

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Dezembro de 2003 - Ano 3 - Número 47

## Apresentação

---

O significado econômico do ano de 2003 é muito peculiar, na medida em que depende das conseqüências das decisões tomadas neste início de governo Lula sobre o desempenho em 2004 e depois. Isto implica que as avaliações que estarão sendo feitas do ano que se encerra estarão condicionadas pela expectativa do analista quanto ao comportamento da economia no futuro. Se nos ativermos aos resultados até aqui alcançados, o quadro é sem dúvida ambíguo: de um lado, um sucesso surpreendente na conquista da credibilidade – a queda espetacular do risco-Brasil, a estabilização do dólar e a forte retração dos juros futuros – lado a lado com conquistas importantes no campo do controle da inflação, do déficit e da dívida pública e da redução da vulnerabilidade externa, com a obtenção de um superávit em transações correntes pela primeira vez nos últimos dez anos; de outro lado, colheu-se uma recessão no primeiro semestre do ano, com aumento da taxa de desemprego e forte queda do rendimento real do trabalho, tudo isso sintetizado no crescimento zero do PIB em 2003.

Se os resultados positivos acima referidos forem frágeis e efêmeros, se o controle da inflação e a melhoria da conta corrente se mostrarem crucialmente dependentes da queda da demanda doméstica e de um (também possivelmente efêmero) quadro internacional favorável, então uma retomada do crescimento tenderia a ser rapidamente posta em questão por uma piora dos fundamentos. O crescimento não passaria de um *vôo da galinha* e o sacrifício em termos de renda e emprego dos ajustes realizados em 2003 poderiam ser considerados inúteis. A avaliação do ano que passou certamente seria bastante negativa.

Se, ao contrário, considerarmos que há algo mais do que fatores conjunturais na melhoria dos fundamentos fiscal e externo, que a consolidação das regras do jogo democrático, associada a alternância efetiva de forças políticas no poder, confere uma solidez institucional ao país que amplia o horizonte para o investimento, e que, a despeito de indefinições e tropeços nos campos das políticas industrial e social, da regulação e das reformas, alguns avanços já foram conquistados, então é possível pensar 2003 como a transição para um ciclo de crescimento. A posição que vem sendo defendida nas últimas edições de Economia & Conjuntura é que este é o cenário mais provável, e que a retomada do crescimento iniciada no segundo semestre deste ano tende a ser vigorosa e reafirmada em 2004. O

“Panorama Macroeconômico” deste mês, prossegue avaliando os argumentos e números a respeito desta questão, ao mesmo tempo em que faz um sintético balanço do ano.

A presente edição traz ainda, na seção reservada ao Coppead, artigo do professor Vicente Ferreira, que define a eficácia de um plano de negócios no âmbito de uma empresa e discute que etapas devem ser seguidas para garanti-la.

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

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



# Equipe do Grupo de Conjuntura

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

## Editor Responsável

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

## Conselho Editorial

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

## Colaboradores

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

## Contato

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

## ÍNDICE

	PÁGINA
PANORAMA MACROECONÔMICO	4
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	13
INFLAÇÃO	20
POLÍTICA FISCAL	26
SEÇÃO COPPEAD	32
SETOR EXTERNO	36

# Panorama Macroeconômico

## Caio Prates

Apesar de alguns resultados bastante negativos (crescimento zero do PIB, queda da massa salarial e aumento da taxa de desemprego), 2003 acabou sendo um ano muito positivo para a economia brasileira: a gravíssima crise de confiança pela qual passou a economia no ano passado foi plenamente superada (como atestam os indicadores da tabela 1), e chegou-se ao final do ano com o melhor quadro macroeconômico em muito tempo, o que abre perspectivas muito favoráveis para o desempenho da economia em 2004. Mas, embora o quadro macroeconômico atual seja muito positivo (inflação controlada, taxas reais de juros ex-ante no seu menor nível nos últimos anos, superávit em conta corrente e relação dívida pública/PIB com tendência de queda em 2004) e a recessão do primeiro semestre tenha ficado para trás, persistem muitas dúvidas sobre o vigor e a sustentabilidade do crescimento já iniciado. Devido a alguns indicadores negativos - como o baixo crescimento do PIB no terceiro trimestre, o recuo da produção industrial em outubro e o desempenho ainda negativo do comércio e do mercado de trabalho - a retomada do crescimento tem sido considerada muito tímida. E muitos consideram que, por diferentes razões, das quais se destacam a queda acentuada da massa salarial ocorrida neste ano, a expansão da economia continuará sendo modesta. Contudo, como se analisa em seguida, o desempenho da indústria nos últimos meses e o crescimento provável do PIB no quarto trimestre devem fazer desta retomada a mais vigorosa desde 1995, e contrariam as afirmações frequentes sobre a lentidão da recuperação da economia. E, não obstante as restrições que vêm sendo apontadas ao crescimento, há boas chances da economia brasileira crescer de forma expressiva em 2004.

**Tabela 1: Indicadores de Confiança**

	Risco Brasil EMBI+ (a)	Risco dos Emergentes EMBI+ (b)	(a) - (b)	Swap de 1 Ano Pré-DI (%)	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Expectativas de Inflação (IPCA) nos próximos 12 meses <sup>(3)</sup>
2002 Dez <sup>(1)</sup>	1439	759	680	29,07	3,53	11,00
2003 Nov <sup>(1)</sup>	528	450	78	16,02	2,95	5,80
Dez <sup>(2)</sup>	494	-	-	15,73	2,93	5,19

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil.

Nota: <sup>(1)</sup> Final do mês.

<sup>(2)</sup> Dia 15.

<sup>(3)</sup> Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado (Focus).

Embora já não exista dúvida de que a economia brasileira voltou a crescer, a retomada do crescimento vem sendo considerada, de modo geral, ainda muito débil. Mas será que o comportamento neste segundo semestre da indústria geral e do PIB - os principais indicadores da evolução da atividade econômica - estão confirmando isto? Será verdade, como tem sido colocado, que a recuperação atual está sendo mais lenta do que as anteriores?

No caso da indústria geral, o dado mensal mais recente (outubro) mostra uma queda de 0,5% da produção industrial relativamente ao mês anterior, após três meses de expansão. Mas este recuo, ocorrido em seguida a um forte aumento da produção em setembro, não pode ser considerado como indicador de debilidade da retomada do crescimento industrial. Como se percebe na tabela 2, medida por médias móveis trimestrais - que dão uma idéia melhor da trajetória da indústria -, a produção industrial continuou subindo em outubro. Além disso, outros aspectos do desempenho da indústria em outubro minimizam o significado do resultado deste mês: dos 20 ramos industriais, apenas três (química, farmacêutica e produtos alimentares) tiveram queda em outubro; em todas as categorias de uso (bens de capital, bens intermediários, consumo duráveis e não-duráveis) a produção cresceu em outubro. Como, a despeito da queda ocorrida, a produção industrial de outubro ainda ficou 2,8% acima da sua média no terceiro trimestre, mesmo com crescimento nulo em novembro e dezembro, a indústria crescerá 2,8% no quarto trimestre. Mas o mais provável é que o nível médio de produção em novembro/dezembro seja superior ao de outubro, como alguns indicadores vêm sugerindo (aumento da produção de papelão ondulado e da indústria automobilística em novembro, elevação significativa neste mês do emprego industrial segundo a FIESP, etc). Admitindo-se que a produção industrial média no quarto trimestre seja igual a de setembro, o crescimento da indústria geral no quarto trimestre seria de 3,3%. Mas seja com estabilidade ou com pequeno crescimento da produção no final do ano relativamente a outubro, a expansão acumulada da indústria no terceiro e quarto trimestres ficará próxima de 5%, configurando uma recuperação vigorosa - e não lenta - da produção industrial.

**Tabela 2: Evolução da Produção Industrial (1991 = 100)\***

	Média Móvel Trimestral				Mensal			
	Jun/03	Set/03	Out/03	( b ) / ( a )	Jun/03	Set/03	Out/03	( d ) / ( c )
	( a )		( b )	(Var. %)	( c )		( d )	(Var. %)
Indústria Geral	126,85	129,27	131,59	3,74	124,73	133,53	132,90	6,55
Bens de Capital	120,31	123,13	128,59	6,88	116,29	129,42	134,30	15,49
Bens Intermediários	130,11	133,38	135,55	4,18	127,92	136,44	136,87	7,00
Bens de Consumo	112,40	113,20	115,47	2,73	112,03	117,46	118,01	5,34
Duráveis	140,56	152,17	159,38	13,39	140,92	162,05	164,92	17,03
Não Duráveis	106,81	105,44	106,64	-0,16	106,12	108,40	108,38	2,13

Fonte: IBGE

\* Dados com Ajuste Sazonal

Quanto ao PIB, o resultado do terceiro trimestre (crescimento de 0,4% sobre o trimestre anterior) foi, inegavelmente, frustrante. Tudo indica, porém, que o seu desempenho no quarto trimestre será substancialmente melhor, com o crescimento do PIB (em relação ao terceiro trimestre) devendo se situar, segundo a maioria dos analistas, entre 2% e 3%. Mesmo com este resultado positivo, o crescimento do PIB em 2003 ficaria muito próximo de zero (entre -0,1% e 0,2%). Mas o crescimento acumulado nos terceiro e quarto trimestres ficaria entre 2,5% e 3,5%, longe de poder ser caracterizado como uma recuperação tímida da economia.

Para o bom desempenho do PIB no quarto trimestre deverão concorrer, em particular, a expansão da agricultura e da indústria neste período. A agricultura teve uma forte queda no terceiro trimestre - que afetou negativamente o PIB deste trimestre -, mas por razões meramente pontuais, que não modificaram as projeções de crescimento expressivo deste setor no ano. Em decorrência, espera-se para o quarto trimestre um comportamento da agricultura rigorosamente oposto ao do trimestre anterior: um forte crescimento que mais do que compensará a queda de 6,7% no terceiro trimestre (caso o PIB agropecuário cresça 5,5%, como projeta o Grupo de Conjuntura, a expansão da agricultura no quarto trimestre será superior a 9%). Já o desempenho da indústria será favorecido pelo crescimento de cerca de 3% da indústria geral (extrativa mineral + transformação) no quarto trimestre, conforme comentado acima. E também se espera um resultado mais favorável no setor serviços, influenciado positivamente pelo crescimento da agricultura e da indústria - no caso dos serviços, deve-se ter em conta, porém, que o IBGE fez algumas mudanças metodológicas no cálculo de uma parcela relevante do setor (nos subítemos "outros serviços", aluguéis e administração pública), que influenciaram negativamente de forma importante o desempenho dos serviços no terceiro trimestre, e cujo impacto no desempenho deste setor ainda é difícil prever.

À luz das retomadas anteriores do crescimento de 1995 para cá, a recuperação da economia, nesta fase inicial, está sendo lenta ou rápida? Que indicações as experiências precedentes nos fornecem sobre a evolução da economia daqui para frente? Para o exame destas questões, a tabela 3 apresenta dados sobre as quatro retomadas, antes da atual, desde 1995 - duas de duração mais longa (2 anos) e duas mais curtas (1 trimestre e quatro trimestres) -, destacando a evolução do PIB e da indústria geral na fase inicial (primeiros dois trimestres), e em períodos mais longos (6 e 8 trimestres), após a volta do crescimento.

**Tabela 3: Crescimento do PIB e da Indústria Geral nas retomadas desde 1995<sup>(1)</sup>**

Retomadas do Crescimento	Variação % Acumulada							
	Após 1 trimestre		Após 2 trimestres		Após 6 trimestres		Após 8 trimestres	
	PIB	Indústria Geral	PIB	Indústria Geral	PIB	Indústria Geral	PIB	Indústria Geral
(1ª) 4º tri 95 / 3º tri 97	0,6	1,5	1,4	0,8	6,1	8,2	8,3	10,6
(2ª) 2º tri 98	1,8	0,7	-	-	-	-	-	-
(3ª) 2º tri 99 / 1º tri 01 <sup>(2)</sup>	0,8	1,4	1,1	1,6	5,9	9,1	8,1	13,7
(4ª) 1º tri 02 / 4º tri 02	1,1	2,5	2,5	4,5	-	-	-	-
(5ª) 3º tri 03 / ...	0,4	1,9	2,5 / 3,5 <sup>(3)</sup>	5,3 <sup>(4)</sup>	-	-	-	-

Fonte: IBGE

Notas: <sup>(1)</sup> Com base nas séries dessazonalizadas do PIB e Indústria Geral (PIM-PF).

<sup>(2)</sup> Embora o PIB tenha crescido ligeiramente no 1º tri 99, considerou-se que a retomada começou no 2º tri 99 porque no 1º tri deste ano a indústria ainda caiu.

<sup>(3)</sup> Supõe crescimento do PIB no 4º trimestre (contra trimestre anterior) entre 2% e 3%.

<sup>(4)</sup> Supõe Produção Industrial média no 4º trimestre igual à produção no mês de setembro.

Um aspecto que chama a atenção na tabela 3 é que - caso se confirmem, como parece provável, as estimativas apresentadas para o crescimento da indústria e do PIB no quarto trimestre relativamente ao trimestre anterior (respectivamente, em torno de 3% e entre 2% e 3%) - a recuperação atual ficará sendo a mais vigorosa de todas na sua fase inicial (primeiros dois trimestres). Portanto, o comportamento da indústria e do PIB neste segundo semestre contrariam frontalmente afirmações freqüentes sobre a demora na retomada do crescimento. Mesmo com os dados ainda negativos sobre o mercado de trabalho e o comércio varejista que vêm sendo divulgados pelo IBGE, a recuperação da economia já está nitidamente em marcha.

Mas ultrapassada esta fase inicial da retomada, o que esperar da economia? Será possível que se tenha um crescimento vigoroso e sustentado? Entre as restrições usualmente apontadas para isto, é conveniente distinguir analiticamente argumentos de dois tipos: i) os riscos da economia ainda continuar sujeita a uma dinâmica do tipo “stop and go”, com a alternância entre períodos de expansão e de retração econômica; ii) razões para que, mesmo sustentado, o crescimento seja lento. Em relação à primeira questão, o aspecto principal a considerar é o risco de novas crises cambiais (num contexto de disparada do risco-País, aumento das incertezas e retração do financiamento externo) e de elevação forte das taxas de juros a estas associado. Desde 1995, os períodos de expansão da economia foram sempre interrompidos por crises deste tipo (mesmo em 2001 a reversão cíclica começou desta forma, embora em seguida tenha sido enormemente potencializada pela crise energética). E trata-se de avaliar se os riscos de um “stop” por crises cambiais ainda são muito elevados, e qual a melhor estratégia para continuar diminuindo a vulnerabilidade da economia brasileira a estas crises. Em relação à segunda questão, a preocupação maior, numa perspectiva de médio e longo-prazo, é com uma eventual restrição de oferta a um crescimento mais vigoroso, em decorrência da baixa taxa de

investimento atual e das flagrantes deficiências da infra-estrutura do país.

De todo modo, quando se examinam as perspectivas de crescimento em 2004 nenhuma das questões acima parece muito relevante: i) dada a melhora substancial ocorrida no quadro macroeconômico, a probabilidade muito baixa de uma grande piora no cenário doméstico (tanto do ponto de vista político, quanto econômico) no futuro próximo e o cenário externo bastante favorável (pelo menos em 2004), o risco de uma crise cambial que, como de outras vezes, derrube a economia, pode ser considerado muito reduzido; ii) restrições de oferta poderão eventualmente ser um problema crítico para o crescimento pós 2005, mas em 2004 a economia ainda disporá de capacidade ociosa relativamente elevada, de modo que este não será um fator limitante importante para o crescimento. Mais do que qualquer outro fator, a questão relevante para o desempenho da economia em 2004 é se o ambiente macroeconômico favorecerá ou não uma expansão significativa da demanda doméstica. Como não é de se esperar um novo impulso ao crescimento via aumento das exportações líquidas - ao contrário, o saldo comercial deverá recuar um pouco no próximo ano - o ritmo de crescimento do PIB estará diretamente associado ao comportamento dos gastos domésticos de consumo e investimento.

Entre as restrições mais freqüentemente apresentadas ao crescimento em 2004, destacam-se a forte redução da massa salarial neste ano, os juros ainda muito elevados, a limitação ao aumento do gasto público imposta pela meta oficial de superávit primário e a inibição ao investimento provocada pela carga tributária excessivamente elevada. Mas, embora obviamente relevantes, estas restrições não parecem suficientes para impedir um bom ritmo de crescimento em 2004 - aliás, já estavam presentes em maior ou menor grau na retomada do crescimento em 1999/2000, e não impediram que a economia crescesse a uma taxa razoavelmente elevada durante 8 trimestres.

Na verdade, o desempenho da economia brasileira de 1995 para cá sugere que sempre que melhora o quadro macroeconômico - cessam as pressões no mercado cambial, a inflação se mostra sob controle e os juros recuam -, a resposta da atividade econômica tem sido positiva, com o PIB e, sobretudo, a indústria crescendo a taxas expressivas. E isto a despeito das taxas reais de juros terem permanecido sempre, mesmo nos momentos mais favoráveis, em níveis extremamente elevados pelos padrões internacionais. Como mostra a tabela 3, nas duas retomadas mais longas do crescimento desde 1995 - quarto trimestre95/terceiro trimestre97 e segundo trimestre99/primeiro trimestre01 -, o PIB cresceu a um ritmo de pouco mais de 4% ao ano durante dois anos, e a expansão da indústria geral no mesmo período foi de pouco mais de 5% ao ano na primeira retomada e de 6,5% na segunda. A rigor, a taxa média anual muito baixa de crescimento do PIB de 1995 para cá (em torno de 2%) decorreu, essencialmente, da

alternância constante de períodos de expansão e de retração da atividade econômica - sendo estes induzidos por crises cambiais - e não da falta de dinamismo da demanda em períodos de “normalidade”, ou, muito menos, de restrições de oferta ao crescimento.

Assim, agora que o quadro macroeconômico voltou a melhorar, tudo indica que, como de outras vezes, a economia vai novamente crescer de forma expressiva, não obstante os juros altos, o superávit primário elevado e a forte queda dos salários. Embora as taxas de juros ainda estejam elevadas, as taxas reais de juros mais relevantes - swap pré x DI de um ano e Selic deflacionadas pela inflação esperada nos próximos 12 meses - já estão em níveis inferiores aos praticados no início do ano 2000, e que não impediram uma boa expansão da economia naquele ano (medida pelo swap pré x DI de 1 ano, a taxa real de juros ex-ante encontra-se pouco acima de 9% atualmente, e estava acima de 12% no início de 2000). Por sua vez, o superávit primário de 4,25% do PIB previsto para 2004 será compatível com uma expansão real do gasto público não-financeiro, e não terá o impacto contracionista sobre a atividade econômica que o cumprimento desta mesma meta produziu em 2003. Isto porque manter o superávit primário em 4,25% do PIB num contexto, como o projetado para 2004, de crescimento do PIB e carga tributária estável ou ligeiramente maior em % do PIB, permitirá que o gasto público cresça pelo menos à mesma taxa do PIB. Já em 2003, o governo elevou a meta de superávit primário e a receita tributária caiu em termos reais, o que exigiu um corte real significativo do gasto público para a meta ser cumprida (o gasto não-financeiro total do governo central caiu 5,4% neste ano, no acumulado do ano até outubro, dado mais recente). Finalmente, a forte queda da massa salarial neste ano contribuiu decisivamente para a contração da atividade econômica no primeiro semestre, pelo seu impacto negativo sobre o consumo. Mas para a retomada do crescimento o que importa não é o nível atual dos rendimentos dos trabalhadores, mas sim a sua evolução daqui para frente, e, ao que tudo indica, a massa salarial começará a se recuperar nos próximos meses. Além disso, nesta fase inicial, não é do aumento dos salários que depende a recuperação da economia, mas de outros fatores como a expansão do crédito (induzida pela queda da taxa de juros) e o aumento da confiança dos consumidores e dos empresários na economia.

De qualquer forma, a evolução dos rendimentos do trabalho em 2003 tem sido extremamente negativa e, pelos dados mais recentes, ainda não se percebe nenhuma recuperação da massa salarial após as fortes quedas ocorridas. De acordo com os dados da PME/IBGE, apresentados na tabela 4, os rendimentos do trabalho começaram a cair de forma acentuada a partir do terceiro trimestre de 2000, e daí até o trimestre encerrado em outubro de 2003, a queda do rendimento médio anual dos trabalhadores superou 15%. Parte desta queda deveu-se ao aumento atípico (de 4,6%) do número de pessoas ocupadas neste

período, já que é sobretudo o emprego de baixa qualificação que tem crescido, puxando para baixo o rendimento médio. Mas a razão principal para a queda dos rendimentos foi o aumento da inflação no quarto trimestre de 2002 e no primeiro trimestre de 2003, período em que o rendimento médio real caiu cerca de 11%. Com a redução significativa da inflação a partir do segundo trimestre, as perdas salariais passaram a ser bem menores, e os dados mais recentes já mostram uma virtual estabilização da massa salarial, mas não ainda a recuperação dos salários.

<b>Tabela 4: Evolução dos Rendimentos do Trabalho</b>		
	Médias Móveis Trimestrais - 3 <sup>o</sup> tri 02 = 100	
	Rendimento Médio Real Habitualmente Recebido <sup>(1)</sup>	Massa Salarial Real Habitualmente Recebida <sup>(1)</sup>
2002 dez	96,4	98,2
2003 mar	89,1	91,4
jun	86,8	89,3
set	85,1	88,5
out	84,6	88,5

Fonte: PME/IBGE

Nota: <sup>(1)</sup> Deflator: INPC

Deve-se ter em conta, porém, que os dados da PME abrangem apenas 6 regiões metropolitanas (cobrindo cerca de 25% da população ocupada) e sua utilização como “proxy” da evolução dos rendimentos do trabalho no país - que vem embasando muitas análises sobre a restrição ao crescimento proveniente da perda de renda real ocorrida neste ano - é muito problemática. Uma indicação clara da inadequação dos dados da PME para este propósito pode ser vista na tabela 5, que compara a evolução da remuneração dos trabalhadores (empregados e autônomos) nas Contas Nacionais, que acabaram de ser divulgados pelo IBGE, com a dos rendimentos do trabalho segundo a PME. Note-se na tabela 5 que, enquanto no acumulado 1999/2002, a massa salarial teve, pelas Contas Nacionais, um ligeiro aumento de 1,3%, de acordo com a PME a massa salarial e o rendimento médio reais recuaram, respectivamente, 6,6% e 13,2% nestes quatro anos. Só que a evolução do “consumo das famílias” neste período - crescimento acumulado de 2,5% - é perfeitamente compatível com a evolução da remuneração real dos trabalhadores (empregados e autônomos) neste período pelas Contas Nacionais e muito diferente do comportamento dos rendimentos do trabalho sugerido pela PME. E esta discrepância acentuada entre as trajetórias dos rendimentos do trabalho da PME e do “consumo das famílias” - também presente nos dados de 2003 - obviamente enfraquece as análises que pretendam, a partir dos dados de

rendimentos da PME, inferir o comportamento do consumo das famílias (e do PIB).

<b>Tabela 5: Evolução dos Rendimentos do Trabalho e do Consumo das Famílias</b>					
(Variação % Anual)					
	PIB	Consumo das Famílias	Rendimentos dos Trabalhadores		
			Contas Nacionais <sup>(1)</sup>	PME	
				Rendimento Médio Real Efetivamente Recebido <sup>(2)</sup>	Massa Salarial Real Efetivamente Recebida <sup>(2)</sup>
1999	0,8	-0,4	-2,4	-5,5	-5,2
2000	4,4	3,8	4,7	-0,6	3,6
2001	1,3	0,5	-1,5	-3,9	-3,3
2002	1,9	-0,4	0,6	-3,8 <sup>(4)</sup>	-1,2 <sup>(4)</sup>
Acumulado 1999/2002	8,6	2,5	1,3	-13,2	-6,6
Jan/Set 2003 <sup>(3)</sup>	-0,3	-4,2	-	-13,7 <sup>(5)</sup>	-9,6 <sup>(5)</sup>

Fonte: IBGE

Notas: <sup>(1)</sup> Remuneração dos empregados e dos trabalhadores autônomos deflacionada pelo deflator do "consumo das famílias" do IBGE.

<sup>(2)</sup> Deflator: INPC.

<sup>(3)</sup> Contra igual período do ano anterior.

<sup>(4)</sup> Como a série da PME/IBGE com a metodologia antiga foi interrompida em novembro de 2002 os dados referem-se à percentual entre jan/nov deste ano e o mesmo período de 2001.

<sup>(5)</sup> Como a série da PME/IBGE com a nova metodologia só apresenta dados comparáveis a partir de março de 2002 (quando foram incluídas totas as regiões metropolitanas na pesquisa), os dados de 2003 referem-se à variação percentual mar/set de 2003 e o mesmo período de 2002.

Com a melhora acentuada do quadro macroeconômico (o mais favorável ao crescimento em muitos anos) e o cenário externo benigno previsto para 2004 (aceleração do crescimento das principais economias, expansão do comércio mundial em torno de 6% a 7% e liquidez internacional ainda abundante), há boas chances da economia brasileira crescer de forma expressiva em 2004. Na projeção do Grupo de Conjuntura apresentada da na tabela 6, este crescimento é estimado em 4,5%, desempenho que tem como principais premissas: i) uma expansão do PIB de 2,7% no quarto trimestre (relativamente ao trimestre anterior), com o que a taxa de crescimento do PIB em 2003 ficaria em 0,1%; ii) um crescimento do PIB ponta a ponta em 2004 (quarto trimestre de 2004/ quarto trimestre de 2003) em torno de 4%, semelhante, portanto, ao do ano 2000 - o que pelo efeito "carry-over" favorável para o próximo ano (PIB estimado para o quarto trimestre de 2003 superior em 1,9% ao PIB trimestral médio do ano) produziria uma taxa anual de crescimento do PIB em 2004 superior à sua expansão ponta a ponta.

Em suma, as perspectivas para 2004 são bastante favoráveis. Resta saber se o crescimento será acompanhado daqui para frente por um aumento substancial do investimento (e, em particular, de investimentos na infra-estrutura) - para que a expansão da economia não venha a ser inibida por restrições de oferta - e se os "fundamentos" da economia (relação dívida externa/exportações, corrente de comércio/PIB, déficit em conta corrente/PIB, dívida pública/PIB)

continuarão evoluindo positivamente - para reforçar a blindagem da economia contra crises cambiais. São estes fatores que determinarão se o crescimento provavelmente expressivo em 2004 poderá ser mantido nos anos seguintes.

**Tabela 6: Projeções de Mercado e do Grupo de Conjuntura**

Variável	Projeções do Mercado *		Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ	
	2003	2004	2003	2004
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	9,17	6,00	9,00	6,50
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	0,20	3,50	0,1	4,5
Contas Fiscais (em % do PIB)				
Saldo Primário	4,25	4,25	4,4	4,10
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	23,75	19,00	24,0	21,1
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	3,00	-4,00	3,4	-2,5
Taxa de Câmbio				
Final do Ano	2,98	3,20	2,95	3,15
Taxa Selic				
Final do Ano	16,50	14,00	16,50	13,50

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

\*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 12/12/03 (Focus).

# Nível de Atividade Industrial

---

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## **A indústria em outubro: um acidente de percurso e as dúvidas que persistem**

Depois de três meses consecutivos de crescimento a indústria registrou em outubro uma queda de 0,5% no confronto mês/mês anterior com ajuste sazonal. Foi apenas um acidente de percurso sem maiores significados quanto à continuidade da recuperação. Isso fica evidente quanto se constata que nenhuma das categorias de uso apontou decréscimo nesta comparação <sup>1</sup>, se este decréscimo fosse expressivo teria refletido numa delas. Outro argumento é que a média móvel trimestral continua com incremento. Em suma, outubro foi um momento de acomodação e a trajetória ascendente continua, embora também persistam dúvidas sobre o fôlego (os mais críticos diriam sustentabilidade) deste movimento. Vejamos os dados e as dúvidas.

No confronto com mês anterior com ajuste sazonal, todas as categorias, como mencionado, apontam crescimento, exceto semidurável e não durável que fica estável (0%). O destaque fica com bens de capital com taxa mais elevada (3,8%) acumulando um aumento de 15,5% em quatro meses. Mesmo levando em conta que parte deste acréscimo deve-se às exportações, e que portanto não aumenta a capacidade produtiva interna, este resultado é expressivo. Em bens duráveis a taxa acumulada nos últimos cinco meses foi de 18,9%. As taxas acumuladas são importantes mas não há como negar que houve uma desaceleração no

---

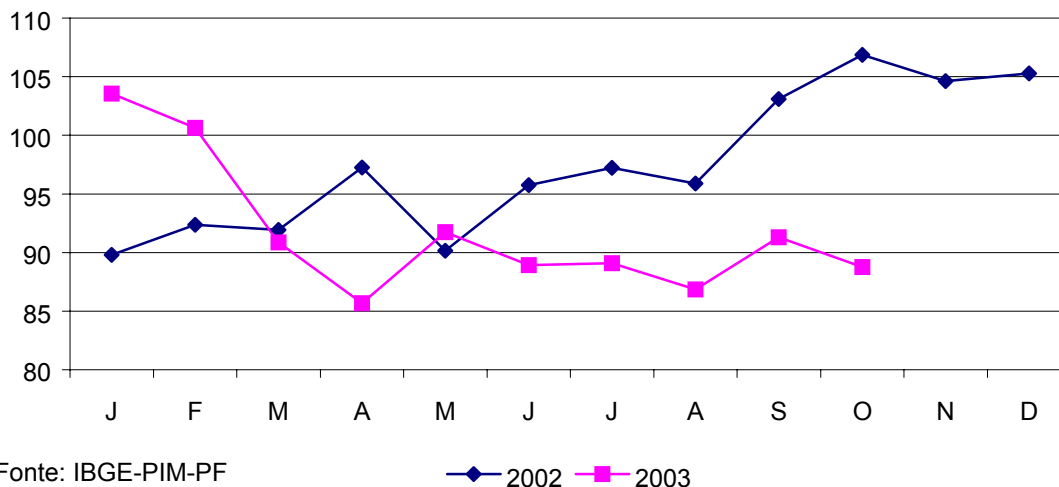
<sup>1</sup> O índice não é construído como uma média ponderada das categorias de uso e sim dos 20 ramos que compõe o painel da Pesquisa Industrial Mensal

crescimento na ponta da série, por exemplo duráveis passa de 7,2% em setembro/agosto para 1,8% em outubro/setembro, mas que provavelmente está associada à oscilações que sempre acontecem em trajetórias de crescimento pois as condições macroeconômicas não se alteraram.

Na comparação com igual mês do ano anterior todas as taxas são positivas, exceto a de não duráveis (-3,8%). A mais elevada foi a de bens de capital (6,9%) seguida por duráveis (2,5%). No recorte por ramos industriais, o destaque foram as elevadas taxas de material elétrico e de comunicações (9,2%) e mecânica (7,8%). No campo negativo estão principalmente setores associados a bens não duráveis, tais como vestuário e calçados (-2,8%) e produtos alimentares (-3,8%). Cabe registrar que material de transporte registrou uma pequena contração (-0,6%), contra um incremento de 8,1% no mês anterior, e minerais não metálicos continua apontando queda (-5,9%), similar a de setembro, indicando que não há sinais claros de recuperação na construção civil. A evolução do índice de insumos típicos para construção civil (gráfico 1) confirma esta avaliação, pois os resultados deste ano além de negativos (embora relativamente estáveis) estão abaixo dos verificados no segundo semestre do ano passado.

**Gráfico 1**

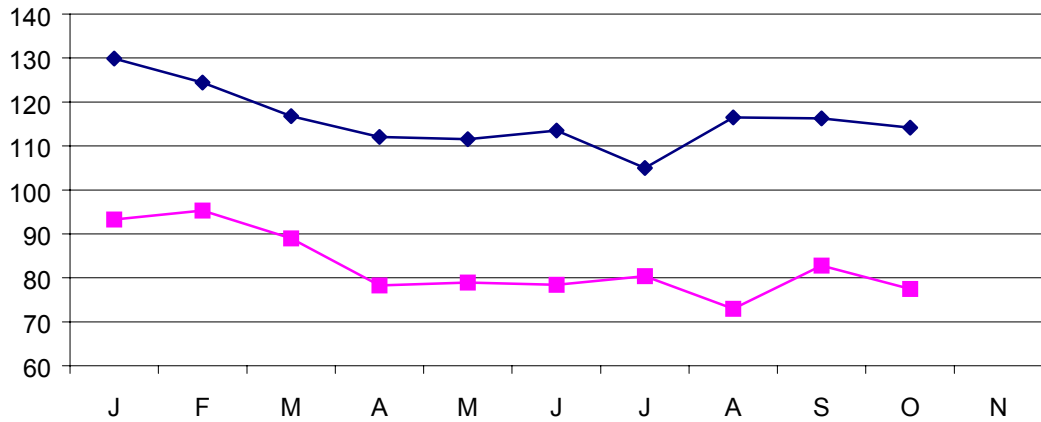
**Índice de Insumos Típicos para a Construção Civil  
(base: igual mês do ano anterior = 100)  
2002-2003**



Dado que bens de capital foi um destaque deste mês e é de importância estratégica na discussão sobre o fôlego/sustentabilidade da atual recuperação cabe analisar este setor de forma mais detalhada. Como mostra o gráfico 2, o incremento é sustentado pelos bens de capital seriados, cuja taxa de crescimento pouco se alterou nos últimos meses. Este não é melhor cenário para uma recuperação de fôlego/sustentada, pois a trajetória não é ascendente em nenhuma das duas categorias. Outro bom sinal, que não está aqui presente, seriam variações positivas em não seriados. Este segmento, por ter produtos de maior valor unitário e feitos sob encomenda, quando se recupera indica confiança na expansão da economia. Analisando três importantes subcategorias (gráfico 3) nota-se que bens de capital para agricultura apresenta desempenho bem mais expressivo que os tipicamente industriais (que cresce pouco) e para construção civil (que registra decréscimo). Por definição, Bens de Capital para agricultura aumenta a capacidade produtiva da agricultura e não da indústria. Portanto, este também é um sinal que, no momento, não reforça a idéia de uma recuperação de fôlego esteja em curso.

**Gráfico 2**

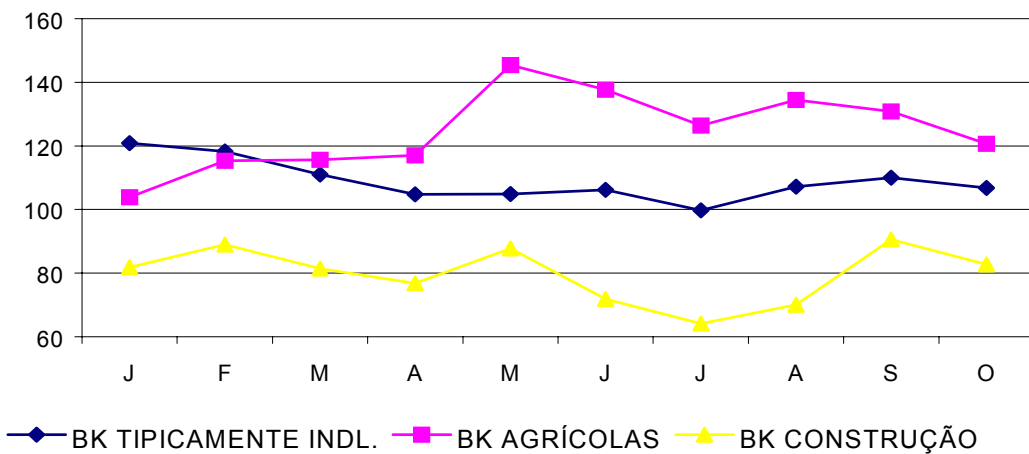
**Bens de Capital: seriados e não seriados  
(base: igual mês do ano anterior = 100)  
2003**



Fonte: IBGE-PIM-PF    ◆ BK INDLS. SERIADOS    ■ BK INDLS. NÃO-SERIADOS

**Gráfico 3**

**Bens de Capital: tipicamente industriais, agrícolas e  
para construção  
(base: igual período do ano anterior = 100)  
2003**

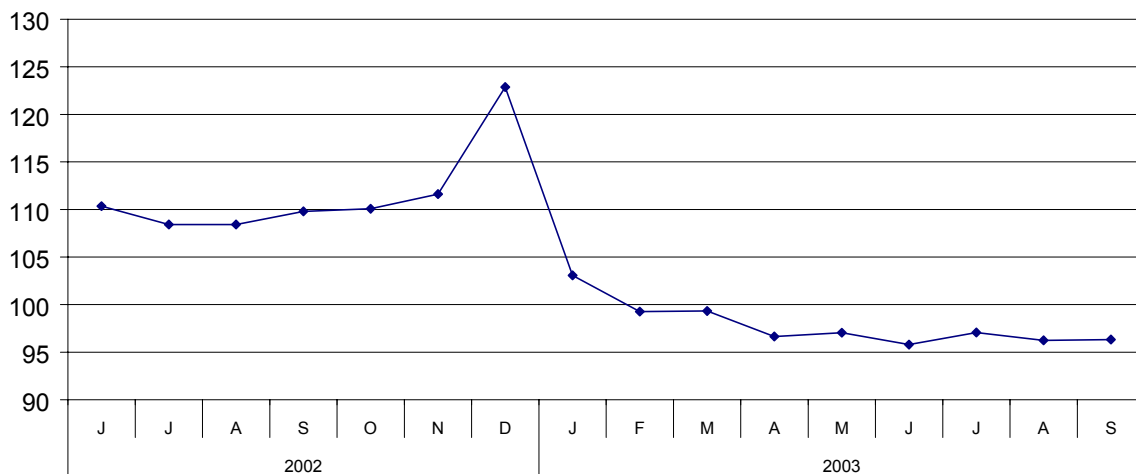


◆ BK TIPICAMENTE INDL.    ■ BK AGRÍCOLAS    ▲ BK CONSTRUÇÃO

Existem sinais preocupantes externos à indústria, o principal deles diz respeito à não recuperação da massa salarial real (Pesquisa Mensal de Emprego – gráfico 4) que está praticamente no mesmo nível desde abril apesar da queda da inflação e do crescimento da ocupação. Isso em parte se deve ao fato do emprego ter tido incremento principalmente nas categorias (sem carteira e conta própria) onde os salários médios são baixos. Outro sinal preocupante vem do comércio (Pesquisa Mensal do Comércio – gráfico 5), que teve queda de -3,0% em outubro/03 frente a outubro/02, variação um pouco mais negativa que a verificada em setembro (-2,7%). Este indicador vem registrando taxas negativas ao longo de todo o ano de 2003.

**Gráfico 4**

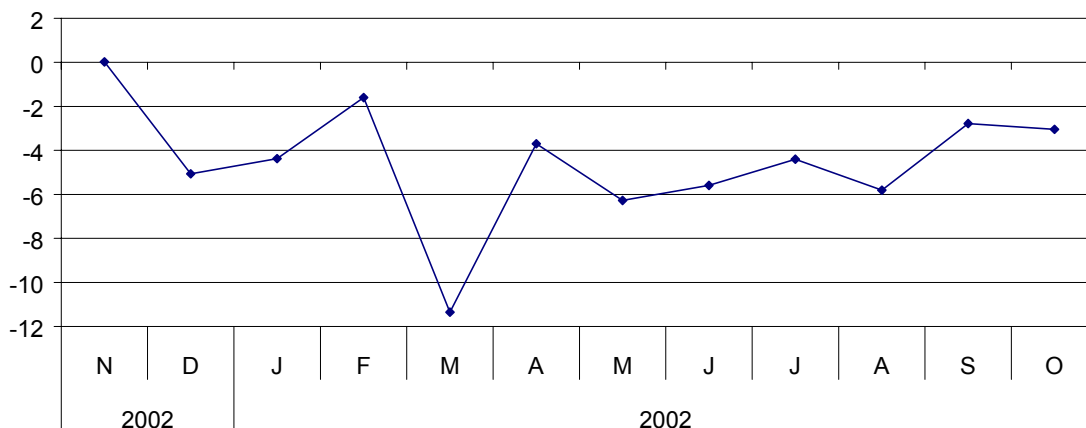
**Massa Salarial Real  
(março de 2002 = 100)  
2002-2003**



Fonte: IBGE-PME

## Gráfico 5

### Volume de Vendas do Comércio Varejista (base: igual mês do ano anterior) % 2002-2003



Fonte: IBGE-PMC

A evolução recente dos índices de produção industrial, que tem as áreas de bens de capital e de bens de consumo duráveis como destaque, sugere que a melhora nas condições de crédito vem impactando positivamente o setor de bens de consumo duráveis, com reflexos na área de bens intermediários. A expansão de bens de capital é, ainda, concentrada no subsetor de máquinas e equipamentos agrícolas, mas já mostra reação no segmento de bens de capital seriados para a indústria. Chama atenção nos últimos meses o aumento das importações de bens de capital. Embora no acumulado janeiro-novembro acumulem uma queda de 12,6%, as importações de bens de capital têm crescido “na margem”: no comparativo novembro 03/novembro 02 foram 10,9% maiores.

Em síntese, os indicadores da atividade industrial evidenciam, pelo comportamento do segmento de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, que aquelas indústrias relativamente mais voltadas ao atendimento do mercado interno estão “para trás” nesse movimento

recente de recuperação. Nesse grupo figuram também a atividade de construção civil e setores atrelados ao desempenho de bens de consumo, como o de embalagens. Esse movimento, que tem restringido uma reação mais significativa do setor industrial é consistente com os indicadores sobre mercado de trabalho (desemprego alto e rendimento real em queda).

# Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

## A Estabilidade de Curto Prazo x Comportamento em 2004

### INTRODUÇÃO

Os resultados mais recentes dos índices de preços ao consumidor sugerem, pelo menos no curto prazo, um ambiente de tranquilidade. A inflação do último trimestre anualizada deverá ficar próxima de 3,7% (Vide Tabela 1). Entretanto é o resultado de um momento atípico ocasionado pela queda de alguns preços administrados. A variação no último trimestre foi de 2,5% anualizado.

Tabela 1 - Principais Indicadores de Inflação ( Variação % )										
1 - Variação Efetiva Anualizada				2 - Variação Mensal e Acumulada no Ano						
	IPCA	LIVRES	ADM		IPCA	IPCA a	LIVRES	LIVRES a	ADM	ADM a
2003-01	22.2	17.8	35.0	jun-03	-0.15	6.6	0.22	6.0	-1.02	8.9
2003-02	5.9	7.0	4.0	jul-03	0.20	6.9	0.02	6.0	0.73	9.6
2003-03	5.4	2.8	12.8	ago-03	0.34	7.2	0.15	6.1	0.86	10.6
2003-04*	3.7	4.4	2.5	set-03	0.78	8.1	0.52	6.7	1.44	12.2
Out-03	3.5	5.0	0.8	out-03	0.29	8.4	0.41	7.1	0.07	12.3
Nov-03	4.2	4.4	3.7	nov-03	0.34	8.7	0.36	7.5	0.30	12.6
Dez-03*	3.5	3.7	3.0	Dez-03*	0.29	9.0	0.30	7.8	0.25	12.9

\* Esperado

Os preços livres no último trimestre devem registrar variação de 4,4%, acima dos 4% necessários para a convergência para o centro da meta em 2004. Isto é, aceitando que os preços administrados variem 8,9%, como previsto pelo Banco Central no ano que vem, já estaríamos no intervalo superior da meta. Ademais, de agora em diante, não contaremos, mesmo que na margem, com os fatores que derrubaram os preços em 2003: lê-se desaquecimento do nível de atividade, trajetória de queda na renda e no emprego e valorização esperada.

Na Tabela 2 são apresentadas algumas hipóteses para a inflação em 2004, derivada dos cenários de preços administrados e livres. As hipóteses dos preços administrados foram formuladas na edição anterior a partir de trajetórias simuladas da taxa de câmbio e do preço do petróleo.

No primeiro caso, supondo a manutenção dos preços livres do último trimestre de 2003 e a previsão central de preços administrados, o IPCA registraria crescimento de 5,8%, 30 pontos bases acima do centro da meta.

Como dito anteriormente, o cenário de manutenção dos livres não é factível, por não contar mais com os fatores pontuais ocorridos em 2003. Alternativamente, o Grupo de Conjuntura IE/UFRJ projetou, em edições anteriores, um cenário com preços livres de 5,5% em 2004. A construção dessa projeção leva em conta as principais variáveis determinantes da inflação num cenário de crescimento. Essa projeção é considerada pelo IE/UFRJ como sendo a mais provável e aponta para o crescimento do IPCA de 6,5%.

<b>Cenários IPCA 2004</b>			
<b>1 - Variação Efetiva Anualizada</b>			
	<b>IPCA</b>	<b>LIVRES</b>	<b>ADM</b>
<b><u>Cenário A - MANUTENÇÃO DOS PREÇOS LIVRES</u></b>			
Cenário Administrado 3	5.0	4.4	6.5
Cenário Administrado 2	5.8	4.4	8.9
Cenário Administrado 1	6.1	4.4	10.2
Cenário Administrado 0	6.7	4.4	12
<b><u>Cenário B - PRINCIPAL</u></b>			
Cenário Administrado 1	5.8	5.5	6.5
Cenário Administrado 2	6.5	5.5	8.9
Cenário Administrado 3	6.9	5.5	10.2
Cenário Administrado 4	7.5	5.5	12
<b><u>Hipótese B - META CENTRAL BANCO CENTRAL</u></b>			
Cenário Administrado 1	4.8	4.0	6.5
<b>Cenário Administrado 2*</b>	<b>5.5</b>	<b>4.0</b>	<b>8.9</b>
Cenário Administrado 3	5.9	4.0	10.2
Cenário Administrado 4	6.4	4.0	12

\*Cenário escolhido para 2004 pelo IE/UFRJ

## **- O RESULTADO DO IPCA EM NOVEMBRO E DEZEMBRO**

O IPCA em novembro apresentou crescimento de 0,34%. No ano de 2003 a variação acumulada é de 8,7%, resultado acima da meta de 8,5%. No acumulado do ano, esperamos variação de 9%. Essa projeção pressupõe a manutenção dos preços livres por volta de 0,3% em dezembro. Nesse mês, fatores pontuais como a queda do preço do gás de cozinha e álcool, devem reduzir a pressão sazonal gerada normalmente em dezembro pelos preços dos administrados.

Na desagregação dos preços livres é possível constatar que as pressões na inflação advêm do setor de preços não comercializáveis. Há algum tempo que esses preços vêm registrando crescimento contínuo. Por outro lado, os preços comercializáveis estão controlados, pois são o reflexo da estabilização da taxa de câmbio.

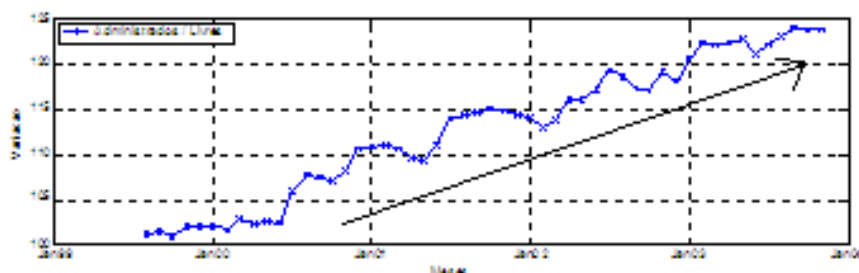
<b>Tabela 2 - Principais Desagregações IPCA</b>								
	Apr-03	May-03	Jun-03	Jul-03	Aug-03	Sep-03	Oct-03	Nov-03
<b>IPCA</b>	<b>0.97</b>	<b>0.61</b>	<b>-0.15</b>	<b>0.20</b>	<b>0.36</b>	<b>0.78</b>	<b>0.29</b>	<b>0.34</b>
- Preços Administrados	1.21	0.81	-1.02	0.73	0.86	1.44	0.07	0.34
- Preços Livres	0.89	0.59	0.22	0.02	0.15	0.52	0.41	0.36
<b>Livres 1 - Critério Comercialização com o Exterior</b>								
- Comercializáveis (a)	1.11	0.95	0.38	-0.06	0.07	0.63	0.54	0.25
- Não - Comercializáveis (b)	0.62	0.15	0.01	0.12	0.25	0.33	0.23	0.5
<b>Livres 2 - Critério Categoria de Uso</b>								
- Serviços	0.29	0.30	0.47	0.52	0.60	0.41	0.42	0.39
- Duráveis	0.64	0.12	0.16	0.11	-0.12	-0.04	-0.2	0.06
- Não - Duráveis	1.29	0.78	-0.19	-0.40	-0.07	0.74	0.49	0.32
- Semi - Duráveis	1.19	1.25	1.48	0.36	0.25	0.72	0.89	0.9
<b>- Índice a / b **</b>	<b>109.6</b>	<b>110.5</b>	<b>110.9</b>	<b>110.7</b>	<b>110.6</b>	<b>110.9</b>	<b>111.2</b>	<b>110.9</b>

Elaboração : IE/UFRJ \*\* Jul/99=100

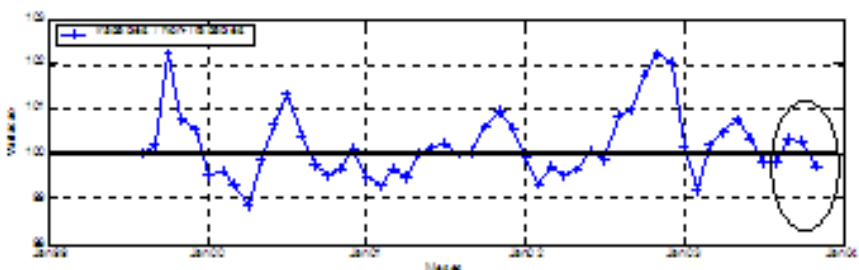
A inflação, de agora em diante, tende a se concentrar nos preços não-comercializáveis, principalmente do setor relacionado a serviços. O segmento serviços, na desagregação por categoria de usos é reflexo dessa tendência. Além disso, outro setor que tende a pressionar, a partir da recuperação da economia é o de bens duráveis. A tendência recente de reativação desse setor impactará brevemente nos preços.

**GRÁFICO 1 - PREÇOS RELATIVOS - ADMINISTRADOS X LIVRES - COMERCIALIZÁVEIS X NÃO-COMERCIALIZÁVEIS**

**1 - ADMINISTRADOS / LIVRES**



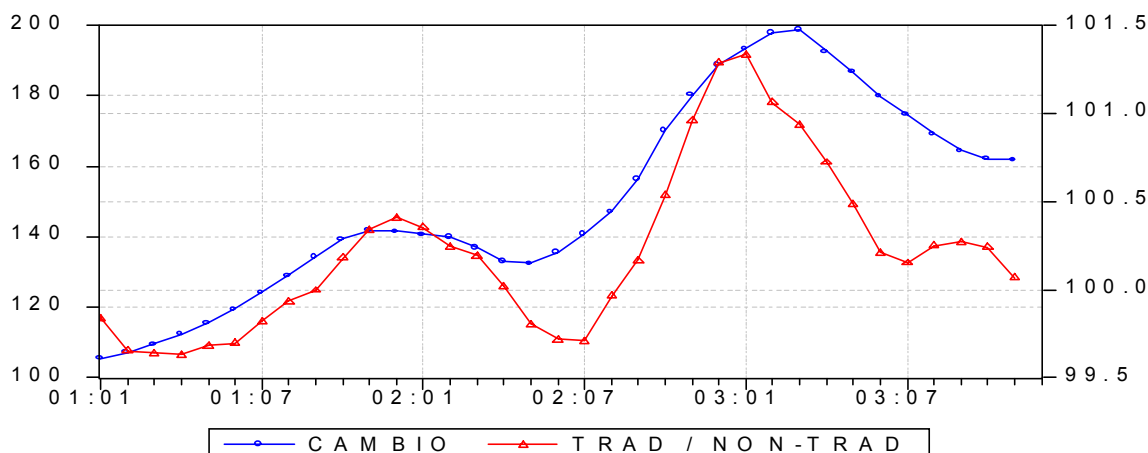
**2 - COMERCIALIZÁVEIS / NÃO-COMERCIALIZÁVEIS**



O Gráfico 1 traz os principais resultados de preços relativos. Vale mencionar dois comportamentos distintos. Primeiro, o aumento de preços relativos em favor dos administrados. Isso pode significar pressões de custos, na medida que a economia aqueça.

No caso da relação comercializáveis x não-comercializáveis, a série sugere uma relação constante de longo prazo (linha preta do Gráfico 1). O argumento anterior de que os preços não comercializáveis devem ser o fator de pressão advém do fato de seu resultado esta mais relacionado ao nível de atividade, que tende ao crescimento no ano que vem. No Gráfico 2 permite constatar que a estabilização da taxa de Câmbio é o fator principal na queda da relação comercializáveis / não-comercializáveis. É o nível de atividade que determinará essa relação em 2004.

**GRÁFICO 2 - TAXA DE CÂMBIO E RELAÇÃO COMERCIALIZÁVEIS / NÃO-COMERCIALIZÁVEIS ( NÚMEROS ÍNDICES E MÉDIAS MÓVEIS )**



**- NÍVEL, TENDÊNCIA E INFLAÇÃO SUBJACENTE.**

As principais metodologias de núcleo apresentam recuo no mês de novembro. O Núcleo Desagregado registrou inflação de 0,59% em novembro, ante uma variação de 0,65% do mês anterior. Entretanto, o recuo ainda não reflete o comportamento necessário para a convergência no centro da meta em 2004 (aproximadamente 0,45%).

O núcleo dos preços livres de 0,41% é, reflete na verdade, a taxa média esperada para o ano que vêm. A previsão do IE/UFRJ do IPCA em 6,5% no ano que vem, leva em consideração esse resultado.

A inflação, excluídos os resultados dos alimentos e dos preços administrados, está estável em 0,38% desde julho. Esse resultado é dado pelo núcleo de exclusão prévia.

**Tabela 3 IPCA - Nível - Tendência - Núcleo**

	Apr-03	May-03	Jun-03	Jul-03	Aug-03	Sep-03	Oct-03	Nov-03
<b>1-IPCA</b>								
- <b>ÍNDICE GERAL</b>	0.97	0.61	-0.15	0.2	0.36	0.78	0.29	0.34
<b>2 - NÚCLEO DA INFLAÇÃO</b>								
- <b>Metodologia Desagregado *</b>	<b>1.08</b>	<b>0.77</b>	<b>0.61</b>	<b>0.52</b>	<b>0.50</b>	<b>0.70</b>	<b>0.65</b>	<b>0.59</b>
- Comercializáveis	1.11	0.95	0.38	-0.06	0.07	0.63	0.54	0.25
- Núcleo - Comercializáveis	1.29	0.77	0.52	0.26	0.15	0.69	0.58	0.37
- Não - Comercializáveis	0.62	0.15	0.01	0.12	0.25	0.33	0.23	0.50
- Núcleo Não - Comercializáveis	0.76	0.51	0.30	0.37	0.46	0.36	0.27	0.46
- Preços Livres	0.89	0.59	0.22	0.02	0.15	0.52	0.41	0.36
- Núcleo Preços Livres	1.05	0.65	0.43	0.31	0.28	0.55	0.45	<b>0.41</b>
- Metodologia Mediana	0.83	0.66	0.42	0.21	0.23	0.33	0.37	0.22
- Metodologia Médias Aparadas Simétricas Com Suavização	1.10	1.00	0.87	0.65	0.58	0.86	0.77	-
- Metodologia Médias Aparadas Simétricas**	0.86	0.64	0.39	0.40	0.35	0.60	0.29	0.29
- Metodologia Exclusão Prévia	0.67	0.56	0.51	0.38	0.37	0.37	0.37	0.38
<b>3-GENERALIDADE</b>								
- Generalidade ( em % - subitens com variação positiva)	0.76	0.66	0.60	0.57	0.56	0.63	0.61	0.57
- Mediana das Variações Positivas	1.76	1.34	1.16	0.91	0.90	1.01	1.01	0.91
- Desvio Padrão das Variações Positivas	2.77	2.53	2.98	2.91	2.21	2.91	2.95	3.30

\* Metodologia Núcleo Desagregado - Carlos Gomes Filho - Dissertação de Mestrado dez/2003

\*\* Sem suavização

Por fim, a generalidade da inflação corrobora a evidência de estabilidade dos preços no fim desse ano (0,57 em outubro – Tabela 3). Consideramos o intervalo entre 0,55 e 0,60 como sendo compatível com um regime de baixa inflação. Isto é, para que a inflação fique em um baixo patamar, é necessário que a porcentagem de preços com aumentos positivos fique entre 55% e 60% do total dos itens que compõe o IPCA.

# Seção Coppead

---

Vicente Ferreira

## AS ETAPAS DE UM PLANO EFICAZ

O objetivo deste texto é discorrer sobre as etapas essenciais que se precisa percorrer para a elaboração de um plano de negócios ou orçamento, que seja capaz de contribuir no processo de geração de valor de uma entidade. Antes contudo, precisa-se definir o que se considera como um plano eficaz.

Plano eficaz é aquele que permite ao administrador, em qualquer nível hierárquico e a qualquer tempo, compreender quais são os objetivos que a entidade está buscando alcançar, qual a contribuição que cada um dos diversos segmentos ou funções têm na consecução de tais objetivos, quais as premissas sobre as quais foi construído (o plano), quais as variações observadas, quais os impactos de tais variações e quais as rotas alternativas que se pode adotar. Embora possa parecer ambiciosa em demasia, esta definição é a única capaz de assegurar que os recursos empregados na elaboração do plano tenham uma rentabilidade adequada. Ou seja, elaborar um plano que não tenha a capacidade de atingir tais objetivos é, apenas, desperdiçar recursos da instituição. Outros poderão argumentar que alguns dos objetivos supra se referem ao sistema de planejamento e não ao plano em si. Porém, são os dois, plano e sistema, o resultado de um mesmo esforço organizacional, assim as atribuições de um, serão atribuições também do outro.

Esta opinião, com certeza, é compartilhada por aqueles que em suas vidas profissionais já testemunharam organizações despendendo montanhas de recursos na construção de complexos sistemas de orçamento, cujo produto final poderia ser enquadrado numa das três definições abaixo:

“Massa de números desconexos que “alguém lá em cima” deve saber para que serve”.

“Burocracia chata que faz a gente perder um tempão todo ano.”

“Ferramenta de gestão interorganizativa capaz de gerar subsídios para a otimização dos processos intrínsecos ao sistema corporativo.”

A experiência profissional tem mostrado que não deve existir uma forte correlação positiva entre, o volume de recursos empregado na atividade de planejar e a eficácia dos planos gerados. Por muito tempo, foram comuns nas organizações processos orçamentários de extrema complexidade, cujos relatórios pouco ou nada ajudavam ao processo de

gestão. Ainda hoje, infelizmente, pode se encontrar alguns equívocos gerenciais deste tipo mas, felizmente, isto já não é mais tão comum. Por outro lado, também ainda não são muitas as organizações que se aproveitam na totalidade do potencial que possui um bom orçamento como ferramenta de gestão. Em muitas das empresas, o orçamento está ainda limitado a uma dimensão financeira, sem contemplar sua componente física, o que impede a simulação de diversos níveis de atividades ou mesmo o acompanhamento efetivo de suas variações. Por isto, com base nos objetivos traçados para um plano eficaz, vamos descrever agora as etapas pelas quais sua elaboração deve passar.

## **VINCULAÇÃO COM OS OBJETIVOS**

A primeira coisa de que precisamos é de um objetivo que vai nortear a validação do plano. Este objetivo tanto pode estar expresso sob a forma de um indicador financeiro (Taxa de Retorno sobre o Capital Próprio) quanto por um outro, como *market share*, ou ainda, um conjunto deles como: “ter um retorno de Y% a.a. e, no mínimo, K% do mercado”. O fato é que os objetivos traçados determinam o plano e, obviamente, um plano que não aponte para sua consecução não será aceito como eficaz. Existe, ainda, a possibilidade de os objetivos traçados se mostrarem inviáveis no momento do planejamento. Neste caso, cabe uma reavaliação dos objetivos para enquadrá-los na realidade presente da organização.

O processo de escolha dos objetivos pode variar muito de organização para organização, no entanto, é essencial que sua comunicação aconteça de forma inequívoca, ou seja, todos devem conhecer o que a organização buscará no próximo período. Outro aspecto relacionado com os objetivos é que eles deverão ter alguma perenidade. Objetivos que mudam com uma frequência muito elevada podem desmotivar as pessoas. Isto não significa que a organização não deva rever seus planos. Ao contrário, revisões de planos cujos objetivos, por qualquer razão, não sejam mais adequados são vitais para o sucesso empresarial.

Aqui, o *trade off* entre objetivos perfeitamente ajustados a realidade do mercado e, portanto, passíveis de mudança a todo momento, e objetivos absolutamente perenes, que transmitem maior segurança aos membros da organização, deverá ter como critério algo que chamaremos *inércia empresarial*. Este conceito corresponde ao tempo necessário para que uma organização, uma vez motivada para atingir um objetivo, seja capaz de se redirecionar para outro.

## **PREMISSAS DE PLANEJAMENTO**

Estabelecido(s) o(s) objetivo(s) de forma adequada, é preciso estabelecer quais as premissas sobre as quais se pode construir o plano. Tais premissas são, via de regra, considerações sobre o comportamento de variáveis extrínsecas à organização, tais como: taxas de juros, preços de

insumos, preços praticados pela concorrência, canais de distribuição, necessidades e desejos do consumidor etc.

Usualmente, as premissas são construídas com a participação das mais diversas áreas da organização, envolvendo equipes multi disciplinares que detêm os conhecimentos necessários para a construção de um quadro consistente a respeito do comportamento destas variáveis. A importância das premissas de planejamento é que elas acabarão por direcionar as decisões dos gestores. Quando mais que uma possibilidade de consecução dos objetivos existir, as premissas acabarão por apontar uma mais vantajosa para a organização.

Outra utilidade das premissas se mostrará quando da avaliação de desempenho. Naquele momento, se deverá expurgar o impacto das suas variações nos resultados obtidos, de modo a não penalizar ou beneficiar injustamente as pessoas envolvidas.

Estabelecidos os objetivos e amarradas as premissas, a organização pode iniciar o processo de orçamentação propriamente dito. Considerando que o meio externo é que determina o comportamento da organização, o primeiro plano, ao qual os demais irão se subordinar, é o plano de marketing.

## **PLANO DE MARKETING**

É o momento de definição do que se pretende vender, a que preço, por quais canais, para quem, com base em que campanha publicitária e/ou promocional. Assim, o plano de marketing deverá englobar algo que primeiramente era denominado “plano de vendas” e incorporar a ele um plano de distribuição, um plano de publicidade e um plano de despesas de marketing já devidamente consistidos entre si.

O plano de vendas deve fornecer a informação de qual *mix* de produtos será vendido, em que dispersão no tempo (mês a mês, por exemplo), em que área geográfica. Sua elaboração dificilmente prescindirá da construção de uma estimativa, ainda que subjetiva e imprecisa, da curva de demanda e oferta para cada um dos produtos da organização. O conhecimento profundo das condições do mercado, inerente a equipe de vendas, lhe permite construir tais estimativas de forma confiável.

Escolhidas as quantidades e preços com que se pretende trabalhar, pode-se passar ao plano de distribuição, responsável por assegurar que os produtos estejam disponíveis quando forem requisitados pelo cliente, no lugar em que o cliente o deseje. Além deste, deve-se definir também quais as peças promocionais darão suporte ao esforço de vendas e distribuição, quais as mídias utilizadas, qual a frequência de inserção etc. Ou seja, o plano de publicidade.

Por último, para sustentar tal empenho, a área de marketing fatalmente incorrerá em despesas as mais diversas. Sabe-se que tais despesas estão correlacionadas com o nível de atividades e, por isso, podem agora ser consistentemente estimadas no plano de despesas de marketing.

É importante destacar que, para que sua eficácia seja completa, todos os planos devem apresentar, para cada insumo que se pretende consumir, uma quantidade e um preço estimados. Assim, por exemplo, o plano de publicidade deve conter a quantidade de inserções na mídia tipo A e o custo estimado por inserção.

Sabendo-se quanto se pretende vender período a período, quais os estoques hoje disponíveis e, conhecendo também a política de estoques da organização para se determinar qual o estoque final de produtos, é imediato o cálculo das necessidades de produção.

Volume de Produção = Vendas + Estoque Final – Estoque Inicial,

Assim, definido o seu objetivo, podemos passar ao segundo plano a ser elaborado: o plano de produção.

## **O PLANO DE PRODUÇÃO**

Analogamente ao plano de marketing que contém os planos de vendas, distribuição e publicidade, o plano de produção além da programação de produção propriamente dita, contém também os planos de estocagem e compras de insumos.

Fundamentalmente os estoques funcionam como colchões entre os fornecedores e a empresa (estoque de matéria-prima), entre as diversas etapas da produção (estoques e produtos em processo) ou ainda entre a produção e os clientes (estoque de produtos acabados). Esses colchões servem para amortecer falhas no processo anterior da cadeia produtiva e impedir que se propague a falha para o seguinte. Nos últimos vinte anos as empresas, seguindo as técnicas industriais japonesas, empregaram um grande esforço para reduzir a necessidade de estoques e, com isto, liberar recursos para investimentos mais produtivos.

Como de resto, também o dimensionamento dos estoques será função de uma comparação entre o prejuízo causado por uma falha que se propague para a etapa seguinte do processo, ponderada por sua probabilidade de ocorrência e o custo de se manter o estoque que evita a propagação da falha.

Mais uma vez, definidos os valores de estoque, pode-se estabelecer as necessidades de produção para cada produto a cada período, bem como, a necessidade de horas de produção (que define custos de pessoal direto, de energia, de supervisão etc.), e as necessidades de aquisição de matéria-prima, período a período.

Também aqui, todos os insumos são mensurados em quantidades físicas (número de horas e mão-de-obra, toneladas da matéria-prima K etc.), sendo que sua precificação se fará depois, sem que se perca a memória de seu cálculo. Tal dimensionamento físico é necessário para que se possa identificar a existência de alguma capacidade ociosa de produção ou se, ao contrário, existe algum gargalo no processo produtivo que impeça a consecução dos objetivos de produção que precise ser contornado.

Este é o momento em que são tomadas as decisões relativas a terceirização ou não de parte da produção, o investimento em ativos permanentes ou a prestação de serviços de produção para terceiros. No caso de se identificar a necessidade de investimentos em capacidade de produção, tais investimentos, uma vez analisada sua viabilidade econômica, deverão ser sistematizados em um plano de investimentos.

## **PLANO DE INVESTIMENTOS**

É o momento em que são considerados que recursos adicionais que a empresa precisará empregar para atingir os objetivos traçados. Tais recursos, contudo, não se restringem aos equipamentos de produção. Veículos, equipamentos de informática, pesquisa e desenvolvimento, prédios e instalações e desenvolvimento de pessoal são exemplos de itens que devem ser considerados neste plano.

Um bom plano de investimentos aponta não somente o montante de recurso a ser empregado, como também as implicações esperadas pelo adiamento da realização de cada um de seus itens.

Agora, definido o tamanho que se espera que as operações venham atingir no próximo período, pode-se partir para o dimensionamento do mais essencial dos recursos empregados nas organizações, por meio do plano de recursos humanos.

## **O PLANO DE RH**

Ao plano de RH cabe equacionar que pessoas, com que características, serão necessárias para conduzir a organização no período coberto pelo plano. Comparar as necessidades apontadas com as atuais disponibilidades e compatibilizá-las por meio de planos de admissão, desligamento, treinamento e promoção de pessoal.

Além disto, o plano de RH define incentivos e recompensas a cada um, de acordo com suas responsabilidades, pelo alcance dos objetivos do plano. Ou seja, exercerá forte influência na motivação das pessoas.

Alimentada a última variável relevante para o processo de orçamentação, pode-se partir agora para o último dos planos: o financeiro.

## **O PLANO FINANCEIRO**

Este plano consiste na transformação das informações até agora apresentadas na linguagem particular de cada uma das áreas (marketing, produção etc.) na linguagem monetária das demonstrações contábeis.

Assim, cabe a este plano consistir os anteriores, testando sua viabilidade, inclusive quanto a disponibilidade de recursos que os financie. Seu produto final será um conjunto de demonstrações contábeis projetadas para o final do período a que o plano se refere.

Assim, ficarão evidentes as necessidades de financiamento a que a entidade estará sujeita e, caso se conclua pela não economicidade ou a inviabilidade de sua obtenção, o processo deverá ser reiniciado pela escolha de um nível de vendas, ou de investimentos, menos ambicioso. Ou ainda, poderão ser revistas as políticas de crédito aos clientes e os planos de incentivos. Enfim, o plano financeiro, funcionará como um calibre “passa-não-passa” para o orçamento como um todo.

Este processo de revisão orçamentária será muito facilitado em função das características do sistema de informações depositário do plano. Ou seja, se adequadamente construído, o sistema de orçamentos irá permitir não somente a rápida revisão do plano, mas também a simulação de outros resultados possíveis em função de variações nas premissas de planejamento, gerando assim, rotas alternativas para o atingimento dos objetivos.

Também por meio de simulações, se poderá identificar quais os valores críticos para as premissas de planejamento, ou seja, aqueles que tornam os objetivos fixados inviáveis, apontando para a conveniência da revisão do plano. Neste sentido, quanto maior for o número de análises de sensibilidade a que o plano for submetido, mais preparada a organização estará, quando o for executar, para corrigir rapidamente os desvios de curso relevantes para o seu desempenho global.

A etapa seguinte seria o acompanhamento do plano enquanto é executado, o que vai além do que pretende este texto. Contudo, fica aqui apenas o alerta que, elaborar um plano que não se pretende acompanhar devidamente, é como jogar preciosas sementes em solo estéril; esbanjamento dos recursos dos acionistas.

# Política Fiscal

Margarida Gutierrez

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

No ano de 2003 foi possível consolidar a trajetória de queda da inflação, garantindo sua convergência para a meta ajustada de 8,5%, aprofundou-se o ajuste externo com um superávit de transações correntes estimado para o ano de U\$ 3,4 bilhões e do ponto de vista das contas públicas grandes avanços foram obtidos em relação ao ano passado.

Da dívida pública mobiliária federal interna, atualmente 32% vence em menos de 1 ano (curto prazo), e esse percentual só não é menor porque a parcela da dívida pré fixada (LTNs), que normalmente tem prazos de vencimentos mais curtos que os títulos pós fixados, aumentou significativamente este ano. Esta mudança de composição, embora não traga impactos positivos sobre o custo da dívida, tem a grande vantagem de conferir maior eficácia à política monetária na medida em que, diferentemente dos títulos pós fixados, não gera paralelamente um efeito renda, positivo quando a Selic sobe e negativo quando cai, contrário ao desejado pela política implementada. Além disso, o aumento da participação dos títulos pré fixados só é possível em um ambiente em que a expectativa é de uma tendência de queda da taxa de juros.

### Indicadores do Perfil da Dívida

Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (%)				
Período	Curto Prazo	Com Correção Cambial	Com Correção Selic	Pré fixada
dez/01	25,6	29,5	54,4	8,1
dez/02	38,9	33,6	41,9	1,9
jul/03	31,6	26,8	47,6	5,9
out/03	32,1	22,7	47,2	9,2

Fonte: BC, STN/Elaboração Própria

Ao longo deste ano, também a dívida indexada ao câmbio se reduziu substancialmente com a decisão do Banco Central de, a partir de maio, não ter mais o compromisso de rolar integralmente o principal da dívida cambial interna. Neste ano, o Banco Central já retirou do mercado U\$

18,8 bilhões, sendo U\$ 12,8 bilhões de principal e o restante de juros. No último vencimento do dia 18 de dezembro, nem foi realizado o tradicional leilão de rolagem. Na verdade, o contexto internacional de ampla liquidez de capitais e de retomada de confiança na economia brasileira associado à valorização do real frente ao dólar permitiram a continuidade de uma política mais agressiva do Banco Central no sentido de reduzir a sua exposição cambial. Considerando apenas o montante da dívida federal no mercado interno, a parcela do endividamento em dólar caiu de 33,6% em dezembro de 2002 para 22,7% em outubro e tomando a dívida pública consolidada (incluindo a externa), o percentual ainda era de 51,9% e de 40,1%, respectivamente. Isto corresponde a uma dívida cambial de 22,9% do PIB. O atual grau de endividamento em câmbio ainda é um ponto frágil das contas públicas pois se a taxa de câmbio, em função de um contexto internacional mais adverso, por exemplo, sofrer uma desvalorização de 1% a dívida pública sofrerá um incremento de 0,23% do PIB. Para o 1º semestre de 2004, estão previstos vencimentos em títulos e swaps cambiais no valor de U\$ 16,0 bilhões que, dependendo das decisões de quanto será rolado, poderá se converter em um instrumento importante de política cambial.

Tabela2: Perfil da Dívida Pública (%)

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	abr/03	mai/03	jun/03	jul/03	ago/03	set/03	out/03
dívida/PIB	49,4	49,3	53,1	55,9	52,2	53,6	55,4	57,0	57,7	57,7	57,2
Total da dívida Pública (a+b)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	77,7	77,3	78,1	77,9	78,2	78,9	79,4
(i) Indexada ao Câmbio	19,4	19,9	27,0	26,2	23,3	23,6	23,0	22,4	21,9	20,9	19,5
(ii) Não Indexada ao Câmbio	59,5	60,3	53,2	48,1	54,4	53,7	55,1	55,5	56,4	57,9	59,9
(b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	22,3	22,7	21,9	22,1	21,8	21,1	20,6
Dívida Pública Indexada ao Dólar (i) + (b)	40,5	39,7	46,8	51,9	45,6	46,3	44,9	44,5	43,6	42,1	40,1

Recentemente, voltou ao debate a flexibilização das metas fiscais para o período 2005/2007. A proposta, que consta no relatório do Plano Plurianual (PPA), é de uma redução do superávit primário dos atuais 4,25% do PIB para 3,75% em 2005, 3,5% do PIB em 2006 e 3,25% do PIB em 2007 e será votada pelo Senado esta semana.

Em que pesem todos os argumentos a favor de uma política fiscal mais frouxa, é preciso lembrar os fatores condicionantes da evolução da Dívida Pública/PIB, o principal indicador de solvência das contas públicas. Conforme mostramos na última edição, o grau de endividamento público é alto em comparação com outros países, contribuindo para uma percepção de Risco Brasil ainda alta.

A variação da relação Dívida/PIB depende da taxa de juros real que incide sobre o estoque da dívida, da taxa de crescimento do PIB (que reduz o denominador e aumenta a arrecadação fiscal) e do tamanho do superávit primário em relação ao PIB. Quanto maior a diferença entre os juros reais e o crescimento do PIB, maior o superávit primário requerido como proporção do PIB para estabilizar a relação Dívida/PIB em um

patamar qualquer. Esta condição pressupõe uma taxa de câmbio real relativamente estável. Além disso, sobre todas as variáveis em jogo, a única sobre a qual a política fiscal pode, de fato, atuar é no superávit primário.

Nesta ano, apesar do maior superávit primário e da valorização cambial, em torno de 16,0% em relação ao dólar, o baixo nível de atividade econômica e a rígida política monetária para trazer as expectativas inflacionárias para dentro das metas estabelecidas para 2003 e 2004 elevaram, inclusive, a dívida como percentagem do PIB de 55,9% em dezembro de 2002 para 57,2% em outubro.

**Tabela 3: Fatores Condicionantes da Dívida Pública**

Fluxo em R\$ milhões	Jan a Dez/01	Jan a Dez/02	Jan a Out/03
Juros Internos	72112	96949	107836
Juros Externos	14331	17029	15890
Varição cambial sobre estoque da dívida interna atrelada ao dólar	19182	76662	-23653
Varição cambial sobre estoque (em reais) da dívida externa líquida	10619	71317	-28813
Esqueleto	26004	14286	1703
Privatizações	-980	-3637	0
Superávit primário	-43655	-52364	-64035
Outros	90	0	0
Total	97703	220241	8928

Fonte: Banco Central

Parece-nos, portanto, ainda prematura esta discussão até porque o maior rigor fiscal, além de conferir credibilidade ao equacionamento das contas públicas permitindo, inclusive, melhorias no perfil do atual endividamento, pode ser, parcialmente, compensado com uma política monetária mais branda. O maior ritmo de crescimento econômico associado à queda das taxas de juros contribuiriam positivamente para os resultados fiscais (maior arrecadação) e para a redução da relação Dívida/PIB.

O grande desafio que hoje se coloca para a política fiscal é como manter os superávits primários requeridos para reduzir o grau de endividamento público e, ao mesmo tempo, aumentar os investimentos públicos, especialmente, em infraestrutura básica, tomando como suposto que não há mais espaço para aumentar a carga tributária. Estas questões, na verdade, nos remetem à qualidade do ajuste fiscal, que inclui não apenas a definição de metas quantitativas mas também a priorização dos gastos públicos.

De janeiro a outubro,, o superávit primário consolidado totalizou R\$ 64,0 bilhões (5,1% do PIB), praticamente garantindo a meta de R\$ 68,0 bilhões acertada com o FMI para todo o ano. No entanto, o baixo resultado das empresas estatais federais, que muito provavelmente não atingirão o superávit definido para o ano de 0,70% do PIB (R\$11,2 bilhões), tem sido compensado pelo maior superávit do governo central

(Tesouro, INSS e Banco Central), acumulado até outubro em 3,48% do PIB, enquanto a meta para o ano é 2,45% do PIB. Os dados acumulados em 12 meses seguem a mesma tendência.

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

	R\$ Milhões				% PIB			
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Jan/Dez 02	Nov 02/Out 03	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Jan/Dez 02	Nov 02/Out 03
Nominal	39.806	42.788	61.614	88.193	3,66	3,62	4,61	6,29
Juros Nominais	77.963	86.444	113.978	150.714	7,18	7,31	8,52	9,96
Primário	-38.157	-43.655	-52.364	-62.521	-3,51	-3,69	-3,91	-4,13
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-31.919	-41.266	-1,88	-1,86	-2,39	-2,73
-Emp. Est. Federais	-10.174	-7.571	-6.329	-4.901	-0,94	-0,95	-0,47	-0,32
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6.026	-10.471	-10.598	-12.314	-0,55	-0,89	-0,79	-0,81
-Emp. Estat. Regionais	-1.526	-3.634	-3.518	-4.041	-0,14	-0,31	-0,26	-0,27

Fonte: Banco Central

# Setor Externo

---

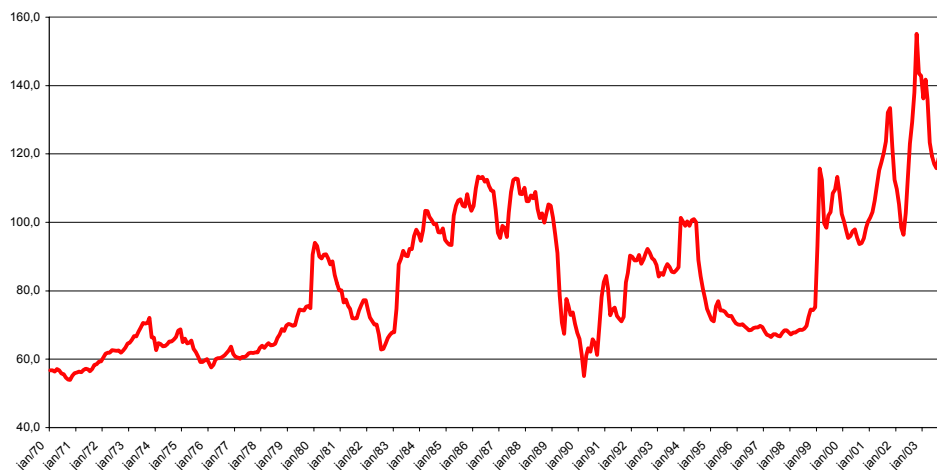
**Felipe Cabral**

**Setor Externo: ano histórico para ser comemorado.**

O Setor Externo brasileiro passou por um ajuste muito forte de suas contas neste ano. Para se ter uma idéia de tal ajuste, devemos resgatar as previsões do Banco Central em fevereiro para o comércio internacional brasileiro. Naquele mês de 2003 a autoridade monetária esperava um valor exportado de US\$66 bilhões e importado de US\$50 bilhões, o que geraria um saldo para o país de US\$16 bilhões. Contudo, estes números foram sendo superados e as previsões, tanto do governo quanto do setor privado, foram sendo revisadas a cada dado novo que era divulgado. Ao olharmos os dados mais recentes vemos o quão errado estavam tais previsões no início do ano. Até a segunda semana de dezembro, a balança comercial acumula no ano, superávit de US\$23,4 bilhões. No período, as exportações somam US\$69,6 bilhões e as importações, US\$46,2 bilhões. O ajuste da balança comercial em 2003 foi superior ao do ano de 1983/84 ocorrido logo após (e como consequência destas) as crises da dívida externa dos países da América Latina. Mas diferentemente do ajuste atual, naquela ocasião foi necessária uma combinação de políticas econômicas restritivas tais como barreiras à importação, subsídios às exportações, maxidesvalorização cambial e uma retração do PIB. Já o ajuste atual, contrariamente ao que o senso comum acredita, foi marcado por um câmbio sensivelmente depreciado em relação à média histórica e uma busca por diversificação dos parceiros comerciais. Com isso, o ajuste foi todo feito pelo lado das exportações que crescerão cerca de 20% no ano. Já as importações tiveram um crescimento baixo devendo fechar o ano com crescimento de 2,5% em relação ao ano passado.

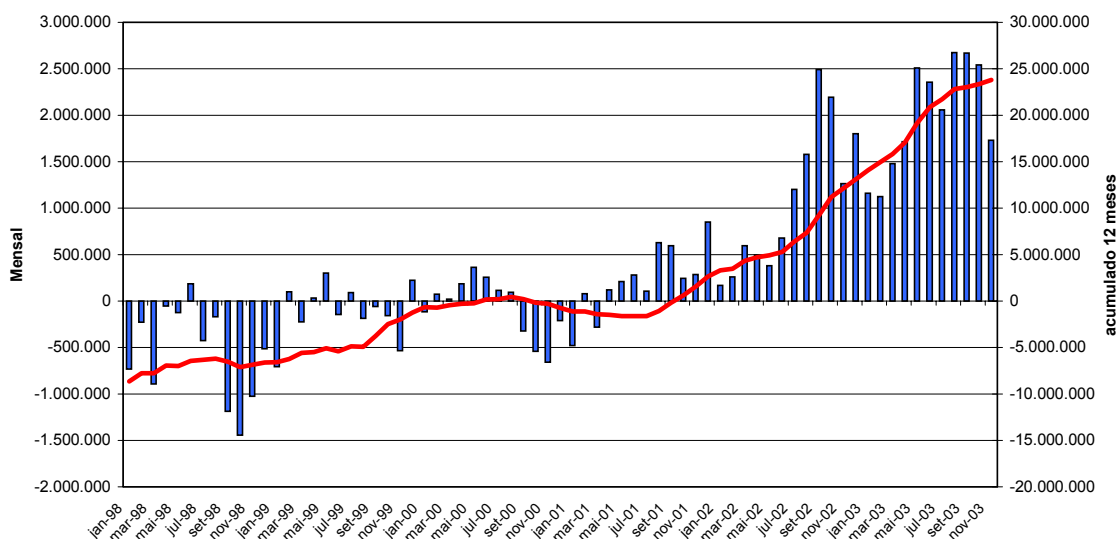
Apesar da apreciação cambial de 16,5% ocorrida durante o ano, o câmbio se apresentava em um patamar tão depreciado no final de 2003 que, mesmo após tal apreciação, ainda continuou em um patamar bem superior à média histórica conforme mostra o gráfico 1. O índice da taxa de câmbio real efetivo se encontra em 117,5 valor superior aos 113,4 alcançados em março de 1986. O índice da taxa de câmbio real bilateral (R\$/US\$) apresenta comportamento estritamente semelhante e por isto foi deixado de fora do gráfico. Assim, grande parte deste surpreendente ajuste é consequência da taxa de câmbio depreciada. Já o gráfico 2 mostra a magnitude do ajuste externo brasileiro desde janeiro de 1998.

Gráfico 1: Índice de Taxa de Câmbio Real Efetiva - Base Julho 94=100



Fonte: Grupo de Conjuntura Econômica do IE/UFRJ

Gráfico 2: Balança Comercial  
(saldo mensal e acumulado 12 meses - US\$ milhões)



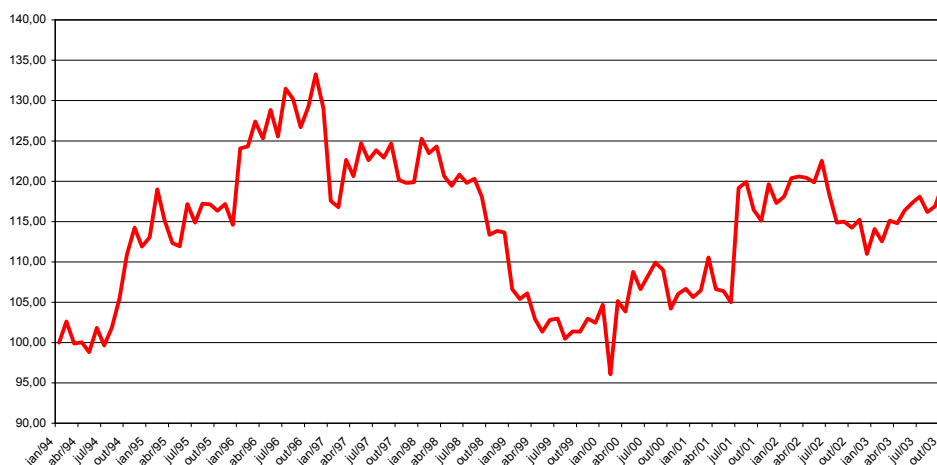
Fonte: Secex e Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ

Os números de novembro para a Balança Comercial continuam mostrando a forte resposta das exportações ao câmbio deprecido. Somente no mês de novembro as exportações somaram US\$5,980 bilhões e as importações, US\$4,248 milhões, com superávit de US\$1,732 bilhão. Estes valores estão em linha com a nossa projeção contida na última Carta de Conjuntura. O valor das exportações é recorde histórico para o mês de novembro e representa um crescimento de 16,6% em relação ao ano passado. No período, as vendas de produtos manufaturados somaram US\$3,456 bilhões, com um crescimento de 22,2% em relação a novembro de 2002. Já as vendas de básicos somaram US\$1,616 bilhão e tiveram crescimento de 19,2% em relação

ao mesmo período do ano passado. Os dois valores são recorde para meses de novembro. Entre os produtos mais vendidos estão fio-máquina de ferro e aço, tratores, algodão e carne bovina. No acumulado de janeiro a novembro, tanto o valor das exportações quanto o superávit comercial são recordes históricos para os onze primeiros meses do ano. As exportações totais acumulam crescimento de 20,3%. Já as exportações das três categorias de produtos também são recordes históricos para o período de janeiro a novembro. As vendas de básicos subiram 24,5%, as de semimanufaturados, 20,7%, e as de manufaturados, 19,6%. Só o complexo soja cresceu 53% no acumulado do ano. De acordo com a Secex, a ampliação das vendas no país está ocorrendo devido ao aumento das quantidades embarcadas e também devido à recuperação dos preços de commodities no mercado internacional.

A expansão do comércio internacional brasileiro e o saldo comercial recorde são conseqüência (além do câmbio depreciado) também desta melhora nos termos de troca. O gráfico 3 a seguir mostra o índice de termos de troca do Brasil entre 1994 e 2003. O índice é obtido através da razão entre o índice de preços das exportações e o índice de preços das importações. Valores acima de 100 indicam que os termos de troca melhoraram em relação à base do índice (base=Janeiro de 97). Após a queda forte dos termos de troca durante o período entre 1998-2000, estes tiveram uma lenta recuperação em 2001 e 2003. Comportamento semelhante foi encontrado pelo preço das commodities no mercado internacional. Assim, os termos de troca brasileiros ainda dependem muito dos preço das commodities. Atualmente o índice de termos de troca brasileiro se encontra em 119,5 sendo a média do período janeiro/94 – outubro/2003 de 114,3 (base janeiro/94=100).

Gráfico 3: Termos de Troca - Brasil - base Janeiro/97=100



Fonte: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ

Do lado das importações, a balança comercial de novembro registrou um aumento de 10,4% em relação ao mesmo mês do ano

passado. Entre os tipos de produtos que mais foram importados estão matérias-primas e bens intermediários (19,1%) e bens de capital (10,9%). Esse resultado indica que houve uma maior demanda por bens ligados à atividade produtiva, o que pode indicar a retomada dos investimentos e a recuperação da economia. No acumulado do ano até novembro, as importações apresentam crescimento de 1,1%, devido ao forte crescimento destas no último quadrimestre. As categorias de uso que apresentaram crescimento foram bens intermediários com alta de 8,1% e combustíveis e lubrificantes com alta de 10,3% devido à alta dos preços do petróleo e derivados acumulado no ano. Já os demais setores continuam apresentando números negativos. Bens de capital, de consumo durável e de consumo não durável tiveram quedas de 13,3%, 7,3% e 9,5% respectivamente. Infelizmente até o fechamento desta edição a Secretaria de Comercio Exterior (Secex) não havia divulgado os números referentes ao quantum e preço de exportação e importação para o mês de Novembro. Contudo, conforme informado na última carta, até outubro as exportações cresceram 15,8% em quantum e 4,2 em preços. Para as importações houve queda de 5,6% em quantum e alta de preços de 6,3%.

Ao olharmos a série dessazonalizada, vemos que os números de novembro vieram em linha com a nossa expectativa. Esperávamos US\$5,85 bilhões de exportação e US\$4,34 bilhões de importação na série sazonal e US\$6,26 bilhões e US\$4,24 bilhões na série dessazonalizada. Conforme mencionado acima, os números de novembro foram US\$5,98 bilhões para exportação e US\$4,24 bilhões para importações na série sazonal. Já para a série dessazonalizada os números foram US\$6,33 bilhões e US\$4,19 bilhões respectivamente. Com isso, mantemos a expectativa para 2003 e 2004. O ano de 2003 terminaria com as exportações atingindo o valor recorde de US\$72,30 bilhões, ou seja, um crescimento de 20%, bem próximo ao verificado até agora. Já as importações terminariam o ano de 2003 com valor de US\$48,4 bilhões, um crescimento de 2,5% sobre 2002, e conseqüentemente, o saldo comercial seria de US\$23,9 bilhões.

Para 2004 esperamos que as exportações tenham um crescimento na margem de apenas 0,9% ao trimestre totalizando 4% em termos anualizados. Conforme a última edição da Carta de Conjuntura na qual calculamos o efeito "carry over"<sup>2</sup> tanto das exportações quanto das importações, esperamos um crescimento da primeira no ano de 11% sendo 8,3 pontos percentuais explicados pelo "carry over" e 2,4 pontos percentuais explicados pelo crescimento ao longo do ano. As exportações terminariam o ano de 2004 totalizando US\$80,27 bilhões conforme mostra a tabela 1. No caso das importações, esta cresceria 4,6% na

---

<sup>2</sup> O efeito "carry over" corresponde ao crescimento contábil no próximo período resultante do crescimento na margem ocorrido no período anterior. Ver a Carta de Conjuntura de novembro.

margem a cada trimestre totalizando um crescimento de 20% ao longo do ano. Ao combinarmos este valor com o efeito "carry over" chegamos a uma taxa anualizada de 22,1% sendo que deste total, 8,8 pontos percentuais são explicados pelo "carry over" e 12,2 pontos percentuais explicados pelo crescimento ao longo do ano. Com isso, as importações devem atingir o valor de US\$59,08 bilhões em 2004 e o saldo em 2004 ficaria em US\$21,19 bilhões.

**Tabela 1: Balança Comercial  
(em US\$ bilhões)**

Ano	Exportações		Importações						Saldo
	Valor	Variação %	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>	72,3	20,0	48,4	2,5	-	-	-	-	23,9
2004 <sup>P</sup>	80,3	11,0	59,1	22,1	-	-	-	-	21,2

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

O bom comportamento das contas externas pode ser visto também pela melhora que ocorreu no saldo em transações correntes. No acumulado janeiro-outubro, o país saiu de um déficit de US\$7,459 bilhões nas transações correntes, equivalentes a 1,98% do PIB, para um superávit acumulado de US\$ 3,938 no mesmo período de 2003, equivalente a 1% do PIB. Este foi o melhor resultado nas contas externas do país para o período desde os primeiros dez meses de 1992. Nos 12 meses encerrados em outubro, o resultado das transações correntes também é positivo, em US\$ 3,704 bilhões, ou 0,78% do PIB. A nossa expectativa é que o saldo em transações correntes termine o ano em US\$3 bilhões positivo uma vez que dezembro é um mês de concentração de pagamentos externos. Nos primeiros dez meses do ano, o balanço de pagamentos registrou saldo positivo de US\$14,827 bilhões. No acumulado de janeiro a outubro de 2002, o resultado do balanço de pagamentos era negativo em US\$ 874 milhões o que demonstra o grande ajuste externo efetuado pelo país em relação ao ano passado.

Ao chegar quase ao fim do ano, a conclusão a que se chega é que o comércio exterior brasileiro teve um ano extraordinário com um forte ajuste externo sustentado pelo tripé câmbio desvalorizado, melhora dos termos de troca e renda interna baixa. Para 2004 esperamos uma melhora na renda interna devido à volta do crescimento econômico. Essa melhora na renda interna tende a pressionar as importações. O câmbio, ao contrário da renda, não deve atuar nem positivamente nem negativamente uma vez que esperamos que haja uma desvalorização

nominal bem próxima da inflação não variando o câmbio real. Já os termos de troca devem continuar melhorando bem lentamente devido à recuperação das economias industrializadas, notadamente Estados Unidos e Europa. O Japão também deve recuperar bem lentamente o crescimento econômico. Contudo, mesmo supondo um forte crescimento de 22,1% das importações em 2004 o saldo comercial ainda fica superior a US\$20 bilhões. O grande “carry over” tanto das exportações quanto das importações aliado à maior base de comparação das exportações explica tal superávit. Assim, o ajuste externo brasileiro não deve ser desfeito nos próximos dois anos a menos de uma grave crise internacional, o que não parece nada provável no futuro próximo.