

Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Junho de 2003 - Ano 3 – Número 41

APRESENTAÇÃO

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

Na presente edição damos um destaque à questão da retração do nível de atividades. Na seção de indústria, ao mesmo tempo em que se faz um diagnóstico da queda da produção industrial, argumenta-se, com base nas informações disponíveis, que o problema oposto, isto é, o da restrição de capacidade para o crescimento da produção e das exportações, ainda é uma questão remota. No panorama geral, por outro lado, chama-se atenção para a forte correlação negativa entre juros no mercado futuro e produção industrial, o que sinaliza a possibilidade de uma retomada do crescimento a curto prazo.

A maior ou menor rapidez da recuperação da economia dependerá bastante do ritmo de queda da taxa de juros, o que por sua vez estará associado à queda da inflação. Continuamos, nesta edição, com a análise da inflação, observando o comportamento do núcleo por categorias. Em um suplemento, Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho explica a metodologia utilizada para calcular o núcleo discutindo suas vantagens em relação a métodos alternativos.

Na seção sobre Economia Empresarial, o professor Celso Lemme no artigo "Taxa de Juros e Retorno do Investimento Produtivo: O Dilema do Prisioneiro?" analisa as contradições existentes entre as elevadas taxas de juros praticadas no Brasil e o retorno dos investimentos produtivos, chamando a atenção para o fato de que tanto governo como empresários desejariam uma redução dos juros praticados.

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



Equipe

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

Editor Responsável

Francisco Eduardo Pires de Souza – 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 GERAL	3
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	11
INFLAÇÃO	15
POLÍTICA FISCAL	25
ECONOMIA EMPRESARIAL	28
SETOR EXTERNO	29
SUPLEMENTO - MÉDIDAS DE NÚCLEO DA INFLAÇÃO	34

Panorama Geral

Caio Prates

A conjuntura econômica vem sendo marcada por sinais contraditórios. De um lado, o comportamento bastante favorável de indicadores como risco-País, dólar e juros futuros (tabela 1) atesta que o processo de recuperação da confiança na economia brasileira vem se consolidando cada vez mais; além disso, os fundamentos da economia continuam evoluindo de forma claramente positiva, como evidenciam, entre outros resultados, o saldo da balança comercial, o superávit fiscal primário e a trajetória da relação dívida pública/PIB nestes primeiros meses do ano. Em contrapartida, os indicadores sobre o nível da atividade econômica têm sido preocupantes, destacando-se entre os resultados negativos a queda da indústria geral e do PIB no primeiro e muito provavelmente também no segundo trimestre (relativamente aos trimestres imediatamente anteriores), o que configuraria tecnicamente uma recessão neste primeiro semestre. E a combinação de juros altos, superávit primário elevado e apreciação cambial que vem caracterizando a política econômica até agora tem levado alguns analistas a projetarem, inclusive, um agravamento do quadro recessivo no restante do ano. No entanto, é pouco provável que o cenário adverso atual para a atividade econômica se estenda até o final do ano. Conforme se analisará adiante, com a redução acentuada nos últimos meses dos juros futuros - importante indicador antecedente de expansão do nível de atividade - e as perspectivas de queda substancial da taxa Selic até dezembro (a ser viabilizada pelo recuo da inflação daqui para frente) é de se esperar que a economia comece a reagir ao longo do segundo semestre. Neste caso, o PIB e a indústria encerrariam o ano em expansão (talvez até vigorosa) na margem, ainda que apresentando taxas anuais de crescimento reduzidas em 2003, em decorrência do mau desempenho no primeiro semestre.

Tabela 1 - Indicadores de Confiança				
Indicador	30/dez/02	20/mai/2003 ¹	17/jun/03	20/jun/03
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	3,53	3,01	2,87	2,89
Risco Brasil (EMBI+)	1446	840	684	772
Risco dos emergentes exclusive Brasil	616	526	453	478
Swap de 1 ano - Pré x DI (%)	29,07	23,57	21,82	21,95

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.

Impulsionada pela desvalorização cambial de 2002 e pela deterioração das expectativas inflacionárias, a inflação subiu de forma preocupante entre novembro do ano passado e março deste ano. Neste contexto, a contenção da inflação - que começou a ocorrer com mais nitidez desde março - teria inevitavelmente como contrapartida a retração da atividade econômica. Redução da inflação e crescimento eram, de fato, objetivos inconciliáveis, diante das pressões inflacionárias originadas da depreciação do câmbio e da perda de capacidade do regime de metas de inflação de coordenar as expectativas quanto a alta futura dos preços. Mas a combinação inflação/nível de atividade nestes primeiros meses surpreendeu negativamente: a inflação foi mais elevada do que se imaginava (IPCA de 6,8% no acumulado do ano até maio) e houve uma queda expressiva da produção industrial do final de 2002 para cá. De todo modo, o comportamento recente dos preços sugere que o risco de descontrole inflacionário não existe mais. E a melhora acentuada em curso das expectativas sobre a trajetória dos preços tende a tornar menor o custo do combate à inflação daqui para frente, abrindo caminho para que a manutenção de uma inflação baixa no restante do ano possa ser compatível com uma redução expressiva da taxa de juros e a retomada do crescimento ao longo do segundo semestre.

Como mostra a tabela 2, a inflação (IPCA) caiu de forma acentuada desde março. E embora a queda da núcleo da inflação venha sendo bem mais lenta, o IPCA de maio trouxe alguns resultados animadores em relação à evolução futura dos preços, com destaque para a queda da inflação nos comercializáveis. Nos não-comercializáveis o arrefecimento do ritmo da alta de preços já era bastante nitido desde abril, refletindo o impacto sobre estes preços da forte contração da demanda nos últimos meses. Mas nos comercializáveis a resistência da inflação vinha gerando preocupações de que neste segmento - em que predominam oligopólios - a alta dos preços pudesse estar assumindo um caráter inercial. Contudo, a tabela 2 evidencia que, sobretudo no seu núcleo, a inflação dos comercializáveis

recuou sensivelmente em maio. Assim, o ritmo de alta dos preços livres em seu conjunto - comercializáveis e não-comercializáveis - vem mostrando uma clara trajetória de queda no período recente. Como nos administrados, a maior parte da alta de preços prevista já ocorreu (9,9% até maio de um aumento no ano em torno de 14%), as perspectivas são de uma inflação média mensal no restante do ano substancialmente mais baixa do que a observada até maio.

Tabela 2: IPCA (% ao mês)

Mês	Total		Comercializáveis		Não-Comercializáveis	
	Inflação Efetiva	Núcleo*	Inflação Efetiva	Núcleo*	Inflação Efetiva	Núcleo*
Nov-Dez/02	2,56	2,01	3,43	2,96	1,20	1,17
Jan-Fev/03	1,91	1,38	1,26	1,32	1,56	1,30
Mar/03	1,23	1,37	1,43	1,45	1,21	1,02
Abr/03	0,97	1,24	1,11	1,29	0,62	0,79
Mai/03	0,61	0,96	0,95	0,77	0,15	0,55

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

* Método do Núcleo Desagregado (médias aparadas assimétricas com suavização). Vide seção de Inflação.

Até agora a queda da inflação vem decorrendo essencialmente da combinação da apreciação cambial com a contração da demanda (proveniente da política monetária apertada e da redução dos salários reais que a alta da inflação desde o final de 2002 provocou). Mas um aspecto marcante no período recente vem sendo a melhora das expectativas inflacionárias, evidenciada nas projeções do mercado para a inflação nos próximos 12 meses e em 2004 (atualmente em, respectivamente, 7,44% e 7,39, segundo levantamento do Banco Central) e no recuo dos juros futuros. A inflação esperada vem gradualmente se aproximando das metas oficiais, o que significa que o compromisso do Banco Central com estas metas vem se tornando cada vez mais crível: pelas estimativas mais recentes do mercado, a meta de 8,5% para 2003 poderia ser atingida nos primeiros meses de 2004, e a inflação projetada para o próximo ano já não se encontra tão distante dos 5,5% até agora definidos como meta pelo governo. Com as metas de inflação do Banco Central ganhando credibilidade, os reajustes de preços e salários tenderão cada vez mais a ter como referência estas metas, diminuindo sensivelmente os custos para se manter a inflação baixa. E caso esta melhora das expectativas se consolide, o Banco Central poderá reduzir substancialmente a taxa Selic nos próximos meses, viabilizando a retomada do crescimento sem prejuízo do controle da inflação.

De qualquer forma, o recuo recente da inflação e a melhora das expectativas tiveram como contrapartida, até o momento, a contração da atividade econômica, como se percebe nos dados sobre produção industrial (até abril) e sobre o PIB (primeiro trimestre) apresentados nas tabelas 3 e 4. De acordo com a tabela 3, a produção industrial média mensal no primeiro quadrimestre de 2003 recuou 1,5% em relação à do quarto trimestre de 2002, com a queda nesta comparação sendo observada em todas as categorias de uso, mas mais acentuada no segmento de bens de consumo duráveis. Outro destaque negativo da tabela 3 é o fato de que a produção industrial média no primeiro quadrimestre foi somente 0,2% superior a sua média mensal no ano passado. Em decorrência disso - e como em maio/junho o nível médio de produção industrial não deverá ser superior ao do período janeiro/abril -, mesmo que a indústria comece a se recuperar a partir de julho e apresente uma boa taxa de crescimento na margem ao longo do segundo semestre, o crescimento da indústria geral (extrativa mineral + transformação) será muito reduzido em 2003 (em torno de 1%, segundo estima o Grupo de Conjuntura). Quanto ao PIB (tabela 4), o nível da produção do primeiro trimestre foi semelhante ao do quarto trimestre de 2002 (recoo de 0,1%). Mas este resultado somente foi possível pelo ótimo desempenho da agricultura, já que a indústria (no conceito PIB, que além da indústria geral inclui construção civil e serviços industriais de utilidade pública) recuou 2,2% em relação ao quarto trimestre de 2002. Como, por outro lado, o PIB do primeiro trimestre ficou apenas 0,9% acima do PIB trimestral médio de 2002, e estima-se que o PIB do segundo trimestre apresente uma nova queda relativamente ao trimestre anterior, também para o PIB o crescimento em 2003 será modesto - entre 1,5% e 2% -, mesmo que nos terceiro e quarto trimestres as taxas de crescimento (contra o trimestre anterior) sejam razoavelmente elevadas.

Tabela 3: Produção Industrial (Variação %)			
	Jan-Abr/03 / Out-Dez/02	Jan-Abr/03 / Jan- Abr/02	Jan-Abr/03 / Média 2002
Indústria Geral	-1,5	0,6	0,2
Bens de Capital	-0,8	-1,5	-0,2
Bens Intermediários	-0,2	2,7	1,7
Bens de Consumo Duráveis	-9,5	-4,6	-4,4
Bens de Consumo Não Duráveis	-2,5	-5,3	-3,3

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

Como deverão se comportar a indústria e o PIB no restante do ano? Muitos argumentam que mantida a atual política econômica de juros

altos e aperto fiscal, e adicionando-se a isto a apreciação cambial recente, o resultado inevitável será um aprofundamento da recessão que começou a se esboçar nestes primeiros meses de 2003. Esta projeção pessimista não leva em conta, porém, três fatos essenciais: a) que o processo de apreciação cambial e de ajuste fiscal já ocorreram e que, na margem, a tendência é que ambos os fatores se tornem expansionistas (tanto o superávit primário deve baixar dos cerca de 6,5% do PIB na atualidade, como a taxa de câmbio deve sofrer alguma recuperação em relação aos níveis atuais); b) que a queda do salário real provocada pela aceleração inflacionária deve ser revertida na medida em que os ajustes dos salários nominais ocorram pela inflação passada (ou algo próximo dela) e a inflação nos próximos meses continue a cair; e, sobretudo, que o comportamento da taxa de juros deverá favorecer a retomada do crescimento ao longo do segundo semestre. E entre os principais determinantes da evolução do nível de atividade - taxas de juros e de câmbio e política fiscal -, as mudanças na trajetória da taxa de juros têm sido nos últimos anos a variável mais relevante para explicar as contrações e expansões da indústria e do PIB.

Das taxas de juros praticadas na economia, costuma-se dar muita ênfase à taxa básica (Selic) fixada pelo Banco Central. Mas as mais relevantes para o comportamento da demanda agregada e do PIB são as taxas de juros mais longas determinadas no mercado futuro, que servem de referência para o custo do crédito e determinam o custo de oportunidade que baliza as decisões de investimento das empresas. Nos últimos anos, a trajetória dos juros mais longos tem sido um indicador antecedente bastante importante da evolução do nível de atividade. E quedas significativas destas taxas - como vem ocorrendo desde março - têm sido, em regra, acompanhadas da retomada do crescimento. Por certo, a taxa Selic fixada pelo Banco Central influencia de forma importante a estrutura a termo das taxas de juros. Mas a relação entre a taxa Selic e os juros futuros não é, de modo algum, mecânica. Em determinadas circunstâncias, uma política monetária mais cautelosa pode ser o caminho mais curto para a redução dos juros futuros por aumentar a confiança dos agentes econômicos no declínio à frente da inflação. E a queda acentuada no período recente dos juros futuros pode ser em parte creditada ao ganho de credibilidade da política monetária nos últimos meses, além de ter sido também bastante favorecida pela redução forte do risco Brasil e do dólar.

De todo modo, um recuo substancial da taxa Selic - desde que percebido como consistente com a manutenção de uma inflação baixa - contribuiria decisivamente para a recuperação da atividade econômica, tanto pelo seu impacto positivo sobre as expectativas,

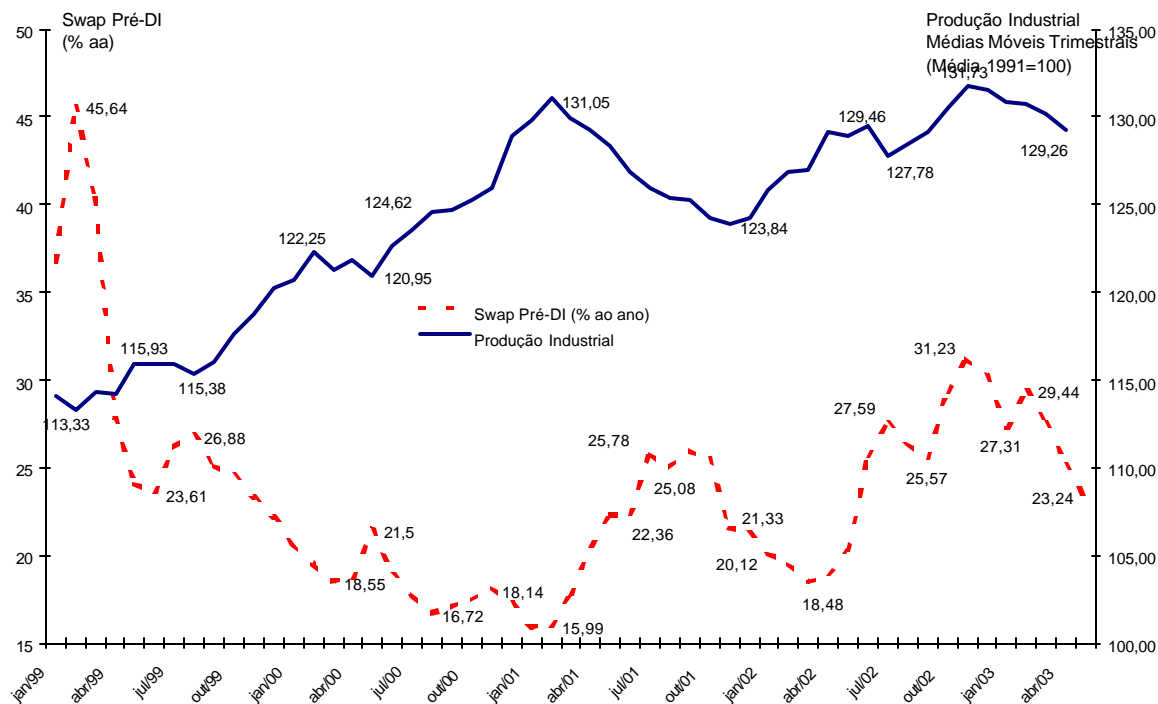
quanto por consolidar a redução observada nos juros futuros e favorecer a sua transmissão para o custo do crédito. E é bem provável que, ao longo do segundo semestre, a taxa Selic caia de forma expressiva, acompanhando a queda esperada da inflação. Pelas estimativas do Grupo de Conjuntura, a taxa Selic poderá recuar cerca de 6 pontos percentuais até dezembro (passando de 26% para 20% ao ano), o que seria viabilizado por uma queda da inflação média mensal de 1,33% até agora (período janeiro/maio) para cerca de 0,6% de junho a dezembro.

A relação inversa entre as trajetórias das taxas de juros mais longos e o nível de atividade nos últimos anos aparece com clareza no gráfico abaixo, que mostra a evolução do swap pré x DI de um ano e da produção industrial de janeiro de 1999 para cá. Como se percebe no gráfico, passada a crise de confiança que atingiu a economia brasileira em 1998 e se estendeu até pouco depois da mudança do regime cambial em janeiro de 1999, o swap pré x DI recuou fortemente, e a indústria iniciou uma vigorosa recuperação. Esta somente foi interrompida no primeiro semestre de 2001, quando o swap pré x DI voltou a subir significativamente, sendo acompanhado pela queda da produção industrial (que acabou sendo bastante potencializada pela crise energética). Em seguida, entre setembro de 2001 e março de 2002, ocorreu uma nova redução forte do swap pré x DI e um aumento expressivo da produção industrial (favorecido também pelo fim da crise energética). Finalmente, de março de 2002 a fevereiro de 2003, o swap pré x DI subiu bastante, refletindo a crise de confiança que atingiu o país, o que acabou sendo acompanhado novamente por uma queda da produção industrial, ainda que desta vez o efeito negativo sobre a atividade econômica só tenha aparecido muitos meses depois da alta dos juros futuros (o recuo da indústria somente começou em dezembro).

Tabela 4: PIB Trimestral			
	1º Tri 03 / 4º Tri 02 *	1º Tri 03 / 1º Tri 02	1º Tri 03 / Média 02 *
PIB	-0,1	2,0	0,9
Agropecuária	3,7	8,6	5,2
Indústria	-2,2	2,9	0,2
Serviços	0,0	0,8	0,5

Fonte: IBGE

* Dados Com Ajuste Sazonal



A defasagem atípica entre alta forte dos juros futuros ao longo de 2002 e a queda de atividade econômica pode ser atribuída, sobretudo, aos seguintes fatores: i) o impacto expansionista sobre o nível de atividade (via aumento das exportações líquidas) da enorme desvalorização cambial ocorrida no ano passado; ii) fatores circunstanciais que contribuíram para uma razoável sustentação de demanda doméstica mesmo em condições adversas, tais como a fuga de ativos financeiros alimentada por incertezas políticas e pela “marcação a mercado” dos fundos de investimento e ainda os pagamentos do FGTS por conta de expurgos dos Planos Collor e Verão. Mas a alta dos juros futuros, a elevação da taxa Selic a partir de outubro e a queda da massa real de salários produzida pela alta da inflação acabaram derrubando o nível de atividade desde dezembro e, sobretudo, no período mais recente. Contudo, desde março os juros futuros vêm caindo de forma acentuada, e esta queda muito provavelmente será acompanhada por um recuo significativo da taxa Selic nos próximos meses, abrindo-se espaço para que ainda no segundo semestre a economia retome o crescimento.

Evidentemente, este cenário de retomada tem como premissa maior que a queda da inflação de fato se consolide no restante do ano, viabilizando uma redução expressiva da taxa Selic, e sancionando a estrutura a termo atual das taxas de juros que tem implícito um forte recuo da taxa básica de juros nos próximos doze meses. Por sua vez, será essencial para este comportamento positivo das taxas de juros que o risco Brasil e o dólar não voltem a se elevar bruscamente. E a evolução favorável do risco-País e do dólar pressupõe a aprovação das reformas (em particular, a da Previdência) e a continuidade do cenário externo atual de liquidez abundante.

Tabela 5 - 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 %)	11,59	11,00
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	1,8	1,7
Contas Fiscais (em % do PIB)		
Saldo Primário	-	4,25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	16,5	18,0
Déficit em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	3,90	3,0
Taxa de Câmbio		
Média do Ano	3,23	3,13
Final do Ano	3,30	3,10
Taxa Selic		
Média do Ano	-	23,00
Final do Ano	21,00	20,00

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

*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 6/06/03 (Focus).

Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

A indústria em abril: continua a desaceleração

Apesar de novamente este mês o resultado do desempenho industrial estar afetado pelo menor número de dias trabalhados (vinte contra vinte e dois em abril de 2002) não há como negar que a indústria está numa trajetória descendente - o índice de média móvel trimestral está em queda desde dezembro do ano passado (gráfico 2). No acumulado janeiro-abril o crescimento é de apenas 0,6%, com todas as categorias de uso em contração, exceto bens intermediários (2,7%), que devido ao seu peso ainda sustenta a taxa positiva global. Mas por quanto tempo bens intermediários, que por definição é um setor que depende da demanda do restante da indústria (que está em queda), "carregará nas costas" o desempenho industrial? Será que a demanda interna não é a relevante para este setor e sim a exportação? E se houver demanda (interna ou externa) mas não capacidade produtiva para atendê-la? Neste caso teremos decréscimo expressivo das exportações? Vamos tentar responder a estas questões.

Quanto ao gargalo de capacidade de produção, verifica-se que pelos dados da FGV apenas dois ramos industriais (metalúrgica e papel e papelão) estão com nível de utilização de capacidade instalada superior a 90% na média de janeiro-abril. Portanto, o gargalo está longe de ser um problema generalizado na indústria. Além disso, nenhum setor em 2003 atingiu seu nível mais elevado (pico prévio) de utilização de capacidade instalada (UCI) (tabela 6), exceto mecânica, segmento que reconhecidamente ainda tem capacidade ociosa.

Os dois segmentos citados, metalúrgica e celulose e papel, estão próximos de seu pico prévio, em especial o primeiro. Celulose e papel tradicionalmente trabalha com níveis elevados de UCI. Em oito dos últimos dez anos, seu nível foi superior ou muito próximo a 90% na média jan-abril e nem por isso houve gargalo. Em ambos os setores a "produtividade do capital" tem sido crescente nos últimos (gráfico 2) o que sugere que um pequeno aumento do nível de UCI se consiga elevar bastante o patamar produtivo, o que minimiza a possibilidade imediata de um gargalo de produção.

Caso metalúrgica e celulose e papel "engargalem" e tenham problemas de oferta o impacto sobre nossas exportações não será desastroso. No acumulado janeiro-abril as exportações cresceram 25,6%, considerando os 25 produtos mais importantes da pauta (que respondem por cerca de 19 pontos percentuais da taxa global) os segmentos de pastas químicas de madeira (celulose) e semimanufaturados de ferro e aço, laminados planos de ferro e aço (metalúrgica) representam em conjunto apenas 3,3 pontos percentuais da taxa. Portanto, se as exportações destes setores tivessem ficado constantes no quadrimestre, o aumento total das exportações teria saído apenas de 25,6% para 22,3%.

Não se deve ficar otimista quanto ao quadro dos próximos meses, no campo das vendas externas parece ter terminado o período de desvalorização cambial, o que desestimula as exportações. Note-se que o crescimento das exportações de manufaturados em janeiro-abril é, em parte, fruto de uma base de comparação deprimida, pois no início de 2002 as exportações para a Argentina estavam muito deprimidas e a Receita Federal estava em greve, o que atrasava os embarques.

Tradicionalmente é a demanda interna que determina o desempenho industrial. Na indústria automobilística, segmento de forte encadeamento interindustrial (e que teve -0,8% no acumulado do ano), as perspectivas não são nada boas. Devido à retração do mercado interno, várias montadoras recorreram ou estão em vias de recorrer a férias coletivas, mesmo com aumento de 51% nas exportações físicas do setor de janeiro a maio, segundo a ANFAVEA, que também informa que o período março-maio de 2003 foi o pior de vendas ao mercado interno dos últimos dez anos. Em decorrência disso a entidade reviu para baixo sua projeção de crescimento para 2003 de 5% para 3%.

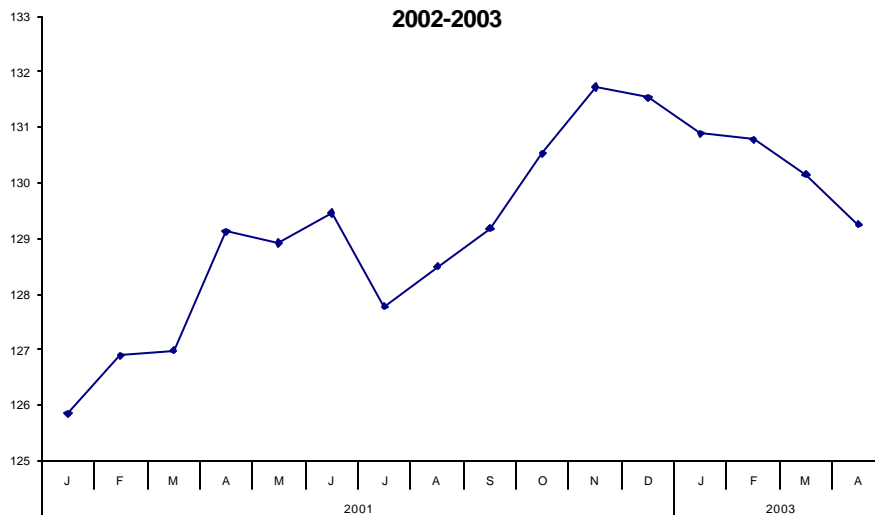
Quanto ao investimento, não só a produção de bens de capital está em queda (-1,5% jan-abril), como o mesmo ocorre com as importações (-30,6% em máquinas e equipamentos). Os empréstimos do BNDES, principal fonte de capital de longo prazo, caíram 9,4% no primeiro quadrimestre.

Como dado positivo temos o fato da taxa de inadimplência líquida em São Paulo (novos registros no SPC/total consultas SPC – fonte BACEN) estar em queda: 5,2% em maio contra 7,0% em abril e 8,8% em maio do ano passado. Este movimento é confirmado pela queda da taxa de inadimplência em SP em janeiro-maio contra igual período em 2002 – o número de inadimplentes aumentou 3,9% contra uma elevação de 14,0% no número de devedores que saldaram suas dívidas (fonte: Associação Comercial de São Paulo). No entanto, apesar da queda, o nível de inadimplência continua elevado e ainda é recorde o patamar de

cheques sem fundos (17,6 em cada mil em maio contra 16,7 em abril segundo a Serasa).

Assim, se por um lado é de se esperar que os efeitos positivos vindos da agroindústria permaneçam, por outro, é previsível que os impactos positivos vindos das exportações e do setor petróleo continuem, mas que sejam declinantes. Isso coloca na recuperação da demanda interna a possibilidade de um resultado mais significativo para a produção industrial este ano. No momento (média de janeiro-abril), o setor opera num nível apenas 0,2% acima da média do ano passado. Ou seja, se a produção do restante do ano apenas se estabilizar frente ao observado até maio essa seria a taxa 2003/2002 (0,2%).

**Gráfico 2 - Indústria - índice de Base Fixa com Ajuste Sazonal -
média móvel trimestral
2002-2003**



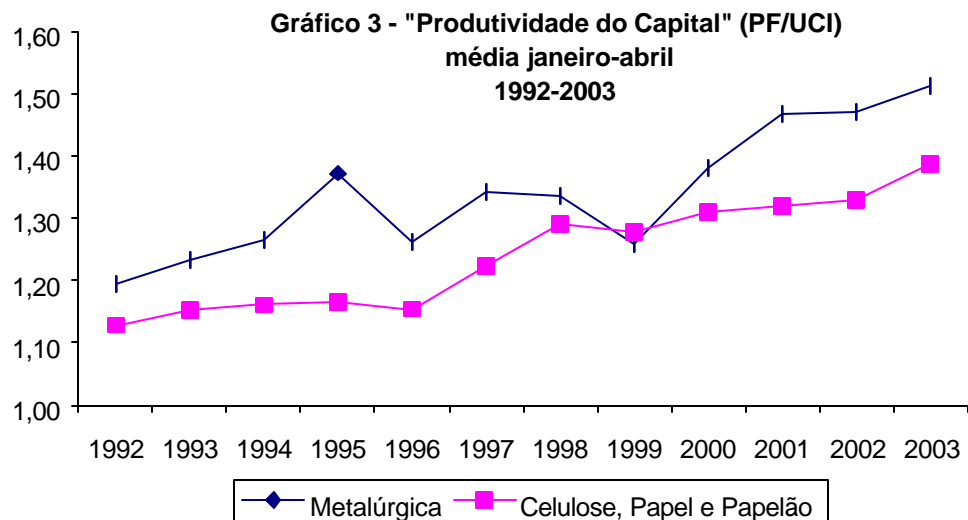


Tabela 6 -Nível de Utilização de Capacidade Instalada (UCI)

Média janeiro-abril	2003	pico prévio	
Sector	UCI	UCI	Ano
Indústria de Transformação	80,0	84,5	1995
Minerais Não-Metálicos	81,6	85,0	1998
Metalúrgica	89,4	89,5	1998
Mecânica	83,3	83,3	2003
Material Elét. e de Com.	59,9	85,0	1987
Material de Transporte	75,3	88,5	1995
Madeira	81,7	90,5	2001
Mobiliário	71,7	84,0	1995
Celulose, Papel e Pap.	92,8	95,0	1995
Borracha	86,9	94,5	1995
Couros e Peles	80,7	87,2	2000
Química	84,2	88,5	1987
Farmacêutica	70,0	86,0	1998
Perfumaria.,	75,8	89,5	1987
Matérias Plásticas	81,2	88,0	1995
Têxtil	87,5	90,5	1987
Vestuário, Calçados	83,8	86,5	1987
Produtos Alimentares	78,4	81,2	2001
Bebidas	66,7	86,5	1989
Fumo	67,3	94,0	1991
Editorial e Gráfica	77,7	84,0	1995
Diversas	83,0	92,5	1987

Fonte:Sondagem Conjuntural-Elaboração Própria

Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

A Queda Consistente das Taxas de Inflação

- Introdução

Recentemente, todos os indicadores de inflação ao consumidor apontam para uma queda consistente. A velocidade dessa tendência que era lenta começa a se acelerar no mês de junho. Não é precipitado afirmar que não há ameaças evidentes para a volta da escalada inflacionária. A inflação medida pelo IPCA para o mês de junho refletirá essa tendência. Entretanto, excepcionalmente para o mês de julho o índice trará um resultado espúrio devido à concentração temporal de alguns preços administrados. A partir daí a inflação retornará para sua tendência de queda consistente.

Tabela 6 - Principais Indicadores de Inflação ao Consumidor (Variação %)

	Média					
	jan/mar	abr/mai	abr/03	mai/03	jun/03	2003
IPCA	1,68	0,79	0,97	0,61	0,2*	11*
IPCA-15	2,40	0,99	1,14	0,85	0,22*	11,5*
IPC-FIPE	1,49	0,44	0,57	0,31	0,3*	10,5*
IPC-S **	1,21	0,49	1,28	0,91	0,28	-
IPC-M **	1,59	1,05	1,28	0,83	0,30*	-
ICV - DIEESE	1,77	0,81	1,39	0,24	-	-
IPC-10	1,67	1,07	1,22	0,92	0,45	-

* *Estimado*

** *última semana disponível*

Todos os principais indicadores antecedentes da inflação* no curto prazo – nível de atividade, taxa de câmbio e expectativas – estão condizentes com sua trajetória de queda. Os indicadores sobre o nível de atividade mostram um quadro de desaquecimento acentuado da demanda, que

continuará, ainda durante algum tempo, contribuindo para a contenção da inflação.

Outro canal importante de formação da inflação é a taxa de câmbio. A experiência do ano passado comprova que seu efeito sobre a inflação é elevado e de longa defasagem. A apreciação efetiva do real frente ao dólar desde o início do ano tem sido fundamental para o recuo da inflação, com impacto maior nos índices ao produtor.

Finalmente, as expectativas inflacionárias estão em queda, seja pelo enfraquecimento do nível de atividade, pela apreciação da taxa de câmbio e também, pela firmeza do Banco Central no combate a inflação. As expectativas provaram ser um componente importante na formação da inflação corrente.

Tabela 7 - Principais Indicadores Antecedentes da Inflação

	jan/03	fev/03	mar/03	abr/03	mai/03	jun/03
Taxa de Câmbio (média mensal)	3,44	3,59	3,45	3,12	2,95	
Produção Industrial ***	0,52	1,3	-3,36	-	-	-
Taxa de Demplo	11,2	11,6	12,1	12,4		
Juros Reais Esperados (12 meses á frente)	10,24	12,22	13,79	15,48	16,06	16,99
<u>Expectativas Inflacionárias**** (12 meses à frente)</u>	<u>13,44</u>	<u>11,99</u>	<u>11,01</u>	<u>9,39</u>	<u>8,83</u>	<u>7,7</u>

* Estimado ** última semana disponível

*** Mês / mês anterior - dados dessazonalizados

**** Selic estimada 26% contra Inflação 7,7% 12 meses à frente

- Principais Desagregações

A relação entre preços administrados e livres voltou a se elevar no IPCA de maio, apesar da queda nos preços dos combustíveis (Tabela 8). Essa relação deve continuar a aumentar uma vez que as próximas pressões virão dos contratos de preços administrados e que os preços livres tendem a desacelerar.

A desagregação dos preços livres em comercializáveis e não-comercializáveis traz informações mais acuradas sobre o impacto da taxa de juros e da variação cambial. A relação entre esses dois preços continuou a aumentar em função dos comercializáveis mas aponta para o fim de um período de repasses defasado do câmbio.

Em maio, os comercializáveis ainda demonstram resistência a queda (0,95%), mas retirando alimentos e futuramente na análise de seu núcleo é possível verificar que sua tendência é de queda inequívoca.

Os sinais da política monetária apertada já podem ser visto à algum tempo nos preços não-comercializáveis(0,15%). Estes, por serem mais sensíveis a taxa de juros, já estão em queda acentuada desde março, onde a retirada dos alimentos reflete com mais exatidão a tendência de queda.

Tabela 8 - Principais Desagregações do IPCA (Variação)

	2002	jan/03	fev/03	mar/03	abr/03	mai/03	jun/03*	jan/maio**	2003
IPCA - Índice Total	12,53	2,25	1,57	1,23	0,97	0,61	0,22	17,10	11,9
Administrados	15,31	3,83	2,71	1,07	1,21	0,81	-0,40	25,63	14,9
Livres	11,3	1,66	1,14	1,33	0,89	0,59	-	14,33	10,6
- comercializáveis	14,88	1,73	0,79	1,43	1,11	0,95	0,80	15,39	-
- comercializáveis sem alimentos	10,11	1,80	0,76	1,70	1,33	0,64	-	16,03	-
- não comercializáveis	7,48	1,56	1,57	1,21	0,62	0,15	0,00	12,98	-
- não comercializáveis sem alimentos	6,79	1,03	1,19	0,62	0,36	0,49	-	9,19	-
Índices de Preços Relativos ***									
- Administrados / Livres	118,08	120,61	122,49	122,17	122,56	122,81	-	-	-
- Comercializáveis / Não-Comercializáveis	109,55	109,73	108,89	109,12	109,65	110,52	-	-	-

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

- Análise das Medidas de Núcleo da Inflação

Todas as medidas de núcleo da inflação mostram resistência a queda, portanto, um sinal de que a política monetária deveria permanecer restritiva. Entretanto, o Núcleo Desagregado** traz a informação de que essa resistência é, em grande parte, devido a tendência dos preços administrado, que nada tem haver com a política monetária de curto prazo.

Tabela 9 - Principais Resultados do Núcleo Desagregado

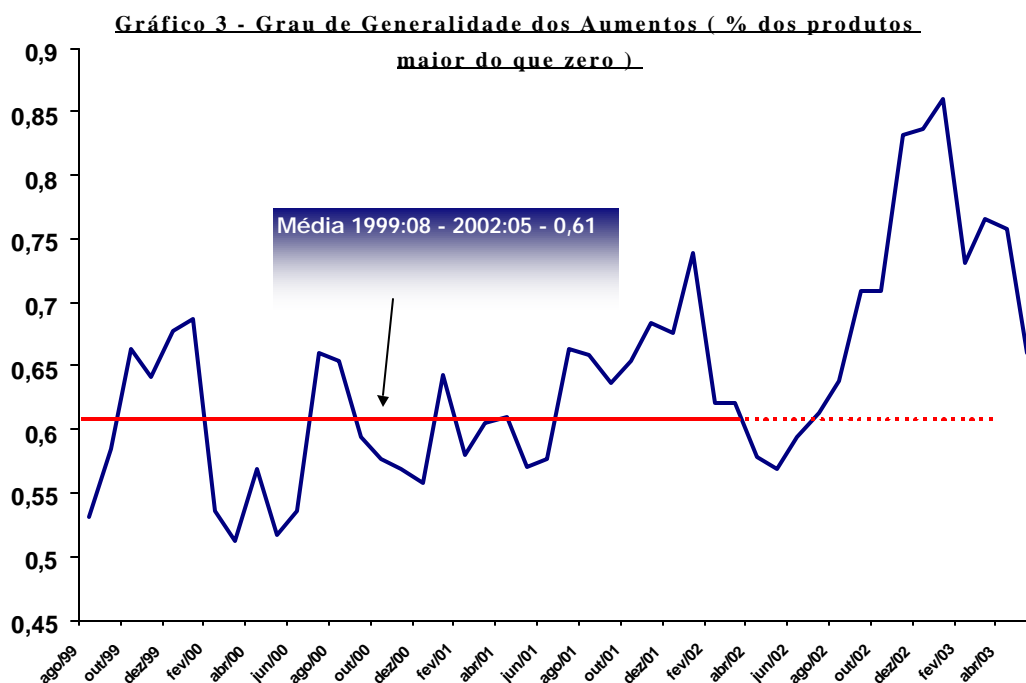
	Comercializáveis	Núcleo	Não-comercializáveis	Núcleo	Preços Administrados	Tendência *	IPCA	Núcleo BC	Núcleo Exclusão	Núcleo Desagregado **
jan/03	1,73	1,82	1,56	1,56	3,83	1,57	2,25	1,32	1,39	1,67
fev/03	0,79	0,82	1,57	1,04	2,71	1,61	1,57	0,93	0,99	1,11
mar/03	1,43	1,45	1,21	1,02	1,07	1,64	1,23	1,23	1,12	1,37
abr/03	1,11	1,29	0,62	0,79	1,21	1,67	0,97	1,10	0,81	1,24
mai/03	0,95	0,77	0,15	0,55	0,81	1,70	0,61	1,00	0,56	0,96
jun_03***	0,80	-	0,03	-	0,39	-	0,22	-	0,57	-

* filtro HP

** Metodologia Gomes Filho (2003) *** IPCA-15

O fato do núcleo dos comercializáveis estarem abaixo do índice cheio sugere que a tendência desses preços é de queda para os próximos meses.

Outro indicador que os aumentos dos preços não estão mais generalizados pode ser visto a partir do Índice de Generalidade dos Aumentos. Esse indicador é constituído pela porcentagem de subitens do IPCA cuja variação foi maior do que zero (definição de inflação). Em épocas de normalidade esse índice varia entre 0,55 e 0,65 (0,61 entre ago/99 e ago/02). A partir do Gráfico 3 é possível notar que no auge da escalada inflacionaria iniciada no ano passado os aumentos chegam a quase 90% dos produtos. Entretanto, o resultado de 0,66 em maio sugere que a inflação esta retornando seu comportamento normal.



- Perspectiva Para Inflação 2003

A taxa de inflação do IPCA estimada para 2003 é de 11%. Este valor assume uma inflação média de 0,55% de junho a dezembro. Esse cenário é construído supondo uma queda da inflação anualizada de janeiro a maio de 17,1% por 6,8% de junho a dezembro (Tabela 10). No ano de 2000 a média de junho à dezembro apresentou comportamento parecido com o estimado para 2003 (0,63%).

Tabela 10 - Projeção para Inflação e Taxas Médias Necessárias

	IPCA	adm	liv
Inflação até maio	6,80	9,97	5,74
Inflação média até maio	1,32	1,92	1,12
Inflação até Maio Anualizada	17,10	25,63	14,33
Inflação Estimada 2003	11,00	14,00	9,71
Inflação Efetiva para Previsão	3,93	3,66	3,76
Inflação Efetiva para Previsão (taxa anualizada)	6,84	6,36	6,53
Inflação média mensal para 2003 (Estimada)	0,55	0,52	0,53
- inflação média jun-dez 2000	0,63	1,47	0,38
- inflação média jun-dez 2001	0,72	1,21	0,57
- inflação média jun-dez 2002	1,34	1,53	1,29

Em relação aos preços administrados a previsão é de 14,9% do Banco Central. De fato, a redução dos valores estipulados nos contratos de energia e telecomunicação contribuirá para o controle da inflação no segundo semestre.

A previsão de 9,7% em 2003 para os preços livres é ligeiramente inferior a registrada em 2002 (11,8%). Entretanto no ano passado a taxa média de junho a dezembro foi de 1,3%, resultado da depreciação cambial registrada no ano. A taxa média mensal esperada para os preços livres de 0,53% é perfeitamente factível em um cenário de demanda ainda relativamente contida, taxa de cambio apreciada e expectativas mais favoráveis em relação ao comportamento futuro dos preços,

Finalmente, o Banco Central deverá reavaliar a meta para 2003. Tudo mais constante, a meta será alcançada de julho para agosto. A partir

daí, trabalhar com uma meta ultrapassada desgastaria ainda mais a credibilidade do Banco Central, que se mostrou crucial para o funcionamento do sistema de metas de inflação.

Os estudos comprovam que o regime de metas deve estar estruturado de forma a manter a credibilidade diante de choques*** . A literatura aponta quatro possíveis soluções para o Banco Central. Primeiro, seria adotar alguma medida de núcleo como opção a meta. Outra possibilidade seria inserir cláusulas de escape, isto é, situações (choques) aceitáveis para justificar o desvio da meta (no caso do Brasil, o choque cambial). Também, a fim de reduzir os efeitos do choques, o BC poderia ampliar o horizonte de tempo para o alcance de metas (essa possibilidade é a mais provável dado que a expectativas para os próximos 12 meses está abaixo de 8%). Por fim, a adoção de bandas mais largas poderia justificar o não alcance da meta.

Qualquer que seja a escolha, o importante é abrir espaço para a redução gradual e o retorno de convergência as metas de longo prazo.

* *Indicadores Antecedentes da Inflação – Relatório Trimestral de Inflação – Banco Central 2002*

** *Metodologia – Dissertação de Mestrado, Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho, IBMEC-RJ 2003*

*** *Mishkin, F e Schimdt-Hebbel, K (2001) – One Decade of Inflation Target in the World- NBER Working Paper 8397*

Política Fiscal

Margarida Gutierrez

O superávit primário do setor público consolidado atingiu o valor recorde de R\$ 64,55 bilhões considerando os fluxos acumulados em 12 meses encerrados em abril deste ano, representando 4,53% do PIB (Tabela 11). De janeiro a abril, o superávit primário acumulado foi de R\$ 32,7 bilhões, garantindo praticamente com folga a meta indicativa acertada com o FMI de um piso no valor de R\$ 34,5 bilhões para o primeiro semestre do ano. A meta de desempenho é 4,25% do PIB, correspondendo a R\$ 70,0 bilhões.

Tabela 11: Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ Milhões				% PIB			
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Jan/Dez 02	Mai 02/Abr 03	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Jan/Dez 02	Mai 02/Abr 03
Nominal	39.806	42.788	61.614	70.266	3,66	3,62	4,61	4,93
Juros Nominais	77.963	86.444	113.978	134.820	7,18	7,31	8,52	9,47
Primário	-38.157	-43.655	-52.364	-64.553	-3,51	-3,69	-3,91	-4,53
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-31.919	-39.776	-1,88	-1,86	-2,39	-2,79
-Emp. Est. Federais	-10.174	-7.571	-6.329	-9.824	-0,94	-0,95	-0,47	-0,69
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6.026	-10.471	-10.598	-12.002	-0,55	-0,89	-0,79	-0,84
-Emp. Estat. Regionais	-1.526	-3.634	-3.518	-2.951	-0,14	-0,31	-0,26	-0,21

Fonte: Banco Central

Com exceção das empresas estatais estaduais e municipais, todas as demais esferas de governo contribuíram para ao resultado primário recorde. O governo central (federal, Banco Central e INSS) gerou a maior parte do excedente (2,79% do PIB), os governos regionais contribuíram com 0,84% do PIB e as empresas estatais federais tiveram um superávit de 0,69% do PIB.

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 70,27 bilhões em abril (4,93 % do PIB).

No início do ano, quando o governo elevou a meta de superávit primário de 3,88% do PIB para 4,25% do PIB com o objetivo de garantir uma trajetória, no mínimo, estável para o principal indicador de solvência do setor público (a relação Dívida Pública/PIB), estava implícito que a mesma seria obtida por uma combinação conjunta de queda de

receitas e de despesas, já que um valor expressivo de receitas extraordinárias (R\$ 25,0 bilhões) não seriam repetidas em 2003, pois se referiam especialmente às receitas decorrentes da desistência de ações judiciais e administrativas e pagamentos de débitos em atraso de fundos de pensão e demais contribuintes. Segundo nossas estimativas no início do ano, a elevação da meta de superávit primário para o governo central no ano implicaria em uma queda das despesas em 6,5% já que a receita total experimentaria uma redução de 5,0% em termos reais. No entanto, considerando os fluxos de 12 meses encerrados em abril relativos a receitas e despesas do governo central (resultado primário acima da linha), não é isto que vem ocorrendo. A receita total líquida (descontadas as transferências a estados e municípios) cresceu 1,96% em relação ao ano de 2002, a despeito da ausência das receitas atípicas presentes no ano passado. Dentre os fatores responsáveis por esse incremento destacam-se o aumento na arrecadação dos impostos vinculados ao câmbio (imposto de renda sobre Rendimentos de Capital – operações de swap e fundos de renda fixa – imposto de renda sobre Remessas ao Exterior e o Imposto de Importação). Por outro lado, a despesa do governo central sofreu uma redução de 1,54%, em termos reais, sendo que a maior queda (6,10%) é nas despesas de custeio e capital que deve-se, sobretudo, à não utilização pelos órgãos gestores da totalidade dos recursos disponibilizados pelo Tesouro. Como resultado desses ajustes, o superávit primário do governo central aumentou quase 20,0% nos últimos 12 meses em relação ao ano de 2002

A Dívida Pública/PIB iniciou uma trajetória de queda passando de 63,9% em setembro do ano passado para 52,2% em abril de 2003 (R\$ 839,8 bilhões). A parcela indexada ao câmbio (interna e externa, incluindo as operações de swaps cambiais) caiu de um pico de 58% em setembro último para 45,6% em abril (Tabela 13) principalmente devido à apreciação do real frente ao dólar de 31,0% (de setembro a abril) que promoveu um ajuste patrimonial redutor sobre o estoque da dívida em câmbio, quando expressa em reais. Nos primeiros quatro meses do ano, a dívida líquida sofreu uma queda de R\$ 41,4 bilhões, apesar do pagamento de juros (internos e externos) que somaram R\$ 51,3 bilhões. A apreciação cambial no ano de 19,9% até abril que reduziu o estoque da dívida vinculada ao câmbio em R\$ 60,6 bilhões e o elevado superávit primário (R\$ 32,7 bilhões) mais que compensaram o aumento induzido pelos serviços da dívida (Tabela 14).

Tabela 12 - Resultado Primário do Governo Central

Fluxos acumulados em 12 meses (R\$ milhões)	Jan-Dez 2002*	Mai02-Abr03	Varição Real Relativa (%)
1.Receita Total	330.837,87	336.902,40	1,83
2. Transferências a Estados e Municípios	57.701,96	58.404,40	1,22
3. Receita Líquida Total (1-2)	273.135,80	278.498,00	1,96
4. Despesa Total	241.457,52	237.744,30	-1,54
4.1. Pessoal e Encargos Sociais	75.345,36	74.664,50	-0,90
4.2. Benefícios Previdenciários	90.476,33	91.833,00	1,50
4.3. Custeio e Capital	75.635,92	71.024,50	-6,10
5. Resultado Primário do Governo Federal ** (3-4)	31.678,28	40.753,70	28,65
6. Resultado Primário do Banco Central	-797,08	-635,00	20,33
7. Resultado Primário do Governo Central (5+6)	30.879,15	40.118,70	29,92

Fonte: STN, Ministério da Fazenda/Elaboração Própria

*Dados Relativos aos fluxos acumulados encerrados em 2002, foram inflacionados pelo IPCA

** Inclui o Resultado Primário do INSS

Tabela 13: Perfil da Dívida Pública (%)

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	jan/03	fev/03	mar/03	abr/03
dívida/PIB	49,4	49,3	53,1	55,9	55,9	56,6	55,3	52,2
Total da dívida Pública (a+b)	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
(i) Indexada ao Câmbio	19,4	19,9	27,0	26,2	26,1	26,2	25,4	23,3
(ii) Não Indexada ao Câmbio	59,5	60,3	53,2	48,1	48,9	48,3	50,5	54,4
(b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	25,1	25,5	24,0	22,3
Dívida Pública Indexada ao Dólar (i) + (b)	40,5	39,7	46,8	51,9	51,1	51,7	49,5	45,6

O anúncio pelo governo, em finais de maio, de não mais ter o compromisso de rolar 100% do principal da dívida interna cambial (títulos e swaps) a cada vencimento certamente contribuirá para reduzir ainda mais a exposição cambial da dívida pública. Desde o início de 2002, o governo já não vinha rolando os juros relativos a essa dívida, mas apenas o principal. Atualmente, esta dívida corresponde a U\$ 68,5 bilhões (Tabela 15). Esta medida já foi posta em prática pois nos 2 vencimentos de dívida cambial que se sucederam à medida (U\$ 1,52 bilhão em 12/06 e U\$ 1,0 bilhão em 18/06), a rolagem foi de 95% e 90%, respectivamente. Embora estes valores ainda não sejam expressivos, a continuidade desta prática poderá, de fato, significar uma intervenção disfarçada no mercado de câmbio, considerando que nos próximos 12 meses vencem aproximadamente U\$ 11,0 bilhões em títulos cambiais da dívida mobiliária federal no mercado interno, além das operações com swaps cambiais que atualmente totalizam \$ 36,34 bilhões.

Tabela 14: Fatores Condicionantes da Dívida Pública

Fluxo em R\$ milhões	Jan a Dez/01	Jan a Dez/02	Jan a Abr/03
Juros Internos	72112	96949	44676
Juros Externos	14331	17029	6585
Variação cambial sobre estoque da dívida interna atrelada ao dólar	19182	76662	-22899
Variação cambial sobre estoque (em reais) da dívida externa líquida	10619	71317	-37702
Esqueleto	26004	14286	671
Privatizações	-980	-3637	0
Superávit primário	-43655	-52364	-32683
Outros	90	0	0
Total	97703	220241	-41352

Fonte: Banco Central

Tabela 15 - Dívida Pública Mobiliária Interna com Correção Cambial em Poder do Público (US\$ bilhões)

dez/00	58,19
dez/01	76,98
mar/02	77,32
abr/02	77,33
mai/02	76,82
jun/02	76,22
jul/02	72,88
ago/02	72,10
set/02	68,80
out/02	65,86
nov/02	65,44
dez/02	65,27
jan/03	65,70
fev/03	66,49
mar/03	67,25
abr/03	67,73
mai/03	68,55

Tabela 16

	Posição de Financiamento Líquido dos Títulos Federais* (R\$ bilhões)	% das operações compromissadas na Dívida Federal Interna em Poder do Mercado
dez/01	-18,6	-3,1
2002		
Mai	8,9	1,4
Jun	21,0	3,1
Jul	24,7	3,5
Ago	43,0	6,5
Set	50,6	7,1
Out	54,6	7,9
Nov	61,6	8,9
Dez	64,1	9,3
2003		
Jan	80,7	11,2
Fev	75,8	10,5
Mar	71,6	9,9
Abr	52,1	7,5
Mai	48,6	6,9

Fonte: BC e Secretaria do Tesouro Nacional/Elaboração Própria

*Os dados relativos à Posição de Financiamento Líquido se referem ao último dia de cada mês

Economia Empresarial

Celso Funcia Lemme

TAXA DE JUROS E RETORNO DO INVESTIMENTO PRODUTIVO: DE VOLTA AO DILEMA DO PRISIONEIRO ?

Nas últimas semanas intensificou-se o debate a respeito das taxas de juros no Brasil e seu reflexo no nível de produção e emprego. Reduzida ao patamar de 26% ao ano na última reunião do Comitê de Política Monetária (COPOM), a taxa SELIC real, confrontando-se a taxa nominal com a expectativa de inflação para os próximos doze meses, permanece em nível próximo aos 16% ao ano. São freqüentes as comparações com as taxas reais praticadas em outros países, com a indicação de que o patamar estaria muito elevado até mesmo para o objetivo de atrair capitais que ajudem a fechar as contas externas. Além disso e mais importante, a SELIC está longe de representar o custo efetivo para empresas e pessoas que tomam empréstimos, na espiral de spreads verificada no sistema bancário brasileiro.

Talvez seja interessante olhar para o setor produtivo brasileiro para entender o significado de uma taxa real da ordem de 16% ao ano. Para isso, seria útil examinar o retorno obtido pelos empresários nos diferentes setores de atividade econômica, excluído o financeiro, em empresas de primeira linha.

A Revista Exame, em seu suplemento anual "Melhores e Maiores", publica os retornos sobre patrimônio líquido (ROE, do inglês return on equity) das empresas, agrupando-as em 22 setores. Esses retornos são calculados após ajuste do lucro líquido e do patrimônio líquido pelos efeitos inflacionários, de forma que refletem aproximadamente retornos reais.

Um exame do desempenho dos setores após o Plano Real pode trazer indicações interessantes para o debate sobre as taxas de juros. Para tal, é conveniente eliminar da série o ano de 1994, já que a implantação do plano ocorreu com o ano em andamento, e o ano de 2002, em que a turbulência do processo eleitoral influenciou desempenhos e indicadores.

A tabela 17a a seguir apresenta os retornos reais para os acionistas nos anos de 1995 a 2001, referentes aos 22 setores considerados pela Revista Exame:

Observa-se que ao longo de todo o período pós-Plano Real nenhuma das atividades produtivas no país conseguiu produzir um retorno sustentável comparável à taxa real básica de juros atualmente praticada. Não se trata de algum ano ou período específico, mas de toda a experiência econômica brasileira após a redução da inflação.

Adicionalmente, é útil observar o comportamento de alguns indicadores financeiros tradicionais no mercado brasileiro. A tabela 17b a seguir apresenta os dados para o período de 1995 a 2001:

Aqui, a curiosidade é a subversão aparente do princípio básico de finanças que indica que, no longo prazo, risco e retorno devem guardar relação estreita, com os ativos de maior risco oferecendo (no longo prazo !!) maior retorno.

O retorno associado ao CDI esteve significativamente acima do obtido no mercado de ações medido pelo IBOVESPA, o que é paradoxal mesmo levando-se em conta a pouca representatividade deste índice, decorrente de fatores como concentração em poucos papéis, liquidez restrita, ponderações, etc.

Aparentemente, no Brasil pós-Real os retornos sem risco foram protegidos por diversos mecanismos e a remuneração dos credores esteve em patamar superior ao dos empreendedores que geram produtos, serviços e empregos.

Com tantas evidências, ainda persiste, no entanto, o receio dos formuladores da política monetária de que a redução forte dos juros e o estímulo à atividade econômica provoquem no setor produtivo uma resposta de aumento de preços e não de aumento de produção e de emprego.

Talvez a experiência brasileira indique que este temor tem fundamento e que uma das barreiras a dificultar um tratamento mais adequado ao setor produtivo seja exatamente a reação que ele teria às condições mais favoráveis de mercado.

Chegamos assim, ao paradoxo de ver governo e empresariado desejosos de algo que só não conseguem materializar pela desconfiança mútua que alimentam.

A situação lembra claramente o famoso “dilema do prisioneiro”. De forma muito simplificada, temos dois homens presos, acusados por um crime, com as evidências disponíveis sendo suficientes para condenar cada um deles a um ano de cadeia. Ambos sabem, porém, que se colaborarem com a justiça e fornecerem esclarecimentos adicionais sobre a situação e provas adicionais contra o parceiro, poderão ficar livres do processo, sendo o outro condenado a cinco anos de prisão. Se ambos denunciarem o esquema criminoso, as evidências farão com que cada um pegue três anos de prisão. Como estão em celas diferentes, não sabem que atitude o outro está tomando. O que deve fazer cada um deles ?

Nitidamente, a melhor estratégia seria o silêncio de ambos, que daria uma pena somada de dois anos para os prisioneiros. Se apenas um falasse a pena somada seria de cinco anos (cinco para o denunciado e nada para o denunciante); se ambos denunciassessem, a pena somada seria de seis anos (três para cada um), configurando-se a pior alternativa.

Apesar de a lógica recomendar o silêncio, a desconfiança entre as partes provavelmente produzirá a denúncia mútua, buscando o melhor para si e produzindo o pior para ambos.

Neste momento, o que podemos desejar é que se possa estabelecer um clima de confiança mútua entre a equipe de governo e o setor produtivo, de forma que a discussão sobre política monetária e taxa de juros possa se dar entre homens livres e conscientes e não entre prisioneiros.

TABELA 17a – Retorno real sobre o patrimônio líquido (ROE) – em %

Nº	Setores	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Mediana	Média
1	Alimentos	4,0	4,5	2,2	2,8	1,8	1,6	5,6	2,8	3,2
2	Automotivo	2,1	1,0	8,0	5,1	-7,6	5,3	5,5	5,1	2,8
3	Atacado e Comércio Exterior	2,3	3,6	7,2	11,4	3,1	1,2	10,4	3,6	5,6
4	Bebidas	-	-	8,4	2,9	3,1	2,6	2,9	2,9	4,0
5	Comércio Varejista	14,1	8,3	8,3	7,7	2,7	4,9	6,3	7,7	7,5
6	Confecções e Têxteis	-	-	0,8	0,4	-5,5	5,5	2,5	0,8	0,7
7	Construção	3,2	2,4	3,0	3,4	-5,0	0,9	1,6	2,4	1,4
8	Eletroeletrônico	11,4	12,5	6,5	-0,7	-19,3	4,7	-8,2	4,7	1,0
9	Farmacêutico	22,0	15,6	18,3	15,3	16,1	4,5	7,2	15,6	14,1
10	Higiene, Limpeza e Cosmêt.	8,5	18,1	12,2	7,0	5,0	4,0	1,9	7,0	8,1
11	Material de Construção	5,3	2,8	2,3	4,7	1,3	8,9	8,2	4,7	4,8
12	Mecânica	-0,7	1,4	7,8	6,9	-1,3	10,4	3,4	3,4	4,0
13	Mineração	4,0	5,5	5,3	7,6	14,3	14,9	17,7	7,6	9,9
14	Papel e Celulose	4,9	1,1	-0,7	-1,0	-2,2	12,6	6,4	1,1	3,0
15	Plásticos e Borracha	1,8	7,2	6,2	5,4	4,7	3,5	5,4	5,4	4,9
16	Química e Petroquímica	4,2	4,5	5,0	4,8	7,9	9,3	7,0	5,0	6,1
17	Serviços Diversos	-	-	-	8,2	2,5	7,9	12,9	8,1	7,9
18	Serviços de Transporte	-1,7	9,9	9,0	5,9	0,6	8,0	0,2	5,9	4,6
19	Serviços Públicos	-	3,2	3,7	1,1	1,7	3,2	3,7	3,2	2,8
20	Siderurgia e Metalurgia	3,0	3,1	4,1	2,6	-1,8	11,8	7,9	3,1	4,4
21	Tecnologia e Computação	7,5	1,2	9,9	11,5	7,8	16,7	2,3	7,8	8,1
22	Telecomunicações	4,1	-	9,9	4,9	2,6	9,0	5,7	5,3	6,0
	Mediana dos setores	4,1	4,1	6,5	5	2,2	5,4	5,6	4,9	4,7

Tabela 17b - Retorno nominal de ativos financeiros – em %

Indicadores	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	ACUMULADO
IBOVESPA	-1,3	63,8	44,8	-33,5	151,9	-10,7	-11,0	211,7
POUPANÇA	40,4	16,4	16,8	15,2	12,8	8,2	8,6	191,5
CDI	53,0	27,1	24,6	28,6	25,1	17,3	17,3	436,4

Setor Externo

Elena Soihet

Balança Comercial

A balança comercial em 2003 vem apresentando sucessivos recordes históricos. Os números de maio mais uma vez confirmam essa tendência: o superávit obtido no mês foi equivalente a US\$ 2,5 bilhões, sendo o maior saldo mensal positivo registrado na história do comércio exterior brasileiro.

No acumulado dos cinco primeiros meses de 2003, a balança comercial registrou superávit de US\$ 8,0 bilhões, resultado de exportações de US\$ 27,1 bilhões e importações de US\$ 19,1 bilhões. Na comparação com o mesmo período do ano anterior, o aumento das exportações foi de 29,3%, com destaque para os básicos cujo aumento foi de 47,6% e semimanufaturados, 40,2%, conforme tabela 18.

Tabela 18 - Exportação por fator agregado (US\$ milhões FOB)

Itens	Jan - Mai		Var. %
	2002	2003	
Básicos	5.274	7.787	47,6
Industrializados	14.937	18.766	25,6
- Semimanufaturados	2.915	4.087	40,2
- Manufaturados	12.022	14.679	22,1
Ops. Especiais	762	575	-24,5
TOTAL	20.973	27.128	29,3

Fonte: Secex e SISCOMEX

Um conjunto de fatores ajuda a explicar esse excelente desempenho comercial: safra recorde de grãos, aumentos dos preços das commodities no mercado internacional, conquista de novos mercados, desempenho de algum dos principais mercados para os produtos brasileiros como Argentina e Estados Unidos, além é claro, da melhor competitividade dos produtos brasileiros face a desvalorização do real em relação ao dólar.

O crescimento das exportações foi, sobretudo influenciado pela expansão das quantidades. O desempenho do quantum exportado de janeiro a abril acumulou alta de 19,6% no ano, com destaque para os produtos básicos cujo índice acumulou alta no período de 33,7%. Os preços, porém tiveram um crescimento bem mais modesto, equivalente a 4,9%. Nos gráficos 1 e 2, temos a evolução do índice preços e quantum exportados desde abril de 2002 a abril de 2003 por classe de produtos.

Gráfico 4 - Índices de Preço das Exportações por Classe de Produto

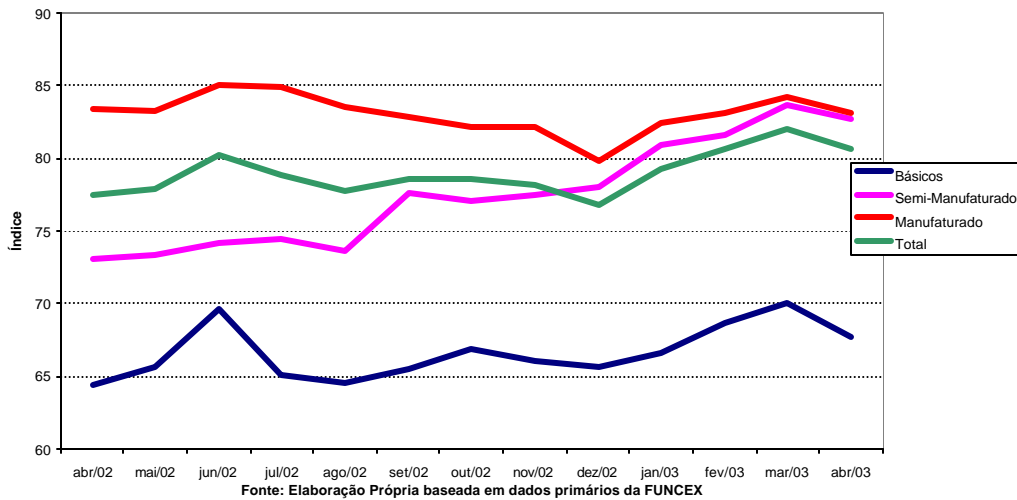
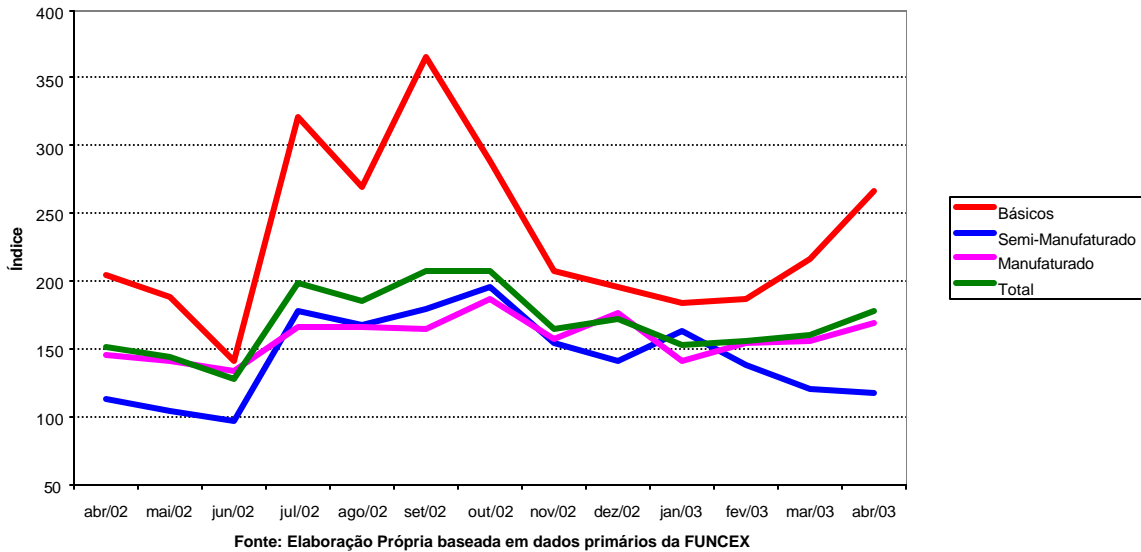


Gráfico 5 - Índice de Quantum das Exportações por Classe de Produto



Na decomposição por países de destino no período, as exportações nos cinco primeiros meses desse ano, quando comparadas com igual período do ano anterior, se ampliaram para todas as principais regiões, merecendo destaque a expansão para a Ásia (72%), em particular a China e a recuperação de vendas para a Argentina (83%), como reflexo da recuperação em curso. Os EUA apesar de continuarem a ser o principal comprador de produtos brasileiros não vêm mantendo o ritmo de crescimento dos demais países/blocos já que apresentou um incremento de apenas 19% nas compras de produtos brasileiros.

Tabela 19 - Janeiro - Maio - 2003 / 2002 - US\$ Milhões FOB

	Janeiro - Maio		Contribuição por bloco 2003	Var. % 2003/02	Part. % 2003
	2002	2003			
EUA (1)	5.800	6.894	17,8	18,9	27,7
União Europeia	5.277	6.759	24,1	28,1	25,2
ALADI	3.727	4.412	11,1	18,4	17,8
- Mercosul	1.248	1.834	9,5	47,0	6,0
- Argentina	803	1.471	10,9	83,2	3,8
Asia	2.518	4.337	29,6	72,2	12,0
Oriente Medio	720	986	4,3	36,9	3,4
África	723	932	3,4	28,9	3,4
Europa Oriental	546	742	3,2	35,9	2,6
Demais	1.662	2.066	6,6	24,3	7,9
TOTAL	20.973	27.128	100	29,3	100,0

Fonte: SISCOMEX

(1) Inclui Porto Rico

No que diz respeito às importações, no período de janeiro a maio, elas atingiram US\$ 19,1 bilhões, ou seja, apresentaram uma estabilidade contra o mesmo período do ano passado.

A decomposição por categoria de uso revela que o aumento no acumulado do ano até maio deve-se principalmente ao crescimento de matérias primas (6,9%) e combustíveis (15,4%). Bens de consumo duráveis tiveram queda de 1,8% enquanto bens de capital e bens de consumo não duráveis caíram respectivamente 16% e 14% no período citado.

Pela análise quantidade - preço no período de janeiro a abril, houve aumento do índice de preços de 10% enquanto o índice quantum sofreu queda de 7,9% no período em relação ao primeiro quadrimestre do ano passado. Essa queda no quantum refletiu-se em praticamente todas as categorias de uso, sendo mais expressiva em bens de capital (30,6%). A única exceção são os bens intermediários que acumularam um pequeno

crescimento de 1,4%. Já a alta dos preços importados se deu principalmente na categoria dos combustíveis (52,9%).

**Tabela 20 - Importação Brasileira por Categoria de Uso
Janeiro / Maio - 2002/2003 - US\$ milhões FOB**

	Janeiro - Maio		Var. %
	2002	2003	
Bens de Capital	4.916	4.131	-16,0
Mat. Primas e Intermediários	9.384	10.031	6,9
Bens de Consumo	2.414	2.199	-8,9
- Não-duráveis	1.409	1.212	-14,0
- Duráveis	1.005	987	-1,8
- Automóveis	322	274	-14,9
Combustíveis e lubrificantes	2.358	2.722	15,4
- Petróleo	1.248	1.679	34,5
- Demais	1.110	1.043	-6,0
TOTAL	19.072	19.083	0,1

Fonte: SISCOMEX

Dados até a 3a semana de junho apontam para exportações de US\$ 4 bilhões e importações de US\$ 2,4 bilhões consolidando no ano um superávit comercial de US\$ 9,6 bilhões e em 12 meses cerca de US\$ 19,3 bilhões. Dadas as condições vigentes no primeiro semestre deste ano, parece razoável assegurar que os resultados da balança comercial continuem no positivos. As projeções do grupo Conjuntura da UFRJ apontam em 2003 exportações da ordem de US\$ 66,6 e importações de US\$ 48,6 bilhões, o que representa um superávit de US\$ 18 bilhões.

**Tabela 21 - Balança Comercial
(em US\$ bilhões)**

Ano	Exportações		Importações						Saldo
			Total		Combustíveis		Outras		
	Valor	Variacão %	Valor	Variacão %	Valor	Variacão %	Valor	Variacão %	
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.

Devido à importância dos EUA no comércio mundial (responsável por quase 20%) e na pauta de exportação brasileira (cerca de 25%), cabe analisar o comportamento das importações americanas para avaliarmos sob uma outra ótica o desempenho do setor exportador brasileiro. A tabela 5 retrata as importações americanas no 1º quadrimestre de 2003 contra igual período do ano anterior, segmentada por blocos de origem. Conforme podemos verificar, houve uma expansão de 12,4% das importações totais americanas, indicando, portanto que elas devem ter contribuído para o crescimento do comércio mundial. Cabe ressaltar, que as importações provenientes do Brasil se deram em um ritmo bem maior, equivalente a 26,3%, que a expansão total das importações americanas. Isso é um indicador que o Brasil vem aumentando seu “market share” na pauta dos EUA, juntamente com outros países, tais como Rússia, China e os países da OPEC (estes devido ao aumento de preço do petróleo).

Tabela 22 - Importações dos EUA por Países e Áreas selecionadas-Acumulado (jan-abr)

Em milhões de dólares	2003	2002	Varição percentual	% Bloco/País 2003
Total	402.287	357.940	12,4	100,0
América do Norte	118.844	110.712	7,3	29,5
Canada	74.107	68.182	8,7	18,4
México	44.737	42.531	5,2	11,1
Europa Ocidental	84.807	76.538	10,8	21,1
Leste Europeu/FSR	5.839	3.938	48,3	1,5
Rússia	2.735	1.621	68,7	0,7
Países da Costa do Pacífico	128.468	117.456	9,4	31,9
China	42.678	32.793	30,1	10,6
Japão	39.348	39.266	0,2	9,8
NICS	29.145	28.573	2,0	7,2
Sul/América Central	24.414	20.079	21,6	6,1
Argentina	1.024	935	9,5	0,3
Brasil	5.646	4.472	26,3	1,4
OPEC	22.385	15.440	45,0	5,6
Outros Países	17.530	13.777	27,2	4,4

Fonte: <http://www.bea.gov/bea/newsrel/trad0403.xls>

Como as principais projeções relativas ao desempenho da economia americana apontam para um crescimento moderado (PIB entre 2,2% e 2,4%) é possível que o ritmo de crescimento das importações desse país não se sustente no nível observado anteriormente. Se, além disso, levarmos em conta o fraco desempenho da economia europeia, fica evidente a necessidade do Brasil de diversificar novos mercados.

Suplemento

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Análise das Metodologias de Núcleo da Inflação

Recentemente, a expectativa sobre a manutenção ou queda da taxa SELIC tem trazido a mesa à discussão sobre eficácia das diferentes metodologias de núcleo.

O questionamento surgiu pelo fato do BC estar monitorando o comportamento do núcleo e apontá-lo como um indicador de inércia ainda existente nos preços, fato que inviabilizaria uma queda na taxa SELIC.

A medida que o BC adota é a de médias aparadas simétricas com suavização a priori. A crítica que recai sobre essa metodologia é que ela não teria poder preditivo (antecipação da inflação futura). Nesse caso, a metodologia de exclusão prévia seria o melhor indicador.

O que acontece é que o método de Exclusão Prévia, que retira do IPCA os itens de alimentos e administrados, é construído de forma arbitrária (garante que nunca esses itens têm informações relevantes sobre a tendência da inflação) e testes de capacidade preditiva são enfáticos a rejeitá-lo como um indicador de tendência.

A metodologia de Médias Aparadas ou Estimadores de Influência Limitada focam em uma parte central da distribuição de preços. Esse método realiza o trabalho de retirar as variações extremas, mas com a vantagem de não exigirem que a determinação seja feita ex-ante. Entretanto, o modelo que o BC utiliza já foi superado na literatura econômica por fazer hipóteses arbitrárias e não conter o refinamento estatístico desejado. A primeira hipótese resulta em retirar partes iguais dos extremos da distribuição de preços. Prova-se que dado à característica dos preços no Brasil, essa medida torna o núcleo viesado, isto é, não mais representativo sobre o comportamento da tendência. Além disso, a proporção a se retirar do IPCA a cada mês é fixa, o que torna o núcleo insensível a modificações na estrutura de preços. Finalmente a suavização feita pelo BC é feita ex-ante e consiste em diluir o aumento de 12 subitens ao longo dos próximos meses. Essa forma de

suavização além de ser limitada não tem a eficácia que se deseja em reduzir os choques transitórios.

A fim de solucionar esses entraves, surgiu na literatura o núcleo de Médias Aparadas Assimétricas. O novo modelo atende todas as críticas do modelo de Médias Aparadas Simétricas. Em cada mês são retiradas proporções diferentes das variações extremas que são variantes com o tempo. Por ser um conceito relativamente novo na literatura econômica, o modelo só é calculado em alguns países.

De fato, a introdução de assimetria trouxe ganhos ao núcleo no sentido de contornar os problemas que desfigurava a metodologia anterior. Entretanto, o fato do núcleo ser calculado somente para o índice cheio (no caso IPCA) traz limitações sobre o entendimento das principais desagregações que a inflação proporciona.

A motivação na construção de um núcleo desagregado vem do fato de se incorporar mais informações relevantes. A constatação que os preços livres e administrados tem estruturas diferentes foi o ponto de partida para a construção do modelo. Além disso, a desagregação dos preços livres em comercializáveis e não-comercializáveis fornece a informação mais acurada sobre a volatilidade causada por flutuações na taxa de câmbio.

A nova metodologia permite uma visão mais clara sobre o núcleo pois fornece a informação sobre que preços estão impactando com maior força a tendência dos preços. O núcleo do BC ficou em 1%, resultado parecido com o Núcleo Desagregado (0,96%). Entretanto, é possível ver na desagregação do núcleo que o motivo dessa tendência ainda elevada, vem dos preços administrados. Inclusive, o núcleo dos comercializáveis se encontra abaixo do índice cheio, o que sugere forte tendência de queda. Portanto, manter os juros elevados com base na medida cheia do núcleo do Banco Central seria um erro técnico.

A partir da hipótese de que o núcleo deve ser uma medida antecedente da inflação, foi realizado o teste de causalidade entre algumas medidas de núcleo e a taxa de inflação. A idéia é que se o núcleo tem poder preditivo, então ele deve causar o IPCA após algumas defasagens. Portanto, é exatamente afirmação que o modelo de Granger quer testar.

O Núcleo Exclusão mostrou não ter nenhum poder preditivo. No teste, o núcleo em um período não causa a inflação com nenhuma defasagem. Ao contrário, o núcleo traz o resultado não desejado de que a inflação que teria causalidade sobre o núcleo. O mesmo resultado foi

encontrado para o Núcleo de Médias Aparadas Simétricas (Calculado pelo Banco Central) – Em todas as defasagens o núcleo não é capaz de prever a inflação.

A única metodologia que apresentou capacidade preditiva foi o Núcleo Desagregado (Médias Aparadas Assimétrica). Nesse caso, o núcleo explica a inflação em todas defasagens de 2 a 7 períodos(meses).

Em suma, o Núcleo Desagregado é o melhor antecedente da inflação futura pois além de eliminar mais informação espúria (a partir da desagregação) do que os outros modelos é construído a partir da concepção “forward looking” proposta por Blinder(1999) .

Tabela 23 - TESTE DE CAUSALIDADE DE GRANGER*

Metodologia	DEFASAGENS (p-valor)						
	2	3	4	5	6	7	8
Nucleo Exclusão Não Granger Causa o IPCA	35,0%	38,0%	45,0%	53,0%	72,0%	93,0%	96,0%
O IPCA Não Granger Causa o Núcleo Exclusão	0,0%	0,0%	3,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Nucleo Médias Aparadas BC Não Granger Causa o IPCA	6,0%	46,0%	47,0%	59,0%	75,0%	78,0%	89,0%
O IPCA Não Granger Causa o Núcleo Médias Aparadas BC	39,0%	22,0%	35,0%	34,0%	53,0%	66,0%	81,0%
Nucleo Metodologia Desagregada Não Granger Causa o IPCA	0,0%	0,2%	0,1%	0,4%	1,0%	3,0%	18,0%
O IPCA Não Granger Causa o Núcleo Metodologia Desagregada	37,0%	21,0%	2,3%	5,0%	12,0%	25,0%	9,0%

* Período 1999:08 2002:12

**Gráfico 5 -
Núcleo da Inflação - Desagregado**

