18
jan/03	2.19	3.76	1.67	1.21	2.23
fev/03	1.61	2.88	1.09	0.72	1.76
mar/03	0.67	0.32	0.79	0.90	0.66
abr/03	0.84	0.33	1.02	1.29	0.69

Fonte: IBGE, BC, FIPE

\*2 quadrissemana

Dada a forte influência da taxa de câmbio sobre os preços dos comercializáveis, é de se esperar que, com o recuo acentuado do dólar, o ritmo de alta destes preços arrefeça daqui para frente. Além disso, a contenção atual da demanda (cujos reflexos positivos sobre os preços tendem a ser mais fortes nos não-comercializáveis) e a redução anunciada pela Petrobrás nos preços dos combustíveis também deverão contribuir para reduzir a inflação nos próximos meses.

É verdade, porém, que não obstante a queda do dólar e o desaquecimento da demanda, o recuo da inflação tem sido

lento, sugerindo um grau de inércia inflacionária mais forte do que se supunha. E há o risco de que esta inércia seja reforçada, caso comece a se generalizar, nos dissídios, a prática de reajustes salariais pela inflação passada, além da concessão de aumentos a título de antecipação salarial (como recentemente ocorreu em diversas empresas metalúrgicas de São Paulo). Nesta hipótese, a política monetária restritiva teria de ser mantida por mais tempo, retardando a retomada do crescimento. Mas o mais provável é que a combinação de recuo do dólar com contenção da demanda leve a um recuo expressivo da inflação no futuro próximo. E para isto também concorrerá a melhora em curso das expectativas inflacionárias. Indicações destas expectativas mais favoráveis são o recuo, nas últimas semanas, dos juros futuros e as projeções de inflação do mercado (segundo o levantamento semanal do Banco Central). Embora para 2003 a projeção de inflação do mercado tenha até sido revista para cima (para 12,44%) - por conta da inflação maior do que a esperada no período recente - a inflação projetada para os próximos 12 meses vem recuando de forma apreciável. Portanto, a expectativa é que daqui para frente a inflação caia bastante. E a projeção mais recente - de um IPCA em torno de 9% nos próximos 12 meses - sugere que, com atraso de um quadrimestre, a inflação já estaria convergindo para a meta de 8,5% estipulada para 2003.

Apesar da melhora substancial do quadro macroeconômico no período recente, muitos analistas consideram que a economia brasileira ainda estaria longe de ingressar numa rota sustentável de crescimento, devido a sua vulnerabilidade externa. Argumentam que para sair do "stop and go" que vem caracterizando o comportamento da economia desde o início do real, seria necessário reduzir significativamente e de forma permanente as necessidades de financiamento externo, o que ainda não teria sido conseguido (a forte redução do déficit em conta corrente obtida no ano passado e no início deste ano é, em geral, nesta interpretação considerada por enquanto não sustentável). Além disso, outro aspecto da vulnerabilidade externa seria a liberdade supostamente excessiva do movimento de capitais, que deixaria a economia à mercê de capitais voláteis. Neste contexto, o risco da economia se defrontar novamente com súbitas reversões de expectativas e interrupções do crescimento (associadas a alta da taxa de câmbio e de juros) continuaria muito elevado. Megas-superávits comerciais (obtidos via taxa real de câmbio adequada e política industrial ativa) e controle de capitais seriam, então, para este diagnóstico requisitos indispensáveis para diminuir a vulnerabilidade da economia brasileira e viabilizar o seu crescimento sustentado. Ainda segundo esta interpretação, a ênfase no ajuste fiscal e nas reformas como premissa para o crescimento sustentado seria incorreta, porque a

razão por excelência para o “stop and go” seria a fragilidade específica do balanço de pagamentos, e não a da situação fiscal.

A necessidade do déficit em conta corrente permanecer baixo como requisito para o crescimento sustentado - sobretudo no cenário internacional pós crise asiática de 97 de disponibilidade restrita de capitais para os países emergentes - é correta. E este ponto é muitas vezes relegado a segundo plano pelos analistas que colocam a questão fiscal como problema central da economia brasileira. Mas o diagnóstico acima da “vulnerabilidade externa” é, sob diversos aspectos, bastante questionável.

Um equívoco muito comum neste tipo de interpretação consiste em praticamente reduzir a vulnerabilidade da economia brasileira responsável pelas periódicas interrupções do crescimento a problemas originários do balanço de pagamentos, e, em particular, ao tamanho das suas necessidades de financiamento externo. Ocorre que crises cambiais podem também ser um reflexo de crises de confiança provenientes de problemas na economia fora do balanço de pagamentos. Quando existe, por exemplo, uma forte preocupação dos investidores com a trajetória da dívida pública e o temor de “default” do setor público - e de forma recorrente, desde 1998, isto tem ocorrido em relação à economia brasileira - fazer um ajuste externo de grandes proporções não constitui, por si só, garantia contra crises cambiais.

A propósito deste último ponto, a nossa experiência no ano passado é bem ilustrativa: mesmo com o extraordinário ajuste da conta corrente realizado ao longo de 2002, o risco-País e o dólar dispararam e as reservas líquidas caíram acentuadamente - aliás, a crise de confiança atingiu o seu auge justamente no trimestre agosto/outubro, em que houve, inclusive, um surpreendente superávit de US\$ 1,5 bilhão na conta corrente do balanço de pagamentos. Tampouco a crise cambial em 2002 pode ser atribuída à fuga do país de capitais voláteis, algo que supostamente poderia ser enfrentado com controle de capitais. O fator mais importante de pressão cambial no ano passado foi a não rolagem de boa parte das amortizações da dívida externa - e a necessidade daí decorrente das empresas comprarem dólares para pagamento de suas dívidas -, e não a retirada de divisas do país por “especuladores”. E uma das principais razões da desconfiança na economia que impulsionou a alta do dólar residiu justamente na preocupação dos investidores com a questão fiscal no novo governo, e no alto risco percebido de moratória da dívida pública. Exatamente por isso, um fator decisivo para a mudança espetacular das

expectativas do final do ano passado para cá tem sido o compromisso firme e cada vez mais crível do governo Lula com o ajuste fiscal.

Ao enfatizar de forma excessiva as necessidades elevadas de financiamento externo como determinante da vulnerabilidade da economia brasileira, o diagnóstico da "vulnerabilidade externa" acaba não dando a devida atenção a fatores que podem reduzi-la de outra forma: pela criação de condições favoráveis na economia - entre as quais uma situação fiscal sólida - para a atração de financiamento externo. Ou seja, a vulnerabilidade da economia deve ser enfrentada não apenas pela redução da dependência de financiamento externo, mas também pela geração de um ambiente macroeconômico que inspire confiança nos investidores.

Que indicadores macroeconômicos podem ser considerados mais relevantes para diminuir a vulnerabilidade da economia brasileira a crises de confiança, gerando condições para a economia sair do "stop and go" e crescer de forma sustentada? Num cenário internacional de disponibilidade restrita de capitais para os emergentes como o dos últimos (e provavelmente dos próximos) anos, a manutenção de um déficit em conta corrente reduzido (de preferência inferior a 2% do PIB) será, de fato, essencial para este objetivo. Além disso, será indispensável ter-se uma situação fiscal que garanta uma trajetória cadente para a relação dívida pública/PIB (ponto crucial devido à grande preocupação dos agentes econômicos com a dívida pública). E também será bastante importante: i) a redução gradual da relação dívida externa/exportações (indicador usual de solvência da dívida externa, e que é muito negativo no caso da economia brasileira); ii) o aumento da relação corrente de comércio/PIB (quanto mais elevada esta relação menor tende a ser a desvalorização cambial e/ou a contenção do nível de atividade requeridas para um ajuste da conta corrente diante de uma eventual retração de financiamento externo). Com um bom comportamento destas variáveis, aliado à manutenção de uma inflação baixa e perspectivas favoráveis para o crescimento econômico, a economia brasileira terá suas defesas contra crises de confiança bastante reforçadas e - a menos de um cenário externo excepcionalmente adverso - plenas condições de crescer de forma sustentada.

Em relação aos requisitos acima para o crescimento sustentado, como se encontra atualmente a economia brasileira? O déficit em conta corrente deverá ficar perto de 0,5% do PIB em 2003. E a principal condição para que este déficit não ultrapasse 2% do PIB nos próximos anos é que a taxa de crescimento das exportações permaneça

relativamente próxima da das importações, objetivo aparentemente factível desde que não se permita uma apreciação excessiva do real. Quanto à situação fiscal, mantido um superávit primário elevado (e não havendo uma nova desvalorização cambial forte), a relação dívida pública/PIB tenderá a cair - e provavelmente este objetivo será compatível, inclusive, com um superávit primário bem inferior aos 4,25% do PIB previstos pela LDO para os próximos anos. Mas certamente a manutenção de um superávit primário que viabilize a redução gradual da dívida pública/PIB, e a aprovação da reforma previdenciária para dar mais solidez às finanças públicas, são requisitos essenciais para o crescimento sustentado. E também deverão evoluir favoravelmente as relações dívida externa/exportações e corrente de comércio/PIB. A dívida externa líquida deverá cair daqui para frente, porque, com o investimento direto estrangeiro permanecendo bem acima como se espera do déficit em conta corrente, haverá um excedente de divisas para cobrir parte das amortizações anuais da dívida externa, que não precisará ser inteiramente refinanciada. Com a dívida externa líquida em queda e as exportações crescendo, a relação dívida externa líquida/exportações cairá gradualmente. Por sua vez, tanto as importações quanto as exportações deverão crescer mais do que o PIB nos próximos anos, aumentando a relação corrente de comércio/PIB, tendência que poderá ainda ser reforçada por acordos comerciais com outros países. Finalmente, se todo este conjunto de variáveis tiver uma evolução positiva e a inflação permanecer sob controle, há boas chances da economia brasileira crescer a taxas razoavelmente elevadas a partir de 2004.

A possibilidade de um crescimento vigoroso num cenário de superação do "stop and go" é reforçada quando se examina o comportamento da economia desde 1999 (quando, com a mudança do regime cambial e a geração de um superávit primário elevado, deu-se início a correção dos desequilíbrios macroeconômicos herdados do primeiro governo FHC). Medindo-se o crescimento do PIB de forma convencional - taxas anuais de expansão comparando-se o PIB de um ano com o do ano precedente -, o período 1999/2002 apresenta taxas medíocres de crescimento em três anos (1999, 2001 e 2002) e apenas um ano de bom desempenho (2000). Ocorre que, em 1999 e 2002, as taxas muito baixas de expansão decorreram essencialmente do "carry-over" negativo dos anos 1998 e 2001 (pelo fato do PIB trimestral no final destes anos ter ficado abaixo da média do ano). Avaliando-se a evolução do PIB ao longo de cada ano (critério "ponta a ponta", que mede o crescimento entre o último trimestre de um ano e o mesmo período do ano seguinte), chega-se, como mostra a tabela 3, a resultados muito diferentes do obtido pelo critério convencional: três anos de crescimento

do PIB acima de 3% (e de quase 4% em 2000) e apenas um ano muito ruim, 2001, cujo resultado negativo (recessão) foi muito influenciado pela crise energética. Tendo-se em conta as condições muito adversas de boa parte do período 1999-2002 - taxas de juros muito elevadas e forte pressão no mercado cambial -, este desempenho do lado real da economia brasileira pode ser considerado bom, e atesta o seu dinamismo potencial. Além disso, é interessante notar, na tabela 3, que - ao contrário do que sugere o método convencional de taxas anuais -, pelo critério "ponta a ponta" o crescimento do PIB no segundo governo FHC (após a mudança da política econômica) foi bem superior ao do primeiro mandato: crescimento acumulado em quatro anos (quarto trimestre de 2002 versus quarto trimestre de 1998) de 10,1% contra apenas 3% nos quatro anos anteriores (quarto trimestre de 1998 em

**Tabela 3 - Evolução do PIB (variação %)**

<b>Período</b>	<b>Anual</b>	<b>Ponta a ponta*</b>
<b>1995</b>	4.2	-1.7
<b>1996</b>	2.7	4.9
<b>1997</b>	3.3	1.9
<b>1998</b>	0.1	-2.0
<b>acumulado 95-98</b>	10.6	3.0
<b>1999</b>	0.8	3.3
<b>2000</b>	4.4	3.9
<b>2001</b>	1.4	-0.8
<b>2002</b>	1.5	3.4
<b>acumulado 99-02</b>	8.3	10.1

Fonte: IBGE

\* 4º trimestre do ano de referência contra 4º trimestre do ano anterior relação ao quarto trimestre de 1994).

Se o PIB teve taxas de crescimento "ponta a ponta" acima de 3% em todos os anos desde 1999 (à exceção de 2001, ano da crise energética) em meio a um ambiente macroeconômico bastante desfavorável, parece razoável admitir que - se for possível atender aos requisitos acima apontados para a economia crescer de forma sustentada - o PIB poderá perfeitamente se expandir a taxas anuais acima de 4% a partir de 2004. As chances da economia brasileira sair da armadilha do "stop and go" parecem hoje bem maiores do que nos últimos anos. Mas para que o cenário de "circulo virtuoso" se concretize, alguns desafios cruciais terão de ser vencidos nos próximos meses: a aprovação das reformas (uma eventual frustração nesta área

certamente produziria um forte abalo na confiança na economia) e o êxito da política econômica no controle da inflação.

**Tabela 4 - Projeções UFRJ**

Variável	Projeções Média do Mercado *	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	12.44	11.90
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	1.90	2.60
Contas Fiscais (em % do PIB)		
Saldo Primário	4.25	4.25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	16.20	17.6
Déficit em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	3.70	3.00
Taxa de Câmbio		
Média do Ano	-	3.24
Final do Ano	3.50	3.22
Taxa Selic		
Média do Ano	-	22.80
Final do Ano	22.00	20.00

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

# Nível de Atividade Industrial

---

Paulo Gonzaga & Silvio Salles / E-mail – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)

## **A indústria em fevereiro – taxas positivas, mas trajetórias descendentes**

Os resultados da indústria em fevereiro, à primeira vista, foram bastante satisfatórios. O indicador mensal atinge 4,1% contra 2,7% em janeiro, o índice mês/mês anterior com ajuste sazonal aponta aumento de 0,7%, marca ligeiramente superior à do mês anterior (0,6%). Nesta última comparação apenas bens intermediários, dentre as categorias de uso, registra uma variação negativa, mesmo assim muito pequena (-0,1%).

A questão é que fevereiro de 2003 teve, de forma atípica, número elevado de dias trabalhados, pois não teve carnaval, que este ano caiu em março. Neste mês, portanto, é importante ao se analisar o desempenho da indústria privilegiar os indicadores acumulado no ano e índice com ajuste sazonal de base móvel trimestral pois estes são pouco (acumulado) ou não afetados (base móvel) pelo “efeito carnaval”. Este último tem ademais a vantagem de, ao contrário, do mês/mês anterior, oscilar pouco, mostrando assim com maior nitidez o movimento da produção industrial

Os resultados de fevereiro do indicador acumulado no ano (tabela 5) confirmam movimentos já visíveis em janeiro: a extrativa mineral perde dinamismo frente ao ano passado (5,4% em jan-fev 2003 contra 10,7% em jan-dez 2002) e com isso influenciando a química (-0,7% ante 1,4% respectivamente); a metal-mecânica melhora seu desempenho (ex: metalúrgica passa de 3,3% em janeiro-dezembro 2002 para 8,8% janeiro-fevereiro 2003, material de transporte de 10,2% para 11,1%, respectivamente) o que afeta positivamente outros setores como borracha (6,2% acumulado de fevereiro 2003). No primeiro bimestre de 2003, segmentos exportadores estão com bom desempenho (ex: papel e papelão 3,9%, metalúrgica, material de transporte) e os voltados para o mercado interno apresentam performance inferior a média do ano passado, como é o caso de farmacêutica (-9,6%), têxtil (-4,8%) que em 2002 alcançaram taxas de 1,8% e -0,8% respectivamente.

A evolução recente dos índices com ajuste sazonal de base móvel trimestral, entretanto, mostra resultados pouco alentadores para a indústria geral (em queda nos últimos meses - gráfico 1) e para a maioria

dos segmentos selecionados. Na metal-mecânica, metalúrgica, mecânica e material de transportes iniciaram em agosto-setembro de 2002 um movimento ascendente que perde dinamismo nos últimos meses. Apenas material elétrico, cuja recuperação é mais recente, foge a regra e continua aumentando seu nível produtivo. Papel e papelão, setor fortemente exportador, pouco cresceu desde outubro passado. Setores vinculados ao mercado interno (farmacêutica, têxtil, vestuário e em menor medida produtos alimentares estão com trajetória descendente, especialmente nítida no caso de vestuário.

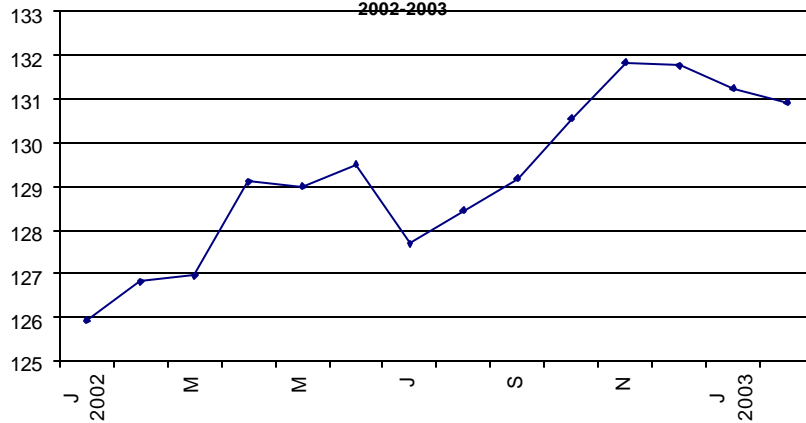
Em suma, no conjunto da indústria os níveis produtivos em 2003 estão acima dos de 2002), mas esta diferença, mantida a trajetória recente, tende a diminuir pois poucos setores de peso estão em movimento ascendente. Deve-se levar em conta, no entanto, que o ano está apenas começando e o quadro macroeconômico melhorou em março-abril com a queda do dólar e do risco Brasil, o fim da guerra com o Iraque e o menor crescimento da inflação. Resta saber o quanto isso refletirá no desempenho industrial que tem nas exportações uma importante fonte de dinamismo e em que medida compensará a influência negativa das elevadas taxas de juros e dos baixos níveis salariais

**Tabela 5 - Indústria**  
**Indicador Acumulado do Ano**  
**(base igual período do ano anterior =100)**

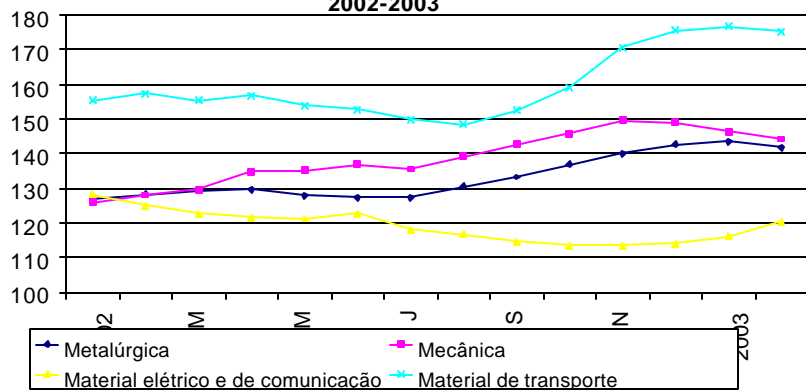
Setores selecionados	Janeiro - Dezembro 2002	Janeiro - Fevereiro 2003
<i>Indústria Geral</i>	102.3	103.4
<b>Extrativa Mineral</b>	110.7	105.4
<b>Metalúrgica</b>	103.3	108.8
<b>Mecânica</b>	108.8	111.4
<b>Material Elétrico</b>	88.2	97.4
<b>Material de Transporte</b>	110.2	111.1
<b>Papel e Papelão</b>	102.1	103.9
<b>Borracha</b>	102.9	106.2
<b>Química</b>	101.4	99.3
<b>Farmacêutica</b>	101.8	90.4
<b>Têxtil</b>	99.2	95.2
<b>Vestuário</b>	98.0	95.9
<b>Produtos Alimentares</b>	104.2	100.6

Fonte: IBGE - Departamento de Indústria - PIM-PF

**Gráfico 1 - Indústria Geral**  
**Índice de base fixa com ajuste sazonal**  
**média móvel trimestral**  
**2002-2003**



**Gráfico 2 - Setores Selecionados**  
**Índice de base fixa com ajuste sazonal**  
**média móvel trimestral**  
**2002-2003**



# Inflação

---

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho / E-mail – [thadeu@ie.ufrj.br](mailto:thadeu@ie.ufrj.br)

## - A Persistência da Inflação

Os resultados da inflação mais recentemente apontam a resistência no recuo das taxas mesmo em um cenário macroeconômico mais favorável.

Se por um lado, a valorização do Real e a sazonalidade do começo do ano são fatores de alívio sobre a inflação, de outro, a herança inflacionária do ano passado, dado pelo componente inercial, ainda é o grande vilão para o comportamento da inflação. Em particular, os possíveis efeitos de uma taxa de câmbio mais valorizados sobre a inflação só ocorrerão efetivamente, nos próximos meses.

A inflação de março 1,23% medida pelo IPCA surpreendeu o mercado. As taxas esperadas se situavam entre 0,8% e 0,9% e refletiam a expectativa de um comportamento declinante dos preços livres, mais especificamente dos comercializáveis. Entretanto, os preços livres aceleraram, passando de 1,04% de fevereiro para 1,37%. Em particular, os comercializáveis registraram inflação de 1,44% contra 0,80% do mês anterior. Entretanto, a boa notícia vem dos não comercializáveis. Esse grupo de preços desacelerou, saindo de 1,57% em fevereiro para 1,21% em março. Esse resultado é muito importante pois reflete sobretudo, o desaquecimento dos repasses gerados pela desvalorização do ano passado.

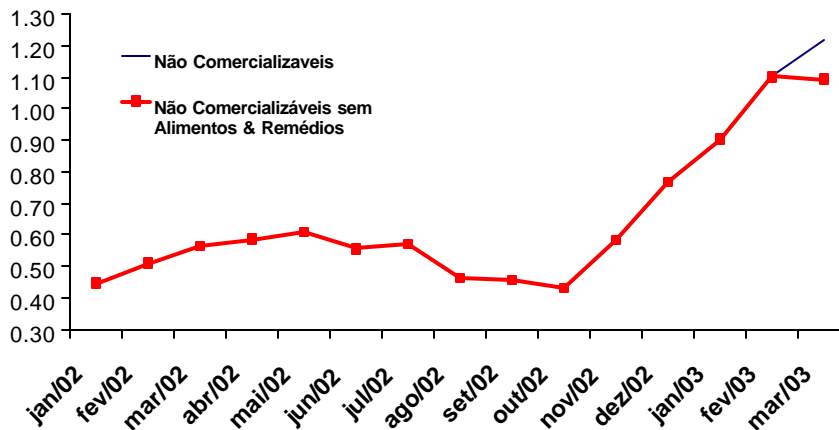
Em março o resultado do IPCA ficou comprometido entre outros, pelo comportamento dos preços dos alimentos (1,66%) e dos remédios. A liberação de aumento por parte do governo de 8,63% fez com que o segmento Saúde do IPCA aumentasse de 0,67% para 2,39% em março. A contribuição no IPCA foi de 0,25 ponto percentual, o que indica que a taxa de inflação seria de aproximadamente 1% sem o reajuste.

A mesma análise pode ser feita sobre os preços comercializáveis. Sem os itens relacionados aos remédios e aos alimentos, a inflação seria de 1,16% contra os 1,44% registrados. Portanto, a conclusão é que mesmo retirando os efeitos transitórios, os comercializáveis ainda apresentam crescimento em relação aos meses anteriores. Quando o

mesmo exercício de é feito para os preços não comercializáveis o resultado é animador, no sentido que aponta para o fim de uma etapa de repasses do setor de serviços da economia. A inflação dos não comercializáveis segundo essa nova metodologia seria de 0,47% contra os 1,23% calculados anteriormente.

O Gráfico 4 evidência o resultado. Neste foi calculada a taxa média mensal de 6 meses segundo os dois critérios. O ponto de virada foi abordado visualmente pelo Gráfico e representa a primeira desaceleração desde o começo dos repasses cambiais ao final de 2002.

**Gráfico 4 - Preços Não Comercializáveis - Taxa média mensal de 6 meses**



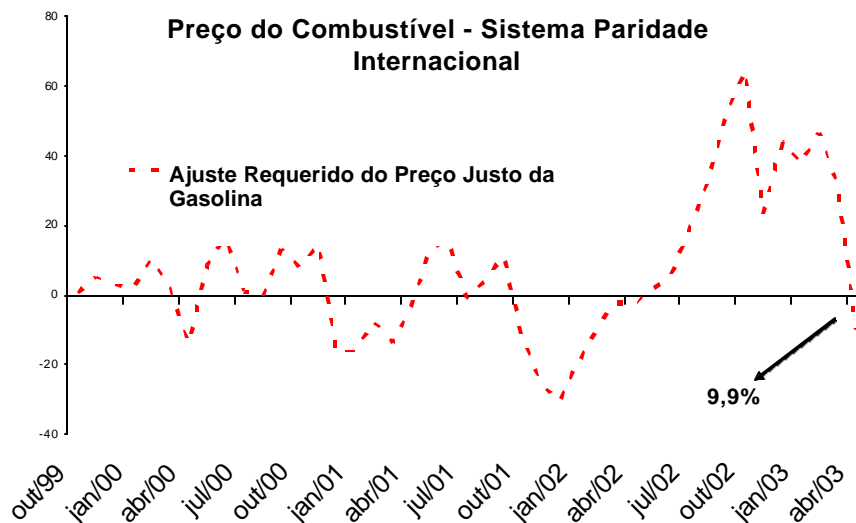
Os preços administrados registraram em março inflação de 1,07% contra 2,7% do mês anterior. O resultado pode ser considerado positivo, na medida que não representa um avanço se comparado ao mesmo mês de anos anteriores. Nesse grupo de preços, o alívio da taxa de cambio será sentido com mais intensidade. Nesse caso, sua trajetória ficará definida pelo componente inercial, engessado pelos contratos de indexação das tarifas públicas. O preço da gasolina, que impulsionou a inflação em períodos passados, agora começa a agir em sentido oposto. Portanto, não se espera, como em anos anteriores, surpresas no comportamento dos administrados até o final do ano.

## - O PREÇO DOS COMBUSTÍVEIS

O recente anúncio da Petrobrás na redução de até 10% no preço do petróleo é o resultado da apreciação da taxa de cambio e queda na cotação do barril no mercado internacional.

A fim de se fazer uma análise do preço justo do petróleo no Brasil, foi formulado o seguinte exercício. Supondo o preço justo do barril Brent de 42 reais em setembro de 1999, foram computadas as variações mês a mês da cotação em reais do barril Brent (dado pelo preço em dólares x cotação média do cambio ) e ao mesmo tempo o valor efetivo inflacionado mês a mês. O resultado é que em abril, a fim de equipar o preço interno com o externo, o ajuste seria uma a redução de aproximadamente 10%. O Gráfico 5 ilustra o exercício e ao mesmo tempo mostra a rápida reversão de defasagem do preço justo. A mensagem que deve ficar é que deve existir algum tipo de suavização no preço a fim de evitar as oscilações que como podem ser vista no Gráfico, são muito elevadas. Nesse sentido, a CIDE poderia ser utilizada como amortecedor.

**GRÁFICO 5**



## - NÚCLEO DA INFLAÇÃO

Todos os modelos de núcleo da inflação apontam para uma mesma mensagem em março – a tendência da inflação aumentou em relação a fevereiro. Esse resultado não pressiona as taxas para o final do ano pois refletem sobretudo, o comportamento atípico de curto prazo.

Primeiro, a fim de se ter uma idéia sobre a generalidade dos aumentos de preço foi calculada estatística Amplitude Semi Quadrática. Essa metodologia descreve como esta se comportando a amplitude do centro da distribuição de preços. No caso, se a estatística aumenta é um sinal de que o centro de distribuição de preços este em um nível mais alto, logo, representa um aumento de dispersão das variações dos preços. Essa medida apresentou leve queda de fevereiro para março (1,4% para 1,37%) mas ainda se encontra um patamar muito elevado. Vale mencionar que no mesmo mês do ano passado seu valor era de 0,95%. Em suma, o resultado da estatística é ilustrar um comportamento, ainda elevado, da generalidade dos aumentos de preços.

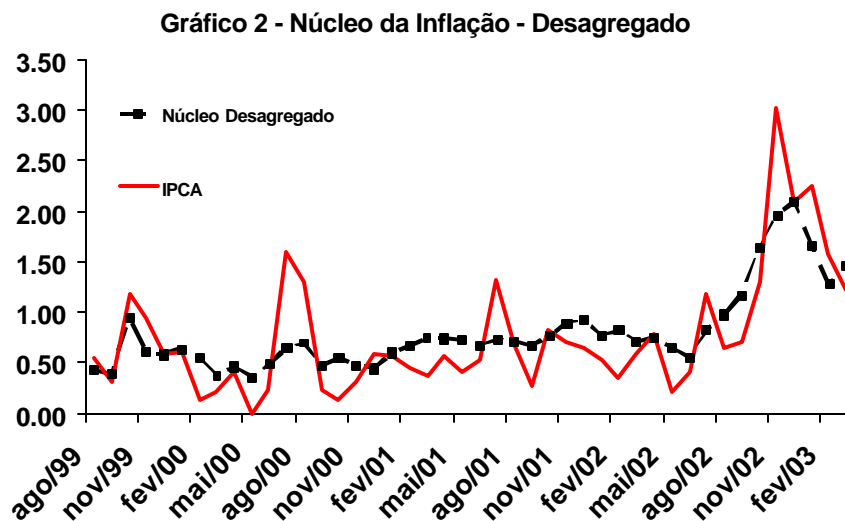
O núcleo da inflação pelo método da exclusão prévia, que retira da inflação os efeitos considerado temporário dos alimentos e preços administrados, registrou inflação de 1,11% ante uma variação de 1% do mês anterior. Esse resultado evidencia ainda mais a generalidade dos aumentos dos preços, concluindo que mesmo sem as variações consideradas temporárias, a inflação se mantém em um nível elevado.

O comportamento da metodologia da mediana é parecido. Nesse caso, também ocorreu crescimento do núcleo de 1,06% para 1,22%.

Finalmente, a metodologia do Núcleo Desagregado, cuja metodologia se encontra em GOMES (2003), é o modelo que melhor antecipa a taxa média da inflação para os próximos dois meses. Esse indicador acelerou de 1,29% em fevereiro para 1,46% em março. Em uma breve análise é possível apontar a eficácia dessa metodologia. Em janeiro o núcleo foi de 1,66%, que apontava para a queda da inflação em comparação aos 2,25% registrados pelo IPCA no mês. Logo a seguir em fevereiro o IPCA foi de 1,57% confirmando a tendência do núcleo do mês passado. O mesmo comportamento pode ser verificado em fevereiro. Nesse mês a inflação foi de 1,57% e o núcleo de 1,29%, que apontava para nova queda futura. Novamente o IPCA de março refletiu o comportamento já explicitado pelo núcleo em fevereiro. Em março o IPCA foi de 1,23%, muito próximo do núcleo do mês anterior. O resultado do núcleo para março é de 1,46% o que sugere uma inflação em abril

maior do que a registrada em março. Entretanto, a expectativa para o IPCA de abril é de 1,10% pois o núcleo não reflete a desaceleração dos preços administrados. A expectativa pode ser considerada elevada em relação à esperada pelo mercado mas reflete com melhor exatidão os indicadores de inflação até o meados do mês de abril.

## GRÁFICO 6



### - PERSPECTIVAS PARA INFLAÇÃO

A inflação projetada para março é de 1,20% e 11,9% em 2003. O resultado leva em consideração o fator inercial ainda presente nos índices de preços ao consumidor. A melhora do cenário interno, dada pela apreciação do real e deflação no preço dos combustíveis ainda não tem impacto no mês de março. Os índices de preços ao consumidor cairão mais lentamente pois ainda captam um resíduo de repasse da desvalorização em 2002. Entretanto, a partir do mês de maio o impacto positivo já poderá ser sentido.

Basicamente, são os preços comercializáveis que devem recuar a fim de reduzir a inflação. De fato, como já visto anteriormente, os não comercializáveis já estão controlados, sendo a dinâmica da inflação descrita pelo comportamento dos comercializáveis e dos administrados.

## - NOTA METODOLÓGICA – NUCLEO DESAGREGADO

O Núcleo Desagregado é um modelo que constrói mês a mês o núcleo da inflação que melhor antecipa a inflação nos próximos meses. Nesse caso, a motivação é de se obter uma medida derivada da própria inflação que espelhe um comportamento “forward looking”.

A metodologia consiste em desagregar a inflação em grupamentos específicos a fim de incorporar mais informações sobre os efeitos transitórios gerados pelos choques de oferta. Em particular a divisão entre comercializáveis e não comercializáveis traz informações importantes sobre efeitos transitórios gerados pelos movimentos na taxa de câmbio.

O método estatístico dos estimadores de influência limitada é o arcabouço teórico utilizado para o cálculo. Em cada mês o núcleo é o resultado de três parâmetros; dois derivados da distribuição de preços do mês e um resultado da utilização de um filtro exponencial.

Em suma, a metodologia do núcleo Desagregado apresenta excelentes resultados de antecipação da inflação. Seus resultados são bastante superiores as demais metodologias de exclusão prévia e médias aparadas simétricas (divulgado pelo Banco Central). A metodologia completa e os testes comparativos se encontram no trabalho : “Núcleo da Inflação Desagregado” – tese de mestrado **Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho**.

# Política Fiscal

---

Margarida Gutierrez / E-mail – [margarida@ie.ufrj.br](mailto:margarida@ie.ufrj.br)

Os resultados das contas públicas consolidadas (incluindo governo central, governos regionais e empresas estatais), segundo os últimos dados disponíveis (até fevereiro), apresentam avanços significativos em relação ao segundo semestre do ano passado não apenas pelo maior esforço fiscal (refletido no superávit primário), mas também no que diz respeito às condições em que a dívida pública vem sendo gerenciada e rolada. Os prazos de vencimentos têm sido alargados, o estoque da dívida pública interna com correção cambial tem se reduzido e o Banco Central e o Tesouro têm iniciado um processo, ainda tímido, de mudança no perfil da dívida, priorizando a colocação de títulos pré-fixados e atrelados a índices de preços em detrimento de títulos pós-fixados (corrigidos pela Selic) e de títulos corrigidos pela variação cambial. Essa estratégia tem vantagens na medida em que diminui o impacto de eventuais novas desvalorizações cambiais sobre o endividamento público e reduz a vulnerabilidade da dívida a uma política de juros mais austera, principalmente tendo em conta que o maior desafio atual da política econômica é trazer as expectativas inflacionárias (atualmente em 12,3% para o ano, tomando como referência o IPCA) para dentro da meta fixada de 8,5% para o ano.

O ambiente doméstico e internacional marcados pela maior confiança na continuidade da política econômica assentada na austeridade fiscal e no regime de metas inflacionárias, além da melhoria extraordinária nas contas externas brasileiras, são, sem dúvida, ingredientes fundamentais para explicar as melhorias nos resultados das contas públicas.

No acumulado janeiro-fevereiro deste ano, o superávit primário do setor público não financeiro atingiu o valor recorde de R\$ 16,1 bilhões, equivalente 6,59% do PIB, sendo a meta fixada para o ano de 4,25% do PIB. Parcela expressiva do superávit acumulado no ano (4,64% do PIB) foi gerada no âmbito do Governo Central (Governo Federal, INSS e Banco Central), cabendo aos governos estaduais e municipais no conjunto a contribuição de 1,66% do PIB e às empresas estatais, 0,29% do PIB. Este resultado espetacular refletiu-se na elevação do superávit primário acumulado nos últimos 12 meses que passou de R\$ 55,4 bilhões em janeiro (4,12% do PIB) para R\$ 59,9 bilhões em fevereiro (4,38% do PIB). O pagamento de juros sobre a dívida pública (interna e externa) nos últimos

12 meses no valor de R\$ 129,8 bilhões gerou, no entanto, um déficit nominal para o setor público consolidado de R\$ 69,9 bilhões (5,11% do PIB) (Tabela 6).

**Tabela 6: Necessidade de Financiamento do Setor Público**

	R\$ Milhões				% PIB			
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Jan/Dez 02	Mar/Fev 03	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Jan/Dez 02	Jan/Fev 03
Nominal	39,806	42,788	61,614	69,896	3.66	3.62	4.61	5.11
Juros Nominais	77,963	86,444	113,978	129,837	7.18	7.31	8.52	9.50
Primário	-38,157	-43,655	-52,364	-59,942	-3.51	-3.69	-3.91	-4.38
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20,431	-21,980	-31,919	-34,060	-1.88	-1.86	-2.39	-2.49
-Emp. Est. Federais	-10,174	-7,571	-6,329	-11,055	-0.94	-0.95	-0.47	-0.81
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6,026	-10,471	-10,598	-11,860	-0.55	-0.89	-0.79	-0.87
-Emp. Estat. Regionais	-1,526	-3,634	-3,518	-2,966	-0.14	-0.31	-0.26	-0.22

Fonte: Banco Central

Desde setembro do ano passado, a relação Dívida Líquida Pública/PIB iniciou uma trajetória de queda passando de 63,9% em setembro para 56,6% em fevereiro deste ano, quando alcançou o valor de R\$ 904,4 bilhões (Tabela 7), sendo que 65,2% é do governo federal, 29,3% representa dívidas dos governos estaduais, 4,1% representa a parcela dos municípios e 3,1% é a participação das empresas estatais das três esferas de governo.

**Tabela 7: Perfil da Dívida Pública (%)**

	ago/02	set/02	out/02	nov/02	dez/02	jan/03	fev/03
dívida/PIB	58.1	63.9	59.9	57.5	55.9	55.9	56.6
Total da dívida Pública (a+b)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
(a) Interna	76.2	72.3	72.9	73.0	74.3	74.9	74.5
(i) Indexada ao Câmbio	27.8	30.3	27.7	27.3	26.2	26.1	26.2
(ii) Não Indexada ao Câmbio	48.4	42.0	45.2	45.7	48.1	48.9	48.3
(b) Externa	23.8	27.7	27.1	27.0	25.7	25.1	25.5
Dívida Pública Indexada ao Dólar (i) + (b)	51.6	58.0	54.8	54.3	51.9	51.1	51.7

Incluindo as operações de swaps cambiais (contrato de troca de indexadores, através do qual o Banco Central paga uma taxa de juros em dólar e os investidores pagam a taxa de depósito interfinanceiro e as posições são acertadas, na maioria dos casos, diariamente valendo a diferença das remunerações), a dívida pública indexada ao câmbio, que já representou 58,0% do total em setembro, vem caindo progressivamente alcançando 51,7% da dívida pública em fevereiro. Esta queda foi propiciada por 2 fatores: em primeiro lugar, a contínua

apreciação da taxa de câmbio a partir de outubro do ano passado propiciou um ajuste patrimonial redutor sobre o estoque da dívida interna (aquela com correção cambial) e externa, quando expressa em reais; além disso, a partir de outubro do ano passado, o governo não tem rolando integralmente o principal da dívida interna com correção de câmbio. Na verdade, além dos juros em dólar que já não vinham sendo rolados, mas pagos, uma parcela dos títulos que estão vencendo no mercado doméstico estão sendo liquidamente resgatados, contribuindo também para a redução da dívida pública indexada ao dólar. A intensidade deste segundo fator pode ser melhor observada quando medimos a parcela da dívida pública mobiliária federal em poder do público valorada em dólares (tomando como referência a taxa de câmbio de final de período) e não em reais, porque assim estaremos captando apenas o aumento/redução da exposição cambial da dívida pública decorrente de novas emissões ou de resgates líquidos de títulos indexados ao câmbio, independentemente de ajustes patrimoniais decorrentes de variações na taxa de câmbio. Conforme observamos na Tabela 8, levando em conta a dívida mobiliária federal interna em poder do público, em dezembro de 2000, U\$ 58,19 bilhões era dívida indexada ao câmbio. A partir de então até junho do ano passado, a dívida com correção cambial cresceu atingindo o pico de U\$ 76,0 bilhões, como forma de conter a demanda por dólares no mercado à vista. No segundo semestre de 2002, o estoque da dívida interna vinculada ao câmbio começa a cair e em fevereiro deste ano alcançou o valor de U\$ 66,5 bilhões.

**Tabela 8 - Dívida Pública Mobiliária Federal Interna com Correção Cambial em Poder do Público (US\$bilhões)**

dez/00	58.19
dez/01	76.98
mar/02	77.32
abr/02	77.33
mai/02	76.82
jun/02	76.22
jul/02	72.88
ago/02	72.10
set/02	68.80
out/02	65.86
nov/02	65.44
dez/02	65.27
jan/03	65.70
fev/03	66.49

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional/Elaboração própria

O estoque da dívida pública em um dado momento é determinado pela dívida do período imediatamente anterior acrescida dos resultados fiscais obtidos em cada período, representado pelo resultado nominal das contas públicas consolidadas (receitas menos despesas inclusive o pagamento de juros nominais), e de um ajuste patrimonial, que também se faz a cada período, dado pelo reconhecimento de dívidas passadas e então incorporadas, pelas privatizações (que atuam como redutoras da dívida) e por um ajuste chamado de metodológico sobre o estoque da dívida, com o qual a parcela do endividamento vinculado ao câmbio é a cada período revalorada em reais, em função da evolução da taxa cambial.

Neste ano, a dívida líquida sofreu um incremento de R\$ 23,3 bilhões (Tabela 9), tendo o componente fiscal contribuído com R\$ 16,07 bilhões e o ajuste patrimonial com apenas R\$ 7,18 bilhões. Para os próximos meses, o ajuste via câmbio deverá atuar como fator redutor da dívida pública, na medida em que a valorização do real frente ao dólar, que no ano já é de 9,0%, (até o dia 11 de abril) está concentrada em março e abril.

**Tabela 9: Fatores Condicionantes da Dívida Pública**

Fluxo em R\$ milhões	Jan a Dez/01	Jan a Dez/02	Jan a Fev/03
Juros Internos	72112	96949	28887
Juros Externos	14331	17029	3272
Variação cambial sobre estoque da dívida interna atrelada ao dólar	19182	76662	1056
Variação cambial sobre estoque (em reais) da dívida externa líquida	10619	71317	5455
Esqueleto	26004	14286	671
Privatizações	-980	-3637	0
Superávit primário	-43655	-52364	-16084
Outros	90	0	0
Total	97703	220241	23257

Fonte: Banco Central

Na ausência de fortes e duradouras desvalorizações/valorizações da taxa de câmbio, de intensos processos de incorporação de novos esqueletos e de programas de privatizações, a relação Dívida/PIB depende do resultado primário das contas públicas, da taxa de juros real que incide sobre a dívida pública e da taxa de crescimento do PIB. Se, além disso, as expectativas inflacionárias estiverem convergindo para a meta fixada para o ano, possibilitando a manutenção ou mesmo uma redução dos juros reais, haverá uma estreita correlação entre maior esforço fiscal e uma trajetória da Dívida/PIB declinante.

Mantida a tendência de queda do indicador Dívida Pública/PIB para os próximos meses, abre-se um espaço importante para uma redução, que já vem ocorrendo, ainda maior do Risco País (que não depende apenas deste indicador, mas que é fortemente influenciado por ele), para a estabilidade cambial, para uma melhoria das expectativas inflacionárias e, conseqüentemente, para a queda da taxa de juros. Estas condições, por sua vez, podem dar origem a um círculo virtuoso, através do qual a queda dos juros, ao reduzir os serviços da dívida pública e permitir um ritmo de crescimento econômico maior (e aumento da arrecadação tributária), reforça ainda mais a queda do indicador.

As condições de rolagem da dívida também são mais favoráveis que as que vigoraram no passado recente. Os contratos de swaps cambiais estão ocorrendo com prazos maiores e a taxas em dólar menores (7,0% ao ano para vencimentos em meados do segundo semestre e 11,0% a 13% para vencimentos em 2008). Pela primeira vez em um ano, foram vendidos títulos pré-fixados (LTN) com prazo de vencimento para mais de um ano (10 de julho de 2004) a taxas de 25,9% ao ano. O Banco Central também tem resgatado títulos pós-fixados (LFT) curtos (vencimento em maio e julho deste ano) em troca de títulos com vencimento em 2004 e 2005. Como resultado, a dívida pública de curto prazo (vencimentovem 12 meses) que representava 42,0% da dívida total em janeiro já foi reduzida para 40,0%.

No overnight, o Banco Central tem rolando diariamente (operações compromissadas) um volume menor de recursos (R\$ 69,5 bilhões em março frente aos R\$ 77,6 bilhões em fevereiro)

# Economia Empresarial

---

Denise Fleck / E-mail – [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)

## **Desafios do crescimento corporativo e suas consequências para a perenidade da empresa.**

Sucesso e Fracasso das empresas é uma questão central nos estudos organizacionais. Mas o que é sucesso? Para alguns o crescimento da firma é um indicador de sucesso. Entretanto, como se sabe, certas expansões revelam-se fatais para a empresa e conduzem-na à morte. Este foi o caso de várias cadeias de supermercado brasileiras que empreenderam aquisições nas décadas de 1980 e 1990. Outros sugerem que a única verdadeira medida de sucesso de uma empresa é a sua habilidade para sobreviver. Neste caso, urge distinguir sobrevivência saudável – autoperpetuação – de mera subsistência.

Estudos históricos de empresas longevas têm constatado a ocorrência de comportamentos consistentes da organização ao longo de sua existência. Denomino tais comportamentos traços organizacionais. Um traço pode ser visto como o tipo de resposta da empresa a um desafio gerencial associado ao processo de crescimento organizacional. Dependendo de como a empresa responde ao desafio, aumentará a organização sua propensão à autoperpetuação ou à autodestruição.

Nossos estudos longitudinais permitiram-nos identificar 7 categorias de traços. Estes desenvolvem-se nas primeiras décadas da existência de uma firma, estando quatro deles associados à gestão interna da organização e os três restantes aos negócios propriamente ditos. As principais características desses traços encontram-se sintetizadas na Tabela 10.

**TABELA 10**

Categoria do traço	Desafio	Autodestruição ↔ Autoperpetuação	
		Autodestruição	Autoperpetuação
<b>Orientação interna</b>			
<b>Organização</b>	A medida que a empresa cresce, aumenta o grau de diversidade	<i>Fragmentação</i> (autonomia das partes)	<i>Integração</i> (fomento de sinergias)
<b>Alocação de recursos</b>	A medida que a empresa cresce, aumentam os conflitos de prioridade	<i>Fraca coord.</i> (emergente alocação de recursos)	<i>Forte coord.</i> (deliberada alocação de recursos)
<b>Resolução de problemas</b>	A medida que a empresa cresce, aumenta a complexidade (torna-se mais difícil entender as questões)	<i>Casuístico</i> (Busca imediata de soluções)	<i>Sistemático</i> (Busca minuciosa de soluções)
<b>Formação de hierarquia gerencial</b>	A medida que a empresa cresce, aumenta a demanda por talentos gerenciais	<i>Tardia</i> (recrutamento rápido no mercado no momento necessário)	<i>Cedo</i> (investimento em tempo e \$\$\$ em formação interna)
<b>Orientação aos negócios</b>			
<b>Empreendedorismo</b>	Fomento de iniciativas empreendedoras no seio da empresa	<i>Satisfatório</i> (subotimiza metas em níveis de risco exagerados)	<i>Audacioso</i> (maximiza retornos com níveis de risco compatíveis)
<b>Motivações para expansão</b>	Fundamentação do movimento de expansão	<i>Nulo, Defensivo</i> (mera defesa ou expansão desconexa)	<i>Produtivo, Híbrido</i> (aumento de produtividade com/ sem defesa)
<b>Gestão da mudança</b>	Identificação e atuação sobre fontes de mudança benéficas ou prejudiciais aos negócios da empresa	<i>Adapta ao ambiente</i> (Busca a posteriori de rápido ajuste às mudanças no ambiente)	<i>Molda o ambiente</i> (Análise demorada e custosa em antecipação a possíveis mudanças)

## - Desafios do crescimento

Um primeiro desafio de ordem interna consiste em gerenciar a crescente diversidade da firma em expansão. Tal desafio envolve tensões opostas: de um lado, as pressões exercidas no sentido de enfatizar as semelhanças, e que portanto indicam um caminho de integração; e de outro lado, as pressões que colocam em relevo as diferenças e sinalizam uma necessidade de fragmentação.

O crescimento traz outros desafios para a gestão interna da empresa: aumentam os conflitos de prioridade na disputa por recursos escassos; a organização torna-se mais complexa e, em consequência, as questões mais difíceis de entender; e faz-se necessário aumentar a equipe gerencial. Duas possíveis abordagens podem ser utilizadas: a just-in-time e a antecipativa.

No modo just-in-time, os desafios são enfrentados à medida em que surgem. Ou seja, os recursos são alocados na medida da necessidade e de acordo com a disponibilidade; os problemas são resolvidos caso a caso quando se fazem notar; e gerentes são recrutados no mercado na medida da necessidade. Tal abordagem prima pela rapidez e imediatismo.

A aparente eficiência da abordagem just-in-time encobre armadilhas que conduzem ao desenvolvimento pela empresa de uma propensão à autodestruição. Uma excessiva autonomia das partes impede a organização de fomentar sinergias e de se beneficiar de economias de escopo, podendo chegar ao ponto de algumas partes questionarem a pertinência de sua vinculação ao todo. A alocação de recursos na medida da necessidade e da disponibilidade pode originar uma distribuição na forma 'o primeiro a solicitar é o primeiro a ganhar' que fatalmente sub-otimiza a alocação de recursos da empresa como um todo, enfraquecendo-a. A resolução de problemas de forma casuística desfavorece a aprendizagem, pois procura neutralizar os efeitos sem se ater à identificação das causas. Os problemas e as respectivas respostas do tipo 'apaga-incêndio' podem se tornar recursivos, consumindo recursos que poderiam ser utilizados de forma mais produtiva, caso a busca de solução se desse de forma sistemática. A contratação de talentos gerenciais na justa medida da necessidade revela-se improdutiva, pois diferentemente de certas máquinas e equipamentos, indivíduos recém-contratados não alcançam a plena produtividade de imediato, só o fazendo após período de entrosamento com os demais membros da firma.

A abordagem antecipativa é exigente em recursos, o que a torna aparentemente menos adequada para lidar com ambientes em rápida e incessante mudança. Tempo e dinheiro têm que ser despendidos no fomento de sinergias, na cuidadosa alocação de recursos, na busca minuciosa de soluções, e na formação interna de gestores. No entanto, se é intenção da empresa desenvolver propensão à auto-perpetuação, seus gestores terão que privilegiar a antecipação em lugar da remediação.

Sob o prisma dos negócios, os desafios do crescimento compreendem fomentar o empreendedorismo, fundamentar as expansões de maneira a alimentar o crescimento contínuo da firma e gerenciar a mudança ambiental.

O desafio de fomentar empreendedorismo na empresa relaciona-se a dois aspectos: a estipulação de metas e proteção da organização contra riscos. As metas podem ser satisfatórias ou audaciosas, enquanto os riscos assumidos podem ser compatíveis ou ultrapassar a capacidade da organização lidar com os possíveis infortúnios de um empreendimento. A composição destas duas dimensões dá origem a quatro possíveis modos de resposta ao desafio, dos quais apenas um par – metas audaciosas com riscos compatíveis – alimenta a propensão à autoperpetuação.

O desafio gerencial associado às motivações subjacentes a um movimento de expansão inspiram-se nos tipos de motivos para expansão identificados pelo historiador Alfred Chandler. São eles: produtivos, quando a expansão objetiva ganhos de produtividade via economias de escala e/ou de escopo, e defensivos, quando o crescimento busca defender os negócios existentes de rivais existentes ou potenciais, e/ou de incertezas no fornecimento de insumos, ou ainda quando a expansão busca reduzir o grau de competição na indústria. A combinação destes dois tipos dá origem a dois outros motivos para expansão: híbrido (tanto produtivo quanto defensivo) e nulo (nem produtivo nem defensivo). Esses quatro modos de resposta estimulam em diferentes graus o crescimento contínuo dos negócios, ordenando-se de forma decrescente da seguinte maneira: híbrido, produtivo, defensivo e nulo. Note-se que o modo defensivo dificilmente estimula o crescimento contínuo, enquanto o nulo não o faz.

Finalmente, o desafio da gestão da mudança diz respeito à identificação e atuação sobre fontes de mudança que podem atuar em benefício ou em prejuízo dos negócios da empresa. Os modos de resposta ao desafio podem buscar adaptação a mudanças iniciadas por outrem, ou manuseio da mudança interferindo de forma a promover ou neutralizar mudanças.

A formação dos traços organizacionais no ambiente brasileiro de negócios

Determinadas características do ambiente brasileiro favorecem e/ou inibem o desenvolvimento de traços que conduzem à autoperpetuação. Por exemplo, dada a alta incidência de empresas familiares no Brasil, a alocação de recursos tende a ser realizada de forma deliberada sob o comando da alta direção da empresa. Se orientada para a organização como um todo, a alocação contribuirá para o desenvolvimento de propensão à autoperpetuação. Por outro lado, se o olhar do executivo de topo desvia-se do todo, ou ainda, se a questão sucessória na empresa causa controvérsias, conflitos internos, e enfraquecimento da gestão de topo, a alocação de recursos pode não mais refletir os melhores interesses da empresa como um

todo, contribuindo, portanto, para o desenvolvimento de propensão à autodestruição. Algumas vezes, o desfecho da questão sucessória da empresa é sua extinção pela venda para outra firma.

A característica familiar da empresa comporta outros desafios. Por exemplo, às vezes, para minimizar os conflitos sucessórios, a firma realiza expansão da carteira de negócios de forma a prover para cada membro da família a gestão de um negócio. Se tais expansões não contribuem para a produtividade geral da empresa e para a defesa dos negócios existentes, a empresa como um todo não se fortalecerá, pois terá tão somente aumentado a diversidade de jogos competitivos nos quais estará envolvida e poderá caminhar na direção da fragmentação, e mais adiante, da autodestruição.

Em verdade, qualquer que seja a empresa, a questão sucessória não é simples. Empresas dirigidas por gestores profissionais também enfrentam essa questão. A sucessão familiar ou profissional deveria ser encarada como um problema gerencial que deveria ser resolvido de forma sistemática, se a empresa deseja desenvolver propensão à autoperpetuação.

Nem sempre as circunstâncias favorecem a resposta aos desafios gerenciais na direção do polo de autoperpetuação. Por exemplo, empresas que resultam da fusão de empresas existentes iniciam-se fragmentadas, necessitando de esforço deliberado para fomentar sua integração. Caso típico é a General Electric, que tem aplicado consistentes esforços para fomentar a integração desde que duas empresas rivais se fundiram para formá-la. Já a Imperial Chemical Industries (ICI) que resultou da união de várias empresa químicas britânicas nos anos 1920, desde o início favoreceu a autonomia das suas partes constituintes. Não é surpreendente que a ICI tenha se dividido no decorrer da década de 1990. Exemplos brasileiros de empresas que enfrentam esse tipo de desafio incluem Ambev e Telemar.

Se além disso, a empresa resultante se engajar em um processo de crescimento em alta escala, como ocorreu com as recém-privatizadas empresas de telecomunicações no final da década de 1990, possivelmente a empresa terá que recorrer ao mercado para suprir suas necessidades de talentos gerenciais. Isto pode vir a alimentar ainda mais a tendência à fragmentação, uma vez que cada novo funcionário traz em sua bagagem experiências prévias distintas. Para evitar que se sedimente essa tendência à fragmentação, iniciativas direcionadas ao fomento da integração deverão ser tomadas de forma sistemática.

De maneira geral, por razões associadas ao nosso ambiente, as empresas brasileiras têm apresentado tendência a nutrir metas de crescimento apenas satisfatórias. Fatores tais como deficiente rede de transportes e comunicação, e instabilidade econômica ajudam a explicar o relativamente baixo grau de expansão geográfica das empresas brasileiras tanto no nível nacional como internacional. Pode-se antecipar alterações neste quadro tendo em vista as consideráveis mudanças pelas quais o país tem passado nos últimos anos.

Finalmente, o fechamento do mercado brasileiro por várias décadas desfavoreceu o desenvolvimento da capacidade das empresas brasileiras de rastrear o ambiente com vistas a antecipar e a se preparar para mudanças. Nos dias de hoje, faz-se necessário ampliar seu escopo para melhor gerenciar as mudanças que podem vir de qualquer parte do planeta e a qualquer momento.

A segunda metade da década de 1990 foi marcada pelo desaparecimento de diversas empresas brasileiras. Cessaram suas operações tradicionais firmas dos setores varejista, como Mesbla, Mappin, e Casas da Banha; bancário, a exemplo dos bancos Nacional e Econômico; e de manufatura, dentre as quais Estrela e Metal Leve. Será este o destino inescapável das empresas brasileiras?

De forma alguma. É certo que em algumas empresas brasileiras a propensão à autodestruição é de tal monta que talvez não consigam sobreviver o tempo necessário para realizar uma mudança radical em seus traços. Por outro lado, as demais podem vislumbrar a perspectiva de mudanças organizacionais como forma de torná-las menos vulneráveis à extinção. No entanto, tais organizações devem ter em mente que tais transformações compreendem demorados e trabalhosos processos de identificação de traços e posterior atuação sobre os mesmos.

---

# Setor Externo: Comentário

---

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

## A taxa de câmbio de equilíbrio

Algumas das mais altas autoridades brasileiras manifestaram recentemente posição contrária à adoção de medidas para deter a apreciação do real. Argumentou-se que o câmbio é flutuante e determinado pelo mercado. Mas a realidade não é bem assim.

A rigor, há uma perigosa assimetria. Sempre que o câmbio começa a se desvalorizar muito, como nos segundos semestres de 2001 e 2002, o Banco Central intervém no mercado, seja através de vendas diretas de dólares, seja através de mecanismos indiretos como a venda de títulos da dívida pública indexados ao dólar. Justificativas para isso não faltam. Desde o clima de instabilidade e a impopularidade que a alta continuada do dólar causam, até a lógica da política de metas inflacionárias – a elevação da taxa de câmbio é uma das variáveis que pressionam a inflação, o que exige medidas (elevação da taxa de juros) para detê-la. Quando a taxa de câmbio cai, ao contrário, não há forças comparáveis para induzir intervenções para deter a queda. Há o lobby dos exportadores, é verdade. Mas isto certamente é pouco, comparado aos interesses dos devedores em moeda estrangeira, dos importadores, e, mais importante ainda, comparado ao alívio para o governo, seja no plano mais economicista, da queda do valor da dívida pública e da queda dos preços dos tradables (e por tabela da inflação), seja no plano político, pela popularidade derivada do aumento do poder de compra do real.

Mas o problema não é só a assimetria. O problema é também que, num mundo com grande mobilidade internacional de capitais, a taxa de câmbio de equilíbrio é uma quimera. Durante as ondas de otimismo – como a que agora começa a envolver a economia brasileira – a entrada de capitais pode alcançar cifras astronômicas derrubando as cotações do dólar para níveis anteriormente inconcebíveis. Mas seria lícito considerar a taxa de câmbio capaz de equilibrar o balanço de pagamentos em tais circunstâncias como sustentável? Certamente não, pois a onda de otimismo não dura para sempre, e os efeitos de médio prazo da própria apreciação da moeda doméstica – piora das transações correntes, aumento das necessidades de financiamento externo, deterioração dos indicadores do endividamento externo –

contribuirão para pôr fim a ela. Uma nova retração dos fluxos de capitais para o país abriria mais uma fase de crise, em que a contenção do crescimento e um novo ciclo de desvalorização (com seus efeitos inflacionários) voltariam a ocorrer para produzir o ajuste requerido da conta corrente.

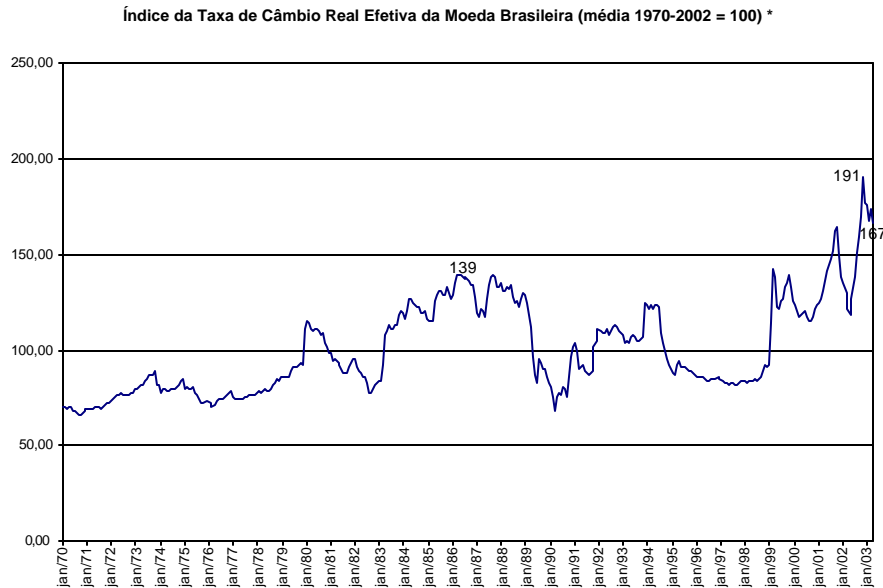
Alguns podem argumentar que o governo não precisa deixar isto acontecer. Havendo uma entrada muito abundante de capitais, pode-se começar a colocar restrições a entrada de capitais de prazos mais curtos (através da taxação, etc), como muitas vezes já foi feito no passado. Mas é justamente disso que se trata: conter a entrada de capitais seria uma, entre várias outras medidas, destinadas a evitar uma apreciação excessiva do real. Se for assim, não se trata de deixar que o mercado encontre "a" taxa de câmbio de equilíbrio, e sim de saber qual é o piso que o governo vai aceitar antes de começar a tomar medidas para reverter a apreciação.

É verdade que a determinação de um limite inferior para o câmbio (não necessariamente declarado), que sirva de orientação para a ação do governo, não é tarefa fácil, particularmente na situação atual. De um lado, porque observando-se a evolução de longo prazo da taxa de câmbio real, verifica-se que ela ainda se encontra, na atualidade, em níveis bastante elevados (gráfico 7), tanto por comparação à média histórica, quanto em relação a picos prévios. Por outro lado, sabe-se que os efeitos do câmbio sobre a conta corrente são defasados, de forma que a tática de esperar o saldo comercial baixar a níveis perigosos para então agir, pode ter consequências desastrosas. E a este respeito, convém ter em conta que o nível de R\$ 3,00 por dólar, do qual se aproximou nos últimos dias, corresponde a uma taxa de câmbio real efetiva 15% apreciada em relação à média dos últimos 3 trimestres (Gráfico 8). Isto significa que se esta última média estiver relacionada aos resultados que se vem obtendo no presente na balança comercial e nas transações correntes, uma taxa de câmbio de R\$ 3,00 ou menos pode resultar numa deterioração razoável a médio prazo, sobretudo com a economia retomando o crescimento.

O capital é rápido, tanto para entrar como para sair. A política econômica não pode custar muito a ser acionada, sob pena de pagar um preço muito alto. Por fim, cabe notar que a maioria das medidas que hoje o governo poderia adotar para frear a apreciação do real – redução da dívida dolarizada, compra de moeda estrangeira no mercado para incorporar às reservas, etc – representam um fortalecimento de sua posição para enfrentar uma eventualidade de

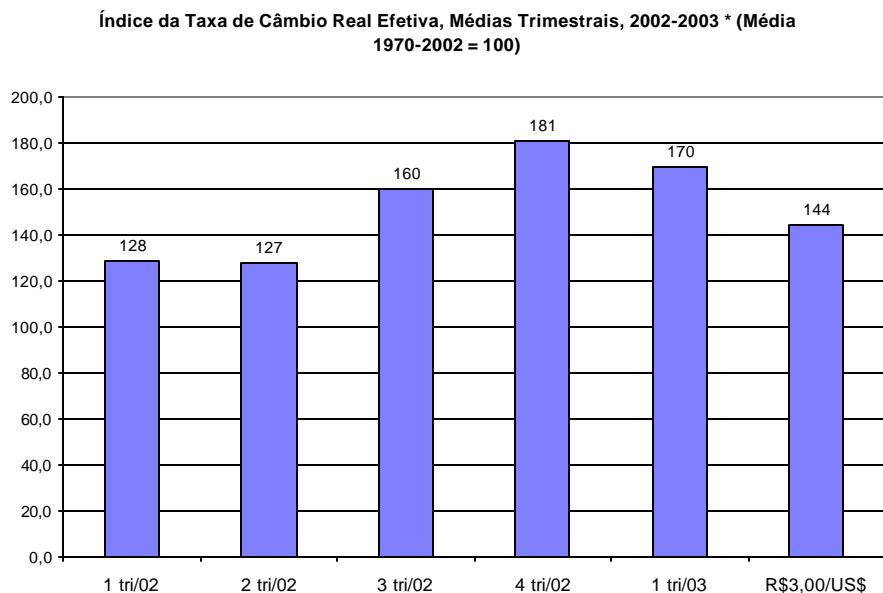
dias piores, caso problemas futuros venham a surgir no plano do financiamento dos países emergentes

### GRÁFICO 7



*\*Deflacionada pela relação entre o IPCA e os índices de preços dos países emissores das moedas que fazem parte da cesta. Os pontos do gráfico correspondem a médias mensais, sendo que o pico da série (191) corresponde a outubro de 2002 e a última observação (167) a março de 2003.*

### GRÁFICO 8



# Setor Externo : Análise do Desempenho

Elena Soihet / E-mail – soihet@ie.ufrj.br

No primeiro trimestre, a balança comercial registrou superávit de US\$ 3,8 bilhões, resultado de exportações de US\$ 15,0 bilhões e importações de US\$ 11,2 bilhões. Na comparação com janeiro/março de 2002, as exportações cresceram 26,5% sendo que os básicos cresceram 45,0%; semimanufaturados, 38,9%; e manufaturados, 21,7%.

**Tabela 11 -Exportação e Importação (US\$ milhões FOB)**

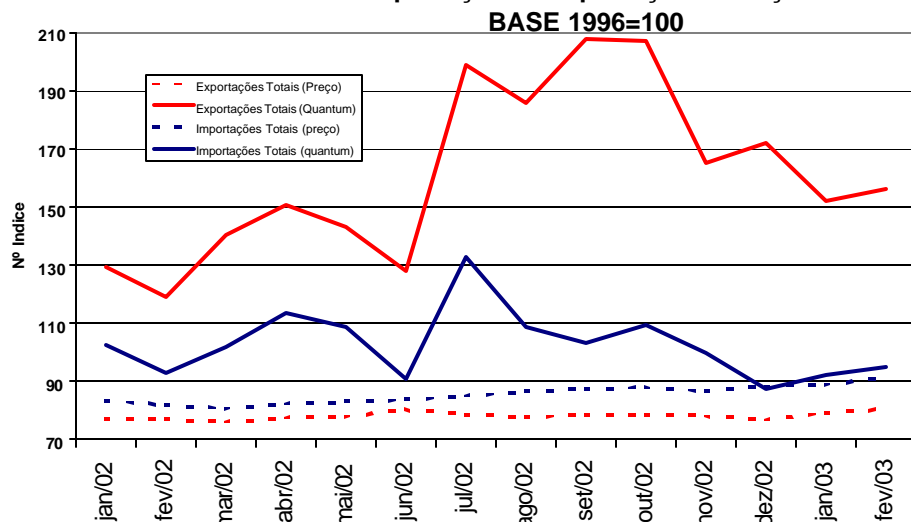
Período	Exportação	Importação	Saldo
Jan-Mar / 2003	15,045	11,282	3,763
Jan-Mar / 2002	11,891	10,863	1,028
Variação (%)	26.5	3.9	266.1
Abr/02 - Mar/03	63,516	47,641	15,875
Abr/01 - Mar/02	56,326	51,969	4,357
Variação (%)	12.8	-8.3	264.4

Fonte: MDIC

Vale ressaltar que tais aumentos decorreram, sobretudo, pela elevação das quantidades exportadas, porém os preços também deram uma colaboração positiva, exceto no caso dos manufaturados. De acordo com a Funcex, o índice de quantum no 1º bimestre do ano acumula alta de 24%, o que mostra a maior inserção do produto brasileiro no comércio internacional. Já o ganho no índice de preços foi bem menos expressivo - 3,6% no bimestre – tendo sido maior no caso dos produtos semimanufaturados seguido dos básicos. Há uma visível recuperação dos preços de algumas commodities importantes tais como soja e derivados, celulose, café e semimanufaturados de ferro e aço.

Com relação às importações, o aumento de 3,9% no trimestre jan/março, em comparação com iguais meses de 2002, deveu-se principalmente à elevação dos gastos com combustíveis e lubrificantes, que refletiu o movimento de alta das cotações internacionais do petróleo. Nas importações, o crescimento do valor nos primeiros meses deste ano se deveu principalmente ao aumento de preços, já que as quantidades importadas continuam caindo, especialmente no caso de bens de capital e bens de consumo não-duráveis. No primeiro bimestre de 2003, o quantum importado acumulou queda de 4,1%, enquanto os preços aumentaram 9% em relação ao primeiro bimestre de 2002.

**Gráfico 9 - Importações e Exportações - Preço e Quantum**



Fonte: Elaboração própria-dados primários Funcex

Para períodos de doze meses, a balança comercial registrou superávit de US\$ 15,9 bilhões, o maior saldo positivo para esse período desde abril/1993-março/1994. A progressiva elevação do saldo em 12 meses – que ainda deve prosseguir por alguns meses, por um efeito de base de comparação – é compatível com as nossas projeções que indicam um saldo comercial de US\$ 17,6 bilhões ao final do ano.

**Tabela 12 - Balança Comercial  
(em US\$ bilhões)**

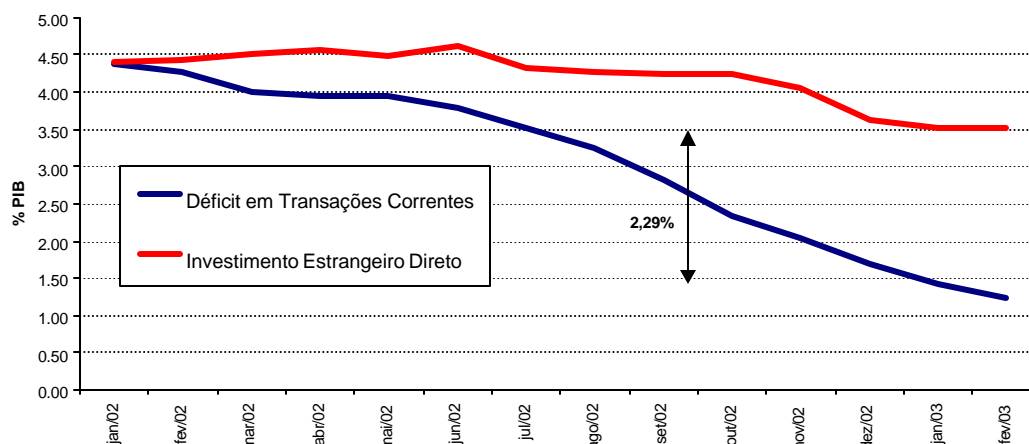
Ano	Exportações		Importações						Saldo
			Total		Combustíveis		Outras		
	Valor	Variação %	Valor	Variação %	Valor	Variação %	Valor	Variação %	
1998	51.1	-	57.7	-	4.1	-	53.6	-	-6.6
1999	48.0	-6.1	49.3	-14.7	4.3	4.9	45.0	-16.2	-1.3
2000	55.1	14.7	55.8	13.3	6.4	47.8	49.5	10.0	-0.7
2001	58.2	5.7	55.6	-0.5	6.3	-1.3	49.3	-0.4	2.6
2002	60.3	3.6	47.2	-15.1	6.3	0.4	40.9	-17.0	13.1
2003 <sup>P</sup>	68.0	12.8	50.4	6.8	-	-	-	-	17.6

Fonte: Secex, para 1998-2002. Projeções: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

A melhora na balança comercial vem se refletindo na conta corrente do balanço de pagamentos do país que, embora ainda negativa, reduziu-se consideravelmente. Em 12 meses, o déficit em transações correntes em relação ao PIB, que em fevereiro de 2002 era de 4,28%, passou para apenas 1,22% em fevereiro de 2003. Por sua vez os investimentos diretos estrangeiros apesar de terem sofrido uma queda de cerca de 1,1% em 12 meses, estão sendo mais que

suficientes para financiar o déficit em transações correntes conforme demonstrado no gráfico abaixo.

**Gráfico 10 - Investimento Direto X Transações Correntes (% PIB)**



Fonte: Elaboração própria - Dados Bacen

A confiança dos investidores na economia brasileira e a melhora dos mercados internacionais com a expectativa do fim da guerra causaram uma forte onda de otimismo. O superávit da balança comercial e as significativas captações externas foram alguns dos motivos que levaram à apreciação do real. Também o principal indicador de risco-Brasil, o EMBI+ , calculado pelo J.P. Morgan, rompeu o piso dos 900 pontos básicos em abril. Além dos fatores internos positivos, observou-se também que os investidores estão alterando seu portfolio - saindo do mercado de ações e títulos de renda fixa do Estados Unidos -os títulos da dívida norte-americana de longo prazo (até 10 anos) estão pagando menos de 4% - e investindo em bônus de mercados emergentes, que também estão bem mais atraentes pelos seus altos rendimentos. Assim, o Brasil tem-se destacado como uma das melhores opções de investimento para os investidores estrangeiros.

Na atual situação brasileira, tudo leva a crer que, salvo mudanças abruptas, o risco país tende a continuar em queda. Nesse sentido, destaca-se como ponto fundamental a continuidade do processo das reformas econômicas (em especial a da previdência) que vem se sobressaindo como um fator positivo para o resgate da credibilidade externa do Brasil.