

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Maio de 2003 - Ano 3 – Número 40

## 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 das tendências recentes da inflação, tanto no Panorama Geral como na seção específica sobre o tema. A decomposição dos índices de preços em diferentes categorias analíticas levam, juntamente com a análise do núcleo, a uma expectativa moderadamente positiva em relação aos desdobramentos futuros do processo inflacionário, porém sujeita a algumas ressalvas sobretudo no que se refere à inércia dos preços dos comercializáveis. Na seção sobre Economia Empresarial, o professor Fleury, no texto “A macro-miopia do risco Brasil”, aborda o tema risco-Brasil através de um ângulo interessante e pouco usual, explorando os aspectos microeconômicos da questão.

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](mailto:fepsouza@ie.ufrj.br)

## Colaboradores

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

## Contato

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

## ÍNDICE

	PÁGINA
<b>EDITORIAL</b>	<b>2</b>
<b>PANORAMA GERAL</b>	<b>6</b>
<b>NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL</b>	<b>14</b>
<b>INFLAÇÃO</b>	<b>18</b>
<b>POLÍTICA FISCAL</b>	<b>24</b>
<b>ECONOMIA EMPRESARIAL</b>	<b>28</b>
<b>SETOR EXTERNO</b>	<b>31</b>

# Editorial

---

Três fatores contribuem, em princípio, para que a política macroeconômica possa ser considerada fortemente restritiva neste momento.

- A taxa de juros básica real, deflacionada pela inflação esperada para os próximos 12 meses elevou-se de 13,7% em fevereiro para 19,8% em maio (em consequência da última decisão do COPOM, que manteve os juros nominais em 26,5%).

- O superávit primário do setor público encontra-se presentemente acima da meta de 4,25% - que em si já representaria um impacto negativo do orçamento público sobre o nível de atividades.

- Por fim, a apreciação cambial em curso tem igualmente um impacto negativo sobre a produção de bens comercializáveis. Aliás, num regime de câmbio flutuante um canal importante de transmissão da política monetária é exatamente a taxa de câmbio.

Que consequências poderíamos esperar de uma política econômica com as características apontadas? A primeira impressão é que estaria em curso uma política capaz de

lançar a economia em severa recessão. A conclusão nos parece contudo ignorar o contexto peculiar em que nos encontramos, conforme abaixo assinalado.

Por que?

A razão essencial é que o travamento da economia brasileira não está tão associado a políticas econômicas contracionistas (embora eventualmente elas possam dar alguma contribuição). Em vez disso, a realidade é que a economia brasileira vem demonstrando por muitos anos um elevado potencial de expansão, que se manifesta contudo em surtos de crescimento de curta duração, interrompidos por distúrbios cuja origem situa-se nas vulnerabilidades básicas da economia (externa e fiscal) e em crises de confiança. Ocorre que as vulnerabilidades externas e fiscais vêm se reduzindo acentuadamente, como se pode observar pelo quase sumiço do déficit em transações correntes do balanço de pagamentos e pela redução da relação dívida líquida do setor público/PIB observada no corrente ano. E

mais, que a confiança na política econômica vem sendo notoriamente resgatada.

Neste sentido, embora a decisão do COPOM possa ter sido marcada por um excesso de conservadorismo (injustificado, a nosso ver), o fato é que as consequências para o desempenho da economia talvez não sejam tão negativa (e nos referimos aqui especificamente ao nível de atividades), dada a melhoria geral no quadro de confiança. Em particular, o possível resgate da reputação do regime de metas inflacionárias pode vir a ter um papel extremamente positivo. Isto porque, na medida em que a meta inflacionária volte a ter um papel de coordenação das expectativas, a dosagem de política monetária requerida para conter eventuais pressões inflacionárias se tende a diminuir, diluindo-se o trade-off entre inflação e crescimento.

Mas há alguns fatores concretos que sugerem razões pelas quais o aperto da política econômica pode não ter efeitos tão profundos quanto se esperaria através de uma análise mecanicista.

Primeiramente observemos o que vem ocorrendo com a taxa de juros real. O que importa para as decisões empresariais quanto a investimento, aumento da produção, etc, é a taxa real deflacionada pela inflação

esperada para o futuro. Além disso, mais do que a taxa Selic, o que tem maior impacto sobre o nível de atividades é a taxa de juros real de mercado. Como já foi observado por mais de um analista, e se pode verificar na Tabela 3 do "Panorama Geral", a taxa de juros real de mercado para o período de 1 ano vem efetivamente baixando desde o início do ano, a despeito da elevação da Selic real. Insistindo, a política monetária mais dura, pela via indireta do impacto sobre as expectativas, tem produzido resultados relativamente amenos. Nada indica que, neste exato momento, este surpreendente quadro não esteja sendo mantido. Afinal, é próprio de conjunturas de crise, caracterizadas por alta volatilidade, como a que vivemos desde o segundo trimestre do ano passado, que o decisivo para a reversão é o comportamento das expectativas.

Por razões distintas, a forte apreciação nominal e real da taxa de câmbio pode ter um impacto menos contracionista do que seria de se esperar. O motivo neste caso é o "overshooting" cambial ocorrido no ano passado. Primeiramente, porque, como é amplamente sabido, as decisões de exportação que hoje se refletem nos resultados da balança comercial, não refletem as taxas

de câmbio excepcionalmente elevadas do segundo semestre do ano passado. E neste sentido, a apreciação cambial relevante, para efeito de decisões de exportar, é muito menor do que aquela que se pode mensurar a partir das cotações efetivamente observadas. Mas há ainda outra razão importante. Trata-se de que os dois surtos de depreciação cambial (nos segundos semestres de 2001 e 2002), acabaram por consolidar uma percepção de que o ajuste da conta corrente é uma realidade inescapável e que portanto deveríamos conviver com uma taxa de câmbio real relativamente depreciada (por comparação com uma média histórica de longo prazo). E isto, ao que tudo indica, contribuiu também para a emergência de uma consciência exportadora – irreversível diante de mudanças não muito grandes na taxa de câmbio real – que tende a dar uma base mais sustentável à melhoria em curso da balança comercial.

Por fim, a vigorosa expansão da produção agropecuária vem garantindo um piso mínimo para o consumo e para o investimento (em máquinas agrícolas) que amortece a retração do nível de atividades. É verdade que os dados mostram que houve alguma retração da produção e do emprego nos primeiros meses do ano. Mas não se trata de uma forte queda. Os sinais da evolução da conjuntura neste momento são ambíguos, havendo uma expectativa, que não parece infundada, de que o crescimento econômico seja retomado no segundo semestre. Isto se reflete nas projeções de uma expansão baixa para o ano (com retração no primeiro semestre e crescimento no segundo), conforme pode ser observado na tabela 6 da seção "Panorama Geral", tanto pelas projeções do mercado, quanto pelas nossas.

# Panorama Geral

Caio Prates

Ao longo do mês de maio, o risco-País e o dólar apresentaram um comportamento volátil, influenciado negativamente pelo cenário externo (temor de deflação/recessão nos EUA e Europa e de que um aumento da aversão global ao risco volte a restringir o fluxo de capitais para as economias emergentes) e pelo cenário doméstico (divergências agudas dentro do PT sobre os rumos do governo, em particular sobre a reforma da Previdência, e críticas de representantes do governo à condução da política econômica). Mas, nos últimos dias, a tendência de queda do risco-País e do dólar foi retomada, sobretudo após a decisão do Copom, bem recebida pelo mercado financeiro, de manter a taxa Selic em 26,5%, a despeito das pressões políticas para a redução dos juros. Em contraste, porém, com a evolução bastante favorável das expectativas nos últimos meses - refletidas no comportamento do risco-País, da taxa de câmbio e dos juros futuros (tabela 1) -, a economia real vem apresentando resultados negativos (queda da produção industrial, das vendas do comércio e dos salários). E aumentaram as críticas à condução das políticas monetária (juros altos) e cambial (apreciação considerada excessiva da moeda nacional). De todo modo, há boas chances - analisadas adiante - de queda da inflação e da taxa Selic nos próximos meses, o que abriria espaço para a retomada do crescimento.

**Tabela 1 - Indicadores de Confiança**

Indicador	30/dez/02	22/04/2003 <sup>1</sup>	20/05/2003 <sup>1</sup>	23/05/2003 <sup>2</sup>
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	3,53	3,06	3,01	2,94
Risco Brasil (EMBI+)	1446	859	840	784
Risco dos emergentes exclusive Brasil	616	529	526	514
Swap de 1 ano - Pré x DI (%)	29,07	24,74	23,57	22,95

<sup>1</sup> Véspera de reunião do COPOM.

<sup>2</sup> Para risco Brasil e dos Emergentes, valores de 22/05/2003.

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

Apesar das pressões da sociedade para a redução da taxa Selic, o Copom preferiu mantê-la em 26,5% ao ano em maio. E, de fato, ainda

existem razões ponderáveis para a cautela do Banco Central: i) o recuo lento da inflação (em particular do seu núcleo) no IPCA; ii) as expectativas de inflação do mercado ainda bem acima das metas de inflação do Banco Central, não só em 2003 mas também em 2004; iii) a necessidade do Banco Central de dar mais credibilidade ao seu compromisso com as metas de inflação, de modo a readquirir a capacidade de coordenar as expectativas dos agentes econômicos em relação ao comportamento dos preços.

Como se percebe na tabela 2, a inflação (IPCA) ainda permanece elevada, sobretudo no seu núcleo (1,26% em abril), e nos bens comercializáveis (1,11% na taxa efetiva e 1,28% no núcleo deste conjunto de preços em abril). E a resistência ao recuo da inflação nos comercializáveis também é confirmada pelo comportamento destes preços no índice FIPE (1,16% de aumento dos preços na segunda quadrissemana de maio). Por sua vez, a pesquisa semanal do Banco Central junto ao mercado vem mostrando uma melhora significativa das expectativas inflacionárias para os próximos 12 meses. Mas mesmo assim as projeções mais recentes para o IPCA em 2003 e 2004 são de, respectivamente, 12,2% e 7,6%, o que significa que inclusive em 2004 a meta do Banco Central (de 5,5%) seria estourada. Nestas condições, um afrouxamento desde já da política monetária poderia ser percebido como um descompromisso do Banco Central com as suas metas de inflação. E, deste modo, o regime de metas teria ainda mais abalada a sua já precária capacidade de coordenar as expectativas inflacionárias (sua principal função).

**Tabela 2 - Inflação - Preços ao Consumidor - IPCA ( % am )**

Mês	Total		Comercializáveis		Não Comercializáveis	
	Inflação Efetiva	Núcleo <sup>1</sup>	Inflação Efetiva	Núcleo <sup>1</sup>	Inflação Efetiva	Núcleo <sup>1</sup>
nov-dez/02	2,56	2,01	3,43	2,96	1,20	1,17
jan-fev/03	1,91	1,41	1,26	1,31	1,53	1,29
mar-abr/03	1,10	1,32	1,27	1,36	0,84	0,90
abr/03	0,97	1,26	1,11	1,28	0,58	0,78

**FIPE (%)**

Mês	Total	Comercializáveis	Não Comercializáveis
nov-dez/02	2,24	3,50	1,33
jan-fev/03	1,90	0,96	1,99
mar-abr/03	0,62	1,11	0,29
maio/03 <sup>2</sup>	0,30	1,16	-0,49

Fontes: IBGE, BC, FIPE. Elaboração: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

<sup>1</sup> Método do Núcleo Desagregado (médias aparadas assimétricas com suavização). Gomes (2003)

<sup>2</sup> 2a. quadrissemana

A meta de inflação será certamente mais uma vez, pelo terceiro ano consecutivo, descumprida em 2003 (ao invés de 8,5%, a inflação deverá ficar próxima de 12%). Mas o regime de metas de inflação ainda poderá ser salvo se o Banco Central mostrar um compromisso firme com o cumprimento das metas definidas em prazo razoável: com os 8,5% definidos para 2003 sendo atingidos nos primeiros meses de 2004 (no acumulado de 12 meses) e os 5,5% para 2004 passando a ser vistos como factíveis. E a recuperação da credibilidade do regime de metas é um objetivo que o Banco Central deve efetivamente perseguir, ainda que às custas da manutenção da taxa de juros elevados a curto-prazo. Deste modo, o Banco Central voltaria a comandar as expectativas de inflação, e o custo de manter a inflação baixa seria bastante reduzido mais adiante. Contenção da inflação e retomada do crescimento são no momento objetivos inconciliáveis, em boa medida porque o regime de metas de inflação perdeu a capacidade de coordenar as expectativas, e estas no seu estado atual vêm conferindo um grau relativamente elevado de inércia à alta dos preços. Mas à medida em que a confiança no regime de metas aumente e a melhora das expectativas inflacionárias vá se consolidando - como já começa a ocorrer -, a taxa Selic poderá ser reduzida gradualmente, abrindo-se espaço para a economia voltar a crescer sem comprometer o controle da inflação.

Um argumento utilizado contra a decisão do Banco Central de manter a taxa Selic em 26,5% foi que desta forma os juros reais ex-ante - a taxa de juros que influencia as decisões de gastos dos agentes econômicos - estariam aumentando, agravando desnecessariamente o quadro recessivo que vem se delineando no período recente. De fato, medindo-se a taxa real de juros ex-ante pela comparação entre a taxa Selic e a inflação projetada pelo mercado para os próximos 12 meses (tabela 3), esta passou de 13,7% em fevereiro para 16,8% em maio, devido a manutenção da taxa Selic em 26,5% em simultâneo ao recuo da inflação esperada. Ocorre, porém, que as taxas de juros mais relevantes para o nível de atividade são as taxas de juros de mercado (determinadas pelos juros futuros de prazo mais longo, que servem de referência para o custo do crédito). E estas taxas vêm caindo de forma expressiva nos últimos meses - no caso, por exemplo, dos swap pré X DI de um ano o recuo foi de 29,6% ao ano em fevereiro para 23,1% em maio (taxas praticadas nos dias de decisão do Copom sobre a taxa Selic). Em decorrência, a taxa de juros real ex-ante medida pelo swap pré X DI de um ano vem caindo desde fevereiro. E isto significa que a melhora das expectativas inflacionárias - proporcionada pela combinação de apreciação cambial e aperto da política monetária - já está

começando a gerar condições para a retomada do crescimento, ao contrário do que a evolução da taxa real de juros ex-ante medida pela taxa Selic sugere.

**Tabela 3 - Taxas de Juros Ex-Ante (% a.a.), em 2003**

Mês <sup>1</sup>	Taxas Nominais		Taxas Reais Ex-Ante <sup>2</sup>	
	Selic Nominal	Swap Pré-DI de 1 ano	Selic real	Swap Pré-DI de 1 ano
Fev	26,5	29,6	13,7	16,5
Mar	26,5	27,5	15,4	16,3
Abr	26,5	24,7	16,0	14,4
Mai	26,5	23,1	19,8	13,7

<sup>1</sup> Informação referente ao dia da reunião do COPOM.

<sup>2</sup> Deflacionadas pelo IPCA projetado para os próximos 12 meses, pelo mercado, segundo levantamento do Banco Central (Focus).

Outro suposto efeito negativo da manutenção da taxa Selic em nível elevado seria a continuidade da tendência à apreciação cambial, pelo estímulo que os juros altos representariam ao ingresso no país de capitais voláteis, de prazo inferior a um ano. Contudo, o exame das captações externas recentes mostra que este argumento, até há pouco procedente, já não é mais correto. Embora as captações de curto-prazo (menos de um ano) tenham sido largamente dominantes no ingresso de capitais externos no primeiro trimestre, desde abril estas captações vêm sendo reduzidas, e em maio não foi realizada nenhuma captação externa de prazo inferior a 12 meses. A razão disso é a redução acentuada do cupom cambial para aplicações no mercado doméstico de menos de um ano, desestimulando as operações de arbitragem para capitais de curto-prazo (o contrato mais negociado de FRA de cupom, com vencimento em janeiro de 2004, rende atualmente apenas 5,5% ao ano em dólar).

Embora o ingresso de capitais de curto-prazo - ao contrário do que muitos colocam - já não esteja mais sendo responsável pela apreciação cambial, não há dúvida que os juros altos praticados no país continuam sendo um fator fundamental por trás da valorização atual do real. E a preocupação com a sobrevalorização da moeda nacional e seus reflexos potenciais sobre a balança comercial e a conta corrente é legítima. A questão, porém, não é se o governo deve ou não se omitir diante de uma sobrevalorização excessiva do real, mas sim o "timing" e a forma de intervenção do Banco Central no mercado cambial, se esta for de fato necessária. A verdade é que, no curto-prazo, a apreciação cambial tem contribuído decisivamente para a melhora das expectativas inflacionárias, ajudando a remover o principal obstáculo ao crescimento da economia em 2003: a inflação elevada herdada da desvalorização cambial/ajuste externo ocorridos em 2002. Por esta

razão, o mais apropriado talvez seja o Banco Central só atuar de forma mais decidida para deter a valorização da moeda nacional após a inflação apresentar uma trajetória mais consistente de queda. Neste contexto, a taxa de juros também recuará, o que por si só contribuirá para evitar uma apreciação indesejável do real. E outras medidas com este propósito também poderão ser tomadas pelo Banco Central, como a redução da dívida pública indexada ao câmbio e a aquisição de dólares pela autoridade monetária para elevar as reservas cambiais do país - procedendo de forma inversa ao que fez por ocasião das crises cambiais de 2001 (quando fez uma colocação líquida bastante expressiva de títulos cambiais no mercado) e de 2002 (quando vendeu uma grande quantidade de dólares das suas reservas). Deste modo, haveria condições mais adequadas para a taxa de câmbio acomodar-se em um patamar mais sustentável, sem as distorções hoje existentes - juros muito elevados, excesso de hedge cambial garantido pelo governo e nível anormalmente baixo de reservas internacionais (excluídos os recursos do FMI) - que favorecem a apreciação da moeda nacional.

De todo modo, a evolução recente da taxa de câmbio, do risco Brasil, do nível de atividade e das expectativas inflacionárias tende a favorecer o recuo da inflação, e tudo indica que em breve o Banco Central começará a reduzir a taxa Selic. Como evidencia a tabela 4, a cotação do dólar vem apresentando uma forte queda nos últimos meses, e o nível de atividade também se encontra bastante contido (a produção industrial recuou 1,1% no primeiro trimestre de 2003 relativamente ao quarto trimestre do ano passado), sugerindo que câmbio e demanda vêm atuando como fator de contenção dos preços. Além disso, a combinação de apreciação cambial e retração da demanda também têm se refletido numa melhora acentuada das expectativas inflacionárias, como se percebe nas projeções do mercado para a inflação nos próximos 12 meses e no comportamento dos juros futuros.

**Tabela 4 - Variáveis Relevantes para o Comportamento da Inflação**

Mês	Taxa de câmbio R\$/US\$ <sup>1</sup>	Produção Industrial (média móvel trimestral)	Expectativas Inflacionárias <sup>3</sup>
2002 - dez	3,63	131,76	12,5
2003			
jan	3,44	131,11	11,6
fev	3,59	130,95	11,3
mar	3,45	130,26	9,6
abr	3,12	-	9,1
mai <sup>2</sup>	2,95	-	8,3

<sup>1</sup> Média mensal

<sup>2</sup> Média até o dia 23.

<sup>3</sup> Projeção do mercado (na véspera da reunião do COPOM) para os próximos 12 meses, segundo Focus.

Finalmente, outro aspecto que reforça a possibilidade da queda da inflação nos próximos meses reside na evolução dos preços relativos (comercializáveis versus não-comercializáveis) no período recente. Como se percebe na tabela 5, houve em 1999 e depois no biênio 2001/2002 uma mudança importante de preços relativos a favor dos bens comercializáveis, induzida pelas fortes desvalorizações cambiais ocorridas nestes anos. Já em 2000, ano de estabilidade da taxa real de câmbio, a relação preços dos comercializáveis/não-comercializáveis ficou inalterada. E, como seria de esperar, esta tem sido a regra: em anos de desvalorização real da taxa de câmbio sobem mais os preços dos comercializáveis e em anos de apreciação cambial (como no período 1994/1998) são os preços dos não-comercializáveis os favorecidos. Ocorre que, em 2003, vem ocorrendo até agora um fenômeno atípico: mesmo com a forte apreciação cambial nestes primeiros meses do ano, os preços dos bens comercializáveis subiram até agora ligeiramente mais do que os dos não-comercializáveis (respectivamente, 5,2% e 4,8% no acumulado do ano). É provável, porém, que nos próximos meses os preços dos comercializáveis passem a ter aumentos no máximo iguais aos dos não-comercializáveis. Deste modo, a relação preços dos comercializáveis/não-comercializáveis ficaria estável ou em queda, o que seria coerente com a apreciação cambial ocorrida desde o final do ano passado. E como a inflação nos não-comercializáveis já recuou expressivamente no período recente - e deverá continuar baixa pelo efeito da contenção da demanda sobre os preços destes produtos -, a convergência dos preços dos comercializáveis com os dos não-comercializáveis tenderá a vir acompanhada da redução da inflação proximamente.

**Tabela 5**

**Evolução dos Preços dos Produtos Comercializáveis, Não-Comercializáveis e da Taxa de Câmbio - Índices Nominais**

Mês	IPCA (%)		(a)/(b)	Índice geral (c)	Taxa de Câmbio R\$/US\$ (d)	(d)/(c)
	Comercializáveis (a)	Não-comercializáveis (b)				
1998 - dez	100,0	100,0	1,00	100,0	100,0	1,00
1999 - dez	111,3	101,6	1,10	108,9	152,1	1,40
2000 - dez	115,3	105,4	1,09	115,4	162,0	1,40
2002 - dez	142,2	119,7	1,19	139,9	299,7	2,14
2003 - abril	149,5	125,5	1,19	148,5	257,7	1,74

Fontes: IBGE e Banco Central. Elaboração própria.

Em suma, há boas chances da queda da inflação - e, em consequência, da taxa Selic - no restante do ano, viabilizando a retomada do crescimento. Mas para que a redução da taxa de juros, recuperação da economia a partir do segundo semestre e inflação baixa sejam objetivos conciliáveis será essencial que a credibilidade do regime de metas de inflação seja plenamente restaurada e a melhora em curso das expectativas inflacionárias se consolide. E evidentemente uma premissa básica deste círculo virtuoso continua sendo a aprovação pelo Congresso das reformas (em particular, a da Previdência), sem o que o risco-País, o dólar e os juros futuros voltariam a disparar.

**Tabela 6 - 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 %)	12,19	11,90
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	1,90	2,10
Contas Fiscais (em % do PIB)		
Saldo Primário	-	4,25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	16,0	17,8
Déficit em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	3,72	3,00
Taxa de Câmbio		
Média do Ano	3,27	3,20
Final do Ano	3,30	3,20
Taxa Selic		
Média do Ano	-	22,80
Final do Ano	22,00	20,00

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

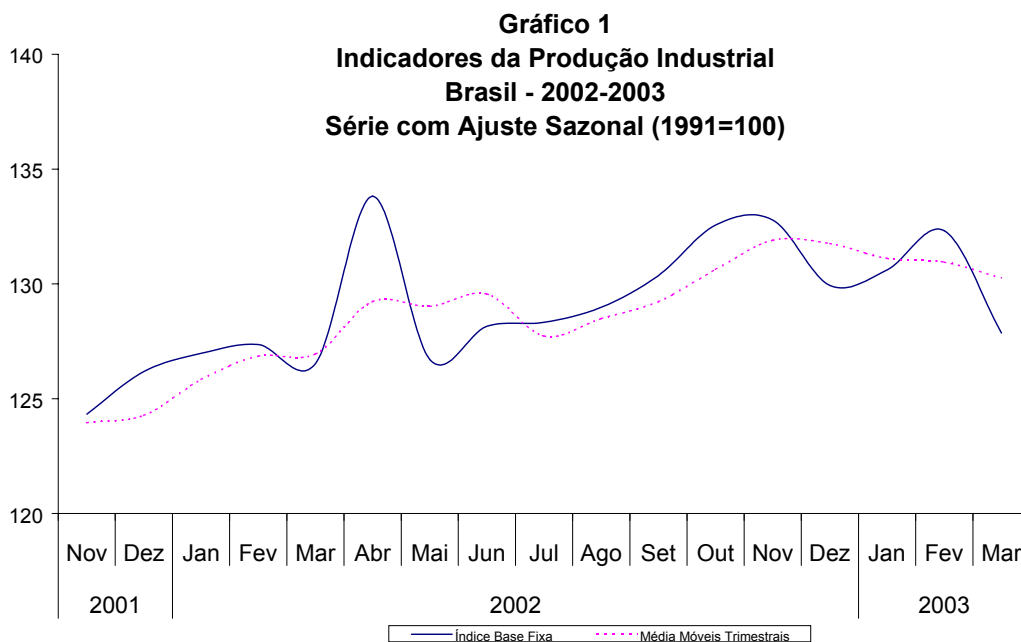
\*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 16/05/03 (Focus).

# Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

A indústria fecha o primeiro trimestre de 2003 com crescimento de 2,5% frente a igual período do ano passado, mas com queda de 1,1% em relação ao trimestre imediatamente anterior.

Embora os índices de base fixa com ajuste sazonal mostrem uma trajetória de queda neste início de ano (gráfico 1), cabem algumas observações sobre a significativa redução na atividade industrial na passagem de fevereiro para março últimos, que ficou em -3,4% e atingiu todas as categorias de uso, em especial o segmento de bens de consumo duráveis (-20,2%). Há um efeito estatístico pressionando negativamente essa taxa, uma vez que neste ano o feriado de carnaval ocorreu, excepcionalmente, em março. De 1990 em diante, esse fato ocorreu apenas em três anos (1992, 2000 e 2003) e levou sempre a comparação março/fevereiro a apresentar redução considerável: -3,2% em 1992 e -3,6% em 2000, ano em que a atividade fabril cresceu um pouco acima de 6,0%.



Portanto, se por um lado é evidente que há uma tendência declinante na evolução recente da produção industrial, por outro, a intensidade da redução em março último não deve ser tomada como um sinal de forte aprofundamento da queda.

O nível de atividade no setor industrial vem sendo sustentado por segmentos mais articulados às exportações, à agroindústria e à produção de petróleo, ao passo em que as áreas relativamente mais voltadas ao atendimento da demanda interna pressionam negativamente o índice global.

Nas comparações trimestrais esse padrão ficou bem evidenciado:

No confronto janeiro-março 03/janeiro-março 02, acima dos 2,5% de expansão da indústria geral, encontra-se apenas a área de bens intermediários, com taxa de 4,3%, que é exatamente a relativamente mais exportadora, agroindustrial e onde está classificado o setor de petróleo. As taxas observadas nas produções de siderurgia (14,0%), celulose (19,2%), adubos e fertilizantes (13,9%), fumo (13,9%), máquinas agrícolas (12,2%) e abate de animais (9,5%), são exemplos da influência do fator "exportação/agroindústria".

Ainda na comparação com o primeiro trimestre de 2002, há redução em bens de consumo duráveis (-1,5%) e em bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-2,3%), com destaque para os segmentos de: eletrodomésticos (-10,1%), artigos do vestuário (-12,0%), farmacêutica (-15,4%), mobiliário (-7,5%), e carburantes (gasolina e álcool), este com taxa de -9,0%. Mesmo a produção de automóveis, onde as exportações em unidades cresceram 55% no primeiro trimestre do ano, segundo estatísticas de Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores - ANFAVEA, mostrou apenas um pequeno acréscimo (1,4%), em decorrência do fraco desempenho das vendas internas.

Na área de eletrodomésticos, a queda observada no primeiro trimestre deste ano em relação a igual período do ano anterior, foi particularmente intensa no subsetor de TV, rádio e som (segmento da "linha marrom"), que recuou 23,5%. Além das condições adversas para a ampliação das compras desses produtos nos meses iniciais de 2003, vale lembrar que neste mesmo período de 2002 o setor se preparava para

atender o aumento da demanda que, tradicionalmente, se dá em anos de Copa do Mundo.

Os resultados dos diferentes setores industriais citados anteriormente confirmam a influência positiva sobre o nível de atividade industrial dos segmentos voltados para a agroindústria e exportações, e a pressão negativa exercida por segmentos relativamente mais dependentes da evolução das vendas internas.

A Tabela 7, que apresenta um conjunto de indicadores selecionados, mostra que as vendas industriais também exibiram forte queda entre fevereiro e março, fechando o trimestre ligeiramente acima do patamar do início de 2002. Já as exportações (totais e de produtos industrializados) crescem em torno de 25% no mesmo período.

Confirmando a redução do nível da demanda interna por bens de consumo, as vendas físicas do comércio varejista e o rendimento médio real caíram, nesse primeiro trimestre, em torno dos 6%.

O desempenho regional da indústria também evidencia a importância das exportações na performance local. A produção industrial do Espírito Santo, mostra crescimento de 23,2% no primeiro trimestre, enquanto no mesmo período as exportações capixabas avançam 72,4%. A segunda maior taxa de crescimento industrial é a do Paraná (6,3%), cujas exportações cresceram 51,4%, bem acima dos 26,5% observados para o total do país.

Os gráficos a seguir, com a tendência cíclica dos índices de produção industrial por categorias de uso, mostram que a trajetória declinante para o total da indústria é determinada, basicamente, por bens de consumo duráveis e não duráveis, uma vez que no segmento de bens de capital o declínio é muito suave, e que bens intermediários vem com seu nível estabilizado nos últimos meses.

Os dados de março sugerem que, para além do efeito calendário, o setor de duráveis pisou no freio para ajuste de estoque, as quedas em eletrodomésticos e em automóveis foram muito fortes. Assim, aumenta a importância do setor exportador como foco de dinamismo industrial nos próximos meses. Outros fatores positivos são o aumento da oferta agrícola, e sua passagem pela indústria, e a recuperação da economia argentina. O desempenho do setor petróleo, embora positivo, tende a apresentar taxas menores, uma vez que tem crescido sistematicamente há algum tempo. No quadro atual, a probabilidade de um reforço da demanda interna fica cada vez mais para o final do ano e, nesse contexto, a produção industrial deve crescer entre 1,5% e 2,0% este ano.

**Tabela 7**  
**Indicadores Conjunturais Selecionados**

<b>Variáveis</b>	<b>mar 03/ fev 03</b>	<b>mar 03/ mar 02</b>	<b>Jan-mar 03/ jan-mar 02</b>
Produção Industrial (PIM-PF)	-3,4*	0,7	2,5
Vendas Industriais (CNI)	-11,8*	0,0	1,0
Horas Trabalhadas (PIMES)	-1,6*	-1,1	-0,1
Exportações Totais (SECEX)	4,8	23,0	26,5
Exportações Produtos Industrializados (SECEX)	-0,7	16,4	25,3
Vendas Físicas (PMC)	3,3	-11,3	-6,0
Rendimento Médio Real (PME) <sup>1</sup>	-3,6	-4,9	-6,7

<sup>1</sup> Dados de fevereiro

\* Ajustado sazonalmente

# Inflação

---

*Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho*

## **Política Monetária Restritiva e as Expectativas Inflacionárias**

Nunca se debateu tanto os resultados derivados da inflação como no atual momento. Todos os índices e indicadores que levam a uma maior percepção sobre a inflação futura tem sido largamente monitorados. Essa atenção crescente à inflação esperada faz sentido num contexto onde o sistema de metas de inflação tem obtido grande dificuldade em obter a convergência das expectativas.

Antes de discutir a evolução das expectativas examinaremos a dificuldade presentemente observada de recuo dos índices ao consumidor, mesmo num cenário favorável. O índice de inflação medido pelo IPCA no primeiro quadrimestre esta em 6,15% após a alta de 0,97% registrada em abril. De fato, esse resultado, elevado quando se tem em conta a meta de inflação ajustada ( 8,5% ).

O Banco Central ao monitorar o comportamento da inflação, esta cada vez mais certo que a calibragem em sua política monetária deve focar nos preços livres. Dado sua baixa capacidade de afetar os preços administrados (são considerados exógenos), resta ao Banco Central antecipar com precisão a trajetória futura dos preços livres a fim de implementar seu principal instrumento de política monetária: a taxas de juros de curto prazo.

A partir do final de 2002, quando os preços livres começaram sua escalada, o Banco Central optou pela estratégia de juros elevados a fim de abortar as expectativas inflacionárias, que é o principal gerador de inércia sobre os preços. O resultado dessa política já pode ser visto na trajetória dos preços livres. Entretanto a decomposição desse segmento em comercializáveis e não comercializáveis traz comportamento distintos.

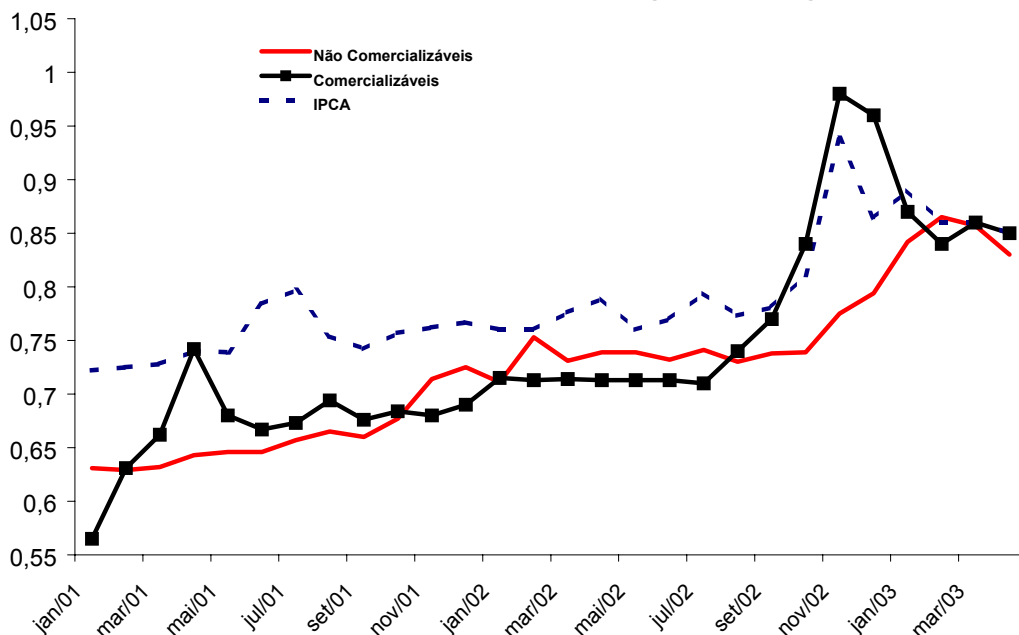
Concretamente, o reflexo da política monetária restritiva já pode ser visto sobre os preços não-comercializáveis. Este segmento sofre menos a influência da taxa de cambio, respondendo mais à variação do nível de atividade. A variação no quadrimestre foi de 4,8%. Entretanto, os

resultados mais recentes sugerem uma queda generalizada nesses preços. No IPCA a desaceleração foi iniciada pela queda da inflação de 1,1% para 0,58% de março para abril. Os índices mais recentes de preços ao consumidor já apontam inclusive para uma deflação desses preços (IPC-FIPE segunda quadrisemana).

A justificativa então da política monetária apertada, recai então sobre os preços dos produtos comercializáveis. É justamente nesse segmento que o Banco Central identificou a presença maior de inércia inflacionária. Em abril a inflação desses preços foi de 1,1%.

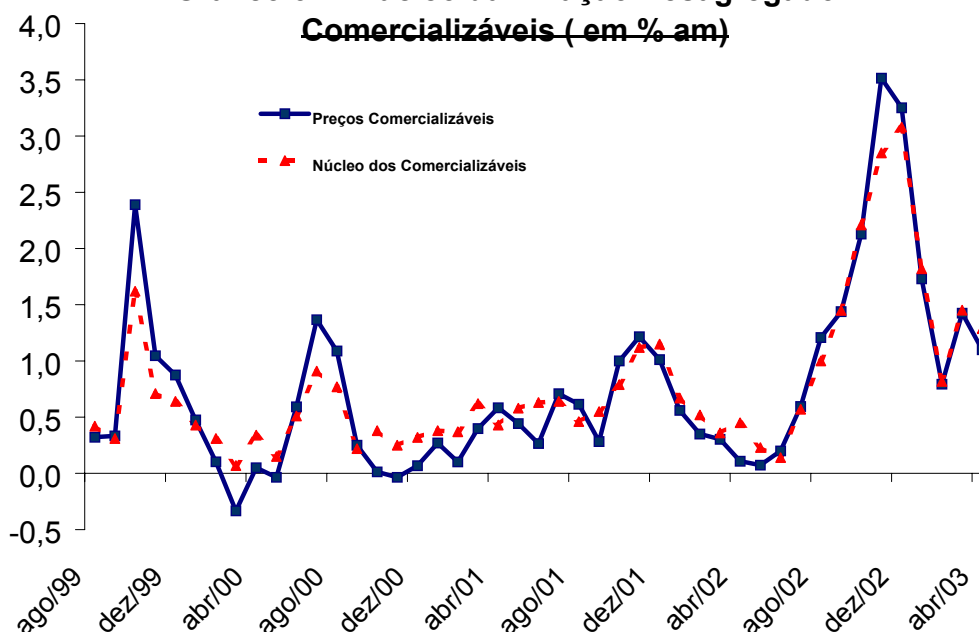
A partir de um modelo auto-regressivo, é possível ter uma aproximação da inércia no período de aceleração inflacionária. O parâmetro do modelo indica o quanto da inflação do mês passado influencia na determinação da inflação corrente. Os dados estão no Gráfico 1e confirmam o resultado anunciando previamente, de que a inércia dos preços comercializáveis é maior do que a dos não comercializáveis. O resultado sugere também, que a inércia do índice cheio ainda está em um patamar elevado em comparação ao ano de 2001. Uma análise menos criteriosa evidencia o comportamento mais volátil dos preços comercializáveis. Nesse caso, a mensagem é que a desvalorização cambial causa maior efeito inercial nos preços comercializáveis e que a política monetária tem defasagem menor sobre os não-comercializáveis.

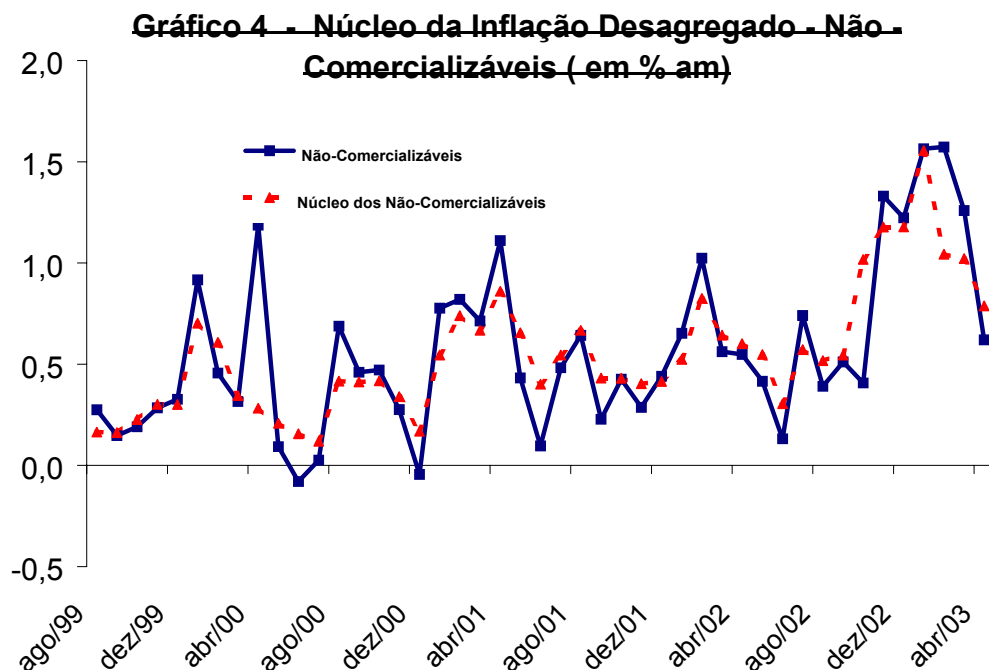
**Gráfico 2 - Inercia Inflacionária - Abordagem Autoregressiva**



Uma outra possível aproximação da inércia é dada pelos resultados dos núcleos de inflação. Em particular, a metodologia do Núcleo Desagregado é construída a fim de antecipar a tendência da inflação para os próximos meses. Nessa abordagem o núcleo é gerado a partir dos preços comercializáveis e não-comercializáveis. O resultado do núcleo é declinante, mas a um ritmo muito lento, que sugere uma inércia ainda presente nesses preços. Entretanto, a evidência de maior inércia nos comercializáveis também pode ser vista a partir do núcleo. Em abril, o seu núcleo registrou inflação 1,28%, acima de sua inflação de 1,10%. No caso dos não-comercializáveis, a variação do núcleo também ficou acima; 0,78% contra 0,58%. Finalmente, a partir da composição das duas medidas de núcleo mais uma aproximação algébrica dos administrados, o resultado do Núcleo Desagregado no mês de abril é de 1,27%.

**Gráfico 3 - Núcleo da Inflação Desagregado - Comercializáveis (em % am)**





A princípio não há fundamentos para discordar da expectativa do Banco Central para os preços administrados. O fato do câmbio ainda estar em um patamar relativamente valorizado em relação ao começo do ano e do preço do barril no mercado mundial estar caindo, gera uma expectativa favorável para a trajetória dos administrados no final do ano. Portanto, a variação esperada de 15,3% ou 4,2 pontos percentuais na inflação total pode até estar sobrevalorizada. O comportamento desses preços estará sujeito também à habilidade do Governo em negociar com as operadoras de energia e de telecomunicação.

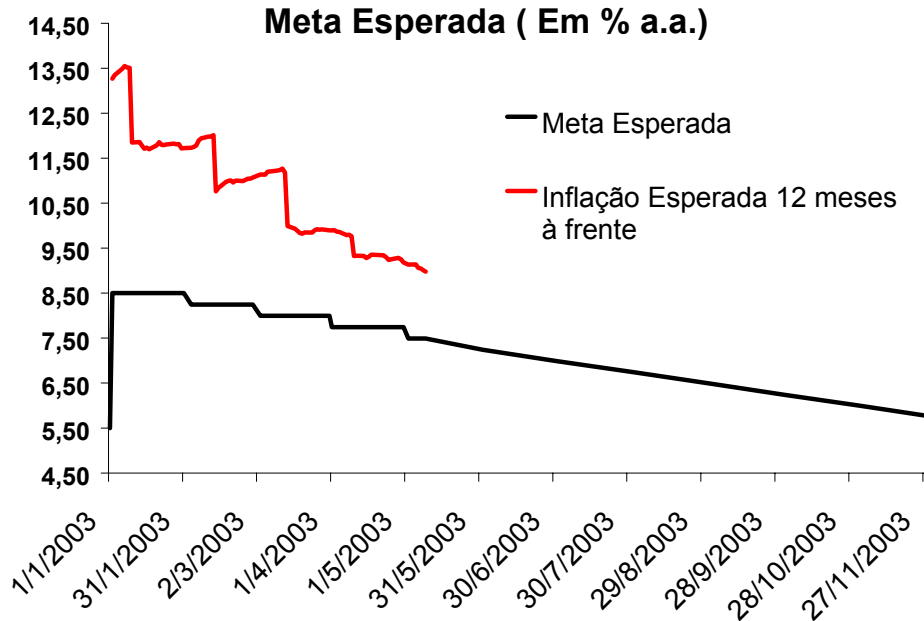
### **- A Condução da Política Monetária e a Inflação Esperada**

Os dados mais recentes de expectativas inflacionárias trazem dois comportamentos diferentes. A inflação esperada para 2003 vem caindo muito lentamente. No final de fevereiro a previsão era de 12,33%. Mesmo com a queda do dólar e a redução de pressão derivada desta, a expectativa para 2003 caiu só 14 pontos base, indo para 12,19%.

Entretanto as previsões para 12 meses à frente têm se mostrado bastante otimistas. O mercado entende que a inflação em 2003 já esta comprometida pela herança dos choques ocorridos em 2002, mas quando o horizonte é ampliado, a esperança é de taxas decrescentes.

Mesmo com essa tendência de queda nas expectativas o Banco Central tem se mostrado conservador em reduzir os juros a fim de não alterar essa velocidade de queda. De fato, como a meta para 2004 é de 5,5%, a política monetária requerida para desinflar as expectativas é apertada ( Gráfico 5).

**Gráfico 5 - Inflação Esperada 12 Meses a Frente X Meta Esperada ( Em % a.a.)**



A redução de credibilidade no Banco Central decorre, entre outros motivos, das constantes alterações nas metas para patamares de difícil alcance. Além disso, o atraso no reconhecimento oficial da incapacidade de se atingirem as metas em 2003 está aumentando ainda mais o custo de se desinflar. Isto é, cada vez são necessários juros reais mais elevados a fim de conter as expectativas. Esse comportamento pode ser visto na tendência nos juros reais esperados. Essa taxa para os próximos doze meses já passa de 16%, o que passa para os agentes a idéia de recessão futura. Não obstante esse fato existe ainda o impacto sobre a dívida pública advinda da manutenção da atual política de juros reais.

### - Perspectivas para 2003 e 2004

Tendo como pano de fundo o cenário descrito acima, a expectativa para 2003 é de 11,9% para o índice de inflação medido pelo IPCA. A manutenção desse valor em relação a edição anterior é devido as fatores previamente citados e as ultimas evidencias de persistência da inércia ( IPCA-15 de 0,85%) . Esse cenário para inflação assume a previsão do Banco Central de 15,3% para os administrados e uma taxa media mensal de 0,6% para os preços livres.

---

$Y_t = \phi_1 Y_{t-1} + e_t$  , modelo auto-regressivo ARIMA(1,0,0). Dados de agosto de 1999 até abril de 2003. Dados do IPCA

<sup>1</sup> Vide Gomes (2003) – Núcleo da Inflação Desagregado

# Política Fiscal

---

*Margarida Gutierrez*

Todos os indicadores referentes às contas públicas vêm apresentando significativas melhoras desde o final do ano passado.

Em primeiro lugar, o principal indicador de solvência da dívida do setor público, a relação Dívida Pública/PIB, iniciou uma trajetória de queda passando de 63,9% em setembro do ano passado para 55,3% em março de 2003. A dívida pública indexada ao câmbio (interna e externa, incluindo as operações de swaps cambiais) caiu de um pico de 58% em setembro último para 49,5% em março (Tabela 8) principalmente devido à apreciação do real frente ao dólar de 15,18% (de setembro a março) que promoveu um ajuste patrimonial redutor sobre o estoque da dívida em câmbio, quando expressa em reais. Além disso, também contribuiu para esta redução, em menor intensidade, o fato de no segundo semestre do ano passado, o governo não ter rolado integralmente, através de novos contratos de swaps cambiais, o principal da dívida interna com câmbio. Na prática, além dos juros em dólar que já vinham sendo integralmente pagos, uma parcela dos títulos que venceram no mercado doméstico, no referido período, foram liquidamente resgatados. A importância desse fator pode ser avaliada quando medimos a parcela da dívida interna com indexação cambial em dólares (e não em reais), tomando como referência a taxa de câmbio ao final de cada mês, porque assim estaremos captando o aumento/redução da exposição cambial da dívida pública interna provocada por novas emissões ou por resgates líquidos de títulos indexados ao câmbio, independentemente de ajustes patrimoniais decorrentes de variações na taxa de câmbio. Conforme observamos na Tabela 9, no segundo semestre do ano passado, a dívida interna em dólares caiu de U\$ 76,88 bilhões em julho para U\$ 65,70 bilhões em dezembro. Este resultado mostra que para conter a escalada do dólar de abril a setembro do ano passado, o Banco Central utilizou basicamente as Reservas Internacionais. Neste ano, o estoque da dívida interna indexada ao câmbio sofreu um leve aumento apesar do ambiente favorável para reduzi-la com a apreciação do real.

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

**Tabela 9 - Dívida Pública Mobiliária Federal Interna com Correção Cambial em Poder do Público (US\$bilhões)**

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

**Fonte:** Secretaria do Tesouro Nacional/Elaboração própria

No primeiro trimestre do ano, o incremento de R\$ 7,0 bilhões na dívida líquida esteve associado ao pagamento de juros internos (R\$ 39,9 bilhões) e externos (R\$ 4,9 bilhões). Por outro lado, o superávit primário (receitas menos despesas excluídos o pagamento de juros) no valor de R\$ 22,8 bilhões e a apreciação cambial de 14,8% ocorrida de janeiro a março compensaram parcialmente o aumento induzido pelos serviços da dívida

Em março, a dívida líquida pública consolidada atingiu o valor de R\$ 888,1 bilhões, sendo que 64,8% é dívida do governo federal, 30,1% representa dívidas dos governos estaduais, 4,1% é a parcela dos municípios e 2,8% é a participação das empresas estatais das três esferas de governo.

**Tabela 10: Fatores Condicionantes da Dívida Pública**

Fluxo em R\$ milhões	Jan a Dez/01	Jan a Dez/02	Jan a Mar/03
Juros Internos	72112	96949	39982
Juros Externos	14331	17029	4907
Varição cambial sobre estoque da dívida interna atrelada ao dólar	19182	76662	-6681
Varição cambial sobre estoque (em reais) da dívida externa líquida	10619	71317	-9013
Esqueleto	26004	14286	671
Privatizações	-980	-3637	0
Superávit primário	-43655	-52364	-22835
Outros	90	0	0
Total	97703	220241	7032

Fonte: Banco Central

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 71,75 bilhões em março (5,16 % do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 63,67 bilhões (4,58 % do PIB), e sendo a meta fiscal para o ano de R\$ 70,0 bilhões (4,25% do PIB). O governo central (Federal, Banco Central e INSS) gerou a maior parte do superávit primário (2,53% do PIB), os estados e municípios contribuíram com 0,86% do PIB e as empresas estatais geraram um excedente de 1,19% do PIB (Tabela 11).

**Tabela 11: Necessidade de Financiamento do Setor Público**

	R\$ Milhões				% PIB			
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Jan/Dez 02	Abr/Mar 03	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Jan/Dez 02	Abr/Mar 03
Nominal	39.806	42.788	61.614	71.751	3,66	3,62	4,61	5,16
Juros Nominais	77.963	86.444	113.978	135.429	7,18	7,31	8,52	9,73
Primário	-38.157	-43.655	-52.364	-63.678	-3,51	-3,69	-3,91	-4,58
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-31.919	-35.199	-1,88	-1,86	-2,39	-2,53
-Emp. Est. Federais	-10.174	-7.571	-6.329	-13.579	-0,94	-0,95	-0,47	-0,98
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6.026	-10.471	-10.598	-12.016	-0,55	-0,89	-0,79	-0,86
-Emp. Estat. Regionais	-1.526	-3.634	-3.518	-2.884	-0,14	-0,31	-0,26	-0,21

Fonte: Banco Central

O segundo aspecto positivo a destacar se refere às condições de rolagem da dívida pública. O ambiente doméstico e internacional caracterizados pela maior confiança na continuidade da política econômica tem permitido um alongamento do endividamento público, através dos leilões de troca, onde o Banco Central recompra títulos com vencimentos curtos (2003) contra a colocação de títulos com vencimento em 2004, 2005 e até 2006. Além disso, nos leilões do mercado primário, o prazo médio de colocação tem aumentado rapidamente. No

último leilão para o qual se dispõe de informações (semana de 12 a 16 de maio), o prazo médio da colocação dos títulos foi de 639 dias, contra 544 no leilão anterior. O resultado é que a participação dos títulos federais em poder do público a vencer em 12 meses (dívida de curto prazo) vem caindo rapidamente. Em janeiro deste ano representavam 40,24% do estoque da dívida federal e em abril essa participação já era de 34,0%. Além disso, as operações compromissadas do Banco Central com o mercado no mercado secundário (com compromisso de recompra pelo Banco Central em um prazo que varia de 1 dia a 30 dias) não só tiveram seus prazos dilatados como também o valor médio diário de rolagem caiu substancialmente. Durante a crise de confiança, detonada a partir de maio do ano passado que impediu a rolagem integral dos títulos públicos que estavam vencendo, o Banco Central foi forçado a enxugar um volume crescente de liquidez, através de operações compromissadas, que basicamente se davam por um dia. No auge da crise, o Banco Central chegou a rolar diariamente um volume médio de R\$ 70,0 bilhões, que representava 100% da base monetária. A Tabela 5 mostra a redução do estoque de financiamentos tomados pela Autoridade Monetária e a sua participação na dívida mobiliária federal. No último dia útil de abril, as operações compromissadas somaram R\$ 52,1 bilhões. Considerando os 16 primeiros dias úteis de maio, o volume médio diário de rolagem caiu para R\$ 44,5 bilhões. As razões para essa redução são a maior aceitação pelo mercado de títulos públicos com vencimentos mais longos e a contração da base monetária provocada pelas operações com swaps cambiais (que nos meses de março e abril totalizaram um enxugamento de liquidez de R\$ 13,4 bilhões) e pela conta do Tesouro Nacional (responsável pela redução de R\$ 9,5 bilhões no mesmo período), permitindo que o Banco Central monetizasse, então, parte da dívida que estava sendo rolada através de operações compromissadas para administrar a taxa de juros de curtíssimo prazo e a liquidez\_bancária.

**Tabela 12: Posição de Financiamento Líquido dos Títulos Federais**

Período	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
<b>2002</b>		
Mai	8,9	1,4
Jun	21	3,1
Jul	24,65	3,5
Ago	43	6,5
Set	50,6	7,1
Out	54,6	7,9
Nov	61,6	8,9
Dez	64,1	9,3
<b>2003</b>		
Jan	80,7	11,2
Fev	75,8	10,5
Mar	71,6	9,9
Abr	52,1	7,5

Fonte: BC e Secretaria do Tesouro Nacional / Elaboração Própria

# Economia Empresarial

---

*P.Fernando Fleury*

## **A Macro-Miopia do Risco Brasil**

Atualmente, um dos principais temas em debate sobre a economia brasileira diz respeito ao risco Brasil, e seu impacto sobre as decisões de investimento no país, principalmente os estrangeiros. Muitos argumentam que o risco atribuído ao nosso país vem sendo superestimado, principalmente quando comparado com outros países, muitos deles com indicadores bem piores do que os nossos. Dentre os indicadores normalmente considerados se destacam o nível de endividamento do país, o déficit público, e a balança de pagamentos, todos relacionados à situação macroeconômica do país. Embora importantes tais indicadores refletem apenas parcialmente as várias dimensões do risco Brasil, principalmente quando se trata de investimentos de longo prazo em ativos reais. Nestes casos, o risco microeconômico representa o papel principal, pois gera enormes incertezas e impacta diretamente a previsibilidade dos projetos e sua viabilidade econômica. Para melhor discutir estes impactos, torna-se necessário identificar as fontes de risco, assim como seus impactos sobre a previsibilidade e viabilidade financeira dos investimentos de longo prazo no Brasil.

São inúmeras as fontes de risco microeconômico no Brasil. Apenas como exemplo podemos destacar a lentidão e ineficácia da burocracia estatal, as incertezas regulatórias, o despreparo e lentidão do poder judiciário, a corrupção descontrolada, o desrespeito a contratos firmados, e as incertezas sobre o verdadeiro custo de capital no longo prazo. Os impactos destas fontes de incerteza sobre a previsibilidade e rentabilidade de projetos de investimento de longo prazo tendem a ser profundos. No limite elas tornam totalmente inadequada a principal ferramenta utilizada para a tomada de decisões de investimentos de longo prazo, ou seja, o cálculo do valor presente líquido do fluxo de caixa, ou seja, o VPL. Isto porque o método tem como pressuposto a capacidade de previsão ao longo do tempo de um conjunto de variáveis que são fortemente afetadas pelas fontes de incertezas microeconômicas acima identificadas. Para ilustrar o fenômeno acima

mencionado usaremos como exemplo a privatização do setor de transporte ferroviário, ocorrida recentemente no país.

Os investidores que participaram do processo de licitação para a privatização de ferrovias tiveram como ponto de partida para suas análises de viabilidade econômica, os estudos encomendados pelo BNDES a firmas de consultoria especializadas. De acordo com os estudos, os principais produtos transportados pelas ferrovias eram os derivados de petróleo que representavam cerca de 50% de suas receitas. As projeções apontavam para a manutenção, e até um certo crescimento destas receitas. Poucos meses após os leilões de privatização, o governo federal desregulou o setor de distribuição de derivados, resultando no surgimento de mais de cem novas pequenas distribuidoras. Em princípio, este parecia ser um bom sinal, ou seja, um maior número de participantes no setor. No entanto, o que se verificou, a posteriori, foi que a maior parte dos novos concorrentes era composta por empresas oportunistas, criadas com o objetivo de se beneficiar das fragilidades da legislação e da fiscalização, através de práticas desonestas como venda de produtos adulterados, e evasão fiscal. Devido a estas práticas, e a seu pequeno porte, estas empresas evitavam utilizar o transporte ferroviário, que apresenta um sistema de controle muito mais rígido que o rodoviário, tornando muito difícil as práticas ilegais. Como consequência deste fenômeno de difícil previsão, as ferrovias privatizadas perderam rapidamente cerca de metade do volume transportado de derivados, com imensos impactos sobre o fluxo de caixa anteriormente projetado.

Como parte do pacote de privatização, o BNDES se comprometia a oferecer empréstimos para recuperação das vias e do material rodante, que se encontravam sucateados em função de anos de subinvestimentos governamentais. Estes empréstimos faziam parte dos fluxos de caixa projetados, que orientaram as decisões de investimento dos participantes das licitações. Na maioria dos casos, ocorreram significativos atrasos no processo de aprovação e liberação dos empréstimos, comprometendo seriamente o fluxo de caixa projetado. Para piorar ainda mais o quadro, as taxas de juro tiveram aumentos significativos no período posterior à licitação aumentando significativamente as despesas financeiras, e comprometendo a viabilidade financeira das empresas privatizadas. É importante lembrar que o atraso nos financiamentos levou as empresas a adiarem investimentos para recuperação das vias, com impactos nas velocidades máximas permitidas, comprometendo a produtividade do material rodante (vagões e locomotivas), e impactando negativamente os custos operacionais e a rentabilidade dos ativos.

Grande parte dos investimentos ferroviários no Brasil demanda necessariamente despesas em moedas estrangeiras, pois o país não produz trilhos nem locomotivas. A maioria dos fluxos de caixa projetaram os investimentos em moedas estrangeiras, com base num dólar médio de R\$ 1,50. Ninguém em sã consciência seria capaz de projetar um dólar num patamar superior a R\$ 3,0, como de fato aconteceu. O resultado foi um aumento substancial nas despesas de investimento.

Nos contratos firmados entre o governo e os novos concessionários, ficava claro que os potenciais passivos trabalhistas (que correspondem a dezenas de milhares de ações trabalhistas e centenas de milhões de reais), seriam de total responsabilidade da Rede Ferroviária Federal. Após o processo de privatização, a Rede foi extinta, e seu passivo transferido para o tesouro nacional. Como resultado, atualmente juizes trabalhistas, ao darem ganhos de causas à ex-empregados da Rede, acionam diretamente os atuais concessionários e autorizam o seqüestro eletrônico de fundos das suas contas bancárias. Isto vem ocorrendo com grande freqüência com efeitos desestabilizadores sobre o caixa das empresas.

O processo de privatização foi realizado com base em um modelo onde os concessionários privados seriam controlados por agências reguladoras independentes, e de cunho técnico, onde se buscava garantir estabilidade de regras. No entanto, o governo atual ameaça intervir neste modelo, tirando poder das agências e alterando regras pré-estabelecidas.

O somatório de todas estas incertezas produz um ambiente econômico altamente volátil e bastante hostil aos investimentos privados de longo prazo, o que certamente explica o elevado risco Brasil, mesmo quando comparado com países em piores condições macroeconômicas do que a nossa. Não levar em consideração as incertezas microeconômicas, quando da avaliação do risco país, configura o que denominamos de macro-miopia.

# Setor Externo

Elena Soihet

## - Balança Comercial

A balança comercial registrou em abril um superávit de US\$ 1,7 bilhão. Com este resultado a balança acumulou no primeiro quadrimestre, um superávit de US\$ 5,5 bilhões, resultado de exportações de US\$ 20,8 bilhões e importações de US\$ 15,3 bilhões. Vale ressaltar que o crescimento das exportações nestes quatro primeiros meses do ano já alcança 25,6% no 1º quadrimestre, conforme visualizado na tabela a seguir.

Entre as classes de produtos, as exportações das três categorias de produtos – manufaturados, básicos e semimanufaturados apresentaram valores recordes históricos para o primeiro quadrimestre. Na comparação com janeiro/abril de 2002, pela média diária, os básicos cresceram 44,1%; semimanufaturados, 35,5%; e manufaturados, 21,6%. O bom desempenho das exportações é atribuído principalmente ao bom desempenho do quantum, porém houve também recuperação de preços. De acordo com a Funcex, o quantum exportado no primeiro trimestre do ano acumulou alta de 20,2% e os preços uma alta 5,2%.

**Tabela 13- Exportação por fator agregado (US\$ milhões FOB)**

Itens	Jan - Abr		Var. %
	2002	2003	
Básicos	4.048	5.762	42,3
Industrializados	11.812	14.520	22,9
- Semimanufaturados	2.370	3.173	33,9
- Manufaturados	9.442	11.347	20,2
Ops. Especiais	671	474	-29,4
<b>TOTAL</b>	<b>16.531</b>	<b>20.756</b>	<b>25,6</b>

Fonte: Secex e SISCOMEX

Por blocos econômicos, embora o crescimento tenha se dado para todas as regiões, a expansão para novos mercados em particular para Ásia ( que explica mais da metade do crescimento das exportações) se deu em ritmo especialmente elevado caracterizando um sucesso na busca de novos mercados. Dentro da Ásia, destaca-se a China, que foi o 2o maior comprador de produtos brasileiros no quadrimestre. As compras

chinesas foram equivalentes a US\$1,18 bilhão sendo que os principais produtos exportados para o mercado chinês foram soja em grão, semimanufaturados de ferro/aço, minério de ferro, óleo de soja e celulose.

**Tabela 14 - Exportação Brasileira - Principais Blocos Econômicos**

	Janeiro / Abril - 2003 / 2002 - US\$ Milhões FOB		Contribuição por Bloco em 2003 (%)	Var. % 2003 / 02	Participação %	
	Janeiro - Abril 2002	Janeiro - Abril 2003			2002	2003
<b>EUA (1)</b>	4.614	5.443	19,6	18,0	27,9	26,2
<b>União Europeia</b>	4.174	5.157	23,3	23,6	25,2	24,8
<b>ALADI</b>	2.899	3.408	12,1	17,6	17,5	16,4
- Mercosul	952	1.381	10,2	45,1	5,8	6,7
- Argentina	603	1.107	11,9	83,6	3,6	5,3
<b>Ásia</b>	1.996	3.085	25,8	54,6	12,1	14,9
<b>Oriente Medio</b>	576	787	5,0	36,6	3,5	3,8
<b>África</b>	580	702	2,9	21,0	3,5	3,4
<b>Europa Oriental</b>	415	548	3,1	32,0	2,5	2,6
<b>Demais</b>	1.278	1.626	8,2	27,2	7,7	7,8
<b>TOTAL</b>	<b>16.532</b>	<b>20.756</b>	<b>100</b>	<b>25,6</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fonte: SISCOMEX

(1) Inclui Porto Rico

No que diz respeito às importações, houve aumento de 1,8% no quadrimestre em comparação com o mesmo período do ano anterior. Tal aumento foi devido especialmente à elevação dos gastos com petróleo (63,4%) já que a importação de bens de capital e bens de consumo apresentaram queda respectivamente de 15,2% e 9% .

Ao contrário das exportações, o pequeno aumento de importações se deveu inteiramente à elevação nos preços. De acordo com a Funcex, o quantum importado acumulou queda no período jan/março de 2003 equivalente a 5,8%. Em contrapartida os preços subiram 10,3%, essencialmente influenciado pelo forte aumento dos preços combustíveis. A contração do investimento e do consumo doméstico vem causando queda expressiva de bens de capital e bens de consumo não duráveis (os índices de quantum acumularam redução no trimestre respectivamente de 28,4% e 11,1%). O quantum dos bens de consumo duráveis apresenta estabilidade, só havendo crescimento de 2% nos bens intermediários. Essa categoria representa pouco mais da metade

da pauta da importação e está crescendo em linha com a produção industrial, na mesma base de comparação.

**Tabela 15 - Importação Brasileira por Categoria de Uso  
Janeiro / Abril - 2002/2003 - US\$ milhões FOB**

	Janeiro - Abril		Var. %
	2002	2003	
<b>Bens de Capital</b>	3.909	3.317	-15,1
<b>Mat. Primas e Intermediários</b>	7.434	7.872	5,9
<b>Bens de Consumo</b>	1.920	1.747	-9,0
- Não-duráveis	1.138	965	-15,2
- Duráveis	782	782	-
- Automóveis	242	230	-5,0
<b>Combustíveis e lubrificantes</b>	1.745	2.346	34,4
- Petróleo	871	1.423	63,4
- Demais	874	923	5,6
<b>TOTAL</b>	<b>15.008</b>	<b>15.282</b>	<b>1,8</b>

Fonte: SISCOMEX

Dados do mês de maio até a terceira semana mostram que as exportações acumulam US\$ 3,2 bilhões e importações de US\$ 2,1 bilhão gerando superávit de US\$ 1,1 bilhão no mês e no ano o superávit acumulado até a 3ª semana de maio/2003 alcançou US\$ 6,6 bilhões. Isto nos permite inferir que o período de 12 meses o superávit acumulado alcança cerca de US\$ 18 bilhões. Esses dados sinalizam que o bom desempenho da balança comercial deve continuar e são compatíveis com nossas projeções que indicam um saldo comercial de US\$ 17,8 bilhões ao final do ano.

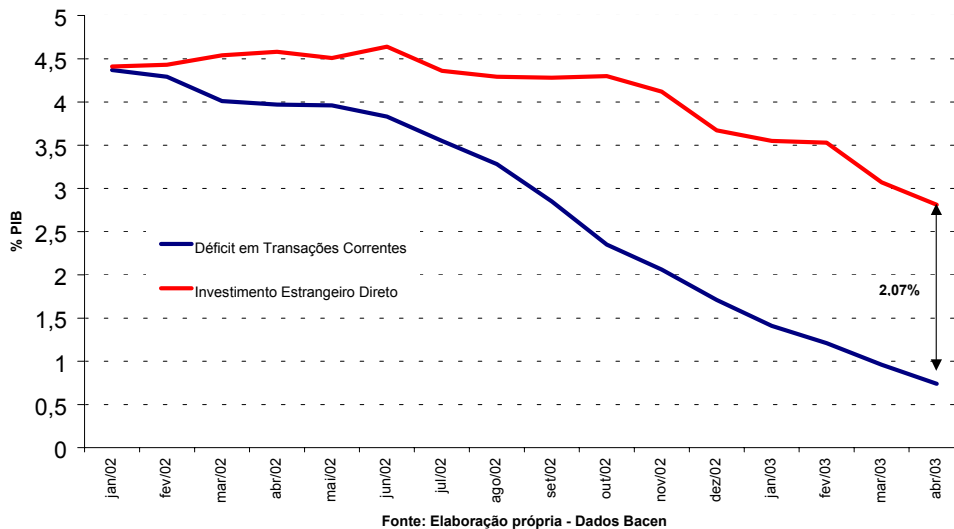
**Tabela 16 - Balança Comercial ( em Milhões US\$)**

Ano	Exportações		Total		Importações		Outras		Saldo
	Valor	Variação %	Valor	Variação %	Combustíveis		Outras		
					Valor	Variação %	Valor	Variação %	
1998	51,1	-	57,7	-	4,1	-	53,6	-	-6,6
1999	48,0	-6,1	49,3	-14,7	4,3	4,9	45,0	-16,2	-1,3
2000	55,1	14,7	55,8	13,3	6,4	47,8	49,5	10,0	-0,7
2001	58,2	5,7	55,6	-0,5	6,3	-1,3	49,3	-0,4	2,6
2002	60,3	3,6	47,2	-15,1	6,3	0,4	40,9	-17,0	13,1
2003 <sup>P</sup>	67,8	12,4	50,0	5,9	-	-	-	-	17,8

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

Como era de se esperar a melhora na balança comercial vem se refletindo na conta corrente do balanço de pagamentos do país. O saldo em transações corrente no 1º quadrimestre de 2003 registrou um déficit de US\$ 884 milhões, melhora expressiva em relação ao déficit de US\$5,2 bilhões de igual período do ano passado. Com esse resultado o déficit em 12 meses recuou para US\$ 3,3 bilhões (0,74% do PIB) . Por sua vez os investimentos diretos estrangeiros (IED) totalizaram US\$ 12,68 bilhões no acumulado de 12 meses até abril o que representou 2,8% do PIB. Tais dados demonstram que o IED vem sendo suficiente para financiar o déficit em transações correntes em 12 meses conforme demonstrado no gráfico a seguir.

**Gráfico 12 - Investimento Direto X Transações Correntes (% PIB)**



Além da melhoria das contas de transações correntes do país, temos como fator de destaque a queda do dólar e do risco país. No ano (até o dia 22/05) a cotação cambial acumulou uma queda de 15,4% .Por sua vez, o risco país do Brasil na média dos 21 dias de maio é de 779 pontos básicos ante a média de 897 em abril e 1335 em janeiro, configurando uma sensível queda da trajetória do indicador risco país ao longo desse ano.

Contudo ainda é precipitado falarmos em efetiva redução da vulnerabilidade, uma vez que o quadro internacional ainda tem gerado incertezas, em especial no que diz respeito à recuperação da economia americana e européia.