

Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Julho de 2003 - Ano 3 - Número 42

Apresentação

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

No presente número continuamos a destacar a queda do nível de atividades, que passou a ser o problema central da economia na medida em que a inflação vem caindo mais do que se podia esperar até há bem pouco tempo. Contudo pode haver alguma esperança de melhoria ainda no segundo semestre, se a economia tiver um comportamento semelhante ao verificado em ciclos anteriores. Este ponto é tratado no Panorama Macroeconômico, que faz um exame da recuperação da economia em resposta a determinados estímulos de política econômica a partir de ciclos recessivos anteriores. Na seção sobre Economia Empresarial, o professor Roger Volkema analisa a importância do processo de negociação no mundo dos negócios, em particular, enquanto determinante da natureza do comportamento futuro.

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



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

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
- Elena Soihet - soihet@ie.ufrj.br

Contato

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

ÍNDICE

	PÁGINA
PANORAMA MACROECONÔMICO	3
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	13
INFLAÇÃO	16
POLÍTICA FISCAL	22
ECONOMIA EMPRESARIAL	28
SETOR EXTERNO	32

Panorama Macroeconômico

Caio Prates

A política econômica nestes primeiros meses do governo Lula colheu algumas vitórias importantes: a contenção da inflação (que ameaçou sair de controle no início do ano), a queda acentuada do risco Brasil e dos juros futuros, a retomada do financiamento externo, o recuo do dólar (que contribuiu decisivamente para reduzir a inflação e melhorar as expectativas inflacionárias, abrindo espaço para a redução da taxa de juros) e os excelentes desempenhos das contas públicas (superávit primário e evolução da relação dívida pública/PIB) e das contas externas (balança comercial e conta corrente). Contudo, a contraface destes êxitos tem sido um desempenho da atividade econômica bastante negativo, com destaque para a queda expressiva da produção industrial e das vendas do comércio, a redução da massa salarial e o aumento da taxa de desemprego. De todo modo, a expectativa a partir de agora é de uma gradual flexibilização das políticas monetária e fiscal. E a possibilidade deste abrandamento da política econômica resultar em retomada do crescimento nos próximos meses é examinada nesta seção, tomando-se como referência a resposta da atividade econômica nos últimos anos (desde 1995) a mudanças na trajetória da taxa Selic. Por fim, analisa-se criticamente a visão de que, mantida a política econômica atual, uma eventual retomada do crescimento será tão somente uma trajetória do tipo “vão da galinha”, com a economia continuando a ser prisioneira do “stop and go” que vem marcando o seu desempenho nos últimos anos.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

Indicador	30/dez/02	20/mai/2003 ¹	17/jun/2003 ¹	18/jul/03
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	3.53	3.01	2.87	2.88
Risco Brasil (EMBI+)	1446	840	684	738
Risco dos emergentes exclusive Brasil	616	526	453	-
Swap de 1 ano - Pré x DI (%)	29.07	23.57	21.82	20.40

¹ Véspera de reunião do COPOM.

Fontes: Banco Central do Brasil, Ministerio da Economia da Argentina, e Gazeta Mercantil. Elaboração: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

A combinação de um mix de política econômica fortemente restritivo - taxa de juros extremamente elevada, aumento expressivo do

superávit primário e apreciação cambial - com a queda da massa salarial real proveniente do aumento da inflação acabou produzindo uma retração acentuada da atividade econômica nestes primeiros meses do ano. Mas a política econômica está ingressando numa nova etapa, de flexibilização daqui para frente dos seus principais instrumentos, que deverá ter impacto positivo sobre o nível de atividade em algum momento do segundo semestre.

Tabela 2: Índice de Taxas Reais de Câmbio (IPCA)

Junho 94 = 100

	Efetiva	Dólar
Dez 98	75.4	78.5
1o semestre 02	107.9	137.2
2o semestre 02	146.0	182.8
Média 02 (a)	127.0	160.0
1o semestre 03	134.6	160.7
Junho 03 (b)	122.0	141.1
(b)/(a)	-3.9%	-11.4%

Fonte: Banco Central

Diante do comportamento recente bastante positivo do IPCA - recuo acentuado da inflação inclusive nos bens comercializáveis em que a alta dos preços vinha preocupando mais -, da melhora substancial das expectativas inflacionárias e da queda preocupante da atividade econômica, tudo indica que o Copom vai reduzir fortemente a taxa Selic nos próximos meses. E esta expectativa aparece claramente nos contratos de juros futuros: como mostra a tabela 1, o swap pré X DI de um ano caiu para 20,4%, e esta taxa (a média esperada para os próximos 12 meses) traz implícita uma Selic daqui a um ano bem abaixo deste valor. Além da queda da taxa de juros, outro fator que deverá favorecer a recuperação da economia será a menor rigidez da política fiscal. Como o superávit primário obtido até agora foi muito elevado (5,73 do PIB no período janeiro/maio), a meta de um superávit de 4,25% do PIB em 2003 poderá ser obtida com um resultado primário bem mais modesto no restante do ano (de pouco mais de 3% do PIB).

Ao lado da flexibilização das políticas monetária e fiscal, também é provável que nos próximos meses ocorra uma pequena desvalorização do real, interrompendo o processo de apreciação cambial observado desde abril (queda da taxa de câmbio nominal média de R\$ 3,45 para pouco menos de R\$ 2,90 atualmente). Ao contrário do que muitos colocam, a taxa de câmbio atual ainda não pode ser considerada

excessivamente apreciada: dada a desvalorização do dólar em relação a um amplo conjunto de moedas desde o final do ano passado, o nível atual da taxa de câmbio real efetiva (cesta de moedas) encontra-se apenas 3,9% abaixo da sua média em 2002, e ainda 61,8% acima do de dezembro de 1998 e 22% do de junho de 1994 (tabela 2). Mas é certo que em relação ao pico observado no segundo semestre houve uma apreciação cambial considerável, e com a taxa de câmbio se estabilizando num nível próximo do atual, ou um pouco acima disso (como parece mais provável), a tendência é que o saldo comercial se reduza.

Tabela 3: Balança Comercial (em US\$milhões)

	Exportação	Importação	Saldo
2º semestre 02	67479	47232	20247
1º semestre 03	69209	47933	21275
Acumulado 12 meses**	68307	47449	20857

*Dados Dessazonalizados e Anualizados

**Sem ajuste

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

De qualquer forma, o risco de que a moeda nacional continue se apreciando e possa comprometer gravemente o saldo comercial e a conta corrente nos próximos meses parece baixo. O recuo do dólar nos últimos meses ocorreu num contexto específico de juros domésticos excepcionalmente elevados, manutenção de um estoque de dívida pública interna indexada ao dólar de quase US\$ 70 bilhões e abundância de liquidez internacional. Com a redução esperada da taxa de juros e o resgate de títulos cambiais (estratégia que o Banco Central já começou a adotar e deverá intensificar nos próximos meses), a tendência é que ocorra alguma desvalorização da moeda nacional. Além disso, é possível que a liquidez internacional para economias emergentes também se torne um pouco menos abundante, porque o rendimento dos títulos do Tesouro americano vem subindo recentemente (na esteira de expectativas mais favoráveis para a economia dos EUA), o que tende a diminuir a atratividade dos papéis de países emergentes. E também deve-se ter em conta que as necessidades de financiamento externo subirão nos próximos meses, deixando o mercado cambial um pouco mais pressionado: o déficit em conta corrente que foi praticamente nulo até agora deverá fechar o ano entre US\$ 3 e 4 bilhões e as captações externas de curto prazo efetuadas até meados de abril estarão vencendo no segundo semestre, e os ganhos de arbitragem (juros domésticos em dólar versus juros externos) não justificam mais o ingresso

destes capitais no país. Embora este conjunto de fatores tenda a pressionar moderadamente para cima a taxa de câmbio, também é verdade que a continuidade do aumento de confiança na economia brasileira - sobretudo se a reforma da Previdência for, como se imagina, aprovada - estará atuando em sentido contrário: queda do risco Brasil, aumento do ingresso de capitais externos e apreciação cambial. Contudo, o mais provável é que o efeito líquido destes fatores seja mesmo na direção da desvalorização, sobretudo se a redução da Selic e o resgate de títulos cambiais pelo Banco Central nos próximos meses forem tão vigorosos quanto se espera.

Mesmo que, de fato, ocorra uma pequena desvalorização cambial nos próximos meses, o saldo comercial não deverá se manter nos níveis elevados atuais. Como mostra a tabela 3, o saldo comercial do primeiro semestre (dessazonalizado e anualizado) ultrapassou os US\$ 21 bilhões, tendo sido superior inclusive ao do segundo semestre de 2002, não obstante o recuo da taxa de câmbio real neste ano. Contudo, dada a defasagem entre taxa de câmbio real e saldo comercial, é razoável admitir que os efeitos da apreciação cambial recente sobre o saldo vão ser bem mais nítidos no segundo semestre. E isto, combinado com um nível de atividade (indústria e PIB) superior no segundo semestre (relativamente ao primeiro), deverá levar a uma redução razoavelmente expressiva do saldo comercial no restante do ano. Neste contexto de declínio na margem das exportações líquidas, a expansão do nível de atividade no segundo semestre somente será possível com o aumento da demanda doméstica.

A flexibilização da política econômica - em particular, a redução da taxa de juros - poderá estimular a demanda doméstica e levar à retomada do crescimento neste segundo semestre, a despeito da redução das exportações líquidas? Tomando-se como referência a resposta da economia brasileira nos últimos anos ao recuo da taxa de juros, tudo indica que sim. Como se percebe na tabela 4 - que destaca períodos de mudança, para cima ou para baixo, nas trajetórias da taxa Selic e da produção industrial -, do início de 1995 até agora por cinco vezes a taxa Selic entrou numa trajetória ascendente (sempre no contexto de crises cambiais) e a produção industrial foi derrubada. Em contrapartida, todas as vezes em que a taxa Selic começou a cair, a indústria logo retomou o crescimento: desde 1995, por quatro vezes o crescimento foi retomado em resposta à queda da taxa de juros, e a quinta vez ocorrerá provavelmente nos próximos meses.

Tabela 4: Trajetória da Taxa Selic e da Produção Industrial - 1995/2003

Início do Período	Reversão das Trajetórias ⁽¹⁾		Expansão da Produção Industrial um trimestre após o início da retomada do crescimento (% anualizado) ⁽²⁾
	Taxa Selic Nominal	Produção Industrial	
Mar 95	↑	↓	
Jun 95	↓	—	
Out 95	—	↑	6.16%
Out 97	↑	—	
Nov 97	—	↓	
Dez 97	↓	—	
Fev 98	—	↑	6.38%
Ago 98	—	↓	
Set 98	↑	—	
Abr 99	↓	—	
Mai 99	—	↑	5.89%
Mar 01	↑	↓	
Nov 01	↓	—	
Dez 01	—	↑	10.25%
Out 02	↑	—	
Dez 02	—	↓	
Jun 03	↓	—	

Fonte: Banco Central e IBGE

Notas: (1) Início de períodos em que a trajetória da taxa Selic Nominal e/ou da Produção Industrial

(médias móveis trimestrais dessazonalizadas) mudou de direção para cima () ↑
ou para baixo () ↓.

(2) Variação % da produção industrial (média móvel trimestral dessazonalizada)

entre o mês que antecedeu a retomada do crescimento e o nível de produção três meses depois

De modo geral, a reação da indústria à redução da taxa de juros tem sido rápida e vigorosa. Das quatro retomadas do crescimento

identificadas na tabela 4, a primeira (outubro de 95) ocorreu quatro meses após o início da queda da taxa Selic, a segunda (fevereiro de 98) dois meses depois, a terceira (maio de 99) e a quarta (dezembro de 01) no mês seguinte à redução dos juros básicos. Ou seja, ao contrário do que muitos economistas sustentam, a defasagem entre a redução da Selic e a expansão da atividade econômica não tem sido longa (e bem abaixo dos 6 a 9 meses frequentemente citados). Uma razão para que esta defasagem seja, muitas vezes, curta, é que em regra o comportamento dos juros futuros tem antecipado a evolução da taxa Selic. E os efeitos benéficos da queda da taxa de juros sobre a atividade econômica são, em boa medida, associados aos juros futuros, que servem de referência para o custo do crédito e são um poderoso indicador do estado das expectativas dos agentes econômicos. Além da pequena defasagem em relação à queda da taxa Selic, a retomada do crescimento industrial se deu, em todas as quatro vezes, em ritmo bastante forte, como evidencia a tabela 4. Favorecida pela demanda reprimida gestada no período recessivo que a antecedeu, a expansão industrial (em % anualizado) ficou em torno de 6% no primeiro trimestre após as retomadas de 1995, 1998 e 1999 e de 10% na de dezembro de 2001 (crescimento que neste caso, porém, foi também muito

Tabela 5: Evolução da Produção Industrial (1991 = 100)

	Média 02	Set-Nov/02	Jan-Mai/03	Mar-Mai/03	Maio/03	Variação Percentual(%)	
						Jan-Mai 03/ Média 02	Mar-Mai 03/ Set-Nov 02
Indústria Geral	129.49	131.92	129.73	128.50	128.73	0.18	-2.59
Bens de Capital	124.36	125.91	124.03	122.97	123.74	-0.27	-2.34
Bens Intermediários	131.63	134.15	133.37	132.34	131.26	1.32	-1.35
Bens de Consumo Duráveis	153.13	160.23	145.00	136.00	137.01	-5.31	-15.12
Bens de Consumo Não-Duráveis	112.67	112.72	109.95	109.11	110.33	-2.41	-3.20

Fonte: IBGE

influenciado pela proximidade do fim da crise energética).

Portanto, ao contrário do que vem ocorrendo presentemente nas economias desenvolvidas, em que mesmo políticas monetária e fiscal fortemente expansionistas têm sido insuficientes para dinamizá-las, no caso da economia brasileira a resposta do nível de atividade ao afrouxamento da política econômica, sobretudo da política monetária, tem sido em regra muito vigorosa. E isto tem ocorrido a despeito da taxa de juros básica ter permanecido sempre, mesmo nos períodos de expansão econômica, em níveis bastante elevados para os padrões internacionais (inclusive de economias emergentes).

Embora não exista nenhuma razão para se supor que desta vez a economia não reagirá positivamente ao afrouxamento da política

econômica, é inegável que a atividade econômica (à exceção do agronegócio e de alguns setores da indústria mais voltados para a exportação) encontra-se bastante deprimida, e por enquanto ainda não dá sinais da retomada do crescimento. Medida por médias móveis trimestrais dessazonalizadas, a produção industrial vem caindo desde dezembro, e chegou ao trimestre encerrado em maio apresentando uma queda de 2,6% em relação ao trimestre setembro-novembro/02, sendo que na indústria de bens de consumo duráveis o recuo da produção foi de impressionantes 15,1% (tabela 5). Mesmo com queda da produção industrial, levantamentos recentes da CNI e FGV junto as empresas indicam que a maioria dos setores industriais defronta-se atualmente com estoques excessivos, porque o desempenho das vendas tem sido ainda pior do que o esperado. E este fato combinado com as expectativas negativas de boa parte dos empresários - segundo a CNI e a FGV, o grau de confiança empresarial nas perspectivas da economia caiu no período recente para o seu nível mais baixo no ano - sugere que a recuperação da economia ainda demore algum tempo. Mas o cenário da retomada do crescimento ainda no segundo semestre - sob o impulso da redução gradual dos juros e de uma política fiscal menos restritiva - continua sendo o mais provável. E alguns fatores específicos também deverão contribuir para a concretização deste cenário, tais como: i) o impacto positivo sobre os salários reais da queda forte em curso da inflação (caso os reajustes salariais negociados agora e nos próximos meses não fiquem muito longe da inflação passada, a menor corrosão do salário real pela inflação daqui para frente resultará em ganhos reais de salário); ii) a injeção esperada de cerca de R\$ 3 bilhões na economia no segundo semestre para pagamento de expurgos do FGTS nos Planos Collor e Verão.

Mas mesmo que a economia brasileira retome o crescimento nos próximos meses, o que esperar daí para a frente? A retomada poderá ser, de fato, o início de um crescimento sustentado, ou, mantida a atual política econômica, estaremos condenados ao "stop and go" e à expansão medíocre do PIB que vem caracterizando a economia brasileira? A visão pessimista sobre esta questão baseia-se sobretudo nos seguintes pontos: i) o cerne da vulnerabilidade da economia seria o déficit em conta corrente, e com a retomada do crescimento este voltará a crescer, para o que também contribuirá a forte apreciação cambial ocorrida neste ano; ii) a liberdade (supostamente excessiva) na conta de capitais deixaria a economia à mercê de capitais voláteis; iii) dado o anterior, sair do círculo vicioso do "stop and go" somente será possível com a obtenção de megassuperávits comerciais que eliminem de forma sustentável o déficit em conta corrente, e com controles de

capital que restrinjam os movimentos de entrada e saída dos capitais voláteis, supostamente responsáveis pelas crises cambiais recorrentes.

Tabela 6: Financiamento Externo 1998-2003 - em US\$ Bilhões

	Ingresso de Capitais Externos				Total (E) = (A) + (B) + (C) + (D)	Saldo em Transações Correntes (F)	Total (G) = (E) + (F)	Empréstimos ao Banco Central (FMI) (H)	Perda de Reservas Brutas (I)	Total (J) = (H) + (I) (Perda de Reservas Líquidas)
	Desembolso Líquido de Médio a Longo Prazo ⁽¹⁾ (A)	Investimento Direto Estrangeiro (B)	Investimento em Papéis de Longo Prazo e Ações (C)	Demais (D)						
1998	31.3	28.9	-4.7	-39.0	16.5	-33.4	-16.9	8.9	8.0	16.9
1999	-4.8	28.6	1.3	-10.3	14.8	-25.4	-10.6	2.8	7.8	10.6
2000	5.3	32.8	2.8	-8.1	32.8	-24.7	8.1	-10.4	2.3	-8.1
2001	-0.6	22.6	2.2	-4.5	19.7	-23.2	-3.5	6.7	-3.3	3.4
2002	-11.7	16.6	1.8	-10.0	-3.3	-7.7	-11.0	11.5	-0.3	11.2
2003 *	-3.2	3.3	0.5	-0.6	0.0	0.0	0.0	3.9	-4.0	-0.1

Fonte: Banco Central

* Janeiro a maio

Todavia, a argumentação acima é bastante questionável. Em primeiro lugar, a vulnerabilidade da economia brasileira não pode ser reduzida ao tamanho das suas necessidades de financiamento externo, e muito menos ao déficit em conta corrente. Além da dependência de financiamento externo, o grau de vulnerabilidade da economia a crises cambiais também depende crucialmente da sua maior ou menor capacidade de atrair capitais externos para cobrir as necessidades de financiamento externo (amortizações de médio e longo e déficit em conta corrente). E, neste sentido, a vulnerabilidade da economia tem que ser relacionada a um conjunto bem mais amplo de variáveis, como as trajetórias das relações dívida pública/PIB e dívida externa/exportações (importantes indicadores de solvência das dívidas pública e externa), a relação corrente de comércio exterior/PIB (que indica se diante de uma eventual escassez de financiamento externo o ajuste da balança comercial exigirá ou não desvalorizações cambiais e/ou retrações da atividade econômica muito elevadas), as perspectivas de crescimento da economia, etc.

Diante da escassez de financiamento externo hoje para a economias emergentes e como a relação dívida externa/exportações da economia brasileira encontra-se entre as mais elevadas do mundo, manter-se um déficit em conta corrente baixo (e integralmente coberto por investimento direto estrangeiro) parece, de fato, um objetivo essencial para dar solidez às contas externas. Mas isto não significa que o déficit em conta corrente tenha de ser nulo, porque não há razão para supor que o país não conseguirá financiar de forma sustentável déficits moderados em conta corrente. Além disso, como a taxa de investimento terá necessariamente que subir nos próximos anos para que a economia brasileira possa ter um bom ritmo de crescimento (acima de 4% aa), não

contar com a poupança externa - i.e., ter um déficit em conta corrente nulo - imporá uma restrição forte ao aumento de consumo (das famílias e/ou do governo) já que este terá de cair significativamente em % do PIB (para que a poupança interna se eleve e financie o aumento do investimento). E esta restrição poderá dificultar bastante a obtenção de um crescimento razoavelmente elevado com baixa inflação nos próximos anos. Finalmente, também deve-se ter em conta que um déficit em conta corrente igual a zero não constitui, por si só, qualquer garantia contra crises cambiais. Caso a situação macroeconômica não infunda confiança no país, o déficit em conta corrente pode ser nulo e mesmo assim a economia se defrontar com uma restrição aguda de dívidas, seja por perda de crédito necessário para refinarçar as amortizações da dívida externa, seja por fuga de capitais - aliás, entre julho e outubro do ano passado o déficit em conta corrente mensal foi praticamente nulo e isto não impediu que neste período a crise de confiança na economia brasileira atingisse seu auge, levando a cotação do dólar para R\$ 4,00 e intensificando a perda de reservas internacionais.

Outro aspecto do diagnóstico pessimista acima apresentado refere-se ao papel dos capitais voláteis nas crises cambiais e a suposta necessidade de controlar estes capitais. Sobre este ponto, é útil examinar-se a tabela 6 que apresenta o financiamento externo com que o país contou de 1998 para cá, e ajuda a entender de onde veio a escassez de divisas por trás das crises cambiais dos últimos anos. Note-se, na tabela 6, que o ingresso de capitais externos vem sendo bastante baixo desde 1998, sendo que no período 1998-2001, apenas em 2000 este ingresso foi suficiente para cobrir o déficit em conta corrente, e em 2002 o ingresso de capitais tornou-se negativo. Em decorrência, no período 1998-2002, excetuando-se o ano 2000, em todos os anos houve perda de reservas líquidas para cobrir a insuficiência de financiamento externo (que não se refletiu em perda de reservas brutas da mesma magnitude devido aos empréstimos do FMI ao Banco Central incorporados às reservas). Mas é interessante notar que, ao contrário da crise de 1998, as crises cambiais mais recentes, a de 2001 (perda de reservas líquidas de US\$ 3,4 bilhões) e a de 2002 (perda de reservas líquidas de US\$ 11,2 bilhões) não foram provocadas por fugas de capitais, mas por queda significativa nos empréstimos externos (líquidos de amortizações) de médio e longo prazo e nos investimentos estrangeiros diretos. Mesmo em 2002 a saída de capitais no item "demais" da tabela 6 (item resíduo que inclui a saída de capitais voláteis), embora tenha subido para US\$ 10 bilhões, não ficou muito acima dos US\$ 8,1 bilhões de saída deste item em 2002, ano de absoluta normalidade no financiamento externo para o país. Em suma, a tabela 6 mostra que desde a mudança do regime cambial em 1999, as duas crises cambiais vividas pelo país, em 2001 e

2002, não foram determinadas por fuga de capitais voláteis (algo que, em princípio, poderia ser enfrentado por restrições à saída destes capitais), mas essencialmente por insuficiência de entrada de recursos de longo prazo (investimentos diretos e empréstimos).

O pano de fundo do “stop and go” com que vem se defrontando a economia brasileira tem sido a combinação de dependência excessiva de financiamento externo e fundamentos insatisfatórios da economia (com destaque para as relações dívida externa/exportações e dívida pública/PIB extremamente elevadas). Mas o caminho que vem sendo seguido desde a mudança do regime macroeconômico em 1999 - de fortalecimento dos fundamentos - e a manutenção de um déficit em conta corrente baixo (embora não necessariamente nulo) continua sendo a estratégia mais adequada para a superação do círculo vicioso do “stop and go”.

Tabela 7: Projeções de Mercado e do Grupo de Conjuntura

Variável	Projeções Média do Mercado *	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	10.62	10.20
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	1.6	1.6
Contas Fiscais (em % do PIB)		
Saldo Primário	-	4.25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	17.3	18.0
Déficit em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	3.00	3.0
Taxa de Câmbio		
Média do Ano	3.20	3.13
Final do Ano	3.16	3.10
Taxa Selic		
Média do Ano	20.13	22.70
Final do Ano	20.25	19.00

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

*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em /07/03 (Focus).

Nível de Atividade Industrial

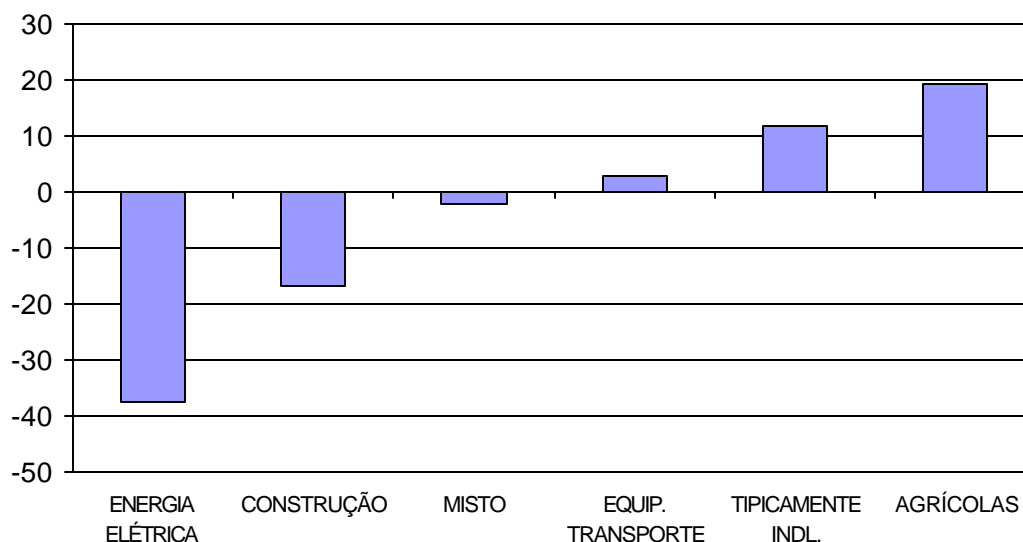
Paulo Gonzaga & Silvio Salles

Se o fraco desempenho da indústria em maio já era de certo modo esperado, dado que não houve mudança no quadro macroeconômico, sua generalização e intensidade em alguns setores pode ser considerada surpreendente. O indicador mensal (maio 03/maio 02), que este mês não é afetado por deslocamento de feriados móveis, registrou queda em todas as categorias de uso, variando de -7,7% em bens de consumo duráveis a -0,2% em bens intermediários, ficando em -0,3% a média da indústria. No acumulado janeiro-maio 03/ janeiro-maio 02 apenas bens intermediários registra crescimento (2,2%), sustentando com isso o (fraco) crescimento do conjunto da indústria (0,6%). No confronto mês/mês anterior com ajuste sazonal o incremento da produção foi insignificante (0,1%).

A série de média móvel trimestral do índice de base fixa com ajuste sazonal registra contração em todas as categorias de uso. O atual patamar produtivo da indústria, neste indicador, é equivalente ao de agosto de 2002. Os destaques negativos são bens duráveis e semiduráveis e não duráveis que em maio de 2003 atingiram os níveis de produção de novembro e julho de 2001, respectivamente.

O desempenho da indústria este ano reflete o “embate” de dois movimentos opostos. De um lado, o dinamismo dos setores primário-exportadores e da agroindústria – expresso principalmente nos resultados de extrativa mineral, metalúrgica, mecânica (muito influenciada por tratores e máquinas agrícolas), que respondem por um impacto positivo de 2,3 pontos percentuais no acumulado até maio. De outro, a contração dos segmentos de bens de consumo ligados ao mercado interno e os associados à construção civil– onde se destacam material elétrico e de comunicações (impactado principalmente pelo segmento de TV, rádio e som, mas também pelo fraco desempenho da área de equipamentos para geração e transmissão de energia elétrica, e pelo subsetor de fios e cabos), farmacêutica, têxtil, vestuário, matérias plásticas, mobiliário e minerais não metálicos, que, em conjunto, respondem por uma influência negativa de 2,0 pontos percentuais. O resultado final é um crescimento muito baixo.

Gráfico 1 - Bens de Capital
Janeiro-maio 2003
(base: igual período do ano anterior =100)

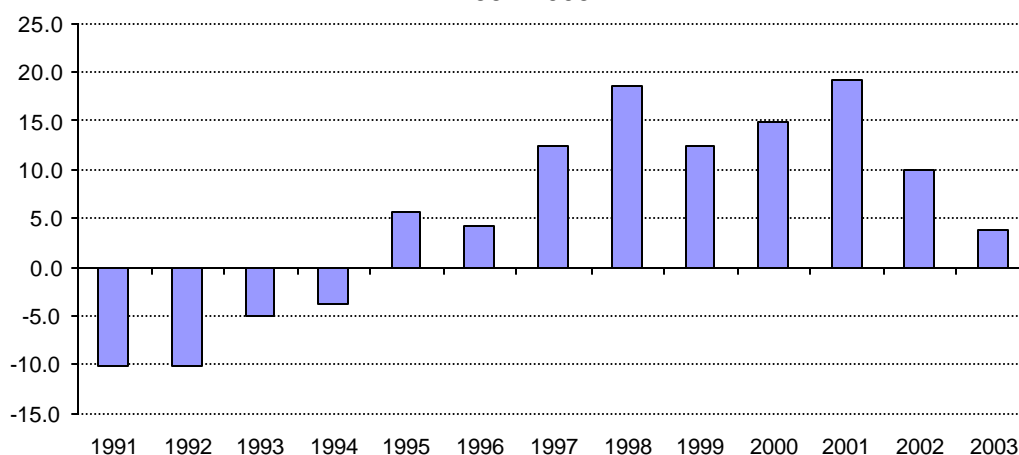


Cabe destacar o desempenho de bens de capital, que está com uma contração relativamente pequena no ano, dado o quadro adverso – apenas -1,3% contra -4,9% de bens de consumo duráveis e -3,8% de bens de consumo semidurável e não durável. Como se pode ver no gráfico 1 foi muito forte a queda em bens de capital para energia elétrica (-37,6%) e para construção (-16,7%), mas este movimento é parcialmente compensado pelo incremento em bens de capital agrícolas (19,6%), tipicamente industriais (11,9%), que são segmentos de grande peso no índice.

O desempenho dos insumos para construção civil mostra que o setor está bastante desaquecido. Analisando-se a série em janeiro-maio, nota-se que o nível atual está 5,8% abaixo do verificado no ano anterior, sendo esta a segunda maior queda deste índice no período, só superada pelos -7,7% em 2002, o que resulta em uma perda de 13,1% entre os cinco primeiros meses de 2001 e os de 2003. Dos 31 itens acompanhados, 21 mostram taxas negativas e a maior queda no acumulado janeiro-maio é a de asfalto preparado (-52,6%), refletindo a forte retração em obras viárias. Em decorrência disso, o nível atual é o menor desde 1995 (gráfico 2). Basicamente dois fatores explicam este desempenho: os investimentos público e do setor privado não têm como deslanchar, devido a contenção de gastos públicos e a elevada taxa de juros; e pelo lado da atividade mais informal, o consumo formiga

(autoconstrução e pequenas reformas) não avança porque depende da ampliação da massa salarial.

Gráfico 2 - Indicador de Insumos para Construção Civil
(base: média de 1991=100)
Janeiro-Maio
1991-2003



Em síntese, observa-se que a indústria está operando, na média desses primeiros cinco meses, ligeiramente acima (0,2%) do patamar médio de 2002. O declínio da atividade fabril sugere que os fatores de dinamismo (agronegócio e exportações) não têm sido suficientes para compensar a acentuação da queda naqueles segmentos mais vinculados ao mercado interno. Para os próximos meses, além do natural aumento da atividade que caracteriza o segundo semestre, há expectativas de que o consumo interno mostre alguma recuperação, que viria pelos seguintes fatores: queda da inflação com redução da perda real dos rendimentos; queda na taxa de juros; relativo aumento do gasto público, bastante reduzido na primeira metade do ano; restituição do imposto de renda; pagamento de FGTS (diferença de planos econômicos); e impactos de programas sociais sobre o desempenho de alguns setores.

Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

A Nova Trajetória da Inflação ao Consumidor

- Introdução

Os resultados mais recentes de inflação ao consumidor sugerem que não há mais efeitos defasados do choque cambial que ocorreu no ano passado. Seu impacto sobre a inflação, medido pela inércia e pelos reajustes defasados, foram perdendo força a partir de março até junho.

Tabela 1 - Principais Indicadores de Inflação ao Consumidor (Variação %)

	Média						2003
	jan/mar	abr/jun	abr/03	mai/03	jun/03	jul/03	
IPCA	1.68	0.35	0.97	0.61	-0.15	0.30	10,2*
IPCA-15	2.40	0.63	1.14	0.85	0.22	-0.18	10,6*
IPC-FIPE	1.49	0.24	0.57	0.31	-0.16	0*	9.90
IPC-S **	1.21	0.40	1.28	0.91	-0.24	-	-
IPC-M **	1.59	0.73	1.28	0.83	0.10	-	-
ICV - DIEESE	1.77	0.45	1.39	0.24	-0.26	-	-

* Estimado

** última semana disponível

Os principais indicadores de inflação ao consumidor (Tabela 1) explicitam essa evidência e apontam para uma trajetória de inflação muito baixa para o final do ano. As taxas médias caíram substancialmente do primeiro trimestre para o segundo e devem permanecer nesse nível até o final do ano. A pressão sazonal do mês de julho derivado dos contratos dos administrados será inferior ao de anos anteriores pela interferência governamental e terá seu impacto na inflação amenizado pela queda da gasolina e dos preços livres. Portanto, a previsão do IPCA que era superior a 1% para o mês de julho recuou para 0,5%.

- Indicadores Antecedentes

Os principais indicadores antecedentes da inflação não apontam para possíveis pressões inflacionárias até o final do ano (Tabela 2). Ao contrário, eles trazem informações sobre um desaquecimento do nível de atividade não esperado.

De fato, a retração da economia está mais elevada do que era previsto. O aumento do desemprego, a redução do salário real e a elevada taxa real de juros efetiva e ex-ante são os principais responsáveis pelos sinais de recessão. Portanto, mesmo supondo uma retomada gradual da economia, não há chance de pressões na inflação via demanda pelo menos até o final do ano.

O menor nível e a baixa volatilidade da taxa de câmbio descartam pressões na inflação para os próximos meses(i) . Mesmo em um cenário de desvalorização induzida pelo Banco Central, o efeito sobre a inflação

Tabela 2 - Principais Indicadores Antecedentes da Inflação

	ian/03	fev/03	mar/03	abr/03	mai/03	iun/03	jul/03
Taxa de Câmbio (média mensal)	3,44	3,59	3,45	3,12	2,95	2,88	2,88
Produção Industrial (i) - Índice Geral	2,8	4,2	6,7	-3,7	-0,3	-	-
- Bens de Consumo Duráveis	5,6	10,3	-14,8	-13,1	-7,7		
- Bens de Consumo não-Duráveis	-5,8	1,6	-3,5	-9,5	-1		
Taxa de Demplo	11,2	11,6	12,1	12,4	12,8		
Expectativas Inflacionárias (ii) (12 meses à frente)	13,44	11,99	11,01	9,39	8,83	7,7	7
Juros Reais (iii)							
- Taxa Efetiva no Mês	-0,36	0,35	0,73	0,99	1,35	2,10	1,44*
- Taxa Anual Esperada (12 meses à frente)	10,24	12,22	13,79	15,48	16,06	16,65	15,67
- Taxa Anual Esperada pelo Mercado (12 meses à frente)	15,40	16,74	15,88	13,67	14,09	13,26	13,42

* Estimado

(i) Igual mês do ano anterior igual a 100 / ii) Focus - Relatório de Mercado

(iii) Selic estimada 26% contra inflação 7% 12 meses à frente # Swap prexDI 360 dc

será ser pequeno, contido pelo baixo nível de atividade.

- Principais Desagregações

Na Desagregação do IPCA em livres e administrados é possível verificar que a trajetória é de queda nos dois grupos (Tabela 3).

A desagregando-se os preços livres em comercializáveis e não-comercializáveis apresenta o mesmo comportamento ; queda expressiva. Entretanto, quando são retirados os alimentos dos dois grupos,

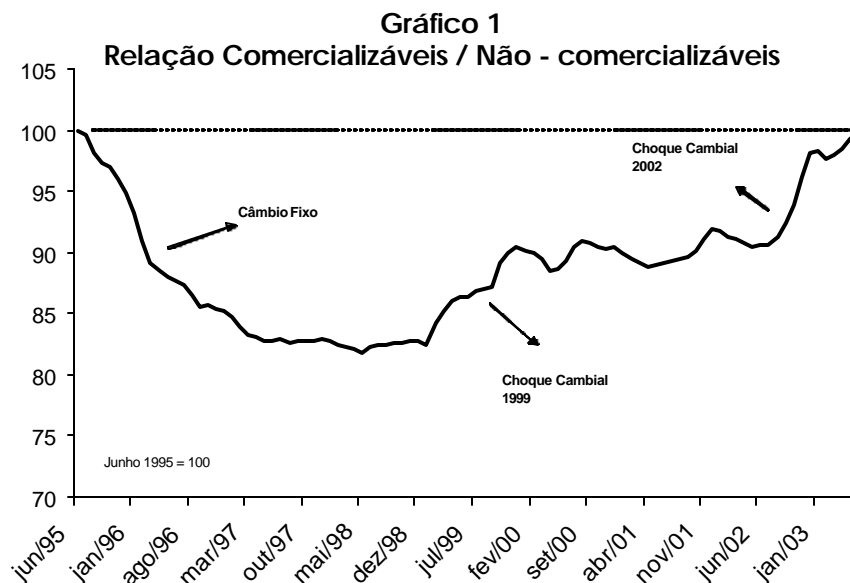
os não-comercializáveis apresentam ligeiro aumento. Após uma análise dos subitens responsáveis pelo aumento é possível constatar que eles são em grande parte devido a fatores sazonais, logo não trazem informações sobre a tendência.

Tabela 3 - Principais Desagregações do IPCA (Variação)

	2002	jan/03	fev/03	mar/03	abr/03	mai/03	junho-03*	2003
IPCA - Índice Total	12,53	2,25	1,57	1,23	0,97	0,61	-0,15	10,2
Administrados	15,31	3,83	2,71	1,07	1,21	0,81	-1,02	14
Livres	11,3	1,66	1,14	1,33	0,89	0,59	0,22	8,7
- comercializáveis	14,88	1,73	0,79	1,43	1,11	0,95	0,38	-
- comercializáveis sem alimentos	10,11	1,80	0,76	1,70	1,33	0,64	0,43	-
- não comercializáveis	7,48	1,56	1,57	1,21	0,62	0,15	0,00	-
- não comercializáveis sem alimentos	6,79	0,97	1,39	0,47	0,26	0,31	0,50	-
Índices de Preços Relativos ***								
- Administrados / Livres	118,08	120,61	122,49	122,17	122,56	122,81	121,30	-
- Comercializáveis / Não-Comercializáveis	109,55	109,73	108,89	109,12	109,65	110,52	110,94	-

* IPCA 15 ** taxa média do período anualizada *** ago/99=100

A relação de preços comercializáveis / não comercializáveis começa a estabilizar após o elevado crescimento ao longo de 2002 e 2003. Dado a ausência de choques cambiais a tendência é que essa relação se mantenha estável ou caia no médio prazo. O Gráfico 1 traz o comportamento dessa relação desde 1995. No período de câmbio fixo a relação é favorável aos preços não-comercializáveis. Os dois choques cambiais no período inverteram a trajetória e levam a relação ao mesmo nível que ela se encontrava em 1995 (junho 1995=100).



- Inflação – Antecipação, Persistência e Generalidade

A fim de explicar a inflação e seu comportamento futuro é preciso ter claro a distinção entre os três conceitos fundamentais – antecipação, persistência e generalidade. A distinção entre os três ficou evidente com o resultado do mês de julho. O índice IPCA apresentou deflação de 0,15% embora todas as medidas de núcleo tenham sido elevadas, entre 0,4% e 0,9% (Tabela 4). O mercado e o Banco Central vinha atribuindo o resultado elevado do núcleo ao efeito inercial e os repasses defasados. Nesse caso, como descrito em algumas atas do COPOM, não haveria espaço para cortes na taxa SELIC. Entretanto, o resultado de julho aponta para uma contradição; os núcleos estão elevados, mas não há mais inércia e nem repasse defasados(ii). Qual seria a leitura correta do núcleo então?

Tabela 4 - Medidas de Núcleo da Inflação

	jan/03	fev/03	mar/03	abr/03	mai/03	jun/03
Inflação - IPCA	2,25	1,57	1,23	0,97	0,61	-0,15
- Núcleo Desagregado (i)	1,69	1,05	1,26	1,09	0,88	0,78
- Médias Aparadas (ii)	1,32	0,93	1,23	1,1	1	0,87
- Exclusão Prévia (iii)	1,38	0,99	1,12	0,67	0,56	0,57
- Mediana	1,73	1,06	1,23	0,83	0,66	0,42
Comercializáveis	1,73	0,79	1,43	1,11	0,95	0,38
- Núcleo (iv)	1,82	0,82	1,45	1,29	0,77	0,52
Não - Comercializáveis	1,56	1,57	1,21	0,62	0,15	0,00
- Núcleo (iv)	1,86	1,09	0,94	0,61	0,56	0,55

i) Metodologia Gomes (2003) - Núcleo da Inflação Desagregado - Versão Preliminar - Dissertação de Mestrado

ii) Elaborado pelo BC, 20% com suavização

iii) Exclui alimentos e administrados iv) Núcleo que gera a metodologia desagregada - Gomes (2003)

O conceito de antecipação está embutido na construção do núcleo. A idéia é que extraindo da inflação o ruído e os componentes transitórios(iii) é possível ter uma melhor aproximação da tendência da inflação. Se o núcleo em um mês está elevado ou mostra resistência à queda é porque para os próximos meses a tendência é de aumento da taxa. Embora a inércia seja uma das principais explicações de elevação do núcleo, não é a única. Por exemplo, a inflação dos próximos meses pode estar sendo causada por motivos espúrios, como reajuste de contratos, sazonalidade no mês, choques de oferta, etc...

Em todo caso, a metodologia do Núcleo Desagregado(iv) fornece uma boa aproximação da tendência da inflação no mês pois é elaborado a partir do conceito de predição. No mês de junho esse índice apresentou variação de 0,78%. Portanto, espera-se um aumento da taxa para os próximos meses.

Como dito anteriormente, a inércia é um dos componentes que causam a inflação, logo tem impacto no núcleo. A fim de se tentar mensurar seu efeito e compará-lo com o núcleo foi elaborado o conceito de Inflação de Persistência. Essa metodologia é uma aproximação para a inércia e repondera os pesos de todos os subitens do IPCA pela sua contribuição de persistência total. Pesos maiores são dados a produtos que apresentam maior componente inercial(v) . A partir da Tabela 5 é possível ver que já não há mais forte persistência pois seu índice apresentou baixa variação em junho (0,25%). A partir de uma análise retroativa é possível notar que houve um forte queda na persistência de março para abril que pode ser atribuído em grande parte, a política monetária apertada realizada pelo Banco Central.

Finalmente o conceito de generalidade está relacionado ao movimento em conjunto dos preços. Se os preços em um determinado mês estão todos aumentando ao mesmo tempo é uma indicação de forte generalidade e persistência. O Coeficiente de Generalidade mede a porcentagem dos produtos que tiveram variação positiva. Em junho o coeficiente foi de 0,6, isto é, 60% dos preços tiveram inflação. O resultado pode ser considerado positivo pois está dentro do intervalo de normalidade (entre 0,5% e 0,65%). Em momentos de pressão inflacionaria esse coeficiente chegou próximo a 0,9 sugerindo forte generalidade e persistência.

Tabela 5 - Persistência - Antecipação - Generalidade do IPCA

	jan/03	fev/03	mar/03	abr/03	mai/03	jun/03
Inflação - IPCA	2,25	1,57	1,23	0,97	0,61	-0,15
Antecipação *						
- Núcleo Desagregado	1,69	1,05	1,26	1,09	0,88	0,78
Persistência **						
- Inflação de Persistência	3,02	2,13	2,06	0,80	0,68	0,25
Generalidade ***						
- Coeficiente de Generalidade do IPCA	0,86	0,73	0,77	0,76	0,66	0,60

* Metodologia Gomes (2003) - Núcleo da Inflação Desagregado - Versão Preliminar - Dissertação de Mestrado

** Modelo de Reponderação dos subitens do IPCA por seu grau de persistência dado por um modelo AR(1)

*** Percentual de subitens com variação maiores do que zero

- Perspectivas para 2003 e 2004

A previsão de inflação do IE/UFRJ para o IPCA é de 10,2% em 2003 e 6,5% em 2004. O resultado supõe uma taxa média do IPCA em torno de 0,5% até o final do ano. Isso significa que a inflação anualizada no segundo semestre deverá ficar próximo de 6,8% , contra 13,7%, registrada de janeiro a junho. Os preços livres devem fechar o ano em 8,7% e os administrados em 14%.

A partir da Tabela 6 é possível verificar que o comportamento consistente com o cenário previsto supõe taxas parecidas com as verificadas no segundo semestre do 2000.

Tabela 6 - Projeção para Inflação e Taxas Médias Necessárias

	<u>IPCA</u>	<u>adm</u>	<u>liv</u>
Inflação Jan-Jun/03	6,6	8,9	6,0
Inflação média Jan-Jun/03	1,1	1,4	1,0
Inflação Jan-Jun/03 Anualizada	13,7	18,5	12,3
Inflação Estimada 2003	10,2	14,0	8,7
Inflação Efetiva para Previsão	3,3	4,7	2,6
Inflação Efetiva para Previsão (taxa anualizada)	6,8	9,7	5,2
Inflação média mensal jul-dez 2003 (Estimada)	0,5	0,8	0,4
- inflação média jul-dez 2000	0,5	0,3	0,4
- inflação média jul-dez 2001	0,8	0,4	0,6
- inflação média jul-dez 2002	2,1	0,8	1,5

O Banco Central tem flexibilidade para cortar as taxas de juros até o final do ano sem que isso represente um relaxamento da política monetária . A taxa Selic deverá fechar o ano em aproximadamente 20% que representa juros reais ainda elevados por volta de 13% para o ano que vem. Supondo que o Banco Central acompanhe a curva de juros do mercado, a tendência é que haja convergência (Gráfico 2) das taxas ex-ante (via Selic e Swap PrexDI 360 dc) no final do ano. O Gráfico 3 apresenta uma simulação para queda na taxa Selic (20% ao final do ano) e a inflação mensal projetada. A evidência é que as taxas reais mensais continuaram elevadas até o final do ano, qualquer seja o "alívio" dado pelo Banco Central.

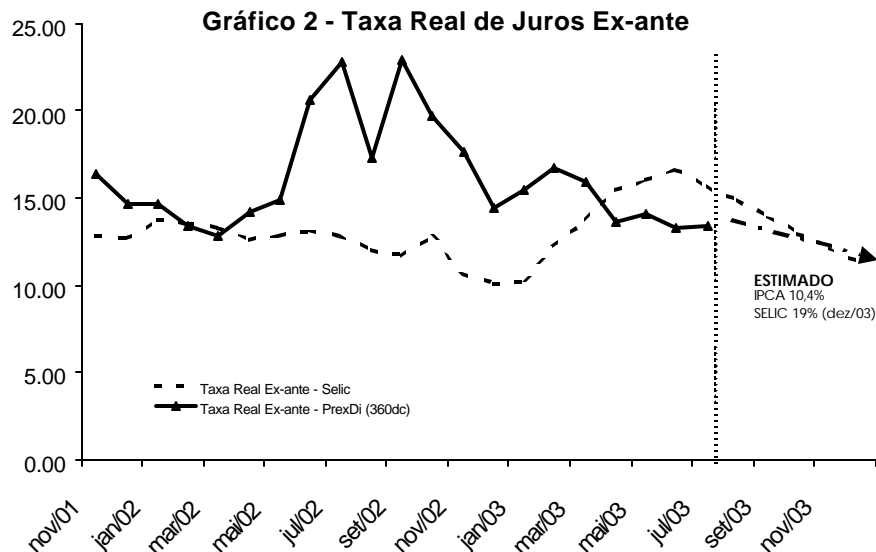
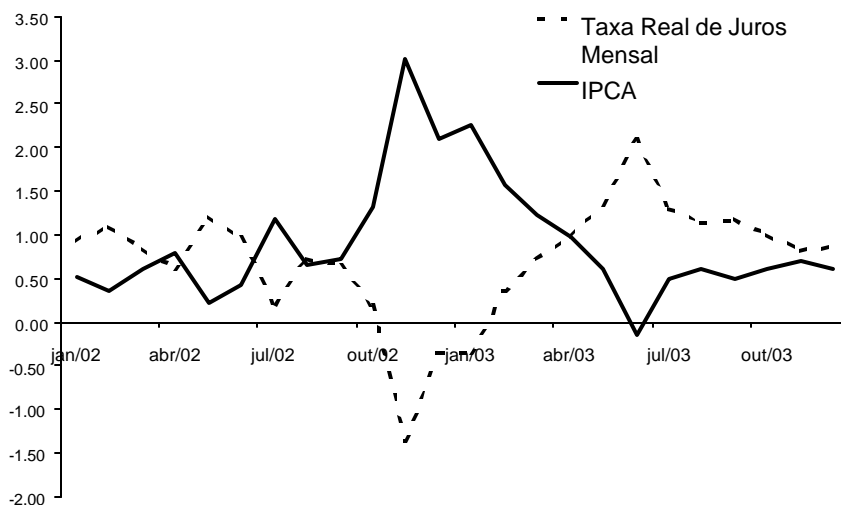


Gráfico 3 - Inflação (IPCA) x Taxa Real - Dados Mensais



- i) Estudos sugerem que o excesso de volatilidade da taxa de Câmbio e seu nível tem impacto de curto prazo na distribuição da inflação futura – 3 a 4 meses .
- ii) Nos preços livres. Os administrados tem contratos justapostos
- iii) Dado pelo truncamento e suavização respectivamente
- iv) Metodologia do Núcleo Desagregado – dissertação de mestrado do IBMEC – Versão preliminar
- v) Dado por um modelo autoregressivo de ordem 1- O peso em um mes é dado pela media ponderada dos 5 meses anterior onde os valores de inercia mais recentes tem maior peso.

Política Fiscal

Margarida Gutierrez

A melhoria das condições macroeconômicas garantida pela continuidade da política econômica baseada no câmbio flutuante, na disciplina fiscal e no regime de metas inflacionárias tem produzido resultados extremamente positivos nos indicadores que refletem a evolução das contas do setor público consolidado (governo central, governos estaduais e municipais e empresas estatais).

Nos primeiros 5 meses do ano, a dívida líquida experimentou uma queda de R\$ 22,7 bilhões em relação a dezembro de 2002 atingindo o patamar de R\$ 858,4 bilhões, o equivalente a 53,6% do PIB. O Banco Central e o Tesouro Nacional iniciaram um processo de alongamento da dívida mobiliária interna, interrompido em abril do ano passado, ao mesmo tempo em que foi anunciado em 26 de maio que não há mais o compromisso por parte do governo de rolar 100% do principal de sua dívida cambial interna a cada vencimento (títulos cambiais e swaps cambiais).

O estoque da dívida em um dado momento (D_t) é determinado pela seguinte equação:

$D_t = D_{t-1} + J - S.P. + E - P + A$, onde D_{t-1} é o valor da dívida no período imediatamente anterior acrescido da despesa com juros (J), descontado do esforço fiscal (que é o superávit primário, $S.P.$). Esses 2 fluxos determinam a variação da dívida de natureza fiscal, que nada mais é que o resultado nominal do déficit público (resultado das receitas e gastos do setor público consolidado, incluindo o pagamento do serviço da dívida, e refletida no indicador Necessidade de Financiamento Nominal). Além disso, devem-se contabilizar ajustes chamados patrimoniais que incluem o reconhecimento de dívidas contraídas no passado (esqueletos, E) e que, a partir de 1996, passaram a ser gradativamente incorporadas ao estoque de endividamento público, o fluxo de privatizações no período (P) e a variação cambial (A) sobre o estoque da dívida (interna vinculada ao câmbio e externa) que ainda não venceu, mas que a cada período é revalorada em reais, segundo a evolução da taxa de câmbio. Como a taxa de câmbio varia, o ajuste daí decorrente é, por definição, transitório, enquanto que os demais elementos de variação da dívida são definitivos.

Atualmente, a dívida pública é 53,6% do PIB, sendo que a dívida fiscal representa 37,8% do PIB e a dívida patrimonial, 15,8% do PIB. Em 1994, toda a dívida era decorrente do exercício fiscal. O reconhecimento de dívidas passadas e a mudança do regime cambial em 1999 aumentaram significativamente a importância do ajuste patrimonial na determinação da trajetória Dívida/PIB. A elevada exposição cambial do endividamento público (46,3%) é fruto de uma estratégia que se iniciou a partir do 2o semestre de 1998, quando o Banco Central substituiu continuamente títulos públicos no mercado sem cláusula de correção cambial por papéis indexados ao câmbio e, além disso, garantiu o financiamento público através da colocação de novos títulos indexados ao câmbio. O objetivo foi reduzir as pressões de demanda por dólar à vista, em momentos de acentuadas expectativas de novas desvalorizações da moeda nacional frente à moeda norte americana. Um resultado deste processo foi a elevada sensibilidade da relação Dívida Pública/PIB à trajetória da taxa de câmbio: em períodos de fortes e continuadas desvalorizações, o indicador sobe independentemente dos resultados fiscais, e contrariamente, em períodos de apreciação da taxa de câmbio, ocorre o movimento inverso.

À medida em que as condições macroeconômicas ganhem mais estabilidade, em particular, a inflação e a taxa de câmbio, e considerando que a incorporação de novos esqueletos é um processo que se esgota no tempo, a trajetória da dívida pública passará a depender cada vez mais do resultado do superávit primário. Por outro lado, a queda da taxa de juros real e o crescimento econômico contribuem favoravelmente para reduzir a relação Dívida Pública/PIB.

Tabela 1 - Desempenho Fiscal Países Selecionados

Período	Bélgica		Grécia		Irlanda		Itália	
	Resultado Primário/PIB	Dívida Pública/PIB	Resultado Primário/PIB	Dívida Pública/PIB	Resultado Primário/PIB	Dívida Pública/PIB	Resultado Primário/PIB	Dívida Pública/PIB
1985	0.0	118.1	-6.6	47.1	-3.3	99.5	-4.6	76.8
1990	4.4	129.1	-5.9	79.6	3.4	101.4	-1.8	97.2
1995	4,5	133,9	1,0	108,7	1,8	82,6	3,3	123,2
2002	5,7	105,4	4,6	106,4	-0,8	34,1	3,1	109,6

Fonte : OECD

(+) = superávit; (-) = déficit

A experiência de países com alto grau de endividamento público (acima, inclusive, de 100% do PIB), como por exemplo, Irlanda, Itália, Bélgica e Grécia, mostra como um rigoroso ajuste fiscal, em condições macroeconômicas estáveis, é capaz de garantir uma trajetória declinante da Dívida/PIB (Tabela 1). O processo inicia-se com uma elevação do superávit primário que, mantido ao longo do tempo, acaba

conferindo credibilidade à capacidade de solvência do setor público. O maior esforço fiscal associado à queda dos juros revertem a trajetória ascendente do endividamento público como proporção do PIB.

Comparando o Brasil com os países da OCDE, cuja Dívida Bruta/PIB média é de 75% e com os tomados como exemplos, a Dívida Pública Bruta não é alta pois representa 72,8% do PIB, mas ainda tem um perfil com algumas restrições importantes.

Em primeiro lugar, 34,6% da dívida é de curto prazo (com vencimento menor que 1 ano), tornando extremamente vulnerável o custo da sua rolagem às condições macroeconômicas do momento (Gráfico abaixo). É verdade, que esta proporção tem diminuído consideravelmente a partir de janeiro deste ano, quando 40% era dívida de curto prazo, mas ainda é alta em comparação, por exemplo, a abril de 2002, quando essa proporção era de 23%. O ambiente econômico mais favorável tem permitido que o Banco Central e o Tesouro Nacional realizem leilões com colocações de títulos mais longos (2005 a 2007), incluindo os leilões de troca com substituição de títulos com vencimentos curtos (20 semestre deste ano) por títulos mais longos.

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	jan/03	fev/03	mar/03	abr/03	mai/03
dívida/PIB	49.4	49.3	53.1	55.9	55.9	56.6	55.3	52.2	53.6
Total da dívida Pública (a+b)	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	74.9	74.5	76.0	77.7	77.3
(i) Indexada ao Câmbio	19.4	19.9	27.0	26.2	26.1	26.2	25.4	23.3	23.6
(ii) Não Indexada ao Câmbio	59.5	60.3	53.2	48.1	48.9	48.3	50.5	54.4	53.7
(b) Externa	21.1	19.8	19.8	25.7	25.1	25.5	24.0	22.3	22.7

O segundo problema diz respeito ao elevado grau de endividamento em câmbio (Tabela 2). Segundo os últimos dados, em maio a parcela da dívida pública corrigida pela variação cambial foi de 46,3%. Como já vimos, este resultado foi consequência de uma estratégia do Banco Central de tentar, através da colocação de títulos com correção cambial, evitar uma desvalorização ainda maior da moeda nacional em momentos em que a percepção de risco em relação ao Brasil foi elevadíssima. Considerando apenas a dívida mobiliária federal interna vinculada ao câmbio o valor totalizava U\$ 68,55 bilhões em maio. O Brasil tem uma necessidade de financiamento externo (déficit em transações correntes acrescido do pagamento de amortizações de médio e longo prazo) projetada para este ano de U\$ 32,0 bilhões o que evidencia ainda a importância de um volume expressivo de captações externas para evitar pressões significativas sobre a taxa de câmbio. Isto confere à dívida pública uma vulnerabilidade muito grande. Em 2002, 67% do

aumento da dívida deveu-se ao efeito câmbio (Tabela 3). Ao longo deste ano, a apreciação cambial de 16% até maio provocou o efeito inverso, reduzindo o estoque da dívida (interna e externa), medida em reais, em R\$ 51,7 bilhões. Como o pagamento de juros superou o resultado primário em R\$ 28,3 bilhões, a dívida líquida sofreu um decréscimo de apenas R\$ 22,7 bilhões.

Dando início ao processo de desdolarização de seu endividamento, o governo anunciou em finais de maio que já não tem mais o compromisso de rolar 100% do principal da dívida cambial. A partir de então, gradativamente o montante rolado tem sido cada vez menor. No primeiro leilão de 12 de junho, de uma dívida de U\$ 1,52 bilhão, o governo promoveu o refinanciamento de 95%; em 18 de junho, a taxa de rolagem foi de 90%; no dia 10 de julho, a dívida de U\$ 2,55 bilhões teve uma rolagem de 67% e no último vencimento do dia 17 deste mês, o percentual foi de apenas 52%. Até dezembro estará vencendo 26,3% da dívida interna cambial (U\$ 15,0 bilhões). Embora, o objetivo desta medida, segundo o governo, seja o de promover a redução da sua exposição cambial e não o de fixar um piso para o câmbio, como se trata de um volume elevado a vencer ainda este ano, dependendo da taxa de rolagem o impacto sobre a taxa de câmbio poderá não ser desprezível.

Tabela 3: Fatores Condicionantes da Dívida Pública

Fluxo em R\$ milhões	Jan a Dez/01	Jan a Dez/02	Jan a Maio/03
Juros Internos	72112	96949	57666
Juros Externos	14331	17029	7645
Varição cambial sobre estoque da dívida interna atrelada ao dólar	19182	76662	-20344
Varição cambial sobre estoque (em reais) da dívida externa líquida	10619	71317	-31454
Esqueleto	26004	14286	728
Privatizações	-980	-3637	0
Superávit primário	-43655	-52364	-36980
Outros	90	0	0
Total	97703	220241	-22739

Fonte: Banco Central

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses encerrados em maio (receitas e despesas sem incluir o pagamento de juros), o superávit primário totalizou R\$ 65,8 bilhões (4,51% do PIB). Nos 5 primeiros meses do ano, as contas primárias consolidadas superaram largamente a meta estabelecida com o FMI de um piso de R\$ 34,5 bilhões para o primeiro semestre, acumulando um superávit de R\$ 36,9 bilhões (5,73% do PIB). O governo central (federal, Banco Central e INSS) contribuiu com a maior parte (R\$ 28,4 bilhões), tendo R\$ 7,8 bilhões sido gerados nas esferas estaduais e municipais e R\$ 640 milhões, no âmbito das empresas estatais

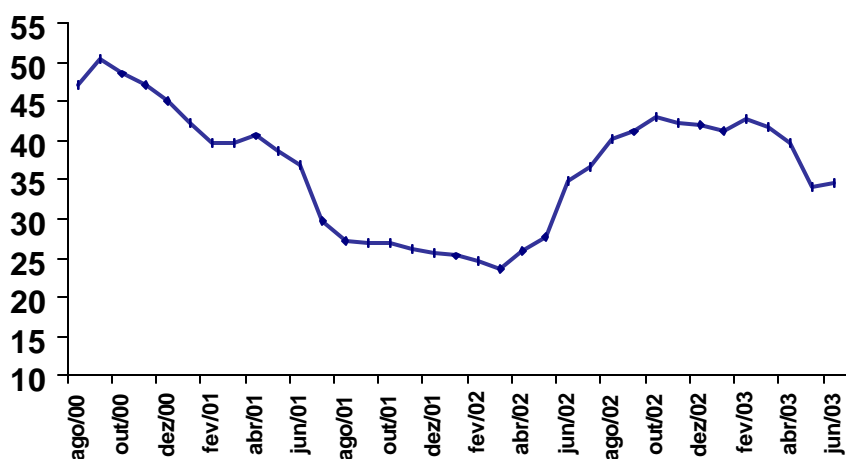
(federais, estaduais e municipais). Estes resultados permitem uma folga no ajuste fiscal para o período que se estende até o final do ano (junho a dezembro) observando a meta acertada com o FMI para 2003 de um superávit primário de 4,25% do PIB (R\$ 70,0 bilhões). A folga obtida nos primeiros 5 meses do ano, permite que de junho a dezembro, este indicador se situe em uma média mensal de 3,29% do PIB.

Tabela 4: Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ Milhões				% PIB			
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Jan/Dez 02	Jun 02/Mai 03	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Jan/Dez 02	Jun 02/Mai 03
Nominal	39,806	42,788	61,614	74,183	3.66	3.62	4.61	5.08
Juros Nominais	77,963	86,444	113,978	140,052	7.18	7.31	8.52	9.60
Primário	-38,157	-43,655	-52,364	-65,869	-3.51	-3.69	-3.91	-4.51
- Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20,431	-21,980	-31,919	-41,290	-1.88	-1.86	-2.39	-2.83
- Emp. Est. Federais	-10,174	-7,571	-6,329	-8,912	-0.94	-0.95	-0.47	-0.61
- Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6,026	-10,471	-10,598	-12,465	-0.55	-0.89	-0.79	-0.85
- Emp. Estat. Regionais	-1,526	-3,634	-3,518	-3,202	-0.14	-0.31	-0.26	-0.22

Fonte: Banco Central

Gráfico 1 - Participação da Dívida Pública de curto prazo (12 meses)



Economia Empresarial

Managing Leverage In Negotiations

*Roger Volkema
Kogod School of Business
American University
Washington, D.C.*

Much of business, and for that matter much of life, is about negotiation: communication between two or more parties to determine the nature of future behavior. In the case of business, that future behavior can involve salary concessions, overtime work, volume discounts, delivery schedules, merger and acquisition terms, to name but a few.

At the beginning of every negotiation, one or more of the parties often perceives that they are at a disadvantage. A beverage manufacturer, hoping to introduce a new product in time for the upcoming holiday season, is short on a unique-size bottle which only one company can provide. A hotel with exceptionally low occupancy is approached by a large association about holding its annual convention there rather than with one of several competing hotels. An airline in a labor dispute with its pilots is being forced to cancel flights because the pilots are walking out just before scheduled times of departure, claiming illness. In each case, each party appears to be at a disadvantage, while the other party appears to have the upper hand or leverage.

In business and social negotiations between two parties, leverage can be assessed as follows: The more is costs Party B not to have an agreement with Party A, the more leverage Party A has. Managing your advantage (or disadvantage, as the case may be) is the focus of this article. And the key is understanding and controlling "costs."

The costs that Party B perceives he or she might incur are based on the economic concepts of supply and demand. Before any important negotiation, individuals are advised to ask three questions: 1) What do I want?, 2) Why should the other party negotiate with me?, and 3) What are my alternatives (if this negotiation should fail)? The answers to the first and third questions determine the amount of leverage one party has over

the other party in a negotiation. If, for example, the previously-mentioned beverage manufacturer desperately needs a unique-size bottle (and no other bottle will suffice), and if this manufacturer believes that one and only one company can provide the bottle (i.e., there are no alternatives to dealing with this company), then the costs to the beverage manufacturer (Party B) of not negotiating an agreement with the bottle company (Party A) are substantial. The more strongly the beverage manufacturer believes this to be the case, the more leverage the bottle company has.

The astute observer might recognize that these two fundamental questions, "What do I want?" and "What are my alternatives?," correspond to the concepts of demand and supply, respectively. What a party wants constitutes their demand, based on real or perceived needs. The stronger the need, the stronger the demand. What alternatives are available to the other party represents supply. The smaller the supply of an item, the fewer alternatives a party has. Thus, the beverage manufacturer has a strong demand for something in short supply.

While it might appear from the previous examples that only one party possesses leverage in a negotiation, in reality one, both, or neither party might perceive an advantage or disadvantage at any given time. If the bottle company, for example, has gotten stuck with the unique-size bottles in stock because a prospective buyer has gone bankrupt, then the bottle company might perceive that the beverage manufacturer has leverage. That is, in this negotiation, each party perceives that the other party has the advantage because each party sees only its costs.

How, then, does one alter perceived costs or leverage in a negotiation? Essentially, there are two ways: You can seek to increase your own leverage (by increasing the other party's perceived costs), or you can attempt to decrease the leverage of the other party (by decreasing your costs). In either case, the focus is on perceived wants/needs (demand) and alternatives (supply).

To increase your leverage in a negotiation, you might seek ways to increase the demand of the other party. Sales and marketing people do this by creating a sense of excitement about a product. In effect, they are creating a perceived desire where one previously never existed. Consider almost any fad, from hoola hoops (bambolê) to synthetic clothes (calça de tergal) to Pokemon, cellphones, and Sports Utility Vehicles. Alternatively, you can seek to match your product or service to the other party's needs. This is best accomplished by asking open-ended questions in order to first understand thoroughly the other party's needs and priorities. A good job candidate does this. Rather than presenting his or

her resume and hoping that it matches what the prospective employer is looking for, this candidate will ask questions (“Tell me more about the position. What are you really looking for in a candidate? What will make this person successful?”) and use this information to match his/her talents to the position during the interview.

You also can increase your leverage by decreasing the alternatives available to the other party. Negotiators discredit other alternatives by pointing out their shortcomings, or eliminate another party’s alternatives through mergers or alliances. In the case of the hotel hoping to land the large convention, hotel personnel might point out that a competing hotel is about to undergo renovations, which will make the other hotel unavailable for the upcoming convention. In the telecommunications field, internet providers link up with cable, telephone, and broadcast companies in order to lock up communication/entertainment markets. Airlines do the same, aligning with each other to lock up certain domestic-international routes.

Alternatively, leverage can be managed by decreasing the other party’s advantage. To do so requires that you focus either on what you want or on your alternatives. Two ways to address the former include feigning disinterest in the other party’s product or service (e.g., in a retail setting, pretending you are just browsing), or identifying product/service deficiencies (e.g., as a buyer, asking about features that you know the product does not have). With both techniques, the other party’s leverage is decreased.

Or, you can focus on your alternatives. By identifying your counterpart’s competitors, feigning other options, or actually creating viable alternatives, you lessen the advantage of the other party. The convention planners might identify other hotels where they could hold their conference, the beverage manufacturer might speculate about making its own bottles or substituting cardboard containers, the airline might seek to offset pilot strikes by negotiating deals with other airlines to carry their passengers. In each case, it is the perception of alternatives that can lessen your costs.

Which approach you choose to use – increasing your leverage or decreasing the other party’s leverage – is up to you. However, the former (increasing your leverage) tends to lead to greater cohesion among the negotiating parties than the latter approach (decreasing the other party’s leverage). That is, increasing your leverage may be more appropriate if your intent is to build or maintain a relationship with the other party.

Since there is the potential for both parties to have leverage in any given situation, it is possible for a negotiator to view leverage in absolute terms or relative terms. In absolute terms, a negotiator sees only the costs that might be incurred by him or her. In relative terms, a negotiator assesses his or her potential costs against those of the other party, making a judgement as to who has the most to lose (and often betting that that individual will concede first).

Managing leverage is one of fundamental skills necessary to being a successful negotiator, and ultimately to being successful in business. Understanding the approaches or levers that are available to you is one of the first steps in developing these skills.

Setor Externo

Elena Soihet

Balança Comercial

No primeiro semestre de 2003, a balança comercial registrou superávit de US\$ 10,4 bilhões, resultado de exportações de US\$ 33 bilhões e importações de US\$ 22,6 bilhões. Este saldo superou em quatro vezes o do primeiro semestre de 2002, quando o superávit comercial foi de US\$ 2,6 bilhões.

**Tabela 1 - EXPORTAÇÃO BRASILEIRA POR FATOR AGREGADO
JANEIRO/JUNHO - 2003/2002 - US\$ MILHÕES FOB**

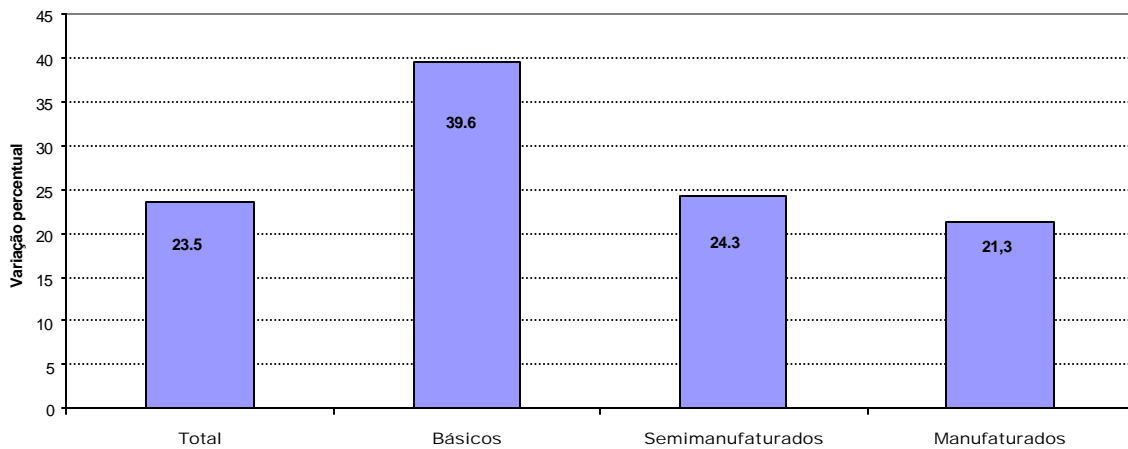
	Janeiro/Junho		Var. % 2003/02 p/ média diária	Participação (%)	
	2,003	2,002		2003	2002
Básicos	9,620	6,251	55.2	29.1	25.0
Industrializados	22,686	17,940	27.5	68.7	71.6
-Semimanufaturados	4,966	3,426	46.1	15.0	13.7
-Manufaturados	17,720	14,514	23.1	53.7	57.9
Operações Especiais	696	861	-18.5	2.1	3.4
TOTAL	33.002	25.052	32.8	100	100

Fonte: SISCOMEX

As exportações de produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados, apresentaram recordes históricos para o primeiro semestre. Conforme a Tabela 1, considerando a média diária, na comparação com janeiro/junho de 2002, a exportação dos básicos cresceu 55,2%; a dos semimanufaturados, 46,1%; e a dos manufaturados, 23,1%.

O ótimo desempenho das exportações é atribuído principalmente ao crescimento da quantidade exportada, porém também houve uma ligeira recuperação dos preços. De acordo com a Funcex, o índice quantum de exportação nos primeiros cinco meses do ano acumulou alta de 23,5% e os preços uma alta de 4,6%. O destaque foi para os básicos cujo índice de quantum foi de 39,6% conforme pode ser visto no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Exportação quantum por classe de produto (jan-maio 2003)



Fonte: Dados primários Funcex

Em volume, os principais produtos exportados no período janeiro/junho-2003 e as respectivas variações relativas sobre 2002 foram:

- § Soja em grão: US\$ 2,2 bilhão (+150%)
- § Minério de ferro: US\$ 1,6 bilhão (+ 40%)
- § Farelo de soja: US\$ 1,1 bilhão (+ 57%)
- § Automóveis: US\$ 1,1 bilhão (+ 40%)
- § Petróleo: US\$ 1,0 bilhão (+ 95%)

Sob a perspectiva dos blocos econômicos, conforme é detalhado na Tabela 2. As exportações se ampliaram para todas as principais regiões, com destaque para Ásia (+79,4%) e Mercosul (+55,9%). As vendas para a China, neste semestre, cresceram 229%, consolidando o país como o segundo maior importador de produtos brasileiros, atrás somente dos Estados Unidos. As exportações para a Argentina cresceram 92%, o que reflete a retomada deste país como importante mercado comprador do Brasil, ocupando o 4o lugar na pauta.

**Tabela 2 - EXPORTAÇÃO BRASILEIRA - PRINCIPAIS BLOCOS ECONÔMICOS
JANEIRO/JUNHO - 2003/2002 - US\$ MILHÕES FOB**

	Janeiro/Junho		Var. % 2003/02 p/ média diária	Participação %	
	2003	2002		2003	2002
EUA (1)	8,194	6,947	18.9	24.8	27.7
União Européia	8,217	6,208	33.4	24.9	24.8
Ásia	5,382	3,025	79.4	16.3	12.1
-China	2,161	662	229.1	6.5	2.6
ALADI	5,450	4,470	22.9	16.5	17.8
-MERCOSUL	2,290	1,481	55.9	6.9	5.9
-Argentina	1,844	969	91.9	5.6	3.9
Oriente Médio	1,140	826	39.1	3.5	3.3
África	1,132	882	29.4	3.4	3.5
Europa Oriental	966	732	33	2.9	2.9
Demais	2,521	1,962	29.5	7.6	7.8
TOTAL	33.002	25.052	32.8	100.0	100.0

(1) Inclui Porto Rico

Fonte: SISCOMEX

No tocante às importações, considerando a média diária, houve elevação de 1,4% no acumulado do semestre em comparação ao mesmo período de 2002. A decomposição por categoria de uso revela que, por um lado, cresceram as compras de combustíveis e lubrificantes (18,3%), bem como de matérias-primas e intermediários (7,7%); por outro lado, houve queda nas aquisições de bens de capital (-14,4%) e bens de consumo (-7,6%).

**Tabela 3 - IMPORTAÇÃO BRASILEIRA POR CATEGORIAS DE USO
JANEIRO/JUNHO - 2003/2002 - US\$ MILHÕES FOB**

	Janeiro/Junho		Var. % 2003/02 p/ média diária	Participação %	
	2003	2002		2003	2002
Bens de Capital	4,852	5,712	-14.4	21.5	25.4
Mat. Primas e Interm.	11,947	11,184	7.7	52.9	49.8
- Nafta	451	316	43.9	2.0	1.4
Bens de Consumo	2,615	2,853	-7.6	11.6	12.7
- Não-duráveis	1,461	1,664	-11.5	6.5	7.4
- Duráveis	1,154	1,189	-2.1	5.1	5.3
- Automóveis	308	382	-18.7	1.4	1.7
Combustíveis e Lubrificantes	3,190	2,718	18.3	14.1	12.1
- Petróleo	1,780	1,432	25.3	7.9	6.4
- Demais	1,410	1,286	10.5	6.2	5.7
TOTAL	22.604	22.467	1.4	100.0	100.0

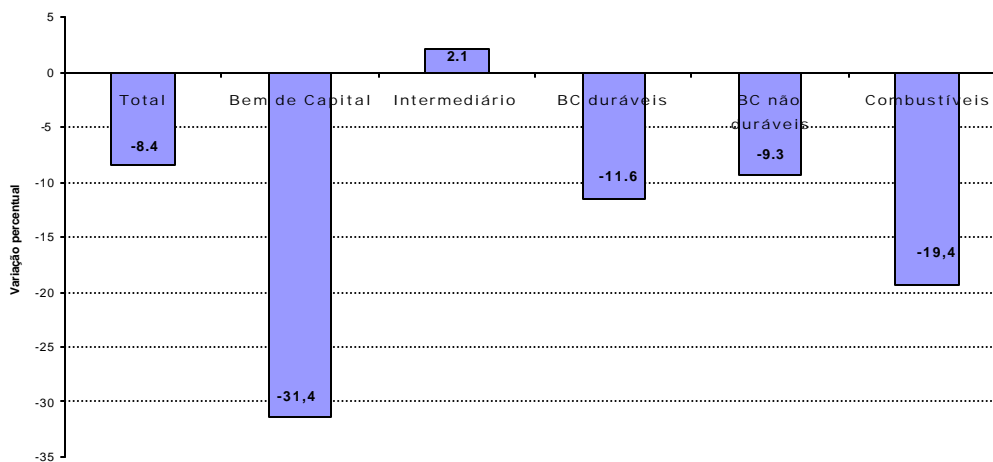
Fonte: SISCOMEX

O modesto crescimento das importações, comparado ao das exportações se deveu à queda quantidades importadas, já que os

preços subiram mais que o dos produtos exportados. Nos cinco primeiros meses do ano, o índice quantum acumulou queda de 8,4% enquanto que os preços dos importados tiveram uma elevação de 9,5%.

Uma análise por categoria de uso revela que a queda do quantum ocorreu em praticamente todas as categorias, liderada pelos bens de capital (-31,4%). A única exceção continuou sendo a importação dos bens intermediários que, no período, acumulou alta de 2,1% (vide gráfico 2).

Gráfico 2 - Importação Quantum por Categoria de Uso (Jan-Maio 2003)



Fonte: Dados primários Funcex

Dados divulgados pelo MDIC referentes às duas primeiras semanas de julho mostram que as exportações já acumulam no ano US\$35,4 bilhões e as importações US\$24,3 bilhões, gerando um superávit de US\$11,1 bilhões. Partindo destes números podemos inferir que no acumulado em 12 meses, o superávit está em cerca de US\$ 21 bilhões. Ao final do ano, contudo, acreditamos que este saldo será menor – próximo a US\$ 18 bilhões - face à recente valorização do real, ao cenário de modesto crescimento previsto para a economia mundial e à perspectiva de um leve crescimento das importações consequência de uma leve melhora no nível de atividade a partir do 2º semestre.

**Tabela 4 - Balança Comercial
(em US\$ bilhões)**

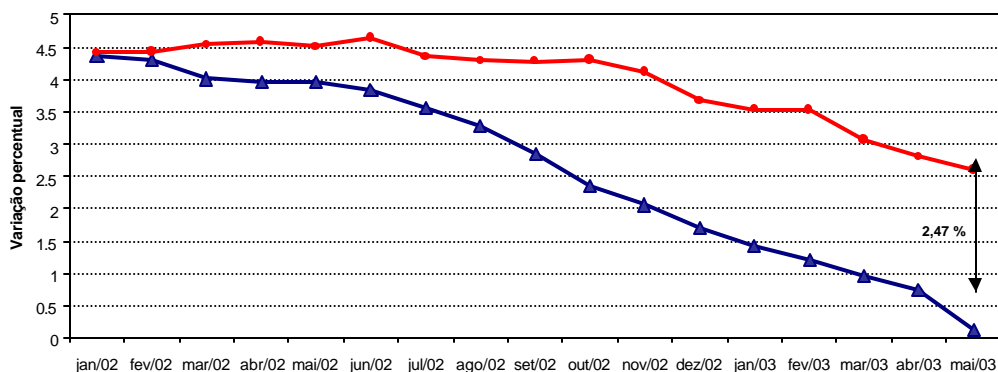
Ano	Exportações		Importações						Saldo
			Total		Combustíveis		Outras		
	Valor	Variação %	Valor	Variação %	Valor	Variação %	Valor	Variação %	
1998	51.1	-	57.7	-	4.1	-	53.6	-	-6.6
1999	48.0	-6.1	49.3	-14.7	4.3	4.9	45.0	-16.2	-1.3
2000	55.1	14.7	55.8	13.3	6.4	47.8	49.5	10.0	-0.7
2001	58.2	5.7	55.6	-0.5	6.3	-1.3	49.3	-0.4	2.6
2002	60.3	3.6	47.2	-15.1	6.3	0.4	40.9	-17.0	13.1
2003 ^P	66.6	10.4	48.6	3.0	-	-	-	-	18.0

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

A melhora na balança comercial vem se refletindo diretamente no balanço de pagamentos do país. O saldo em transações correntes de janeiro a maio de 2003 registrou um déficit de apenas US\$ 2 milhões - resultando em melhora expressiva em relação ao déficit de US\$ 7,1 bilhões de igual período do ano passado. Conseqüentemente, o déficit em 12 meses recuou para US\$ 0,6 bilhões (0,13% do PIB), enquanto que os investimentos estrangeiros diretos (IED) totalizaram US\$11,8 bilhões (2,6% do PIB) no mesmo período. O gráfico a seguir demonstra que a entrada de investimentos diretos vem sendo mais do que suficiente para financiar o déficit em transações correntes.

A melhoria dos resultados da balança comercial - assim como a orientação da política macroeconômica que tem priorizado o controle da inflação - vem contribuindo para recuperar a credibilidade internacional da economia brasileira e, por conseguinte, reduzir a vulnerabilidade externa podendo levar a um crescimento sustentado da economia.

Gráfico 3 - Saldo em TC e IED (em %PIB)



Fonte: Dados primários Bacen

