

Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Fevereiro de 2004 - Ano 4 - Número 49

Apresentação

A presente edição de *Economia e Conjuntura* faz uma reavaliação das perspectivas para 2004 e 2005 à luz da evolução recente da política econômica e dos mais recentes dados sobre o comportamento da economia. Conforme destacado no panorama macroeconômico, a perda de fôlego da indústria no final de 2003, registrado pelos dados da pesquisa industrial mensal do IBGE, acendem um sinal amarelo, mas não significam necessariamente que a recuperação iniciada em meados de 2003 tenha abortado. E isto porque, de um lado, outros indicadores do nível de atividades mostram que a expansão continua - inclusive no início de 2004 -, e de outro, porque interrupções momentâneas são ocorrências frequentes em todos os processos de recuperação. Mais preocupante é a possibilidade de que a interrupção do processo de queda dos juros pelo Banco Central se prolongue por muitos meses. Em tal caso, haveria certamente uma frustração em relação ao ritmo de crescimento projetado para o ano. Na seção sobre política fiscal chama-se a atenção para o aparente paradoxo do crescimento da relação dívida pública/PIB num ano de apreciação cambial e de extraordinário superávit nas contas primárias. E conclui-se que na realidade trata-se apenas de um problema de medição inadequada do denominador: o valor do PIB utilizado pelo Banco Central para calcular este indicador caiu em termos nominais (!) de 2002 para 2003.

Na Seção Coppead, a professora Letícia Casotti e a pesquisadora Maribel Suarez relatam os resultados de uma pesquisa recentemente concluída no Coppead sobre como duas importantes organizações do Terceiro Setor vêm e colocam em prática conceitos e ferramentas do Marketing no desenvolvimento de suas atividades.

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

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



Equipe do Grupo de Conjuntura

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

Editor Responsável

Francisco Eduardo Pires de Souza – fepsouza@ie.ufrj.br

Conselho Editorial

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

Colaboradores

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

Contato

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

ÍNDICE

	PÁGINA
PANORAMA MACROECONÔMICO	4
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	10
INFLAÇÃO	14
SEÇÃO COPPEAD	20
POLÍTICA FISCAL	25
SETOR EXTERNO	30

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Nas últimas semanas, a economia brasileira passou por um período de turbulência, que se refletiu, sobretudo, numa alta acentuada do risco-Brasil - muito mais forte do que a do risco médio dos emergentes - e em queda expressiva da bolsa. Mas seu impacto na taxa de câmbio e nos juros futuros mais longos não chegou a ser muito significativo. E com a melhora das expectativas no período mais recente, o mercado cambial vem permanecendo calmo e o swap pré X DI de um ano já voltou a taxas de antes da turbulência (tabela 1). Já o risco-Brasil e o Ibovespa permanecem voláteis e em níveis ainda distantes do seu melhor momento em janeiro. A turbulência foi desencadeada no final de janeiro por uma combinação de três fatores: i) temor de uma alta da taxa de juros nos EUA mais cedo do que se esperava; ii) preocupação com a inflação (e em decorrência com a taxa de juros e o crescimento em 2004) alimentada pela Ata do Copom; iii) incertezas sobre os rumos da economia, provenientes de pressões dentro do governo por mudanças na política econômica e de boatos de demissão de assessores do ministro da Fazenda e do presidente do Banco Central e ainda de um conjunto de sinais do governo mal recebidos pelo mercado (retirada do projeto de autonomia operacional do Banco Central da agenda de 2004, divergências dentro do governo sobre a necessidade de contingenciamento do orçamento, anúncio de contratação de 41000 funcionários públicos em 2004, projeto em discussão de alargamento da Zona Franca de Manaus, etc). Mas uma percepção mais favorável dos investidores sobre estes três aspectos - sentimento de que o Fed não deverá elevar a taxa de juros tão cedo, índices de inflação um pouco mais baixos e apoio explícito do Presidente da República à equipe econômica, incluindo a sua aprovação ao contingenciamento do orçamento reivindicado pelo ministro da Fazenda - acabou melhorando as expectativas a partir da segunda semana de fevereiro.

Tabela 1 - Indicadores de Confiança

	Risco Brasil (EMBI+)(a)	Risco dos Emergentes (EMBI+)(b)	a/b (%)	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Swap de 1 ano PréxDI	IPCA em 12 meses ⁽²⁾	Taxa de Juros Real ex-ante ⁽³⁾
16/dez/03 ⁽¹⁾	487	430	13,30	2,93	15,71	6,00	9,16
20/jan/04 ⁽¹⁾	437	403	8,40	2,84	15,19	5,99	8,68
29/jan/04	473	424	11,60	2,92	15,73	5,99	9,19
05/fev/04	548	444	23,40	2,93	15,52	6,01	8,97
13/fev/04	523	434	20,51	2,91	15,35	5,69	9,14

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

Notas: (1) Véspera da reunião do COPOM

(2) Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado (Relatório Focus)

(3) Swap pré x DI de 1 ano deflacionado pela inflação esperada de 12 meses

De todo modo, a vulnerabilidade demonstrada pela economia brasileira a uma simples indicação de que o Fed poderá voltar a subir a taxa de juros americana é preocupante, colocando como prioritária a questão do que fazer para preparar melhor a economia brasileira para o momento em que a abundância de liquidez atual para as economias emergentes começar a ser revertida, na esteira da elevação da taxa de juros americana. Mas provavelmente a redução da liquidez mundial será um problema a ser enfrentado pela economia brasileira somente a partir de 2005, não devendo ter maior impacto sobre

o seu desempenho neste ano. No horizonte de 2004, o principal risco para o cenário benigno, previsto pela maioria dos analistas, de crescimento razoavelmente expressivo, reside no comportamento da inflação e na trajetória da taxa de juros. Mantidas as taxas de juros mais longas (swap Pré-DI de 180 e 360 dias) atuais - que têm implícita uma redução gradual da taxa Selic ao longo deste ano -, tudo indica que a retomada do crescimento, iniciada em meados do ano passado, prosseguirá, garantindo uma taxa de crescimento significativa em 2004. Mas para que este cenário se concretize será indispensável que - como se analisará mais adiante - seja possível compatibilizar o controle da inflação com a redução gradual da taxa Selic.

Em relação ao desempenho macroeconômico no futuro próximo, o principal fator de preocupação reside no comportamento da inflação, que ficou acima do esperado em dezembro e janeiro, e levou o Banco Central a interromper a queda da taxa Selic. Parte da alta da inflação neste período, captada em diferentes índices de preços, decorreu de pressões sazonais (sobretudo nos itens alimentação e educação) e do aumento de preços de insumos e matérias-primas em alta no mercado internacional (em particular, commodities metálicas). Mas no caso do IPCA - que serve de referência para a meta de inflação - a alta sazonal no item educação só será captada no índice de fevereiro, e o repasse do aumento de custo de matérias-primas até agora parece limitado a alta de preços dos automóveis (proveniente do aumento do custo do aço). E o comportamento dos núcleos de inflação do IPCA constitui uma evidência clara de que o aumento da inflação neste índice não decorreu apenas de fatores sazonais ou de itens específicos: como mostra a tabela 2, tanto o núcleo por exclusão quanto o de médias aparadas subiram significativamente entre novembro e janeiro.

Contudo, é interessante notar que, retirando-se do IPCA os preços administrados e os itens alimentação (cujos preços subiram por fatores sazonais) e automóveis (alta de preços decorrente do aumento do aço no mercado internacional) - o que na tabela 2 é denominado de núcleo por exclusão “ampliado” -, a inflação recuou em janeiro, ao contrário do que mostraram os núcleos calculados pelas metodologias usuais e o próprio IPCA cheio. Ou seja, esta medida da inflação - com a exclusão de aumentos de preços produzidos por fatores pontuais - reforça a percepção de que, apesar da sua elevação recente, a inflação permanece sob controle.

De qualquer forma, o núcleo por exclusão “ampliado” acima definido mostra que a inflação mensal vem se mantendo em nível excessivamente elevado para o cumprimento da meta de 5,5% de inflação em 2004. De fato, admitindo-se que os preços administrados fiquem em 7,8% (estimativa atual do Copom), os preços livres poderão subir apenas 4,5% neste ano. Como estes preços subiram 0,7% em janeiro, sobriam 3,8% para o restante do ano, ou 0,34% de alta ao mês. Ocorre que a alta dos preços livres exclusive alimentos e automóveis - o núcleo por exclusão “ampliado” - tem sido superior a estes 0,34% nos últimos meses, e ficou próximo de 0,6% ao mês no bimestre dezembro/janeiro. E quando se observa, na tabela 2, o núcleo dos preços livres pelo critério médias aparadas, a situação ainda é pior: uma alta de quase 0,7% ao mês no último bimestre.

Tabela 2 - Inflação (IPCA) - variações percentuais

	nov/03	dez/03	jan/03
1) Índice Geral	0,34	0,52	0,76
1.1) Preços Administrados	0,34	0,47	0,84
1.2) Preços Livres	0,36	0,54	0,73
2) Núcleos			
2.1) Exclusão ⁽¹⁾	0,38	0,63	0,64
2.2) Exclusão "ampliada" ⁽²⁾	0,42	0,62	0,55
2.3) Médias Aparadas ⁽³⁾			
i) Índice Geral	0,59	0,71	0,8
ii) Preços Livres	0,39	0,61	0,75

Fonte: IBGE - Elaboração : Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Notas: (1) Exclusão de alimentos e preços administrados

(2) Exclusão de alimentos, preços administrados e automóveis (cujo aumento recente de preços decorre da alta do preço do aço no mercado internacional)

(3) Médias aparadas assimétricas - metodologia núcleo desagregado

Além dos núcleos de inflação estarem em patamares elevados, outros fatores de preocupação sobre o comportamento dos preços nos próximos meses são: i) o impacto inflacionário da nova Cofins; ii) a possibilidade dos aumentos dos preços industriais no atacado desde dezembro chegarem nos preços ao consumidor (até agora este repasse limitou-se à elevação dos preços dos automóveis). Mas, mesmo levando-se em conta todos estes fatores, tudo indica que o IPCA ficará confortavelmente abaixo do teto de 8% definido como meta para este ano. A provável estabilidade da taxa de câmbio, a recuperação moderada da massa salarial e da demanda por bens diretamente associados à evolução da renda dos consumidores (como é o caso dos não-duráveis) ao longo do ano, a existência de um grau relativamente elevado de capacidade ociosa na economia, e as expectativas inflacionárias que continuam bem comportadas serão trunfos para que a inflação fique dentro da meta.

O problema é que o objetivo do Banco Central de manter a inflação muito próxima do centro da meta (5,5%) parece cada vez mais difícil de ser atingido. E, dependendo do comportamento da inflação nos próximos meses, a insistência do Copom na realização deste objetivo poderá inviabilizar a continuidade da queda da taxa Selic, o que acabaria deslocando para cima a curva de juros futuros, afetando negativamente o ritmo de crescimento da economia. Até o momento a interrupção da redução da taxa Selic não produziu alterações significativas nas taxas de juros mais longas (swap pré X DI de 180 e 360 dias), que são o principal canal através do qual a taxa Selic afeta a atividade econômica, e, portanto, não trouxe danos maiores à continuidade do crescimento. Mas o comportamento da inflação e a atuação do Copom nos próximos meses poderão, eventualmente, produzir uma elevação dos juros futuros - com reflexos negativos sobre o crescimento - se as pressões inflacionárias se intensificarem e o Banco Central atuar de forma excessivamente rígida, em condições desfavoráveis, na busca de uma inflação próxima do centro da meta. Assim, o nosso cenário básico, de uma taxa elevada do crescimento do PIB em 2004 (acima de 4,0%), tem como premissa a possibilidade do

controle da inflação no restante do ano se mostrar compatível com a redução gradual da taxa Selic, tal como está implícita atualmente nos juros de mercado mais longos.

Quanto à atividade econômica, o destaque no desempenho recente foi o mau resultado da produção industrial em dezembro: medida por médias móveis trimestrais, a produção industrial teve seu crescimento interrompido neste mês, depois de quatro meses de expansão vigorosa (tabela 3). Não obstante a perda de fôlego da indústria no final do ano passado, o fato de que nos meses anteriores a produção industrial havia crescido muito minimiza, por certo, o significado da sua queda em dezembro, que provavelmente representou apenas uma parada transitória para ajuste de estoques - aliás, oscilações pontuais da atividade econômica em períodos de saída de uma recessão são perfeitamente normais, e também ocorreram em retomadas anteriores de crescimento.

Tabela 3 - Evolução da Produção Industrial (1991 =100)* - Média Móvel Trimestral

	dez/02	jun/03 (a)	nov/03	dez/03 (b)	b/a (var%)	média de 2003 (c)	Carry-over fev 04 b/c(var%)
Indústria Geral	131,23	127,01	133,65	133,55	5,15	129,99	2,74
Bens de Capital	124,87	120,54	134,66	135,37	12,3	125,86	7,56
Bens Intermediários	133,93	130,15	136,94	137,72	5,82	133,91	2,85
Bens de Consumo Duráveis	157,95	141,71	166,71	167,71	18,35	152,7	9,83
Bens de Consumo semiduráveis e não duráveis	111,86	106,95	107,2	105,06	-1,77	106,6	-1,44

Fonte: IBGE

* série com ajuste sazonal

De todo modo, a recuperação da indústria vem se baseando essencialmente na expansão do crédito e na continuidade do bom desempenho das exportações, e não na expansão da massa salarial. Em decorrência, o crescimento da indústria, de meados de 2003 para cá, vem sendo bastante desigual do ponto de vista setorial: muito forte nos segmentos de bens de consumo durável e de bens de capital (respectivamente, 18,4% e 12,3% no acumulado dos terceiro e quarto trimestres do ano passado), também muito bom nos bens intermediários (5,8% nestes dois trimestres), e negativo no segmento de não-duráveis (-1,8% neste período), que depende diretamente da evolução da massa salarial. E o comportamento ainda frustrante da massa salarial - caso não comece imediatamente a ser revertido - poderá se constituir numa restrição importante para a continuidade de um ritmo forte de crescimento da indústria nos próximos meses. Como mostra a tabela 4, a massa real de rendimentos (PME/IBGE) ainda não deu sinal de recuperação, após a sua queda acentuada no final de 2002 e início de 2003 (por conta da aceleração da inflação neste período), tendo, inclusive, sofrido novas quedas nos terceiro e quarto trimestres do ano passado (de, respectivamente, 0,9% e 0,6% em relação aos trimestres anteriores).

Mas do conjunto de indicadores relevantes sobre a atividade econômica, apresentados na tabela 4, apenas a massa salarial continua tendo um comportamento negativo. As vendas do comércio varejista que vinham tendo quedas acentuadas ao longo de 2003 (relativamente a igual período do ano anterior) já tiveram um ligeiro crescimento no quarto trimestre, e em dezembro cresceram 3,2% sobre dezembro de 2002. Também é nítida, na tabela 4, a expansão do crédito no final de 2003: medido por fluxos de concessões com recursos livres, o crédito concedido no quarto trimestre de 2003 já foi praticamente igual ao do mesmo período de 2002 (e em dezembro 5,5% superior ao deste mês em 2002), revertendo o quadro negativo dos trimestres precedentes, de queda

acentuada em relação ao ano anterior. Finalmente, dois outros indicadores - importações e arrecadação da Cofins (tributo que melhor reflete a atividade econômica) - também confirmam a recuperação da economia. No trimestre novembro 03 / janeiro 04, as importações dessazonalizadas foram 11,9% superiores às do segundo trimestre de 2003, refletindo claramente a retomada do crescimento neste período. E a receita da Cofins no trimestre mais recente (novembro 03 / janeiro 04), já foi 2% superior à de 12 meses antes. Portanto, são muitas as indicações de que a retomada do crescimento está em curso. E é bem provável que nos próximos meses a massa salarial também comece gradualmente a se recuperar, o que dará mais consistência ao crescimento.

Tabela 4 - Indicadores relevantes sobre o nível de atividade

	2º Tri/03	3ºTri/03	4º Tri/03	nov/03-jan/04
1) Produção Industrial (1)				
var % contra trimestre imediatamente anterior *	-2,4	1,8	3,3	-
var % contra igual período do ano anterior	-2,3	-0,1	1,5	-
2) Vendas no comércio varejista (2)				
var % contra igual período do ano anterior	-5,2	-4,4	0,2	-
3) Crédito - fluxos de concessões com recursos livres (deflator = IPCA)				
var % contra igual período do ano anterior	-3,9	-4,9	-0,3	-
4) Massa de Rendimentos (3)				
var % contra trimestre imediatamente anterior *	-2,3	-0,9	-0,6	-
var % contra igual período do ano anterior	-7,4	-11,5	-10,4	-
5) Importações				
var % contra trimestre imediatamente anterior *	-3,5	0,5	12,5	2,9
var % contra igual período do ano anterior	-2,0	-6,1	17,5	13,7
6) Cofins				
var % contra igual período do ano anterior	0,9	-8,9	-0,4	2,0

Fonte : IBGE, Banco Central

* com base em dados dessazonalizados

Notas: (1) Dados da PIM/PF do IBGE

(2) Índices de Vendas Reais no Varejo Brasil (IBGE)

(3) Massa de rendimentos reais habitualmente recebidos, obtida a partir das séries de rendimento médio real habitualmente recebido e pessoal ocupado da PME/IBGE

Nas condições atuais - interrupção temporária da redução da taxa Selic e queda da produção industrial em dezembro - será que as perspectivas de um bom desempenho da indústria em 2004 ainda se mantêm? A variável-chave para a continuidade do crescimento reside na trajetória da taxa de juros. E, pelo menos até agora, como assinalado anteriormente, a decisão do Copom de manter a taxa Selic em 16,5% não alterou de forma significativa os juros futuros mais longos, que continua indicando a expectativa do mercado de uma redução gradual da taxa Selic nos próximos 12 meses, e parecem perfeitamente compatíveis com a continuidade do crescimento.

De 1995 para cá, períodos de queda das taxas de juros (da taxa Selic e, em particular, das taxas de juros de mercado mais longas, as que mais influenciam a atividade econômica) vieram sempre acompanhados de um crescimento vigoroso da indústria. E é interessante notar, na experiência dos últimos anos, que a resposta da atividade econômica à taxa de juros aparentemente esteve mais associada à sua trajetória do que propriamente ao seu nível real. No caso da indústria, em períodos em que a trajetória da taxa de juros foi nitidamente cadente, mesmo com juros ainda muito altos sempre foi possível manter um ritmo de crescimento bastante expressivo, que na última retomada longa (do segundo trimestre de 1999 ao primeiro trimestre de 2001) foi de cerca de 6,5%

a.a. durante dois anos. Portanto, à luz das retomadas anteriores - e do vigor do crescimento nos primeiros seis meses da atual recuperação da economia -, tudo indica que, caso seja mantida a trajetória de queda das taxas de juros indicada pelos juros mais longos (swap pré X DI de 360 dias), a indústria continuará se expandindo a taxas razoavelmente elevadas ao longo deste ano. Por certo, a partir de 2005 a manutenção de uma taxa elevada de crescimento somente será possível se houver um aumento substancial da taxa de investimento que eleve a capacidade produtiva. Mas neste ano, dado o grau de capacidade ociosa existente, ainda será basicamente o comportamento da demanda, diretamente relacionado com a evolução da taxa de juros, que determinará o ritmo de crescimento.

Dado o resultado pior do que o esperado da indústria em dezembro, o “carry-over” para 2004 - medido pela relação entre a produção industrial no quarto trimestre e a produção média em 2003 - não será tão favorável quanto se imaginava na Carta de Conjuntura de janeiro. Ainda assim, a produção industrial no quarto trimestre ficou 2,7% acima da média do ano passado (tabela 3), o que significa que este seria o crescimento da indústria em 2004, caso a indústria permanecesse estagnada ao longo de todo este ano. Admitindo-se, como cenário mais provável, uma expansão da produção industrial por trimestre entre 1,0% e 1,5% ao longo deste ano, o crescimento industrial em 2004 ficará entre 5,3% e 6,7%. Mas uma premissa básica para a concretização deste cenário é que, como já salientado, a trajetória de queda gradual da taxa Selic, implícita nas taxas de juros mais longas (swap pré X DI de um ano) de fato se confirme.

Tabela 5: Projeções de Mercado e do Grupo de Conjuntura

Variável	2003	2004	
		Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	9,30	6,02	6,50
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	0,10	3,68	4,50
Contas Fiscais (em % do PIB)			
Saldo Primário	4,40	4,25	4,25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	24,80	20,70	24,40
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	4,05	-2,00	2,00
Taxa de Câmbio			
Final do Ano	2,89	3,10	3,00
Média do Ano	3,07	3,01	2,93
Taxa Selic			
Acumulada no ano	23,35	15,06	15,00
Final do Ano	16,50	13,80	13,50

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

*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 13/02/04 (Focus).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

Recuperação Industrial perde fôlego?

Embora tendo obtido em 2003 o resultado mais baixo (0,3% de crescimento) dos últimos quatro anos, a trajetória do setor industrial no ano passado foi marcada por duas fases bem distintas. Na primeira, período que foi de dezembro de 2002 a julho de 2003, o índice de média móvel trimestral exibiu um recuo de 3,7% para o total do setor, com perdas nas quatro categorias de uso, em especial na de bens de consumo duráveis (-10,1%). Recuaram também mais que a média da indústria os segmentos de semiduráveis e não duráveis (-5,0%) e de bens de capital (-4,6%). Esses três segmentos foram as áreas relativamente mais sensíveis ao aperto monetário que marcou a política econômica nos primeiros meses do novo governo. Nesse contexto, mesmo o setor de bens intermediários, mais articulado às exportações e à agroindústria, áreas que sustentaram um bom desempenho ao longo de todo o ano passado, também reduziu o nível de atividade, em -3,1% (tabela 1).

Tabela 1
Índices Mensais de Base Fixa (1991=100)*
Média Móvel Trimestral

Segmentos	Dez 02 (1)	Jul 03 (2)	Dez 03 (3)	(2) / (1)	(3) / (2)
Indústria Geral	131,2	126,3	133,6	-3,7	5,8
Bens de Capital	124,9	119,1	135,4	-4,6	13,7
Bens Intermediários	133,9	129,8	137,7	-3,1	6,1
Bens de Consumo Duráveis	158,0	142,0	167,7	-10,1	18,1
Bens de Consumo Semiduráveis e não Duráveis	111,9	106,3	105,1	-5,0	-1,1

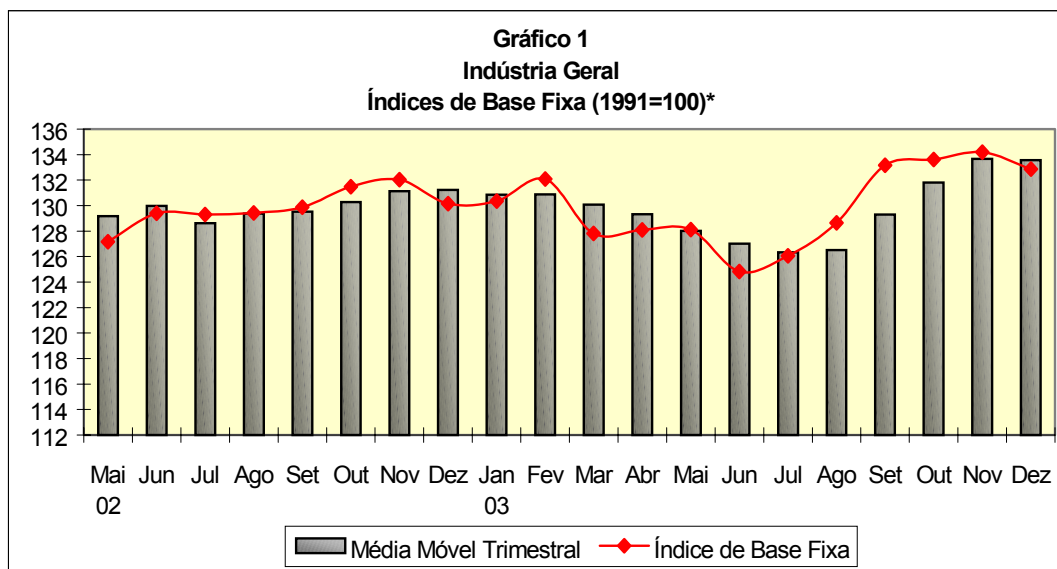
Fonte: IBGE - Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física

*série com ajuste sazonal

A progressiva flexibilização da política monetária e a melhora nas expectativas que se seguiu à queda nos índices de preços, tiveram reflexos pelo lado real da economia a partir do início do segundo semestre. Assim, a produção total da indústria acumulou expansão de 5,7% entre julho e dezembro do ano passado, segundo o índice de média móvel trimestral, movimento acompanhado por praticamente todas as categorias de uso.

Nesse período, a fabricação de bens de consumo duráveis, área mais sensível a alterações nas condições do crédito, cresceu 18,1%, a de bens de capital 13,7% e a de bens intermediários 6,1%. Por outro lado, o segmento de bens de consumo semi e não duráveis, mais dependente da evolução da massa salarial, voltou a apresentar queda (-1,1%), ainda que bem mais suave que os -5,0% do período anterior.

Se é inegável a reação da atividade produtiva industrial ao longo da segunda metade do ano passado, com o setor mostrando uma elevação no patamar produtivo especialmente a partir de setembro, é também possível verificar uma perda de velocidade neste movimento, que culmina com a queda de 1,0% na passagem de novembro para dezembro, taxa que interrompe uma seqüência de cinco meses de crescimento neste tipo de comparação. A redução assinalada em dezembro levou à estabilização do índice de média móvel trimestral (gráfico 1).



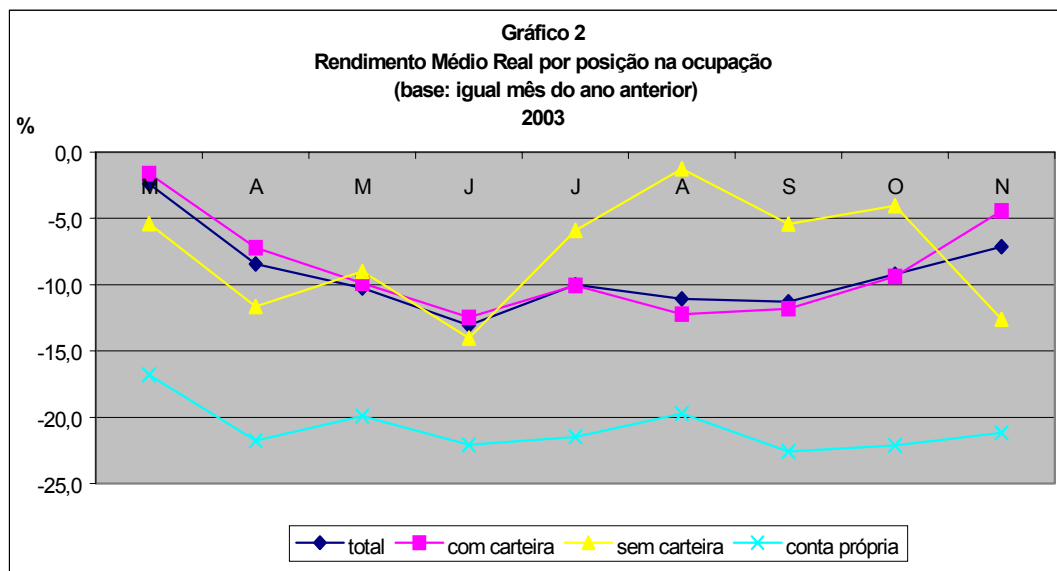
Fonte: IBGE - Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física

*série com ajuste sazonal

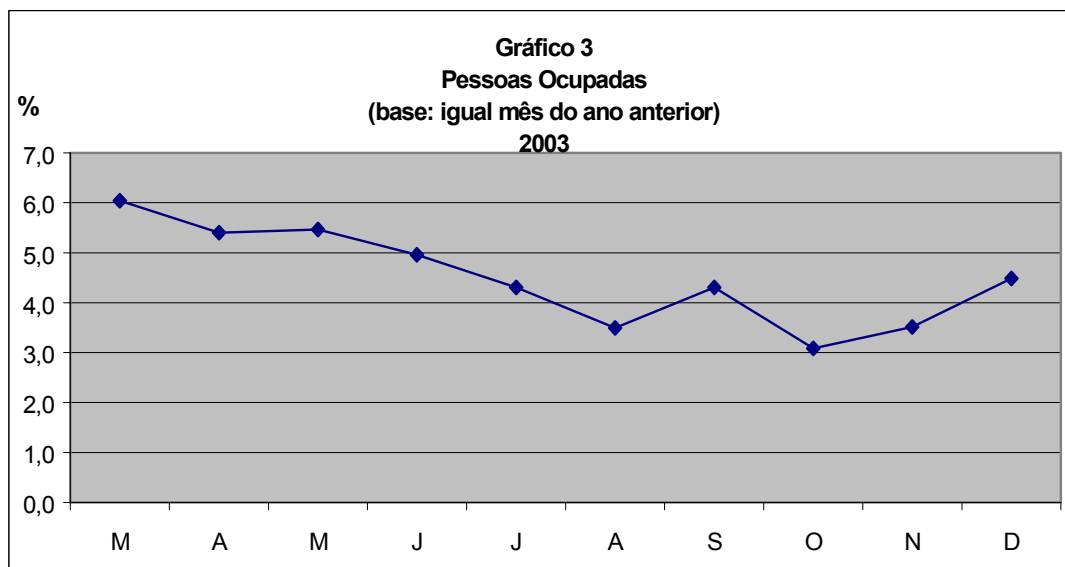
O índice negativo observado na passagem de novembro para dezembro, que teve um perfil generalizado, atingindo 15 dos 20 ramos pesquisados e três das quatro categorias de uso, de certa forma acendeu a luz amarela quanto à continuidade da trajetória de crescimento do setor industrial. Vale mencionar que nos segmentos de bens de capital, intermediários e consumo duráveis, o índice de média móvel trimestral manteve o movimento positivo entre novembro e dezembro do ano passado. A exceção, no que parece ser a principal limitação a uma reação mais firme da produção industrial como um todo, vem da área de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, que mostra desempenho

negativo em diferentes comparações: recua 3,6% entre novembro de dezembro passados, cai 7,7% na relação dezembro 03/dezembro 02 e chega ao final de 2003 com taxa anual de -5,5%, queda mais aguda que as verificadas no início da década de 90, período marcadamente recessivo.

Na base da trajetória negativa de bens de consumo semi e não duráveis está o comportamento dos indicadores sobre o mercado de trabalho. O rendimento médio manteve-se em contração no ano de 2003 (gráfico 2), de forma acelerada no primeiro semestre. No segundo semestre até setembro, com exceção dos empregados sem carteira, houve uma estabilização no ritmo de queda e a partir de outubro inicia-se um movimento ascendente com desaceleração do decréscimo do rendimento médio, puxado pelos empregados com carteira. Note-se que esta evolução ascendente recente não é seguida pelo rendimento dos ocupados sem carteira assinada e é bastante tímida na categoria “conta-própria”. Em suma, não está havendo crescimento do rendimento real e o movimento de diminuição no ritmo de queda não é generalizado, embora esteja presente na categoria mais importante, a dos empregados com carteira assinada. O nível de ocupação cresceu em 2003, mas em trajetória descendente, pelo menos até outubro (gráfico 3). Portanto não faltam motivos para a menor produção de bens de consumo semiduráveis e não duráveis.



Fonte: IBGE - Pesquisa Mensal de Emprego



Fonte: IBGE - Pesquisa Mensal de Emprego

O movimento negativo da atividade industrial em dezembro, após cinco meses de crescimento, pode estar associado a uma desaceleração para ajuste de estoque, característica dessa época do ano. No entanto, a manutenção de índices negativos pelo lado do mercado de trabalho ao final de 2003 (desemprego elevado, precarização da ocupação e queda significativa no rendimento real), pode restringir as possibilidades de expansão da atividade no início de 2004. Favoravelmente, vale mencionar as boas perspectivas para o setor agrícola; a sustentação do crescimento das exportações; o aumento das importações a partir dos últimos meses de 2003, sobretudo das importações de bens de capital; as expectativas positivas detectadas nas sondagens junto às empresas industriais; e os índices sobre o comércio varejista que, em dezembro de 2003, mostram um acréscimo de 3,2% sobre dezembro de 2002, no primeiro resultado positivo neste tipo de comparação desde novembro de 2002, quando o acréscimo foi de apenas 0,02%.

Cabe observar ainda, que o patamar de produção do setor industrial no último trimestre do ano passado supera em 2,7% a média de 2003, o que já torna favorável a comparação 2004/2003. Se a indústria, ao longo deste ano, “parasse” o patamar produtivo no mesmo nível do final do ano passado, já garantiria 2,7% de crescimento para 2004.

Inflação

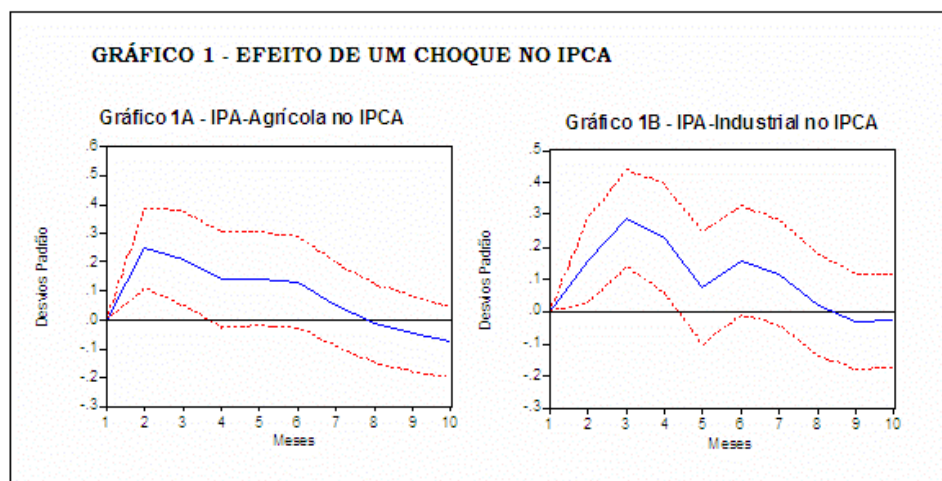
Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

HÁ ALGO A MAIS DO QUE SAZONALIDADE ?

I – INTRODUÇÃO

Os índices principais de inflação ao consumidor no início de 2004 tem sido o resultado de dois movimentos distintos – o primeiro derivado da sazonalidade característica dos alimentos e educação. Alternativamente, tem sido constatado tentativas de remarcação com o intuito de repassar o aumento nos custos em setores oligopolizados.

No caso dos alimentos, espera-se que seu efeito termine a partir de março, quando os preços ao consumidor refletirão o efeito defasado da queda recente do IPA-Agrícola. A partir do Gráfico 1A é possível constatar que a resposta máxima do IPCA a um estímulo no IPA-Agrícola se dá em dois meses.



É provável que os aumentos ligados à educação e serviços em geral, incluam reajustes preventivos, no sentido de repassar o aumento recente na alíquota da COFINS e da evolução assimétrica dos preços administrados nos últimos anos.

Por outro lado, os repasses relacionados à alta do preço de algumas *commodities* que servem de insumo para setores industriais estratégicos,

poderão representar pressões nos setores de duráveis e alimentos industrializados. Nesse caso, o IPA-Industrial serve como um indicador antecedente e é provável que grande parte de seu recente aumento ocorra nos próximos três meses (vide Gráfico 1B).

Em janeiro o IPCA e o IPC-DI apresentaram a maior diferença dos últimos anos (0,76% e 1,08% respectivamente). Esse efeito ocorreu, em grande parte, pois no IPCA as variações relacionadas a educação só são computadas a partir de fevereiro (vide Tabela 1). Além disso, o segmento de alimentos variou no IPC-DI 1,98% contra 0,88% no IPCA. Se o IPCA de janeiro tivesse levado em consideração os preços relacionados à educação a inflação teria sido de aproximadamente 1%.

Tabela 1 - Principais Aumentos dos Subítemos - Categoria e Contribuição - Jan/2004

Subítemos	Contribuição		Subítemos	Contribuição	
	individual	Acumulada		individual	Acumulada
1 Energia Elétrica	0,100	0,100	1 Tomate	0,12	0,12
2 Automóvel Novo	0,046	0,146	2 Curso de Ensino Superior	0,11	0,23
3 Arroz	0,035	0,181	3 Curso de Ensino Fundamental	0,05	0,28
4 Gás	0,028	0,209	4 Curso de Ensino Médio	0,05	0,33
5 Condomínio	0,027	0,236	5 Cigarro	0,03	0,36
6 Automóvel Usado	0,027	0,263	6 Manga	0,03	0,39
7 Tomate	0,025	0,288	7 Abacaxi	0,02	0,41
8 Feijão - carioca (rajado)	0,024	0,312	8 Mamão	0,02	0,43
9 Gasolina	0,020	0,332	9 Curso de Ensino Pré-escolar	0,02	0,45
10 Plano de saúde	0,019	0,350	10 Feijão	0,02	0,47
11 Lanche	0,018	0,368	11 Gasolina	0,02	0,49
12 Alcool	0,018	0,386	12 Arroz	0,02	0,51
13 Cigarro	0,017	0,403	13 Hotel	0,018	0,528
14 Taxa de água e esgoto	0,014	0,417	14 Plano e Seguro Saúde	0,017	0,545
15 Alcatra	0,013	0,430	15 Curso de Língua Estrangeira	0,017	0,562

Fonte : Elaboração Própria a partir de Dados do IBGE

II - PROJEÇÃO PARA O IPCA EM 2004

O IE/UFRJ projeta para o ano de 2004, inflação do IPCA de 6,5%. O cenário foi construído a partir da expectativa de uma política monetária mais acomodativa ao longo do ano. Isto é, o Banco Central trabalharia, mesmo que implicitamente, com o intervalo superior (de 5,5% a 8%) da meta desse ano e isso tornaria legítima a atual estrutura a termo. Por outro lado, se o Banco Central decidir alcançar a meta central a ferro e fogo, existem motivos para questionar a trajetória de juros futuros. Por exemplo, a partir da projeção esperada no primeiro trimestre (1,78%) seria necessário que os preços livres apresentassem média mensal de 0,29% entre abril e dezembro para seja factível o centro da meta (vide Tabela 2). De acordo com nossas projeções, essa média poderia ser de 0,44%.

Tabela 2 - Exercício para Atingir a Meta Central

	Média Mensal	
	Esperada	
<hr/>		
1 - Resultado Esperado de Janeiro a Março		
- Preços Administrados	1,3	0,44
- Preços Livres	1,9	0,63
<u>IPCA total</u>	1,8	0,60
<hr/>		
2 - Resultado Esperado de Abril a Dezembro		
- Preços Administrados (para projeção do BC)	6,4	0,69
- Preços Livres	2,6	0,29
<u>IPCA total</u>	3,7	0,40
<hr/>		
IPCA TOTAL	5,5	
ADMINISTRADOS	7,8	
LIVRES	4,6	
<hr/>		

Em todo caso, a projeção de preços livres para 2004 é de 6% ante uma variação de 7,8% registrada no ano anterior. O cenário base inclui a previsão do Banco Central de 7,8% para os preços de administrados. Entretanto, possíveis desvios de nossas projeções serão em função da projeção nos preços administrados. É possível que o resultado no final do ano seja mais elevado devido ao aumento do preço internacional do petróleo e do repasse da COFINS.

É importante mencionar uma característica importante dos preços administrados: podem ser dividido em dois sub-conjuntos de preços. Um componente pré-fixado, que é o reflexo dos contratos do governo e outro pós-fixado que abrange o setor de combustíveis. Este último pode ser considerado um comercializável, pois seu preço é fixado em relação a variáveis do mercado, lê-se preço do petróleo e variação da taxa de câmbio. Uma evidência importante é que a variação de 13,2% dos preços administrados em 2003 contou com uma situação particular de queda elevada dos pós-fixados e que não tende a ocorrer mais em 2004 - queda da cotação internacional do preço do petróleo em conjunto com apreciação nominal do câmbio. De todo modo, a variação em 2003 dos pré-fixados foi de 18,7% enquanto que os pós-fixados fecharam o ano com deflação de 0,2%. Em janeiro nessa mesma desagregação a taxa acumulada em 12 meses é de 16,2% e -6,4% respectivamente.

TABELA 3 - PRINCIPAIS DESAGREGAÇÕES DOS PREÇOS LIVRES / ADMINISTRADOS

	ago/03	set/03	out/03	nov/03	dez/03	jan/04
1 - IPCA	0,4	0,8	0,3	0,3	0,5	0,8
- Var em 12 meses	15,1	15,1	14,0	11,0	9,3	7,7
2 - PREÇOS LIVRES	0,2	0,5	0,4	0,4	0,5	0,7
- Var em 12 meses	13,8	13,2	12,1	9,7	7,8	6,5
3 - PREÇOS ADMINISTRADOS	0,9	1,4	0,1	0,3	0,5	0,8
- Var em 12 meses	18,4	20,2	18,9	14,4	13,2	9,9
3.1 - Pré-Fixados	1,1	1,5	0,3	0,7	0,6	0,8
- Var em 12 meses	18,8	20,1	19,6	18,7	18,2	16,2
3.2 - Pós-Fixados	0,0	1,3	-0,7	-0,8	0,2	1,0
- Var em 12 meses	17,3	20,5	16,7	2,3	-0,4	-6,4
4 - PREÇOS RELATIVOS - ADMINISTRADOS/LIVRES*	120,9	121,9	121,5	121,5	121,5	121,6

Base Ago/99=100

Os principais canais de transmissão da política monetária corroboram o resultado de maior acomodação esperada nos preços livres. A queda da taxa real de juros, o aumento esperado em volume de 20% para o crédito real e a desvalorização esperada da taxa de câmbio são os fatores que não permitem uma queda abrupta dos preços livres em 2004. Além disso ainda existem os repasses de custos represados e do aumento da alíquota do COFINS.

TABELA 3 - PRINCIPAIS CANAIS DE TRANSMISSÃO DE POLÍTICA MONETÁRIA

	jul/03	ago/03	set/03	out/03	nov/03	dez/03	jan/04	fev/04	2004
1 - TAXA DE JUROS									
TAXA SELIC (Efetiva % ao ano)	25,4	23,5	21,0	19,5	18,3	16,9	16,5	16,5	14,0
TAXA SELIC REAL EX-ANTE (Efetiva % ao ano)	17,4	16,2	13,7	12,4	11,6	10,4	9,9	9,9	9,0
TAXA SWAP 360 DC (em % ao ano)	20,9	20,8	18,4	17,6	17,0	15,8	15,4	15,3	13,0
TAXA SWAP REAL 360 DC - EX-ANTE (em % ao ano)	13,3	13,6	11,2	10,6	10,4	9,4	8,8	8,7*	8,0
2 - CRÉDITO									
CRÉDITO REAL - VOLUME PF (i)	51,2	51,6	52,1	52,8	53,4	53,5	-	-	64,2
VAR. 12 MESES	-5,8	-4,8	-4,0	-1,7	2,2	5,92	-	-	20
CRÉDITO REAL - TAXA PF	77,9	74,5	70,7	69,4	68,2	66,6	-	-	-
VAR. 12 MESES	3,9	-1,0	-5,3	-12,5	-17,7	-20,2	-	-	-
3 - EXPECTATIVAS									
EXPECTATIVA DO IPCA EM 12 MESES	6,8	6,3	6,4	6,3	6,0	5,9	6,0	6,0	5,0
4 - TAXA DE CÂMBIO									
PTAX MÉDIA NO MÊS	2,97	2,97	2,92	2,86	2,95	2,89	2,94	2,90	3,10
VAR. 12 MESES	-13,5	-1,8	-24,9	-21,6	-18,9	-18,2	-18,1	-17,4	10,0

(i) em R\$ bilhões - deflacionado pelo IPCA

(ii) Taxa Média Mensal - em % ao ano

* Swap Pre-DI em 17/fev/04 e Expectativa sobre IPCA acumulado em 12 meses contida no Relatório de Mercado do Bacen em 13/fev/04

- TENDÊNCIA, NÍVEL E INFLAÇÃO SUBJACENTE

As principais metodologias de Núcleo apresentaram crescimento elevado ou estão estabilizadas em um nível muito elevado.

O principal núcleo monitorado pelo Grupo de Conjuntura é o Desagregado. Essa metodologia registrou variação de 0,8% em janeiro ante 0,71% no mês anterior. Entretanto, na comparação com o IPCA-15,

o resultado é de estabilidade. A expectativa é de que o núcleo desacelere a partir de fevereiro.

Uma evidência de que os aumentos são generalizados pode ser vista pela variação do Núcleo Médias Aparadas sem suavização. O principal resultado é que mesmo retirando cada vez mais as variações extremas, o valor do núcleo continua elevado. Por exemplo, o núcleo que retira 60% dos preços extremos registrou 0,52% em janeiro.

Um importante indicador para analisar se os aumentos estão disseminados em todos os setores de preços é dado pelo Núcleo de Exclusão. O resultado de 0,64% de janeiro representa um nível elevado de generalização de preços. Adicionalmente, foi calculado a partir da mesma metodologia o núcleo que excluía também os preços dos automóveis. O resultado foi 0,55% em janeiro e descarta a hipótese levantada pelo mercado de que os aumentos estão concentrados em alguns itens específicos.

Finalmente, o principal indicador que avalia se há generalização nos aumentos de preços é o índice de Generalidade. Nos últimos meses o Banco Central tem monitorado essa variável, pois ele é um importante indicador antecedente de pressão inflacionária. A generalidade aumentou de 0,65 para 0,71. Isto é, 71% dos preços que compõe o IPCA estão apresentando variação estritamente positiva. Estudos realizados pelo Grupo de Conjuntura concluem que em situações de normalidade esse índice se situa entre 0,58 e 0,60. A mediana das variações positivas e o desvio padrão agravam o cenário, pois sugerem que os preços estão mais generalizados em um nível mais elevado e com maior volatilidade.

TABELA 4 - NÍVEL - TENDENCIA - NUCLEO

	jul/03	ago/03	set/03	out/03	nov/03	dez/03	IPCA-15 Jan	jan/04
1 - IPCA - ÍNDICE GERAL	0,2	0,36	0,78	0,29	0,34	0,52	0,68	0,76
2 - NÚCLEO DA INFLAÇÃO								
2.1 - METODOLOGIA MÉDIAS APARADAS								
- Metodologia Desagregado *	0,52	0,50	0,70	0,65	0,59	0,71	0,79	0,80
- Metodologia Médias Aparadas sem Suavização (20%)	0,23	0,34	0,56	0,25	0,30	0,50	-	0,65
- Metodologia Médias Aparadas sem Suavização (40%)	0,28	0,33	0,57	0,26	0,29	0,47	-	0,56
- Metodologia Médias Aparadas sem Suavização (60%)	0,28	0,29	0,56	0,27	0,26	0,43	-	0,52
2.2 - METODOLOGIA EXCLUSÃO								
- Metodologia Exclusão Prévia	0,38	0,37	0,37	0,37	0,38	0,63	0,76	0,64
- Metodologia Exclusão - Alimentos - Administrados e Automóveis	0,37	0,44	0,44	0,51	0,42	0,62	-	0,55
2.3 - METODOLOGIA ESTATÍSTICA								
- Metodologia Mediana não Ponderada	0,21	0,23	0,34	0,37	0,22	0,38	0,57	0,68
3 - GENERALIDADE								
- Generalidade (em % - subitens com variação positiva)	0,57	0,56	0,63	0,61	0,57	0,65	0,68	0,71
- Mediana das Variações Positivas	0,91	0,90	1,01	1,01	0,91	1,00	1,15	1,23
- Desvio Padrão das Variações Positivas	2,91	2,21	2,91	2,95	3,30	1,88	3,32	3,69

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

- O NÚCLEO DOS PREÇOS LIVRES E SUAS DESAGREGAÇÕES

TABELA 5 - NUCLEO E AS DESAGREGAÇÕES DOS PREÇOS LIVRES

	ago/03	set/03	out/03	nov/03	dez/03	IPCA-15 Jan	jan/04
1 - PREÇOS LIVRES	0,15	0,52	0,41	0,36	0,54	0,72	0,73
- NÚCLEO	0,23	0,53	0,45	0,39	0,61	0,75	0,75
2 - DESAGREGAÇÃO COMERCIALIZAÇÃO COM EXTERIOR							
- Comercializáveis	0,07	0,63	0,54	0,25	0,51	0,66	0,54
- Núcleo	0,15	0,69	0,58	0,37	0,66	0,78	0,72
- Não - Comercializáveis	0,25	0,33	0,23	0,50	0,57	0,84	1,01
- Núcleo	0,46	0,36	0,27	0,46	0,54	0,71	0,79
3 - DESAGREGAÇÃO CATEGORIA DE USOS							
- Serviços	0,60	0,41	0,42	0,39	0,46	0,58	0,73
- Núcleo	0,38	0,38	0,37	0,34	0,37	-	0,41
- Duráveis	-0,12	-0,04	-0,20	0,06	0,33	0,73	0,88
- Núcleo	0,28	0,20	0,11	0,10	0,13	-	0,24
- Não - Duráveis	-0,07	0,74	0,49	0,32	0,56	0,84	0,87
- Núcleo	0,72	0,70	0,63	0,56	0,56	-	0,56
- Semi - Duráveis	0,25	0,72	0,89	0,90	0,97	0,78	0,35
- Núcleo	0,57	0,64	0,72	0,78	0,84	-	0,63

O principal função do núcleo pelas desagregações é investigar de qual setor vem as pressões inflacionárias.

No critério comercialização com o exterior a maior influencia vêm do núcleo dos não-comercializáveis. A queda em janeiro do núcleo de comercializáveis sugere que os preços nesse setor tendem a cair mais rapidamente. Esse resultado já era esperado pela expectativa de recuperação dos preços relativos. No critério categoria de usos, o núcleo de duráveis foi eficiente em retirar as variações extremas(vide Gráfico 2)

Em todo caso, a principal evidencia é que a trajetória dos preços livres está situada em um nível que não permite a convergência para o centro da meta em 2004.

Seção Coppead

Professora Leticia Casotti
Pesquisadora Maribel Soares

Fazer marketing sem conhecer marketing: uma lição do terceiro setor para as empresas

Uma pesquisa recente realizada no COPPEAD procurou investigar como duas importantes organizações do Terceiro Setor – Afro Reggae e Comitê para Democratização da Informática (CDI) - vêm e colocam em prática conceitos e ferramentas do Marketing no desenvolvimento de suas atividades. Os resultados mostram que, se por um lado elas têm muito a ganhar com esse conhecimento criado originalmente para os negócios, por outro, também podem representar bons exemplos para os profissionais de marketing em atividade nas empresas.

O Afro Reggae desenvolve diversos programas em quatro comunidades do Rio de Janeiro – Vigário Geral, Parada de Lucas, Cantagalo e Cidade de Deus. No total são atendidos diretamente pelo projeto cerca de 500 pessoas, que participam de oficinas de música, circo, teatro, dança, vídeo e informática. Atuando em locais dominados pelo narcotráfico, o objetivo é desviar os jovens do caminho da criminalidade.

Já o CDI trabalha a inclusão social através da inclusão digital. Seu trabalho consiste na assessoria para montagem e gestão das chamadas Escolas de Cidadania e Informática (EICs), bem como a doação e manutenção de computadores. Utilizando o modelo de “franquia social” através da realização de parcerias, o CDI totaliza 833 escolas, contando com 1.662 educadores, cerca de 501 mil educandos formados e mais de 4,1 mil computadores instalados. Só no Brasil, está presente em 20 estados e 37 cidades. Também é possível encontrar CDIs em países tão distintos quanto Japão, Colômbia, Uruguai, México, Chile, África do Sul, Angola, Honduras, Guatemala e Argentina.

O conceito de marketing, embora muito simples de ser compreendido, mostra-se muito difícil em sua prática que exige o constante exercício de se colocar no lugar do consumidor. No seu discurso, Afro Reggae e CDI demonstram forte preocupação em entender, ouvir e se aproximar do seu público-alvo, modificando suas ofertas a partir dessa interação. De maneira informal, essas instituições se colocam numa posição de “intimidade” com seus clientes. Para isso seus funcionários dedicam grande parcela do seu tempo e esforços em conversas, reuniões e seminários:

“(...) a nossa estratégia é muito do dia-a-dia, da convivência, da troca. Buscando entender e ser entendido. (...) Buscamos também estar conectados com os movimentos que surgem - não só sociais, mas os movimentos de pensamento, os movimentos das donas de casa (...)”. (José Jr., coordenador executivo Afro Reggae)

Desta forma, tanto no Afro Reggae quanto no CDI os “produtos” são criados e aperfeiçoados em parceria com os clientes. Até mesmo por isso suas ofertas são “únicas” e não resultado do modelo de outras organizações. No CDI, o desenvolvimento do produto (EIC) se dá a partir da interação entre CDI e o parceiro local, que tem liberdade para adaptar a metodologia ao perfil do seu público. Sem impor padrões rígidos, o CDI abre espaço para que os coordenadores pensem sua oferta de acordo com a particularidade do seu público.

“Nós temos, por exemplo, em Angra um projeto com populações indígenas de lá. Então, só no Rio de Janeiro, temos não só uma área vasta, porque é muito distribuída, mas também realidades muito diversas. Um subúrbio pobre de Nova Iguaçu é diferente de uma favela urbana no meio do Rio de Janeiro”. (Ricardo Prado Schneider, coordenador CDI-RJ)

No Afro Reggae, o desenvolvimento de “novos produtos” pode seguir pelo menos dois caminhos distintos, sendo pensado dentro da estrutura ou surgir a partir de uma iniciativa externa, da própria comunidade. Essa abertura ao que acontece fora da instituição fez com que o Afro Reggae adotasse três bandas criadas espontaneamente por meninos de Vigário Geral.

Além do que poderia ser chamado de um processo mais flexível para desenvolver produtos, as duas organizações procuram incorporar sugestões dos clientes em suas melhorias. Assim, insatisfações e sugestões podem levar a mudança na configuração do que oferecem:

“Muitas vezes uma fala de um garoto pode mudar o Afro Reggae inteiro. (...) Isso acontece: um problema, uma solução, um pedido, uma fala faz a gente mudar de rumo - não o rumo institucional, não da essência, mas da forma de atuação”. (José Jr., Coordenador Afro Reggae)

Para o marketing, preço não é uma declaração apenas de custos, mas principalmente de valor. Esse parece ser um princípio desta duas instituições que procuram adequar os “preços” à realidade dos seus clientes. Embora não cobre qualquer valor monetário dos seus parceiros comunitários, O CDI submete todos os interessados em montar novas ECIs a uma rigorosa análise. Para se candidatar, é preciso produzir um projeto que especifique as condições de instalação e manutenção da escola. Dessa maneira, o CDI faz com que a efetiva constituição de uma escola seja fruto de um esforço sério e bem intencionado, o que considera fundamental para a sua continuidade no futuro.

Seguindo o mesmo raciocínio, o CDI aconselha seus parceiros comunitários a cobrar valores simbólicos dos seus alunos. Os recursos arrecadados são utilizados pela própria escola (nada é pago ao CDI). Aos que não podem arcar com esse valor é dada a opção de realizar algum tipo de trabalho junto à escola. O objetivo é desvincular a iniciativa de uma visão assistencialista e valorizar o serviço que está sendo oferecido.

No Afro Reggae, o “preço” também está associado ao valor que a instituição pretende passar aos jovens interessados:

“Ele [o jovem] chega e começa a participar. Depois que começar a participar do Afro Reggae ele não pode usar drogas, nem álcool, nem tabaco – nenhuma droga, legal ou ilegal. Antes ele pode até usar alguma droga, porque o importante é que ele se motive e entre para o grupo, mas, depois não. Além disso, ele tem que estar na escola e, mais do que isso, participar da vida escolar – ter seu caderno, o boletim em dia. E a maneira de garantir isso são os cerceamentos no ponto que mais afetam o jovem – e que nem sempre é o bolso – que é o fato de não participar das atividades.” (Écio de Salles, Afro Reggae)

Como é possível perceber, a “cobrança” só acontece a partir do momento em que o jovem já conseguiu perceber os benefícios advindos do trabalho do Afro Reggae. Em outras palavras, sua oferta já se tornou, não só mais concreta, mas também mais desejada. A partir dessa compreensão fica mais fácil “pagar” o preço, ou seja, se adequar aos valores do grupo. Na definição do seu preço, Afro Reggae e CDI priorizam a parte intangível – que tem um efeito importante na percepção dos clientes a respeito do valor recebido nas trocas.

A localização também é determinada a partir das necessidade do seu público. No CDI, essa decisão se origina na própria comunidade, que

busca o apoio no CDI. Já o Afro Reggae, por exemplo, declara que só atua em locais violentos:

“A gente recebe solicitações para montar grupos do Afro Reggae em centenas de favelas, até em outros países. Mas nós não temos interesse. (...) A gente pensa muito nisso: se não for violento, a gente não entra”. (José Jr., Afro Reggae)

Por fim, as duas instituições se preocupam com o conteúdo da comunicação gerada para os clientes – procurando retratar efetivamente o que elas oferecem:

“O marketing é fundamental, mas tem que se trabalhar de maneira sensível ao fato de ser uma ONG e não empresa. Tem que ser responsável também: você tem que divulgar o que é a realidade e não pode fazer um marketing comercial no sentido de vender, vender, vender. Você tem a obrigação de fazer um bom trabalho para poder fazer um bom marketing. Se você não faz um bom trabalho, você não vai poder fazer um marketing responsável”. (Ricardo Prado Schneider, CDI)

Mesmo sem dominar a teoria de marketing – nas duas organizações, assim como acontece em muitas empresas, o conceito de marketing é confundido com as atividades de promoção - Afro Reggae e CDI parecem colocar em prática a orientação para seus clientes. Ao contrário de muitas corporações onde as ações de marketing são um fim em si mesmo, a filosofia de marketing se origina na própria missão da organização. A “pesquisa” nasce do verdadeiro desejo de conhecer o que pensa o jovem que está sendo atendido pelo projeto. A satisfação pode ser medida pelas conversas com os alunos (Afro Reggae) e nos encontros mensais, onde os diversos parceiros colocam em discussão os seus problemas (CDI). O “preço” é estabelecido a partir do genuíno interesse de que aquele cliente se envolva com seu produto. Os funcionários se motivam diante da certeza de estar trabalhando por uma causa que vale a pena. O local é definido pela necessidade em relação ao trabalho de cada instituição e a comunicação se preocupa em ser ética. Assim, por trás de cada decisão predomina a preocupação com aquele que está na ponta do trabalho.

Nesse sentido, as duas organizações trazem uma lição importante – que talvez já seja “conhecida”, mas ainda não foi “aprendida” por muitas empresas: é muito mais fácil implementar o marketing quando ele faz parte da filosofia da organização. O genuíno desejo de criar e atender bem aos seus diferentes públicos precisa estar na origem de qualquer

ação. O resto é bom senso, domínio de algumas ferramentas e muito trabalho.

Política Fiscal

Margarida Gutierrez e Francisco Eduardo Pires de Souza

Política Fiscal e Dívida Pública: Cuidado ao Interpretar o resultado da Relação Dívida Pública / PIB !

Os resultados recentemente divulgados das contas fiscais para o ano de 2003 mostram uma enigmática expansão da relação dívida pública/PIB quando se tem em conta o extraordinário superávit primário de um lado, e a apreciação do câmbio, de outro. Entender o que realmente se passou é de suma importância para que não se interprete equivocadamente os impactos dos diferentes fatores condicionantes sobre o comportamento deste indicador crítico do ponto de vista da expectativas dos agentes econômicos.

A variação da relação Dívida/PIB depende da taxa de juros real que incide sobre o estoque da dívida, da variação cambial real, 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, de todas as variáveis em jogo, a única sobre a qual a política fiscal pode, de fato, atuar é o superávit primário.

Em 2003, apesar do maior superávit primário obtido (4,32% do PIB) e da valorização do real de 18,0% em relação ao dólar, a relação Dívida Pública / PIB subiu, passando de 55,5% em dezembro de 2002 para 58,2% em dezembro de 2003. Observando apenas estas informações, muitas análises têm sustentado que o maior esforço fiscal como proporção do PIB e, portanto, redutor da Dívida/PIB, teria sido mais que compensado pelo maior custo financeiro que incidiu sobre a Dívida Pública, em decorrência da austeridade da política monetária que caracterizou o ano de 2003. Nesta versão, as altas taxas de juros praticadas em 2003, apesar do esforço fiscal e da apreciação cambial, não permitiram a redução do principal indicador de solvência das contas públicas.

Fazendo uma análise um pouco mais cuidadosa, verificamos que, em realidade, a dívida pública sofreu um incremento no mesmo período de R\$ 32,03 bilhões (Tabela 1), alcançando um valor nominal 3,6% acima do valor dos estoque da dívida em dezembro de 2002. Fica então evidente que, por qualquer deflator que se use, a dívida pública caiu em termos reais em 2003! Mas, prossigamos raciocinando em termos nominais. O valor do denominador em 2003(PIB), embora ainda não divulgado pelo

IBGE, deveria ter experimentado, no mínimo, um crescimento nominal dado pela inflação do ano de 9,3%, se adotarmos o IPCA, de 8,71% de acordo com o IGP-M e de 10,38% segundo o INPC (o deflator implícito do PIB para o ano, o mais relevante índice de preços para este propósito ainda não foi divulgado). A hipótese de aumento nominal do PIB em 2003 em linha com a inflação pressupõe uma taxa de crescimento real do nível de atividade econômica de 0%. Ora, se o numerador (dívida pública) cresceu apenas 3,6% e o denominador também cresceu, no mínimo, 8,71%, como pode a relação resultante ter aumentado 1,7 pontos percentuais em relação ao PIB?

Tabela 1 - Variação da Dívida Consolidada do Setor Público

Fluxo em R\$ milhões	2001	2002	2003
Juros internos	72.112	96.975	126.050
Juros externos	14.332	17.029	19.160
Variação cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao câmbio	19.182	76.662	-22.722
Variação cambial sobre o estoque (em Reais) da dívida externa líquida	18.250	71.317	-24.882
Esqueletos	18.465	14.286	604
Privatizações	-980	-3.637	0
Superávit Primário	-43.655	-52.390	-66.173
Total	97.704	220.241	32.037

Fonte: BACEN

O aparente paradoxo fica esclarecido pela metodologia utilizada pelo Banco Central para calcular o referido indicador. Em primeiro lugar, trata-se de uma relação que envolve 2 variáveis de naturezas distintas: a dívida, que é um estoque, e o PIB que é um fluxo. O PIB que o IBGE divulga é a preços correntes (médios) do período. Assim, o Banco Central tem que valorizar um PIB relativo aos últimos 12 meses para o mês em que a relação está sendo calculada. Ao utilizar o IGP-DI para esta atualização e não o IPCA ou então o Deflator Implícito do PIB (o mais recomendável porque traduz com mais precisão a variação de preços dos bens e serviços que compõem o PIB), podem ocorrer discrepâncias, caso este índices de preços sejam muito diferentes. E foi exatamente o que ocorreu em 2002. Como todos sabemos, o IGP-DI subiu 26,41% e o IPCA subiu apenas 12,53% naquele ano. Ao valorizar o PIB de dezembro de 2002 pelo IGP-DI, o número encontrado é alto (R\$ 1.587 bilhões) e, portanto, a relação Dívida/PIB está subestimada. Em dezembro de 2003, adotando a mesma metodologia, e utilizando os últimos dados de PIB disponibilizados pelo IBGE (PIBs trimestrais até setembro e anualizados), o valor encontrado é menor em termos nominais (R\$ 1.569 bilhões) em comparação ao de dezembro de 2002, o que, contrariamente,

superestima a relação. Em 2004, em princípio, isto não deve ocorrer, dada a maior convergência esperada para os índices de preços.

Destaques de 2003: O Resultado Primário e o Perfil da Dívida Pública

No ano de 2003 foi possível consolidar a trajetória de queda da inflação, quase atingindo a meta ajustada de 8,5% (o IPCA acumulou uma alta de 9,3%), aprofundou-se o ajuste externo com um superávit de transações correntes de U\$ 4,0 bilhões e do ponto de vista das contas públicas grandes avanços foram obtidos em relação ao ano de 2002.

O superávit primário consolidado totalizou R\$ 66,2 bilhões (4,32% do PIB), superando a meta de R\$ 64,0 bilhões (4,25% do PIB) acertada com o FMI para todo o ano. No entanto, o menor resultado das empresas estatais federais (superávit de 0,63% do PIB), que não atingiram o superávit definido para o ano de 0,70% do PIB (R\$11,2 bilhões), foi mais que compensado pelo maior superávit do governo central (Tesouro, INSS e Banco Central), acumulado no ano em 2,53% do PIB, enquanto a meta era de 2,45% do PIB. (Tabela 2).

Tabela 2 - Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ Milhões				% PIB			
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Jan/Dez 02	Jan/Dez03	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Jan/Dez 02	Jan/Dez03
Nominal	39.806	42.788	61.614	79.037	3,66	3,62	4,61	5,16
Juros Nominais	77.963	86.444	113.978	145.210	7,18	7,31	8,52	9,49
Primário	-38.157	-43.655	-52.364	-66.173	-3,51	-3,69	-3,91	-4,32
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-31.919	-38.744	-1,88	-1,86	-2,39	-2,53
-Emp. Est. Federais	-10.174	-7.571	-6.329	-9.597	-0,94	-0,95	-0,47	-0,63
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6.026	-10.471	-10.598	-13.821	-0,55	-0,89	-0,79	-0,90
-Emp. Estat. Regionais	-1.526	-3.634	-3.518	-4.010	-0,14	-0,31	-0,26	-0,26

Fonte: Banco Central

No que se refere à dívida pública mobiliária federal interna, atualmente 33,4% de seu total 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 em 2003, passando de apenas 1,9% em dezembro de 2002 para 11,8% em dezembro de 2003 (Tabela 3).

Tabela 3 - Indicadores do Perfil da Dívida Pública

Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal interna (%)				
	Curto Prazo ⁽¹⁾	Correção Câmbial	Corrigida pela SELIC	Pré- fixada
dez/02	38,9	33,6	41,9	1,9
jul/03	31,6	26,7	47,5	5,9
nov/03	32,8	22,3	46,9	10,4
dez/03	33,4	20,8	47,3	11,8

Fontes: BACEN, STN

Nota: (1) Vencimento menor do que 1 ano

Esta mudança de composição, embora não seja acompanhada necessariamente de 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 as expectativas são de uma tendência de queda da taxa de juros e, portanto, de maior confiança na condução da política econômica e nos fundamentos macroeconômicos.

Ao longo de 2003, 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. Em 2003, o Banco Central retirou do mercado U\$ 19,1 bilhões, entre principal e juros. Nos 2 primeiros meses de 2004, a Autoridade Monetária deixou de renovar U\$7,1 bilhões em swaps e títulos cambiais, não realizando, inclusive, nenhum leilão. 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 20,8% em dezembro de 2003, mas tomando a dívida pública consolidada (incluindo as dívidas externa, dos estados e municípios e das empresas estatais), o percentual ainda era de 51,9% e de 38,1%, respectivamente (Tabela 4).

Tabela 2 - Perfil da Dívida Pública - (% do PIB)

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	jan/03	mar/03	mai/03	jul/03	nov/03	dez/03
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	55,9	55,3	55,2	57	58,2	58,2
Total dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	74,9	76	77,3	77,9	79,1	79,6
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	27	26,2	26,1	25,4	23,6	22,5	19,2	17,7
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	53,2	48,1	48,9	50,5	53,7	55,4	59,9	61,9
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	25,1	24	22,7	22,1	20,9	20,4
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	46,8	51,9	51,1	49,5	46,3	44,6	40,1	38,1

Fonte: BACEN

Isto corresponde a uma dívida cambial de 22,1% 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 0,22% do PIB. Até julho deste ano, estão previstos vencimentos em títulos e swaps cambiais no

valor de U\$ 13,8 bilhões que, dependendo das decisões de quanto será rolado, poderá se converter em um instrumento importante de política cambial.

Setor Externo

Felipe Cabral

Setor Externo: Superávit próximo ao de 2004 e Expansão da Corrente de Comércio

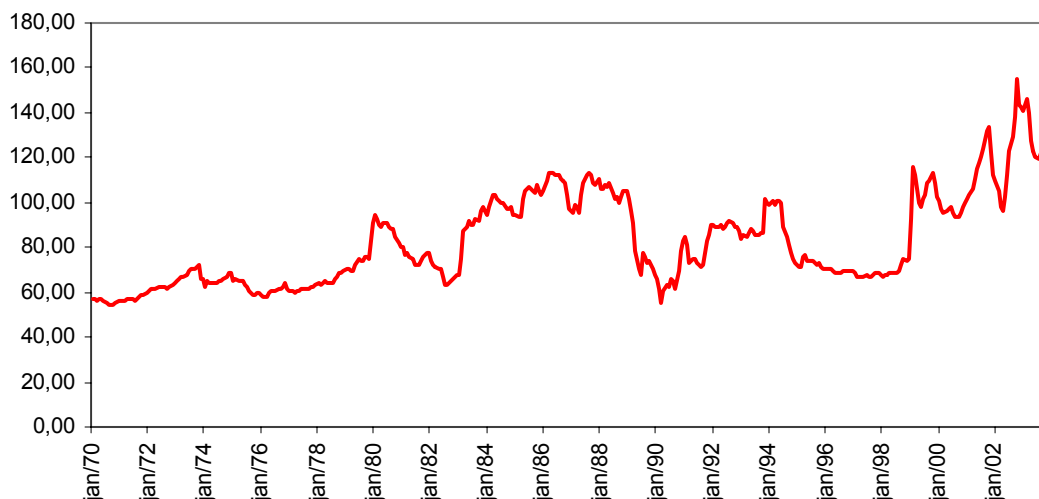
Após o forte ajuste pelo qual passou o setor externo brasileiro em 2003 (ver Carta de dezembro), havia um forte consenso no mercado de que em 2004 as contas da balança comercial apresentariam uma deterioração do saldo comercial. Com a retomada da economia em 2004 e a valorização cambial ocorrida em 2003 ocorreria um forte aumento das importações aliado à perda de fôlego das exportações que apresentaram crescimento de 21,1% no ano passado em relação a 2002. O relatório Focus de Agosto de 2003 projetava um saldo comercial em torno de US\$ 15 bilhões para 2004 contra um saldo em 2003 que acabou alcançando a marca dos US\$24,8 bilhões. Contudo, apesar da apreciação cambial, as exportações não estão perdendo fôlego e continuam crescendo acima das importações o que reforça uma perspectiva mais otimista para 2004. É possível que tenhamos em 2004 um saldo apenas ligeiramente inferior ao obtido no ano passado mas com uma corrente de comércio superior. Esta carta analisará os fatores econômicos que estão determinando este bom desempenho da balança comercial.

Até a segunda semana de fevereiro, a balança comercial acumula um saldo de US\$2,46 bilhões com exportações e importações de US\$8,84 bilhões e US\$6,38 bilhões, respectivamente. Nas exportações, comparada a média diária até a 2ª semana de fevereiro (US\$ 285,1milhões) com o mesmo período do ano anterior (US\$ 229,3 milhões), houve crescimento de 24,3%. O superávit de janeiro, de US\$1,58 bilhões foi o maior saldo positivo registrado para meses de janeiro. Este bom resultado se deve ao crescimento das exportações, que aumentaram 26,5%, pela média diária, em relação a janeiro do ano passado. Com relação às importações, estas também registraram expressivo crescimento de 20,9% sobre igual mês do ano passado mostrando algum indicio de retomada da economia. Dessa forma, no período de doze meses – fevereiro/2003-janeiro/2004 –, a balança comercial registrou superávit de US\$25,25 bilhões, o melhor resultado de doze meses já alcançado no comércio exterior brasileiro. Na comparação com igual período de doze meses do ano anterior, as exportações de básicos cresceram 25,5%; manufaturados, 19,7%; e semimanufaturados, 18,6%. Com relação às importações, houve crescimento de 3,7%, ao totalizarem US\$48,82 bilhões. Na comparação da média diária até a 2ª semana de fevereiro (US\$ 205,7milhões) com o

mesmo período do ano anterior (US\$ 168,6 milhões), houve crescimento de 22%, indicando uma aceleração das compras externas.

Apesar do aumento de 22% no volume importado, as exportações continuam surpreendendo e aumentando o saldo acumulado em 12 meses. O bom desempenho das exportações tem como pilar um câmbio sensivelmente depreciado em relação à média histórica e uma busca por diversificação dos parceiros comerciais. Apesar da apreciação cambial de 17,4% ocorrida desde o início do ano passado (quando a taxa de câmbio era de US\$3,52/R\$), aparentemente a taxa atual ainda parece garantir um nível razoável de competitividade. Isto porque o câmbio se apresentava em um patamar tão depreciado no início de 2003 que, mesmo após tal apreciação, ainda continuou em um patamar bem superior à média histórica conforme mostra o gráfico 1. Nosso índice da taxa de câmbio real efetiva, com base 100 em junho de 1994, encontra-se presentemente em 122,4 - valor superior aos 113,4 alcançados no ponto mais alto da década de 80 (março de 1986), época em que a crise da dívida "obrigava" o país a ter grandes superávits na balança comercial. Assim, grande parte deste surpreendente comportamento das exportações é consequência da taxa de câmbio depreciada. Parte do comportamento recente da taxa real efetiva deve-se à desvalorização do Euro em relação ao Dólar. Ressalte-se a propósito que, nos últimos seis meses, com relação aos quatro maiores importadores de produtos brasileiros (União Européia, EUA, Argentina e China) o Real se manteve estável em relação a três (EUA, Argentina e China) e se depreciou em relação ao Euro.

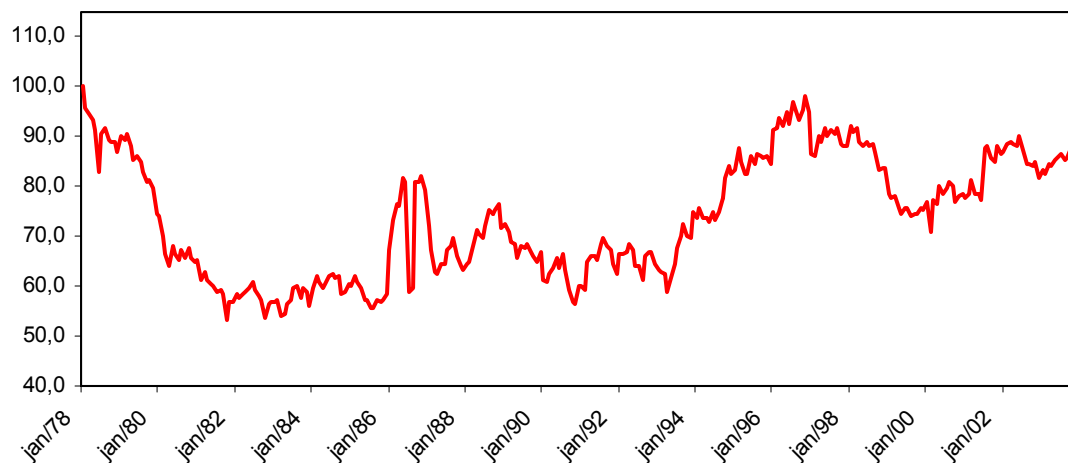
Gráfico 1: Índice de Taxa de Câmbio Real Efetiva - Base julho/94 = 100



Fonte: Grupo de Conjuntura do E/UF RJ

A expansão do comércio exterior brasileiro e a melhora no saldo comercial nos últimos doze meses são consequência (além do câmbio depreciado) também da melhora nos termos de troca. O gráfico 2 a seguir mostra o índice de termos de troca do Brasil entre 1978 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 78). Pode-se ver a queda brusca na relação dos termos de troca logo após o segundo choque do petróleo em 1979. A recuperação de tal choque só ocorre por volta de 1995 com a retomada do crescimento americano na década de 90. A partir das crises da Ásia e da Rússia em 1997/98, que culminaram em uma "avalanche" de desvalorizações cambiais em diversos países, ocorre a queda dos termos de troca durante o período entre 1998-2000. Contudo, estes tiveram uma lenta recuperação em 2001 e 2003 devido ao aumento do preço das commodities como consequência do crescimento chinês. Atualmente o índice de termos de troca brasileiro se encontra em 86,7 sendo a média do período janeiro/78 – dezembro/2003 de 73,7 (base janeiro/78 =100), ou seja, 17,6% acima da média.

Gráfico 2: Termos de Troca - Brasil - base Janeiro/78=100



Fonte: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ

Passemos a analisar a balança comercial com dados dessazonalizados. Ao analisarmos os dados do quadrimestre outubro-janeiro em relação ao quadrimestre imediatamente anterior (junho-setembro) vemos que as exportações tiveram um forte crescimento na margem de 11,7% enquanto que as importações também seguiram esta tendência e cresceram 14,6%. Com a serie dessazonalizada é possível calcular o efeito "carry over" que corresponde ao crescimento contábil no

próximo período resultante do crescimento na margem ocorrido no período anterior. Supondo (por hipótese) que as exportações apresentem em 2004 um valor igual ao valor dessazonalizado do trimestre outubro-dezembro 2003, as exportações atingiriam US\$80,68 bilhões, ou seja, um crescimento de 10,5% apenas de efeito "carry over". Já as importações (supondo a mesma hipótese) atingiriam US\$52,40 bilhões, um crescimento de 8,6% de efeito "carry over".

Para 2004 esperamos que as exportações tenham um crescimento na margem de 1% ao trimestre totalizando 4,% ao longo do ano. Aliado ao efeito " carry over"de 10,5%, isto significa um crescimento médio de 13,3% em 2004. As exportações terminariam o ano de 2004 totalizando US\$82,8 bilhões conforme mostra a tabela 1. No caso das importações, estas cresceriam 4,5% na margem a cada trimestre totalizando 19,2% ao longo do ano. Ao combinarmos este valor com o efeito "carry over" de 8,6% atingimos um crescimento médio de 21% em 2004. Com isso, as importações devem atingir o valor de US\$58,38 bilhões em 2004 e o saldo em 2004 ficaria em US\$24,41 bilhões.

Tabela 1

Balança Comercial em US\$ milhões e Variação das Exportações e Importações					
Ano	Exportações	Variação % Total	Importações	Variação % Total	Saldo
2002	60,362	3.7	47,240	-15.0	13,122
2003	73,084	21.1	48,260	2.2	24,824
2004	82,804	13.3	58,386	21.0	24,418

Fonte: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ

Portanto, se as projeções se confirmarem, 2004 tem tudo para ser um ano ainda excepcional do ponto de vista da balança comercial. A economia deve retomar o crescimento em 2004 o que vai impulsionar as importações. Mas o bom patamar da taxa de câmbio real, a melhora dos termos de troca brasileiros e a mudança de comportamento do empresário brasileiro que passa a ver o mercado externo como um setor complementar ao mercado interno, ao invés de substituto, faz com que as exportações também apresentem uma boa taxa de crescimento. Mesmo com taxas de crescimento das exportações menor que a taxa das importações o saldo deve ter apenas uma pequena queda, passando de US\$24,83 bilhões para US\$24,41 bilhões. Isto ocorre porque o nível de exportações ainda é muito maior que o nível das importações. Assim, tanto as exportações como as importações crescem em valor aumentando a corrente de comércio do país. Indicadores como dívida externa/exportações e dívida externa/corrente de comércio tenderão, conseqüentemente, a cair.