

Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Novembro de 2002 - Ano 2 – Número 34

APRESENTAÇÃO

Economia & Conjuntura está inaugurando uma nova parceria. A partir deste número, a publicação contará com uma seção dedicada exclusivamente à discussão de temas relativos à economia das empresas, sob a responsabilidade de professores e pesquisadores da COPPEAD. A COPPEAD, outra unidade da UFRJ, é referência nacional na pesquisa e ensino de pós-graduação em administração. A abordagem de questões envolvendo estratégias e gestão empresarial abre horizontes, acrescentando à nossa publicação uma nova ótica de observação. Contribui assim para uma análise mais abrangente do desempenho e perspectivas da

economia brasileira. Ao mesmo tempo aproxima os trabalhos dos pesquisadores dessas duas unidades da UFRJ e oferece ao leitor um cardápio diversificado de leitura.

No artigo que inaugura a seção “Economia da Empresa”, neste mês de novembro, o professor Ricardo Leal trata do “Conselho de Administração e o Valor das Empresas”, discutindo a questão da governança corporativa. Nas demais seções, o leitor encontrará a abordagem predominantemente macroeconômica da conjuntura, seus dilemas e tendências, feita pela equipe do IE/UFRJ responsável pela redação da publicação.

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

Colaboradores

Pesquisador Caio C. L. P. da Silveira
Sílvio Salles
Paulo Gonzaga
Margarida Gutierrez

Assistente de Pesquisa

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

Contato

Tel: (21) 3873-5264
Fax: (21) 2541-8148
e-mail: infomacro@ie.ufrj.br

PANORAMA GERAL

CAIO PRATES

e-mail : conjuntura@ie.ufrj.br

De meados de outubro para cá, houve um recuo expressivo da cotação do dólar e do risco-Brasil, refletindo a melhora das expectativas no período recente. A razão principal para este quadro mais favorável vem sendo a percepção claramente mais otimista dos investidores em relação ao próximo governo, estimulada pelo discurso moderado do PT e a reafirmação pelos seus principais representantes dos compromissos do governo Lula com a austeridade fiscal, a manutenção da inflação baixa e o respeito aos contratos. Mas a situação da economia brasileira ainda é delicada: o crédito externo permanece virtualmente fechado para o País e o risco-Brasil ainda se encontra em nível próprio de países percebidos no mercado financeiro internacional como tendo um risco muito alto de moratória. A superação da crise de confiança, com a queda do risco-País e a retomada do financiamento externo, continua sendo o maior desafio com que se defronta atualmente a economia brasileira. Sem isto, as pressões no mercado cambial impedirão a redução da taxa de juros e a retomada do crescimento em 2003, e a possibilidade de um colapso cambial e de uma deterioração grave do quadro econômico permanecerá no horizonte. Outra questão crucial para o desempenho da economia em 2003 reside no comportamento da inflação. Os preços vêm subindo de forma significativa nos últimos meses e as projeções de inflação do mercado para 2003 vêm sendo cada vez mais altas, evidenciando uma piora preocupante das expectativas inflacionárias. Manter a inflação sob controle, afastando em particular os riscos de indexação salarial - que comprometeria de vez a estabilidade de preços conquistada pelo Plano Real - constitui o outro grande desafio para a política econômica no próximo ano. Além disso, se as pressões inflacionárias forem muito intensas, seus efeitos negativos sobre os salários e a necessidade de manter taxas de juros elevadas inviabilizarão o crescimento. A evolução do risco-País / disponibilidade de financiamento externo e o comportamento da inflação são, portanto, questões-chave para a definição do cenário macroeconômico de 2003.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

Indicador	2/1/2002	20/3/2002	30/9/2002	14-18/10/2002	1-18/11/2002
Taxa de Câmbio*	2,31	2,34	3,89	3,88	3,58
Swaps de 1 ano - Pré X DI	19,84	18,03	29,94	30,62	31,57
Risco Brasil (EMBI+)	824	698	2.396	2.170	1.653
Risco dos Emergentes exclusive Brasil (EMBI+)	678	565	701	660	664*

Fonte: Gazeta Mercantil

*Média do dia 01/11/2002 até 11/11/2002

Como mostra a tabela 1, o dólar e o risco-País sofreram uma queda apreciável desde meados de outubro. Mesmo com o Banco Central tendo

reduzido significativamente suas intervenções no mercado cambial - o que vem permitindo manter as reservas internacionais estabilizadas - a moeda nacional se apreciou, tendo a cotação do dólar recuado de R\$ 3,88 (média da terceira semana de outubro) para algo entre R\$ 3,50 e R\$ 3,60 atualmente. Houve, portanto, uma mudança significativa no mercado de câmbio nas últimas semanas: não apenas a trajetória da alta do dólar foi revertida, como também interrompeu-se a perda de reservas líquidas (reservas exclusive empréstimos do FMI), que do final de maio a meados de outubro chegou a cerca de US\$ 12,5 bilhões, por conta sobretudo de vendas de dólares e de oferta de linhas externas e para exportação pelo Banco Central, com as quais o BC procurou conter a alta da moeda estrangeira.

O recuo recente do dólar deveu-se, porém, principalmente ao ingresso no País de capitais especulativos (trazidos por instituições financeiras) para aproveitar as taxas elevadas dos contratos de cupom cambial no mercado financeiro doméstico. Com as expectativas mais favoráveis em relação ao futuro governo, aumentou a disposição dos investidores para obter ganhos com a arbitragem entre as taxas de juros externas e internas, e este tem sido o principal fator para a entrada de dólares. Mas o retorno do crédito externo ainda não se concretizou, e não deverá ocorrer (em escala apreciável) enquanto o risco-Brasil estiver muito elevado. No caso dos bancos estrangeiros há também um fator circunstancial que tende a retardar a volta do crédito: a resistência dos bancos em aumentar sua exposição num país de alto risco às vésperas do fechamento dos balanços de final de ano.

Desde a segunda semana de novembro, o dólar e o risco-País vêm oscilando sem apresentar uma tendência nítida de queda, como nas semanas precedentes. O mercado financeiro parece estar em compasso de espera, aguardando as iniciativas do governo Lula daqui para frente, em particular a definição da equipe econômica. Possivelmente, a retomada de uma trajetória mais definida de queda do dólar e do risco-País só ocorrerá quando estiver mais clara a política econômica do futuro governo. Além disso, vem aumentando a preocupação com a inflação e isto contribuiu para arrefecer a melhora das expectativas. Devido ao temor de uma inflação alta no próximo ano, os juros de prazo mais longo não acompanharam, como costuma ocorrer, a trajetória do dólar e do risco-País: como se percebe na tabela 1, o swap pré x DI de um ano chegou inclusive a subir nas últimas semanas. Finalmente, as expectativas também têm sido afetadas negativamente pelo cenário externo, devido a uma nova piora em novembro das perspectivas de recuperação econômica dos EUA e da União Européia e a permanência dos temores de uma guerra entre os EUA e o Iraque.

Mesmo com o recuo do dólar e a estabilização das reservas internacionais nas últimas semanas, a situação cambial continua difícil. Sem uma queda mais forte do risco-Brasil e o retorno do crédito externo, as pressões no mercado cambial deverão reaparecer em breve, levando a nova alta do dólar e/ou a retomada da perda de reservas. Dada a grande preocupação no momento com a inflação, é bem possível que, neste caso,

o Banco Central volte a intervir mais ativamente no mercado cambial. Assim, ao invés da elevação da cotação da moeda estrangeira - que agravaria o quadro inflacionário -, o efeito principal da escassez de financiamento externo seria a retomada do processo, transitoriamente interrompido, de redução das reservas internacionais líquidas. Contudo, devido a melhora das expectativas no período recente, o ritmo da perda de reservas deverá ser bem inferior ao que vinha sendo observado até outubro - que, mantido, levaria as reservas líquidas já em fevereiro a atingir o piso de US\$ 5 bilhões autorizado pelo FMI.

De qualquer forma, o principal requisito para que se tenha um cenário de retomada do crescimento já a partir de 2003 continua sendo a superação da crise de confiança que atingiu a economia brasileira. Somente com uma redução substancial do risco-País e a volta do crédito externo será possível manter razoavelmente estabilizada de forma sustentável a taxa de câmbio, reduzindo em consequência as pressões inflacionárias e abrindo espaço para a redução da taxa de juros. E há boas chances de que isto ocorra ao longo de 2003, caso, como parece provável, o governo Lula confirme através de ações concretas o seu compromisso com a austeridade fiscal (cumprindo a meta prevista para o superávit primário) e com o controle da inflação (mantendo a taxa de juros tão elevada quanto o necessário para que este objetivo seja alcançado).

O comportamento recente do dólar e do risco-País evidenciou com clareza a extrema sensibilidade destas variáveis à percepção dos investidores em relação à política econômica do futuro governo. Bastou a reafirmação enfática pelos principais representantes do PT, agora já com a eleição definida, de que de fato o futuro governo cumprirá as metas de superávit primário e de inflação e honrará os contratos vigentes, para que dólar e risco-País tivessem quedas expressivas. E isto sugere fortemente que a questão eleitoral e as incertezas sobre o futuro governo - e não a vulnerabilidade da economia brasileira ou a aversão global ao risco, como muitos colocaram - foi o principal determinante da crise de confiança dos últimos meses. Sendo assim, tudo indica que - a partir do momento em que os compromissos anunciados em relação à questão fiscal e a inflação se tornarem, através das ações concretas da política econômica, inteiramente críveis - o risco-País desabarará, convergindo para o risco médio dos emergentes exclusive Brasil (atualmente em torno de 700 pontos, como mostra a tabela 1), como aliás foi a regra nos últimos anos. E com o risco-País retornando à normalidade, a economia brasileira voltará a contar com crédito externo em volume suficiente para viabilizar alguma apreciação e em seguida a estabilização da taxa de câmbio.

Além da provável manutenção no próximo governo da austeridade fiscal e do rigor no combate à inflação, outro grande trunfo da economia brasileira para a superação da crise de confiança reside no extraordinário ajuste da conta corrente do balanço de pagamentos realizado neste ano. O déficit em conta corrente - que há poucos meses era apontado consensualmente pelos candidatos à presidência como o grande responsável pelo risco-País elevado e pela dificuldade daí decorrente para a

redução da taxa de juros doméstica - foi drasticamente reduzido. Segundo as projeções mais recentes deverá ficar próximo de US\$ 9 bilhões (contra mais de US\$ 27 bilhões em meados de 2001), e abaixo disto em 2003 (quando deverá recuar para perto de 1,5% do PIB). E mesmo com a retomada do crescimento a partir de 2003 não deverá subir muito, bastando para isto que a taxa de crescimento das exportações não fique muito abaixo da das importações nos próximos anos, objetivo perfeitamente alcançável se a taxa de câmbio real permanecer desvalorizada como se espera.

Ainda do lado dos "fundamentos" da economia, outro aspecto importante a ter-se em conta diz respeito à trajetória da relação dívida pública/PIB, cuja elevação ao longo deste ano recolocou no centro das preocupações a questão da solvência do setor público. Só que ao contrário do que vinha ocorrendo até 1998 - quando havia uma tendência inexorável de aumento do coeficiente dívida pública/PIB pela combinação de superávit primário nulo e taxa de juros reais extraordinariamente altas -, desde 1999, com a obtenção de superávits primários elevados, o aumento da dívida pública/PIB vem sendo determinado essencialmente por desvalorizações reais da taxa de câmbio. Na medida em que a taxa de câmbio real se estabilize, o superávit primário previsto de 3,75% do PIB deverá ser suficiente para estabilizar e em seguida reduzir gradualmente a dívida pública/PIB. E é muito improvável que depois de atingir o nível a que chegou o câmbio real em outubro - quando a taxa média de R\$/US\$ de 3,81 ficou cerca de 100% acima, em termos reais, deflacionada pelo IPCA e pelos preços ao consumidor nos EUA, da média anual de 1992, a mais alta da década de 90 -, a taxa de câmbio ainda venha a ter uma desvalorização real expressiva daqui para frente. Já em novembro o câmbio real está sofrendo um recuo acentuado, e possivelmente se estabilizará no futuro em um nível real inferior ao deste mês. Assim, na medida em que seja mantido um superávit primário elevado nos próximos anos (próximo do atual), a relação dívida pública/PIB deverá apresentar uma tendência clara de queda.

Em suma, com um superávit primário adequado e uma taxa de câmbio real estabilizada em nível elevado, as perspectivas quanto à evolução dos fundamentos interno (dívida pública/PIB) e externo (déficit em conta corrente) da economia brasileira são bastante favoráveis. E não há porque supor que este quadro não comece a atuar em breve de forma muito positiva sobre as expectativas.

Além da questão de fundo, da recuperação ou não do crédito externo, outro condicionante importante do desempenho da economia brasileira em 2003 será o comportamento da inflação. Medida pelo IPCA, a alta dos preços prevista pelo mercado, segundo o levantamento mais recente do Banco Central, será de 9,4% em 2002 e de 9,8% em 2003, sendo que no início de setembro estas estimativas eram de, respectivamente, 6,5% e 5%. Ou seja, não apenas a inflação em 2002 deverá ficar muito acima do que se esperava há pouco tempo atrás, como também subiram muito as expectativas inflacionárias para 2003, que

passaram a apontar uma inflação bem acima do teto de 6,5% definido para o próximo ano. Além disso, pela primeira vez nos últimos anos, o mercado projeta, pelo levantamento do Banco Central, uma inflação no ano seguinte superior a do ano corrente.

Tabela 2: IPCA

Variação % em 12 meses				
	Índice Geral	Comercializáveis	Não-comercializáveis	Monitorados
1999 dez	8,94	11,27	1,60	20,90
2000 dez	5,97	3,65	3,72	12,91
2001 dez	7,67	7,30	5,69	10,77
2002 out	8,45	9,85	5,49	10,06

Fonte: IBGE, elaborado pelo Depec/Coace

O aumento da inflação neste ano vem decorrendo basicamente da desvalorização cambial. Mas é importante avaliar se a alta dos preços já está se disseminando para fora dos grupos de bens comercializáveis e de preços administrados - que sofrem diretamente a influência do câmbio -, atingindo também os não-comercializáveis. O exame da tabela 2 sugere, no entanto, que esta fase crítica ainda não chegou. O aumento da inflação (acumulada em 12 meses) do final de 2001 até agora foi produzido essencialmente pelo maior aumento de preços nos comercializáveis. Já nos não-comercializáveis a inflação se encontra até ligeiramente inferior a do ano passado. Isto não significa que a alta destes preços não está sendo afetada pelo aumento da inflação proveniente da desvalorização cambial: a inflação tinha caído neste grupo nos primeiros meses do ano, e possivelmente seria bem inferior a atual se a taxa de câmbio tivesse permanecido razoavelmente estável. Mas o fato é que é devido ao impacto da desvalorização cambial nos comercializáveis - e não ao comportamento dos preços dos não-comercializáveis - que a inflação de 2002 ficará cima da do ano passado. E pelas características atuais do processo inflacionário, ainda parece perfeitamente possível reverter a trajetória da inflação através da apreciação ou, pelo menos, estabilização da taxa de câmbio.

De qualquer forma, a piora das expectativas inflacionárias para 2003 não decorre apenas do impacto esperado da desvalorização cambial sobre os preços. Também parece refletir a percepção difundida de que o próximo governo será mais tolerante com a inflação. E as expectativas de uma inflação mais alta em 2003 poderão se constituir, por si só, em fonte adicional de pressão sobre os preços. As projeções de inflação estão evidenciando que o sistema de metas de inflação está perdendo a sua capacidade de coordenar as expectativas, e neste contexto há o risco da prática de reajustes preventivos de preços se disseminar (como defesa das empresas diante da probabilidade maior de erros de previsão sobre o comportamento da inflação).

Tabela 3: Inflação / M1 / Produção

Variação % em 12 Meses				
2002	M1	IGP-DI	IPCA	Produção Industrial
Jan	11,82	10,06	7,62	-1,15
Fev	11,03	9,89	7,52	-1,24
Mar	10,66	9,14	7,75	-3,64
Abr	10,88	8,68	7,98	6,12
Mai	11,91	9,40	7,77	-0,96
Jun	16,92	9,70	7,67	0,69
Jul	19,22	10,17	7,52	3,3
Ago	23,52	11,76	7,46	1,01
Set	25,58	14,28	7,93	5,55
Out	29,14	17,40	8,45	-

Fonte: Banco Central

Além do risco que a piora das expectativas inflacionárias representa para o comportamento da inflação, outro fator de preocupação em relação a isto reside no forte aumento do estoque de moeda (M1) no período recente. Como se percebe na tabela 3, a taxa de expansão monetária em 12 meses vem subindo fortemente nos últimos meses, tendo chegado a 29% em outubro. Em princípio, esta expansão poderia estar simplesmente refletindo a maior disposição do público de reter moeda, sem estar relacionado com um aumento da demanda nominal por bens e serviços. Contudo, este não parece ser o caso. Se a demanda nominal não estivesse se expandindo, os aumentos de preços estariam tendo como contrapartida uma redução das quantidades vendidas e um agravamento da recessão. E não é isto que vem ocorrendo. Ao contrário, as indicações recentes são de expansão moderada do nível de atividade, em boa medida, é verdade, por aumento das exportações líquidas, mas também por alguma expansão da demanda doméstica. E isto significa que a demanda nominal vem subindo até ligeiramente mais do que a alta dos preços, dando plena sustentação a esta.

O fato é que, a despeito dos juros altos, o governo tem encontrado muitas dificuldades para rolar a dívida pública nos últimos meses, e o BC não tem conseguido esterilizar plenamente a monetização da dívida. Em consequência, a base monetária e o M1 têm subido bastante. Além disso, o controle monetário também tem sido dificultado por um fator específico: os pagamentos de expurgos do FGTS em parcelas que começaram a ser liberadas em junho (e totalizarão R\$ 11,6 bilhões no ano). Neste contexto, de expansão monetária forte (acompanhada de aumento de demanda nominal) e de expectativas inflacionárias em alta, é perfeitamente razoável que o Banco Central eleve novamente a taxa Selic. E é bem provável que a taxa de juros básica tenha de ser mantida em nível elevado ainda por alguns meses, seja para não dar espaço do lado da demanda para o repasse da desvalorização cambial aos preços, seja para sinalizar a disposição do Banco Central de reverter a trajetória da inflação (afetando

positivamente, por esta via, as expectativas inflacionárias). De todo modo, é bem possível que através da estabilização da taxa de câmbio (via superação gradual da crise de confiança) e da atuação firme do Banco Central (via juros altos) a trajetória da alta de inflação acabe sendo revertida nos próximos meses. Uma vez consolidado este quadro mais favorável, haverá espaço, então, para a redução da taxa de juros e o crescimento da economia ganhará fôlego.

Tabela 4: Projeções para 2002 e 2003

	Projeções Média do Mercado *				Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ	
	1ª Semana de Setembro ¹		3ª Semana de Novembro ²		2002	2003
	2002	2003	2002	2003		
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	6,51	5,00	9,39	9,81	9,80	9,20
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	1,49	3,00	1,22	2,00	1,60	2,40
Contas Fiscais (em % do PIB)						
Saldo Primário	3,75	3,75	3,88	3,75	3,88	3,75
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	7,00	8,07	12,00	15,00	12,50	15,70
Déficit em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	18,00	17,00	11,00	8,00	9,40	6,00
Taxa de Câmbio						
Final do Ano	2,80	3,00	13,50	3,60	3,50	3,30
Taxa Selic						
Final do Ano	17,00	15,00	21,00	18,00	22,00	17,00

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

1 Segundo levantamento do Banco Central - Focus de 06/09/2002

2 Segundo levantamento do Banco Central - Focus de 14/11/2002

As projeções do mercado e do Grupo de Conjuntura do I.E. para 2003 (tabela 4) têm como premissa que a crise de confiança que atingiu a economia brasileira será superado ao longo de 2003. E isto viabilizará a estabilização da taxa de câmbio, a obtenção de uma inflação (IPCA) semelhante a deste ano, a redução gradual da taxa Selic, e um crescimento do PIB um pouco maior do que em 2002 (tornado possível, sobretudo, pela expansão da economia no segundo semestre de 2003). É verdade, porém, que as projeções para 2003 vêm apresentando uma dispersão considerável. A principal razão disso reside nas incertezas que ainda envolvem a evolução do risco-Brasil/disponibilidade de financiamento externo, e a forma pela qual será conduzida de fato a política econômica.

Embora os cenários básicos da tabela 4 sejam otimistas, é inegável que a travessia dos próximos meses está longe de ser isenta de riscos. Como a obtenção de resultados positivos em relação ao risco-Brasil e ao retorno do crédito ainda deverá demorar alguns meses - o tempo necessário para que os temores dos investidores sobre a política econômica do próximo governo sejam inteiramente desfeitos -, o Governo Lula provavelmente enfrentará um período inicial difícil. Terá de mostrar muita firmeza na condução das políticas fiscal e monetária para garantir o cumprimento das metas acertadas com o FMI, mas o câmbio continuará pressionado, a perda de reservas prosseguirá, e a inflação alta exigirá por

alguns meses a manutenção de juros altos, inviabilizando a retomada do crescimento.

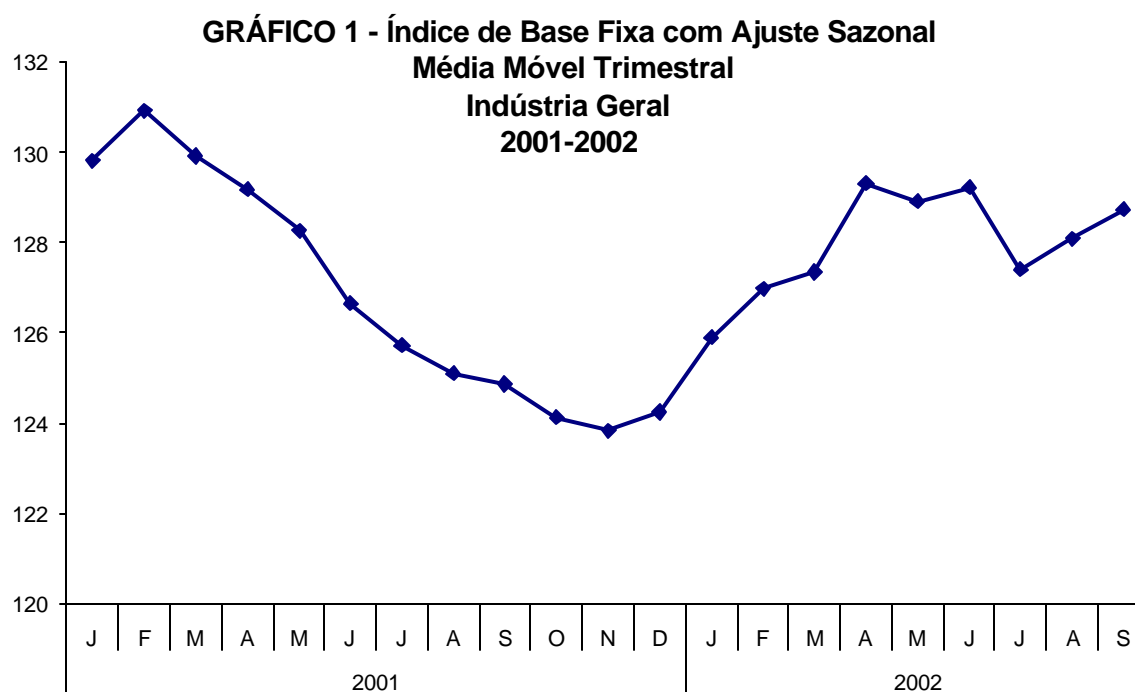
O grande risco é que, neste período inicial frustrante, o governo comece a ceder a pressões para afrouxar as políticas fiscal e monetária, o que retardaria ainda mais a superação da crise de confiança, e poderia mesmo, no limite, inviabilizar o acordo com o FMI e a retomada de financiamento externo. Nesta hipótese extrema, só restaria ao governo centralizar o câmbio e decretar a moratória externa, o que levaria a economia brasileira para uma grave crise. De qualquer forma, à luz da postura atual do PT este cenário bastante negativo é bem menos provável do que o cenário benigno em que ao longo de 2003 a crise de confiança é superada, e a economia brasileira ingressa numa trajetória de crescimento sustentado.

NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL

PAULO GONZAGA & SILVIO SALLES

e-mail : conjuntura@ie.ufrj.br

Os resultados da indústria em setembro foram mais favoráveis do que muitos esperavam. É nítido agora, que não está em curso um aprofundamento da crise, e pode estar acontecendo exatamente o contrário, um movimento de recuperação. Visto no contexto de incertezas do momento econômico, expresso no elevado valor do dólar e do risco Brasil, isso pode ser interpretado como um desempenho bastante positivo.



Vejamos primeiro os números: o indicador mês/mês anterior com ajuste sazonal cresce a quatro meses consecutivos, como consequência a média móvel trimestral está num movimento ascendente (gráfico 1). Bens intermediários (1,5%) e consumo durável (2,2%) situaram-se acima da média da indústria (1,0%). As quedas havidas em bens de capital (-0,7%) e consumo não durável e semidurável (-0,9%), não foram muito expressivas pois não chegaram a atingir um ponto percentual.

Em relação a setembro de 2001, as taxas das categorias de uso foram todas positivas, variando de 0,1% em bens de capital a 19,9% em bens de consumo durável, ficando a média da indústria em 5,6%. Deve-se

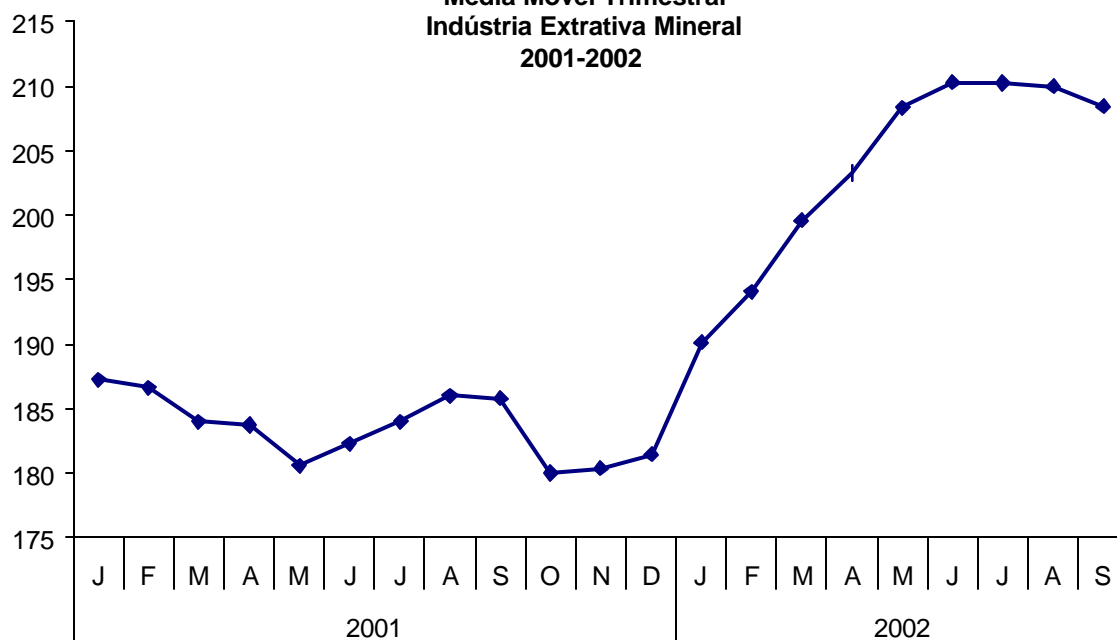
levar em conta, no entanto, que setembro de 2002 teve maior número de dias trabalhados que setembro de 2001 e também que a base de comparação estava deprimida, devido ao período de racionamento. Este último fator explica os resultados bem díspares dos dois setores citados: bens de capital teve um desempenho muito bom no ano passado por conta de produtos associados a geração, transmissão e racionalização do uso de energia elétrica; duráveis, ao contrário foi duramente atingido pelo racionamento, devido a grande decréscimo da produção de eletrodomésticos.

O que estaria explicando o que parece ser o início de recuperação da produção industrial ? O fator mais mencionado é o aumento das exportações favorecida pela alta do dólar. O desempenho bastante favorável de segmentos tradicionalmente voltados ao mercado externo, no confronto mês/igual mês do ano anterior, comprovam isso: siderurgia (10,3%), calçados (8,2%) e abate de aves (5,6%). Outro componente é a boa safra agrícola e seus efeitos sobre a cadeia produtiva da agroindústria, como atestam os índices de açúcar (7,7%), arroz (11,1%), óleos vegetais em bruto (10,0%) tratores (21,0%) e adubos e fertilizantes (13,8%). O mercado interno teve certo aquecimento, em função do pagamento dos atrasados do FGTS e das eleições, vide artigos de material plástico (4,4%), e perfumaria, sabões e velas (9,3%).



Há também duas grandes novidades este mês, a primeira, e talvez a mais inesperada, é a recuperação da construção civil, cujo índice insumos típicos registra em setembro sua primeira marca positiva desde maio de 2001 (gráfico 2). Este resultado pode ser fruto de um movimento de fuga para ativos reais, devido às incertezas do quadro eleitoral. Outro destaque foi a indústria automobilística, que reagiu bem à redução de impostos e alcançou em setembro (7,5%) seu primeiro resultado positivo este ano, que é também o melhor desde junho de 2001.

**GRAFICO 3 - Índice com Ajuste Sazonal
Média Móvel Trimestral
Indústria Extrativa Mineral
2001-2002**



No acumulado do ano, no entanto, o que mais pesa é a performance da extrativa mineral, que vem apontando níveis de produção bem superiores ao do ano passado (gráfico 3). Tudo mais constante, se este setor tivesse tido crescimento nulo, a indústria estaria com uma queda de produção de -0,2% - pois este foi resultado alcançado pela indústria de transformação - mesmo com o aumento da exportação, da safra agrícola etc. Este é um ponto não costuma ser destacado pelos analistas.

Será esta recuperação sustentável? As elevadas taxas de juros e a queda no rendimento médio são os principais fatores inibidores. A possível volta de inflação, mesmo que a níveis baixos, torna pouco provável mudanças significativas na política monetária nos próximos meses. O impacto positivo das eleições sobre o nível de atividade tem duração limitada, apenas até outubro. Não está claro ainda se haverá um "efeito safra" em 2003, se por um lado a alta do dólar estimula as culturas voltadas para o mercado externo, por outro pressiona os custos agrícolas.

O dólar caro favorece as exportações, mas este efeito é limitado pelo baixo crescimento da economia mundial. A recuperação da construção civil e da indústria automobilística ainda são muito recentes para ser possível avaliar sua sustentabilidade.

A única coisa que parece certa, num horizonte de curto prazo, é a continuidade do crescimento da extrativa mineral/petróleo, que tem sido uma constante nos últimos anos. Mas não é de se esperar em 2003 uma taxa tão expressiva quanto a deste ano (12,0% no acumulado até setembro), dada a elevada base de comparação e a relativa estabilização do nível de produção na ponta da série (vide gráfico 3). Além disso, em 2003, com a nova série da produção industrial mensal do IBGE (PIM-PF), é provável que a indústria extrativa perca peso no cálculo do índice, portanto será mais difícil seu crescimento compensar o resultado negativo da indústria de transformação, que é o que vem ocorrendo este ano.

O Conselho de Administração e o Valor da Empresa

Ricardo P. C. Leal, Coppead/UFRJ

A governança corporativa consiste no conjunto de regras, procedimentos, atitudes e instituições por meio das quais os administradores agem visando atender os diversos interesses dos financiadores e das partes interessadas na empresa, particularmente os acionistas. As práticas de governança, juntamente com as leis e a atuação dos tribunais e dos legisladores, visam minimizar que uma parte seja expropriada por outra. As formas de controle empresarial, sua concentração e a qualidade das práticas de governança das empresas parecem ser função do tipo de projeto de investimento que conduzem, do acesso ao financiamento via mercado de capitais e da qualidade do regime jurídico sob o qual atuam.

No Brasil, como em muitos outros países, o controle é concentrado. Nisto não há novidade. Vários autores apresentam resultados recentes que demonstram que os cinco maiores acionistas detêm na média mais do que 85% do capital votante. Os números que evidenciam este controle concentrado são elevados tanto quando se considera a propriedade direta das ações da companhia quanto se considera a propriedade indireta da companhia por meio de uma estrutura de empresas holding, também conhecida na literatura como uma estrutura de pirâmide, onde várias empresas holding em sucessão possuem participações umas nas outras, permitindo que o acionista no final da cadeia controle a empresa de capital aberto com menos votos do que seria necessário por lei. Leal, Da Silva e Valadares (2002) observam tanto a existência de pirâmides de controle indireto quanto de elevada concentração dos direitos de voto. Há, ainda, uso mais freqüente do acordo de acionistas e a maior parte dos acionistas controladores são empresas holding, seguidos de indivíduos e por estrangeiros, segundo Siffert (1998) e Valadares e Leal (2000).

A concentração de controle minimiza o conflito de interesses entre os acionistas controladores e os administradores mas pode aumentar os conflitos entre controladores e acionistas minoritários. Este problema sério vem sendo reconhecido no Brasil e várias iniciativas foram tomadas para mitigar este conflito, entre elas estão a criação do Novo Mercado pela Bovespa, a reformulação da Lei das Sociedades por Ações, novas instruções da CVM e novas regras sobre os investimentos dos fundos de pensão. Além disso, o assunto "governança corporativa" passou a ser tratado de forma mais popular por meio de seminários, eventos, contando inclusive com entidades promotoras das boas práticas no Brasil, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. A revisão destas novas ações transcende o propósito deste artigo mas algumas delas podem ser examinadas com mais detalhes nos artigos de Carvalho Jr. de 2002.

O conselho de administração é percebido como um dos meios para se implementar melhores práticas de governança corporativa. Um dos mitos proscritos por todos os manuais de boas práticas é que o conselho tenha muitos conselheiros independentes. A própria bolsa de Nova Iorque, recentemente, passou a exigir que as empresas que negociam por lá tenham a maioria dos conselheiros caracterizados como independentes e procurou definir o que seria esta independência. No Brasil, como seria de se esperar, a maioria dos conselheiros não é independente e que mecanismos que poderiam ser usados para instalar estes conselheiros no conselho não são usados. Dutra e Saito (2002), por exemplo, afirmam que há pouca utilização do voto múltiplo que é um mecanismo que poderia facilitar a eleição de acionistas não controladores para o Conselho. Portanto, além de problemas de composição, pode até haver uma certa alienação dos acionistas em geral em relação ao poder do Conselho. Veja Leal e Oliveira (2002) para uma revisão mais detalhada das práticas dos conselhos brasileiros.

Será que um conselho de administração composto predominantemente por membros independentes se torna um mecanismo que garante mais transparência, diminuindo os conflitos de interesse e aumentando o valor da firma? Bhagat e Black (2002), infelizmente, afirmam que não há uma relação muito clara entre a composição do conselho e o desempenho financeiro da empresa. Isto pode ser um balde de água fria para os proponentes das boas práticas no Brasil. Bhagat e Black acreditam ter conduzido o primeiro estudo que relacionou, no longo prazo, o desempenho da empresa com a proporção de conselheiros independentes nos EUA. Os resultados deles sugerem que as empresas que apresentam desempenho ruim tendem a aumentar o número de conselheiros independentes mas, surpreendentemente, empresas com mais conselheiros independentes não apresentam desempenho diferente das demais firmas. Os autores concluem dizendo que as empresas deveriam experimentar com formatos de conselho diferenciados em vez de se submeter ao mantra do conselho dominado por independentes.

Que lições podemos tirar desta evidência para as empresas brasileiras que estão procurando se enquadrar às novas normas domésticas e internacionais, modificando seus conselhos e acreditando no mantra? É claro que limitar as oportunidades de expropriação ao reforçar os direitos dos minoritários é essencial para uma boa prática da governança corporativa que leve à maximização do valor da companhia. Mas, a conduta ética dos controladores já poderia levar a isso a um custo menor.

Referências:

Bhagat, S.; Black, B. The non-correlation between board independence and long term firm performance. Journal of Corporation Law, v. 27, p. 231-274, 2001.

Carvalho Jr., A. G. Efeitos da migração para níveis de governança. Mimeo, USP, 2002.

_____. *Governança corporativa no Brasil em perspectiva. Revista de Administração*, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

Dutra, M. G. L.; Saito, R. *Conselhos de Administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. 25º Encontro Nacional da ANPAD, Campinas, Anais ... , 2001 (CD-ROM).*

Leal, R. P. C.; Da Silva, A. L. C.; Valadares, S. M. *Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

_____; Oliveira, C. L. *An evaluation of board practices in Brazil. Corporate Governance*, v. 2, n. 3, p. 21-25, 2002.

Siffert Filho, N. *Governança Corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. Revista do BNDES*, N. 9, 1998.

Valadares, S.M.; Leal, R.P.C. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Abante*, v. 3, n. 1, pp. 29-56, 2000.

CONTAMINAÇÃO GENERALIZADA DOS PREÇOS AO CONSUMIDOR

CARLOS THADEU DE FREITAS GOMES FILHO

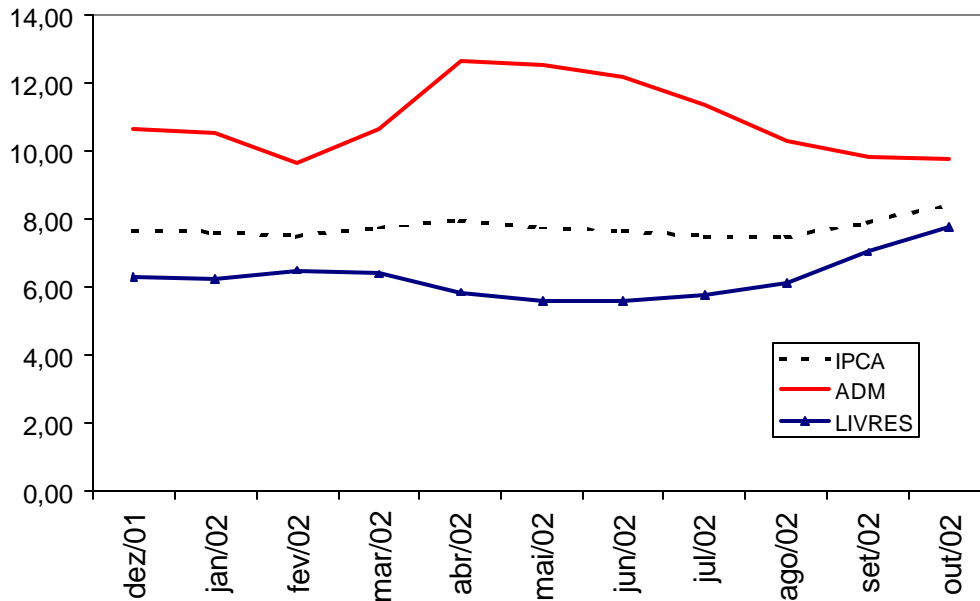
e-mail : thadeu@ie.ufrj.br

O índice de inflação medido pelo IPCA foi de 1,31% em outubro. O resultado aponta para uma inflação acumulada em 2002 de 6,98% e 8,44% em 12 meses. A inflação do mês reflete uma tendência generalizada de elevação de preços. Nesse sentido, o segmento que lidera esse crescimento é o de Alimentos com 27% do total da inflação no ano. Logo a seguir vem Habitação com 21% e 12% de Transportes.

O segmento de Alimentos apresentou inflação de 2,8% em outubro respondendo sozinho com 0,6 ponto percentuais da inflação de 1,31% no mês. Anualizando a taxa do quadrimestre jul-out para esse segmento, chega-se a uma variação de aproximadamente 26%. Isto é, se a inflação de alimentos se mantivesse durante um ano como se comportou nos últimos quatro meses, teríamos um crescimento de 26%.

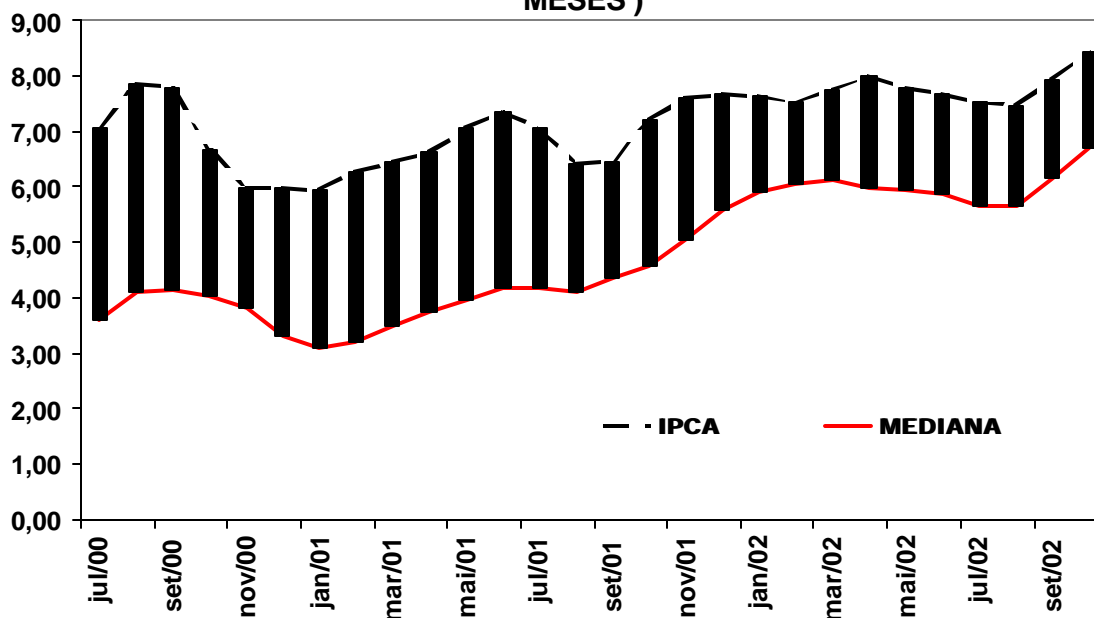
A arrancada de preços do IPCA começa mesmo em Setembro e continua em Outubro como demonstra o crescimento em relação ao mesmo período do ano passado. Em Setembro e Outubro a inflação do ano passado foi de 0,28% e 0,83% contra 0,72% e 1,31% desse ano. O grande vilão dessa subida repentina de preços não é mais os preços administrados, como havia acontecendo até julho desse ano. Agora, os preços livres são os grandes responsáveis pela disparada da inflação. O último suspiro de preços administrados foi dado em julho (2,56%), a partir daí os preços livres vem crescendo bem acima dos administrados. A variação acumulada no último trimestre para os administrados é de 1,19% (4,8% anualizado) contra 3,4% (14,30% anualizado). O Gráfico 4 com o comportamento 12 meses confirma essa tendência de realinhamento dos preços relativos em favor dos livres (o crescimento dos preços administrados vinha crescendo muito acima dos livres por muito tempo). Mesmo assim, em um horizonte maior de tempo a desvantagem dos livres frente aos administrados é significativa.

**GRÁFICO 4 - IPCA DIVISAO LIVRES E ADMINISTRADOS
(% 12 MESES)**



O resultado maior dos livres frente aos administrados não indica que os últimos estejam sob controle. Ao contrário, estes terão aumento significativamente maior nos próximos meses por terem defasagem em seus contratos e por estarem sobre o efeito paralisador do governo. O controle heterodoxo da inflação verificado nos últimos meses pelo congelamento de alguns preços administrados não é sustentável e o governo já sinalizou que corrigirá essa discrepância gradualmente ao longo de 2002 e 2003. No último relatório FOCUS divulgado pelo Banco Central, a previsão dos administrados em 2002 que vinha sendo exageradamente otimista (de 7,6% em julho para 8,9% depois 9,6%) teve correção ainda modesta para 11,6%. Isto porque leva em conta : i) dois reajustes de 9% para a gasolina ainda em 2002. Este cenário supõe moderada apreciação do real e queda no preço internacional do petróleo. ii) 16,6% para o gás de cozinha. Tentativa de compensar a queda arbitrária do preço imposta a Petrobrás. iii) 21,2% para energia elétrica, não muito distante da previsão de julho (19%) devido em grande parte à defasagem dos contratos.

GRÁFICO 5 - IPCA X NÚCLEO DA INFLAÇÃO (ACUMULADO 12 MESES)

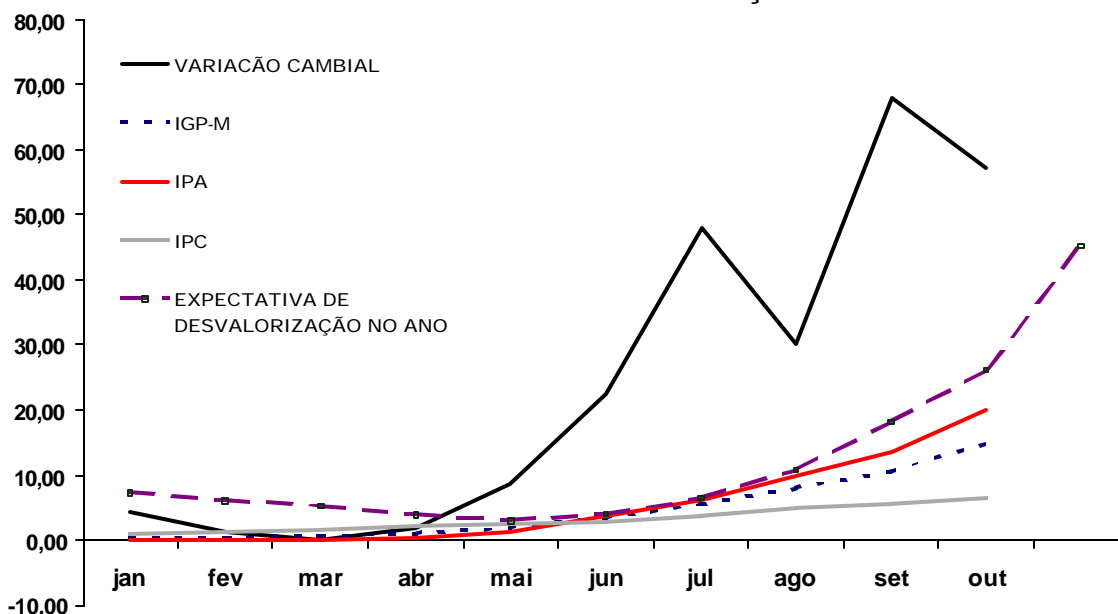


Um indicador mais evidente da contaminação do avanço dos preços para todos os segmentos da economia é dado pelo comportamento do núcleo da inflação. Este vinha mantendo uma inflação media mensal por volta de 0,44% e 0,40% , segundo os métodos de exclusão e da mediana respectivamente. Agora, nos dois últimos meses o núcleo segundo o critério de exclusão cresceu para 0,66% e 0,78% contra um crescimento de 1% ao mês no critério da mediana. O método mais representativo tem sido o da mediana, pois o de exclusão não leva em conta os alimentos. Logo, o crescimento do núcleo do preço perto da inflação cheia é um sinal que todos os preços da economia estão caminhando juntos e não sendo mais, choques isolados. No ano, o acumulado dos núcleos de inflação estão por volta de 5% e 6,6% em 12 meses.

O índice UFRJ de energia e combustível registrou elevada inflação no mês. O crescimento foi 1,8%, resultado que leva a inflação deste índice para 9,9% no ano e 10,9% em 12 meses. O preço dos combustíveis que vinham sendo congelado pelo governo começa agora no mês de novembro a aumentar. O diferencial de preço entre o mercado internacional e o nacional ainda é grande mas o governo não parece muito interessado em transmitir esse custo agora. Isto é, a política de reajuste de petróleo deve ser gradual, com a esperança de queda no mercado internacional, caso a guerra dos EUA com o Iraque realmente não se concretize. Entre os principais reajustes de energia até outubro, vale destacar que o óleo diesel teve inflação de 22%, assim como os combustíveis domésticos, que contempla os aumentos do gás de cozinha.

- COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO EM 2002

GRÁFICO 6 - COMPORTAMENTO DA INFLAÇÃO MEDIDA PELO IGP X EXPECTATIVA DE DESVALORIZAÇÃO

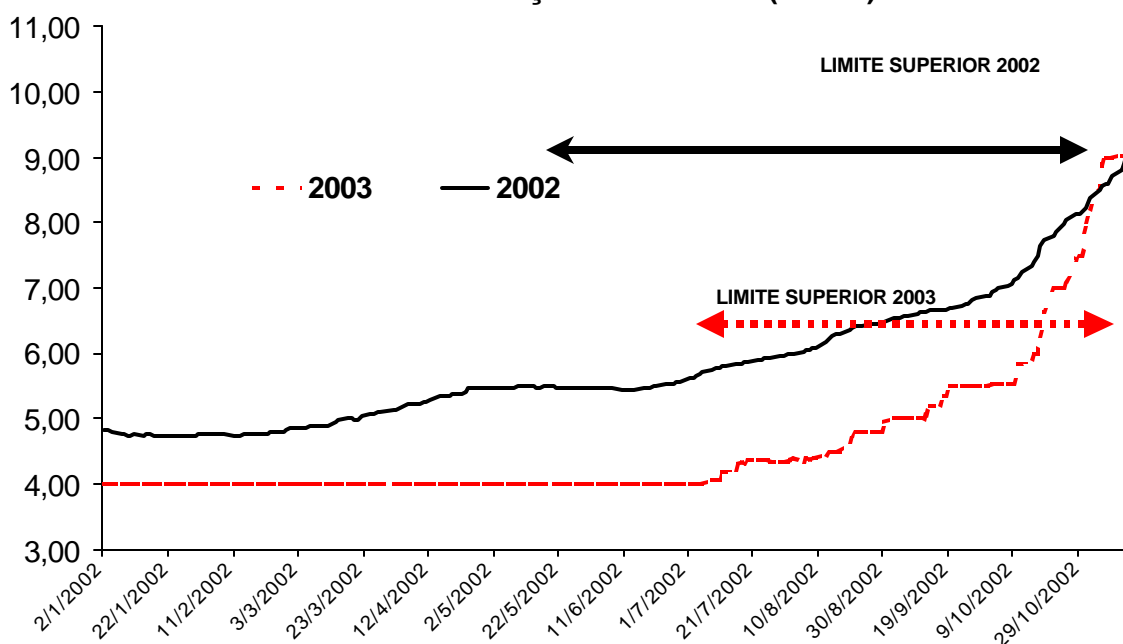


O comportamento da expectativa do mercado sobre a inflação e da taxa de cambio são boas variáveis a fim de se explicar a trajetória crescente da inflação presenciada até o momento. No começo do ano a expectativa do mercado acerca da inflação pelo IPCA em 2002 era de 4,75%. O mercado esperava uma queda na inflação liderada pelos preços administrados, dado que o cenário para a taxa de câmbio era tranqüilo. Em janeiro, a expectativa da taxa de câmbio no final do ano era de R\$ 2,61 enquanto o dólar estava em R\$ 2,41 no mês. Logo, com essa expectativa baixa de desvalorização não se imaginava que os preços administrados fossem aumentar e a taxa de inflação então, estaria sob controle. Na medida que a expectativa de desvalorização foi aumentando o IGP-M, que reflete com grande intensidade o movimento do cambio, foi crescendo e influenciando o índice do IPCA.

O começo da turbulência no cambio se deu a partir de abril, até então a desvalorização efetiva acumulada era de 1,8%. Em maio, a desvalorização já era de 8,7% no ano, caminhando para 22,6% junho e começando novembro com quase 60%. Agora em novembro, a desvalorização esperada pelo mercado para o fim do ano recuou e se encontra em 45%, refletindo uma taxa de R\$3,5 no final de 2002. O

comportamento do IGP-M foi crescente e acompanhando a desvalorização do Real esperada pelo mercado . Esse resultado sinaliza que os preços são reajustados pela expectativa de desvalorização e não pela taxa efetiva. No final do ano, a expectativa de desvalorização cambial e a efetiva serão a mesma, isso implica uma queda do dólar frente ao Real até o fim do ano de 13,6%. Como o Gráfico explicita, o IPA é que vem liderando o crescimento do índice IGP-M. Isto é, a desvalorização vem sendo absorvida em grande parte, pelo setor varejista. A partir do final do ano, estaremos vivendo o começo de recomposição de margens por parte do setor varejista, fato que ira impulsionar os preços aos consumidores, tanto no IPCA quanto no IPC.

GRÁFICO 7 - INFLAÇÃO ESPERADA (% a.a.)



O regime de metas de inflação vinha fazendo seu papel no objetivo de convergência de expectativas no longo prazo. O Banco Central também vinha reagindo bem aos choques primários (petróleo, gás, etc...), utilizando, muito das vezes, de métodos heterodoxos de controle de preços. Quando a desvalorização da taxa de cambio deu uma arrancada descontínua de agosto para setembro (30% para 68%) a expectativa do mercado acerca do IPCA disparou. Em agosto a expectativa medida pelo Focus era de 6,11%, passando para 6,5%, 6,8% e 8,8% nos meses seguintes. No mesmo período de agosto para setembro a desvalorização já vinha sendo sentida no índice IGP-M que apresentava forte aceleração. O resultado no IPCA da passagem de 30% para 68% da desvalorização viria somente em novembro, com o mercado esperando uma taxa de inflação do IPCA de 8,8% contra 6,8% registrado em outubro. Nesse período o Banco

Central decide alargar o limite superior da meta de inflação para 9%, assumindo, implicitamente, a trajetória explosiva da taxa de inflação. O último relatório apresenta a expectativa do mercado em 9,3%. A função de regime de metas de inflação, que é centralizar as expectativas de inflação para trajetórias decrescente, não tem tido o efeito desejado dado que as expectativas para 2003 estão maiores do que as de 2002 (vide Gráfico 7).

- EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO 2002

A previsão para o IPCA do IE/UFRJ no final de ano de 2002 foi elevada para 9,8%. Os principais fatores que motivaram o aumento da previsão foram ; i) a persistência da inflação de alimentos ii) o repasse da taxa de cambio nos preços dos combustíveis, transporte e energia que pressiona os preços administrados no ano.

A partir desse cenário, da variação de 9,8 pontos percentuais de IPCA, 39% viriam dos administrados (44% em 2001) e 61% dos livres (56% em 2001). A inflação anual associada a esses dois segmentos é de 12% e 8,8% respectivamente.

TABELA 5 - EXPECTATIVA DA INFLAÇÃO IPCA PARA O FINAL DO ANO

SEGMENTOS	ACUMULADO NO ANO			NO MÊS
	INDICE GERAL	ADMINISTRADOS	LIVRES	INDICE GERAL
OUTUBRO	6,9	8,8	6,1	1,31
NOVEMBRO	8,5	11,0	7,5	1,55
DEZEMBRO	9,8	12,0	8,8	1,15

Fonte : Elaboração própria a partir de dados do IBGE

SETOR FISCAL

MARGARIDA GUTIERREZ

e-mail : margarida@ie.ufrj.br

A dívida líquida pública consolidada atingiu o valor recorde de R\$ 885,2 bilhões em setembro (63,87% PIB), superando largamente as projeções mais pessimistas. A desvalorização do real foi o fator determinante desta alta. Do aumento da dívida de R\$ 224,3 bilhões ao longo do ano (até setembro), R\$ 190,8 bilhões foram originados pela desvalorização cambial incidente sobre o estoque da dívida interna (aquela indexada ao câmbio) e externa, cujos efeitos são transitórios e, portanto, em momentos de apreciação cambial atuarão no sentido oposto. O pagamento de juros (internos e externos) totalizou o valor de R\$ 72,4 bilhões, incluindo não apenas os juros da dívida corrigida pela taxa Selic, mas também a parcela corrigida pelo câmbio, pelos índices de preços e pelos juros externos que incidem sobre o endividamento público no mercado internacional. Os ajustes patrimoniais (esqueletos e privatizações) somaram liquidamente apenas R\$ 8,6 bilhões ao estoque da dívida. O contexto adverso reduziu expressivamente a importância relativa do resultado primário (R\$ 47,6 bilhões) como fator redutor do endividamento público (Tabela 6).

Tabela 6: Fatores Condicionantes da Dívida Pública

Fluxo em R\$ milhões	jan a dez/01	Jan a set/02
Juros Internos	72112	59773
Juros Externos	14331	12670
Varição cambial sobre estoque da dívida interna atrelada ao dólar	19182	93221
Varição cambial sobre estoque (em reais) da dívida externa líquida	10619	97613
Esqueleto	26004	11396
Privatizações	-980	-3637
Superávit primário	-43655	-47616
Outros	90	904
Total	97703	224324

Fonte: Banco Central

A pressão do câmbio, de 60% de janeiro a setembro deste ano, elevou para 58% (incluindo os contratos sob a forma de swap cambial) a participação da dívida cambial na dívida líquida consolidada do setor público, tornando explosivos os impactos de eventuais novas desvalorizações sobre a relação dívida/PIB. Cada desvalorização adicional

de 10% na moeda nacional provocará um aumento da dívida pública de 3,7% do PIB (Tabela 7).

Tabela 7: Perfil da Dívida Pública (%)

	dez/99	dez/00	dez/01	jan/02	fev/02	mar/02	abr/02	mai/02	jun/02	jul/02	ago/02	set/02
dívida/PIB	49,4	49,3	53,1	55,1	54,7	54,6	54,6	55,7	58,1	62,1	58,1	63,9
Total da dívida Pública (a+b)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(a) Interna	78,9	80,2	80,2	79,9	80,9	81,0	80,7	80,2	78,9	75,7	76,2	72,3
(i) Indexada ao Câmbio	19,4	19,9	27,0	27,2	26,7	26,4	26,7	27,3	28,9	30,5	27,8	30,3
(ii) Não Indexada ao Câmbio	59,5	60,3	53,2	52,7	54,2	54,6	54,0	52,8	50,0	45,3	48,4	42,0
(b) Externa	21,1	19,8	19,8	20,1	19,1	19,0	19,3	19,8	21,1	24,3	23,8	27,7
Dívida Pública Indexada ao Dólar (i) + (ii)	40,5	39,7	46,8	47,3	45,8	45,4	46,0	47,2	50,0	54,7	51,6	58,0

Os fluxos acumulados em 12 meses mostram que o déficit nominal (receitas menos despesas inclusive o pagamento de juros) foi de R\$ 47,1 bilhões em setembro (3,74% do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 50,1 bilhões (3,98% do PIB).

Tabela 8: Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ Milhões			% PIB		
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Ago 01/Set 02	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Ago 01/Set 02
Nominal	39.806	42.788	47.087	3,66	3,62	3,74
Juros Nominais	77.963	86.444	97.153	7,18	7,31	7,73
Primário	-38.157	-43.655	-50.066	-3,51	-3,69	-3,98
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-27.220	-1,88	-1,86	-2,16
-Emp. Est. Federais	-10.174	-7.571	-8.674	-0,94	-0,95	-0,69
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6.026	-10.471	-10.772	-0,55	-0,89	-0,86
-Emp. Estat. Regionais	-1.526	-3.634	-3.401	-0,14	-0,31	-0,27

Fonte: Banco Central

A questão mais complicada, no entanto, está nas dificuldades que o Banco Central tem enfrentado para rolar as dívidas em poder do mercado que estão vencendo a cada momento. O perfil dos vencimentos tem sido rapidamente encurtado, através da troca pelo Banco Central de títulos longos por títulos de curta duração. O prazo médio da dívida mobiliária federal em mercado caiu para 32 meses (gráfico 8). De abril a setembro, a participação da dívida de curto prazo (que vence em 12 meses) passou de 23,8% para 42,7% (gráfico 9). Até o final do ano, estarão vencendo R\$ 69,4 bilhões de títulos federais, sendo que 29,3% são com correção cambial (NTN-D e NBCE), 39,9% são pré-fixados (LTN) e 24,3% são títulos pós-fixados (LFT). Na dívida de curto prazo, que vence nos próximos 12 meses, 22,7% é com correção cambial. (gráfico 10).

GRÁFICO 8 - Prazo Médio de Títulos Públicos Federais (inclui títulos de colocação direta mais emitido em oferta pública em meses)

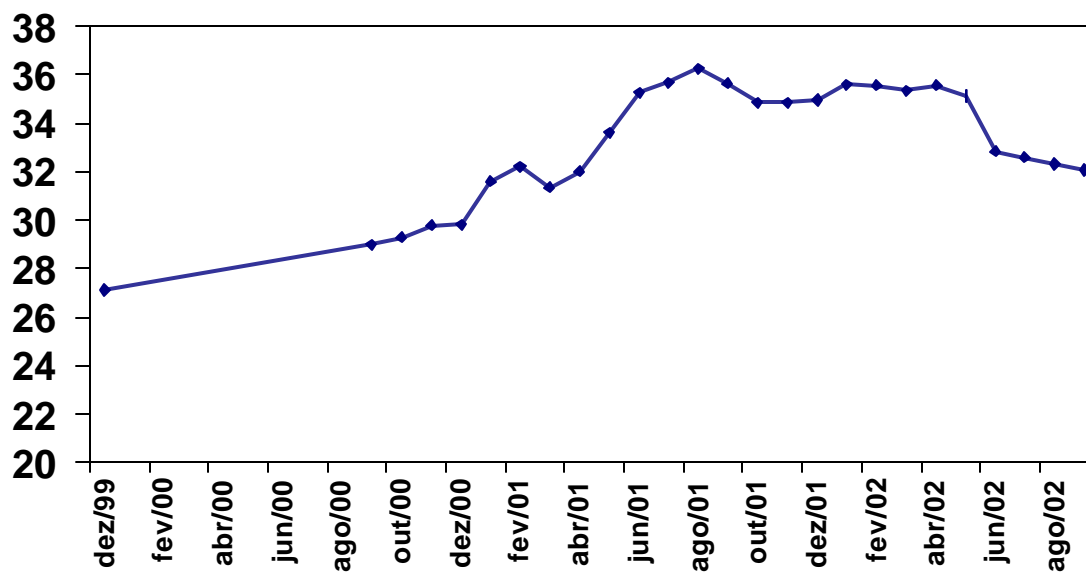


GRÁFICO 9 - Participação da Dívida Pública de curto prazo (12 meses)

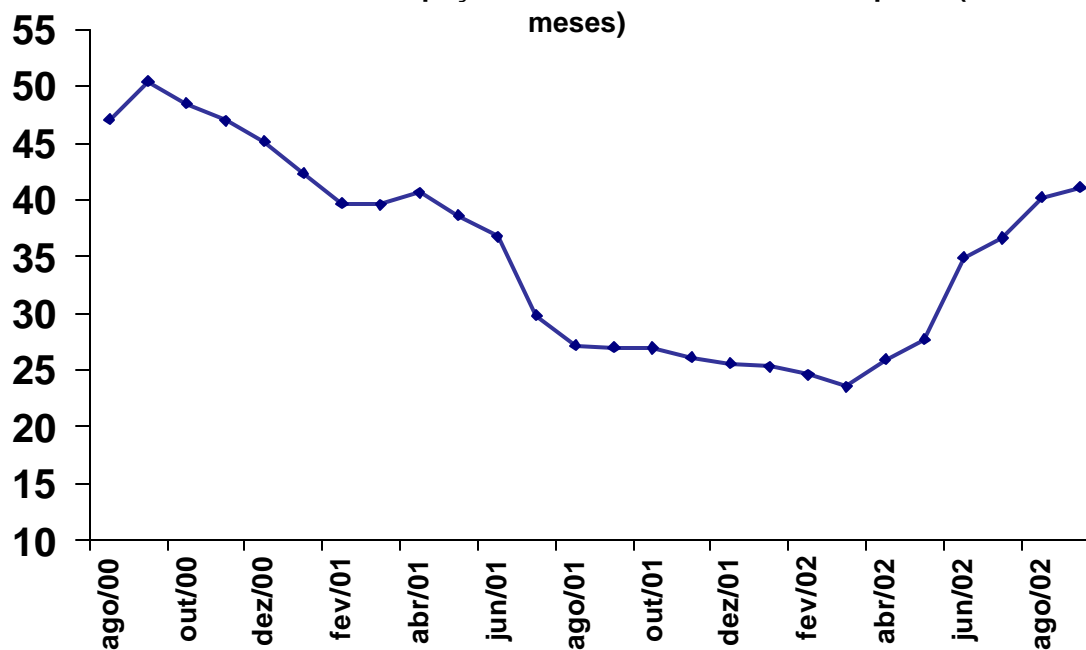
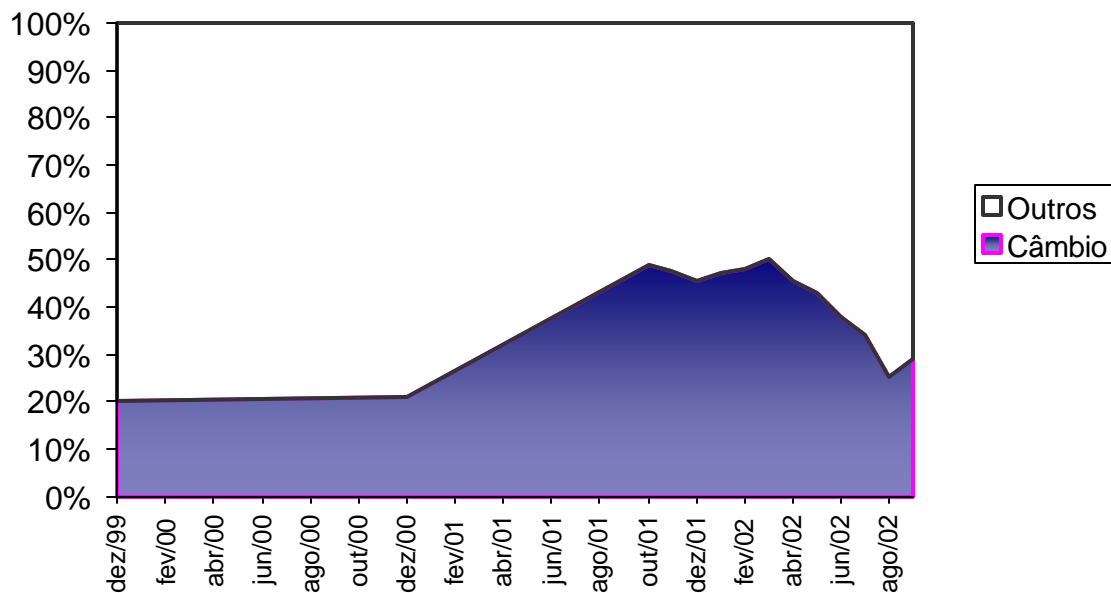


GRÁFICO 10 - Títulos da dívida pública federal a vencer em 12 meses indexados ao câmbio



Além disso, na prática a Autoridade Monetária não tem garantido o refinanciamento integral dos títulos públicos e o efeito mais imediato é uma sobra de recursos (excesso de liquidez) no mercado financeiro que tem que voltar ao Banco Central sob pena de pressionar ainda mais o mercado de câmbio à vista ou os mercados de ativos reais, com efeitos perversos sobre a inflação e sobre as expectativas.

Para evitar que o excesso de liquidez seja aplicado em outros segmentos, o Banco Central é obrigado a enxugamentos diários de liquidez através das operações compromissadas (overnight). Em setembro, o valor médio do enxugamento diário foi de R\$ 45,5 bilhões, em outubro, foi significativamente mais elevado (R\$ 53,1 bilhões) e, considerando os primeiros 10 dias de novembro, o repasse à Instituição foi de R\$ 49,3 bilhões diários. As rolagens no overnight têm sido realizadas pagando juros que variam de 20,7% a 21,0% ao ano.

Apesar dessa estratégia, as operações com títulos públicos federais têm se convertido em uma pressão sobre a base monetária (papel moeda emitido mais reservas bancárias), particularmente a partir de maio. Apenas em outubro, foram adicionados R\$ 20,6 bilhões à base monetária de R\$ 60,6 bilhões em função do não refinanciamento de títulos públicos federais. Outros fatores, no entanto, como as intervenções do Banco Central no mercado de câmbio e o aumento dos recolhimentos compulsórios das instituições financeiras acabaram esterelizando o impacto da não rolagem integral dos títulos públicos sobre a liquidez da economia.

SETOR EXTERNO

Francisco Eduardo Pires de Souza

fepsouza@ie.ufrj.br

À medida em que se aproxima o final do ano e novos dados vão surgindo, vai ficando claro que o ano de 2002 entrará para a história econômica do país como um momento de acentuada inflexão no comportamento do balanço de pagamentos. De acordo com nossas projeções mais recentes, o saldo comercial deverá situar-se em torno de US\$ 12,5 bilhões, enquanto o déficit em conta corrente deverá baixar para pouco mais de US\$ 9 bilhões – uma queda de US\$14 bilhões, equivalente a cerca de 3% do PIB, em um ano.

Submetida a uma forte pressão derivada do encolhimento dos ingressos de capitais, a economia reagiu mediante um ajustamento da conta corrente que surpreendeu a todos os analistas, obrigando a sucessivas revisões das projeções ao longo do ano. Este ajuste observado nas transações correntes pode ser considerado bem-sucedido em três sentidos: primeiramente pela intensidade e rapidez com que foi realizado; em segundo, pelo fato de ter sido alcançado sem uma retração do nível de atividades (embora o crescimento da economia tenha sido reduzido); e, finalmente, por ter acontecido a despeito de uma retração no comércio mundial e do colapso das importações da Argentina - que absorvia 9% das nossas exportações (o que revela uma diversificação bastante rápida dos mercados de exportação).

Em compensação, pode-se questionar o sucesso acima destacado, apontando-se problemas no que concerne à eficácia e sustentabilidade do ajuste realizado, bem como seus efeitos colaterais. A sustentabilidade da melhoria em curso na conta corrente depende da superação de dificuldades tanto no plano macroeconômico como no microeconômico. No que se refere aos aspectos macroeconômicos, cabe destacar o fato de que a retração do déficit em conta corrente implica, necessariamente, como contrapartida, a redução de outros componentes da demanda agregada como proporção do PIB. No presente caso, a julgar por dados recentes, a principal variável de ajuste parece estar sendo o investimento – cuja queda, no entanto, deverá ser revertida no futuro próximo, caso a economia comece a crescer a taxas satisfatórias. No plano microeconômico, a elevação da taxa de câmbio provocou tensões distributivas, de custos e preços relativos, que podem magnificar, perigosamente, o processo de aceleração inflacionária em curso. Por fim, cabe perguntar se o ajuste até agora realizado, mesmo que eventualmete sustentável, é suficiente para equilibrar o balanço de pagamentos global, evitando novas (e inassimiláveis) desvalorizações cambiais e ou quedas (improjetáveis) de reservas. Os desafios a serem

vencidos não são pequenos. Nos próximos números de Economia & Conjuntura trataremos deles, um por vez.

- As Transações Correntes: o Ajuste e as Perspectivas para 2002-2003

O forte crescimento do saldo comercial responde por cerca de 2/3 do ajuste da conta corrente verificado nos primeiros nove meses deste ano (por comparação com igual período do ano anterior). O principal fator responsável por esse sucesso do processo de ajustamento da conta corrente foi a flexibilidade da taxa de câmbio. Na primeira quinzena de novembro a taxa de câmbio real/dólar estava cerca de 50% acima do nível de dezembro de 2001. A forte desvalorização cambial ocorrida no ano contribuiu decisivamente para a ampliação do saldo comercial e para a redução do déficit em serviços, já que os demais fatores que em geral influenciam estas contas – especialmente o nível de atividades e o comércio internacional – foram neutros ou impactaram negativamente. Até há bem pouco tempo, contudo, predominava um certo ceticismo nas análises sobre o comportamento presente e projetado do superávit comercial, pelo fato de que este vinha melhorando exclusivamente pela forte queda das importações (já que as exportações também vinham declinando). Supunha-se que a taxa de câmbio era um instrumento pouco eficaz para produzir o ajuste.

Os dados mais recentes, entretanto, já mostram um quadro substancialmente modificado. Na margem, as exportações vem crescendo em ritmo acelerado, enquanto as importações continuam apresentando um declínio acentuado (embora bem mais moderado do que nos primeiros meses do ano), como pode ser observado nas tabelas 9 e 10 a seguir.

Tabela 9
Exportações por Grau de Elaboração
(Variação % em 2002 contra igual período de 2001)

Período	Total	Básicos	Manufaturados	Semimanufaturados
1o. trimestre	-13,8	-7,2	-15,4	-18,1
2o. trimestre	-13,1	-21,5	-9,9	-6,4
3o. trimestre	19,5	37,9	10,7	30,9
Outubro	29,4	40,5	21,5	37,6
Janeiro-outubro	1,2	8,1	-2,2	6,6

Fonte: Secex, Balança Comercial Brasileira. Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ.

Tabela 10
Importações por Categoria de Uso
(Variação % em 2002 contra igual período de 2001)

Período	Total	Mat. Primas e Prod. Intermediários	Combustíveis e Lubrificantes	Bens de Capital	Bens de Consumo não Duráveis	Bens de Consumo Duráveis
1o. trimestre	-24,9	-25,2	-23,1	-25,9	-10,1	-37,4
2o. trimestre	-20,3	-21,3	2,7	-26,0	-4,7	-38,6
3o. trimestre	-6,4	-8,4	5,8	-4,6	-2,9	-23,8
Outubro	-10,2	-4,1	8,1	-31,2	-5,7	-11,4
Janeiro-outubro	-16,6	-17,1	-2,9	-20,4	-6,0	-31,6

Fonte: Secex, Balança Comercial Brasileira. Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ.

A reviravolta no desempenho das exportações, embora impulsionada pelo comportamento do câmbio, foi também viabilizada pela melhoria nas condições do comércio internacional, tanto em termos de volume como em preços. As importações norte-americanas, por exemplo, que tem um peso importante na determinação das flutuações no comércio mundial, evoluíram de uma queda substancial no primeiro trimestre do ano, para um crescimento significativo no terceiro trimestre. No acumulado janeiro-setembro, contudo, o resultado ainda é negativo, como se pode observar na tabela 11 a seguir. Chama a atenção, no entanto, o fato de que as exportações brasileiras para aquele mercado vem tendo um comportamento bastante superior à média, de forma que vem ganhando market share.

Tabela 11
Importações dos EUA por Áreas e Países Selecionados
(Variação % em 2002 em relação a igual período de 2001)

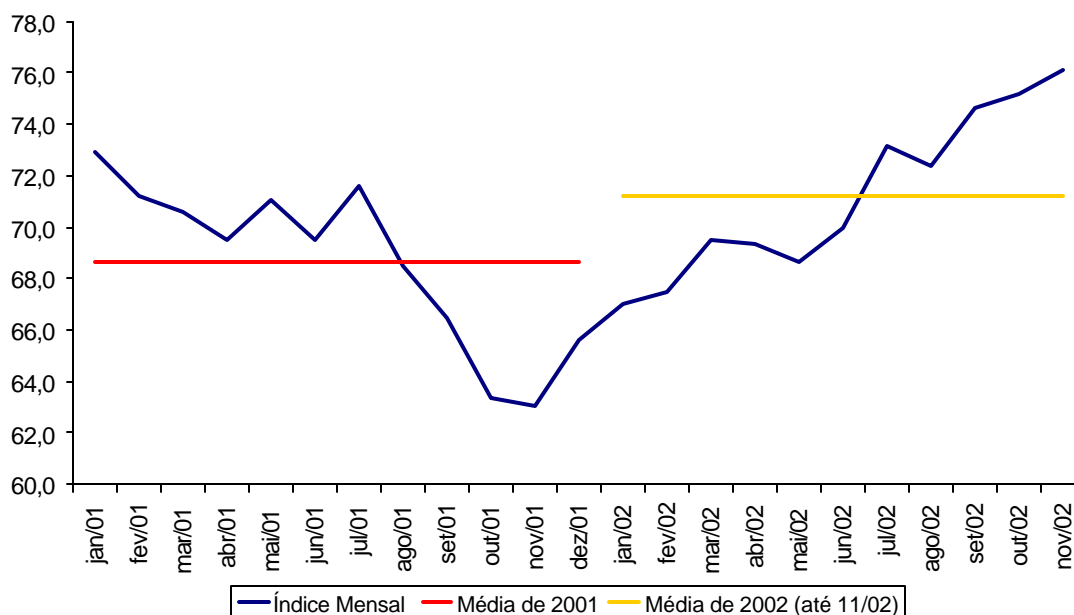
Área/País	1o. trim.	2o. trim.	3o. trim.	Jan-set
Total das Importações	-12,3	0,6	7,7	-1,5
Área do Euro	-8,2	1,1	9,1	0,5
México	-6,1	4,4	5,4	1,2
Rússia	-53,9	28,7	34,8	-7,4
China	5,8	24,4	25,0	19,1
Japão	-17,4	-4,0	1,0	-7,3
Coréia	-13,0	4,8	6,0	-1,2
Argentina	-13,9	2,7	1,2	-3,7
Brasil	-10,3	7,2	14,3	4,0

Fonte: US Department of Commerce, BEA. Elaboração: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

Para entender o comportamento das exportações brasileiras neste ano é importante também atentar para a decomposição da variação dos

valores entre preços e quantum. Os índices calculados pela Funcex, para os primeiros nove meses do ano, mostram uma expansão de quantum de 3,6%, mais do que compensada por uma queda de 5,5% nos preços das exportações. Nos meses mais recentes, contudo, uma leve recuperação vem ocorrendo, de forma que a queda vem sendo cada vez menor. A evolução das cotações das commodities no mercado internacional também leva a crer na possibilidade de uma recuperação importante de preços ajudando a elevar o valor das exportações no presente e no futuro próximo. De fato, como mostra o gráfico 11 a seguir, depois de atingir um piso há uma ano atrás, o índice de preços de commodities produzido pela revista The Economist subiu cerca de 20% até o início de novembro de

GRÁFICO 11 Índice "The Economist" de Preços de Commodities (1995=100)



2002 (ou 10% acima da média de 2001).

Em suma, os dados referentes aos três primeiros trimestres do ano, embora não mostrem um crescimento do comércio internacional, revelam uma recuperação, na margem, em relação ao "fundo do poço". Sendo mantida a tendência de recuperação, mesmo que modesta, é possível esperar a continuidade da expansão das exportações brasileiras, o que viabilizaria um aumento do superávit para algo próximo de US\$ 16 bilhões, de acordo com nossas projeções, a despeito da retomada do crescimento das importações a um ritmo superior ao do crescimento da economia (vide tabelas 12 e 13).

Tabela 12: Balança Comercial
(em US\$ bilhões)

Ano	Exportações		Total		Importações ³		Outras		Saldo
	Valor	Variação %	Valor	Variação %	Combustíveis ¹	Variação %	Valor	Variação %	
1998	51,1	-	57,7	-	4,3	-	53,4	-	-6,6
1999	48,0	-6,1	49,3	-14,7	4,8	11,6	44,4	-16,8	-1,3
2000	55,1	14,7	55,8	13,3	6,4	31,5	49,5	11,3	-0,7
2001	58,2	5,7	55,6	-0,5	6,3	-1,3	49,3	-0,4	2,6
2002 ^P	61,0	4,8	48,5	-12,7	6,1	-2,6	42,4	-14,0	12,5
2003 ^P	66,3	8,7	50,6	4,3	-	-	-	-	15,7

Fonte: Secex, para 1998-2001. Projeções: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

Mas o ajuste das transações correntes também vem recebendo um reforço importante da conta de serviços. No período janeiro-setembro, o déficit nesta conta caiu de US\$6 bilhões para US\$3,8 bilhões, puxado para baixo pela retração daqueles componentes mais sensíveis (direta e indiretamente) à taxa de câmbio. As despesas com viagens internacionais tiveram uma queda de 27% (e o déficit nesta conta caiu 52%), enquanto que os gastos com transportes sofreram uma contração de 25% (tanto pelo efeito direto do câmbio como pela queda das importações de mercadorias). Para 2003 não se espera uma contribuição adicional significativa da conta de serviços para a melhoria das transações correntes, principalmente devido ao efeito do aumento da corrente de comércio sobre os gastos com transportes. De todo modo, neste ano, esta conta deverá contribuir com US\$ 3,2 bilhões do ajuste previsto de US\$ 13,8 bilhões nas transações correntes (ou seja, 23%), conforme se pode verificar na tabela 5 a seguir.

Tabela 13
Balanço de Pagamentos
(em US\$ bilhões)

Discriminação	2001	2002 ^P	2003 ^P
Balança Comercial	2,6	12,5	15,7
Serviços	-7,7	-4,5	-4,2
Balanço de Bens e Serviços	-5,1	8,0	11,5
Rendas	-19,7	-19,4	-19,0
Transferências Unilaterais	1,6	2,0	1,6
Transações correntes	-23,2	-9,4	-5,9

Fonte: Banco Central para 2001. Projeções para 2002 e 2003 do Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

- Balança Comercial do Petróleo : uma Nota

Bruno Farias Stern

Até Outubro deste ano houve manutenção de uma tendência de queda nas importações e aumento nas exportações de petróleo. Nesse ponto, ele vem acompanhando e até influenciando a tendência global de melhora de saldos comerciais da economia brasileira. O valor das importações de petróleo continuou abaixo do mesmo período de 2001, embora tenha ficado em nível bem acima do resto do ano nos últimos dois meses. As exportações de petróleo cresceram bastante, sendo mais de 400% superior a outubro de 2001 e estando, no acumulado do ano, mais de duas vezes superior ao último ano. Na análise mês a mês pode-se perceber há uma grande recuperação em relação ao teto alcançado em julho. O Brasil exporta petróleo, pois existe uma diferença de qualidade entre o petróleo produzido e o refinado no país. Essas exportações podem ser percebidas com regularidade a partir do final de 2000.

Apesar da falta de dados mais conclusivos, pode-se perceber que há uma leve redução na receita com a exportação e no dispêndio com importações no acumulado do ano. Provavelmente, ocorrerá redução nessas importações com a inauguração de mais uma unidade na REDUC, especializada na produção de gases derivados.

No total, as importações dos produtos analisados sofreram uma queda no período, seguindo a tendência redução nas importações brasileiras. Nas exportações, a participação cresceu bastante em virtude do aumento da importância do petróleo na pauta de exportações.

TABELA 12 - Balança de Petróleo* (US\$ Milhões, FOB)

	Preço do barril**		Dispêndio		Receita		Saldo
	Valor	Var %	Valor	Var %	Valor	Var %	Valor
jan/dez 00	29,56	-	4.313	-	159	-	-4154
jan/dez 01	26,11	-11,7%	3.924	-9,0%	720	352,8%	-3204
jan/out 01	32,76	-	2.729	-	596	-	-1786
jan/out 02	23,23	-29,1%	2.639	-2,6%	1401	111,0%	-1114

*Petróleo em Bruto

**O preço é relativo apenas até setembro

Fonte: SECEX