

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Outubro de 2002 - Ano 2 – Número 33

## APRESENTAÇÃO

O Instituto de Economia da UFRJ em parceria com a ONIP têm o prazer de apresentar o Carta de Conjuntura, um boletim mensal de informação e análise econômica. Trata-se de um novo produto (de menor periodicidade e tamanho que o Boletim de Conjuntura Trimestral) do grupo de Conjuntura da UFRJ, formado por Professores do Instituto de Economia e colaboradores externos. Sua estrutura compreende as seguintes seções :

**Panorama Geral**  
**Nível de Atividades Industrial**  
**Inflação**  
**Política Fiscal**  
**Setor Externo**

Através destas seções buscamos não apenas informar, mas também esclarecer e analisar o comportamento recente e as perspectivas para um conjunto de variáveis econômicas domésticas, bem como resumir e avaliar criticamente as projeções do mercado para o cenário internacional

## 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  
Silvio 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

Caio Prates – e-mail : conjuntura@ie.ufrj.br

A crise de confiança com que se defronta a economia brasileira permanece extremamente grave, e tem como maior evidência a disparada do dólar, a despeito das intervenções diárias do Banco Central no mercado cambial (e da perda expressiva de reservas daí decorrente) e das medidas fortes que a autoridade monetária vem tomando para deter a alta da moeda estrangeira. Caso as expectativas não comecem a melhorar - como se espera - após as eleições, a perda contínua de reservas levará em poucos meses ao esgotamento das reservas internacionais líquidas (conceito que exclui das reservas os recursos do FMI). Nesta hipótese, o governo ver-se-ia diante das seguintes alternativas: i) autorização do FMI para o uso dos recursos do Fundo para intervenções no mercado de câmbio (ou seja, para o país passar a ter reservas líquidas negativas); ii) interrupção das intervenções do Banco Central no mercado de câmbio para preservar as reservas (o que, se a crise de confiança persistir, levará a nova escalada do dólar); iii) centralização do câmbio. Contudo, conforme se analisará em seguida, se o próximo governo não conseguir reverter a crise de confiança, nenhuma destas três alternativas evitará que, mais adiante, o país seja forçado a suspender os pagamentos da dívida externa. E se a moratória for declarada de forma unilateral, sem o respaldo do FMI, a economia brasileira enfrentará uma crise de grandes proporções, com recessão profunda e forte aumento da inflação. Evitar este cenário catastrófico será o grande desafio do próximo governo nos seus primeiros meses.

De todo modo, a superação gradual da crise de confiança após as eleições continua sendo perfeitamente possível. Para tanto, porém, será indispensável que o futuro governo comece a mostrar logo após 27 de outubro, pelas suas ações concretas (sendo a primeira a escolha da equipe econômica), um compromisso muito firme com a austeridade fiscal e a manutenção da inflação baixa, requisitos essenciais para a reversão das expectativas e a preservação do apoio do FMI para a difícil travessia dos próximos meses. De agora até no máximo meados de 2003, deverá ficar claro para qual dos seguintes cenários a economia brasileira estará caminhando: se para a recuperação da confiança dos investidores, queda do risco-País, retorno do crédito externo, apreciação e em seguida estabilização da taxa de câmbio, redução da taxa de juros e retomada do crescimento; ou se para a moratória da dívida externa negociada (com o apoio do FMI) ou unilateral (de consequências desastrosas). Como estes cenários condicionarão profundamente o comportamento da economia em 2003 e terão efeitos sobre o seu desempenho nos anos seguintes, pode dizer-se que, em boa medida, a sorte do governo eleito em 27 de outubro será decidida até o final do primeiro semestre do próximo ano.

Desde junho, o Banco Central abandonou o regime de flutuação pura do câmbio, passando a fazer intervenções diárias no mercado cambial. E estas intervenções somadas aos pagamentos da dívida externa do governo federal com impacto direto nas reservas já resultaram numa queda das reservas líquidas (reservas brutas menos recursos do FMI) de cerca de US\$ 12 bilhões desde o final de maio (de US\$ 28,7 bilhões em maio para pouco menos de US\$ 17 bilhões atualmente). Mas mesmo com a sua alta sendo reprimida pelas intervenções do Banco Central no mercado de câmbio, a cotação do dólar continuou apresentando forte tendência a se elevar. E em outubro, com a combinação da crise de confiança, extrema escassez de financiamento externo e forte vencimento de títulos e contratos (swaps) cambiais apenas parcialmente renovados pelo Banco Central, as pressões no mercado cambial se intensificaram, e vêm mantendo a cotação do dólar acima de R\$ 3,85 desde o dia 9.

De modo geral, o conjunto de medidas que o Banco Central vem adotando nos últimos meses para tentar deter a alta do dólar tem sido semelhante ao que utilizou no ano passado para enfrentar o mesmo problema: acordo com o FMI para reforçar as reservas internacionais e autorização do Fundo para reduzir o piso das reservas líquidas e dar mais munição ao Banco Central para intervenções no mercado cambial; aumentos adicionais do superávit primário previsto para as contas públicas com o objetivo de aumentar a credibilidade da política econômica; aumentos do compulsório sobre depósitos a prazo, de poupança e à vista; e, recentemente, mudanças na legislação para restringir a exposição cambial dos bancos e elevação da taxa de juros Selic. Só que neste ano, embora estes instrumentos estejam sendo

usados com cada vez mais vigor, o máximo que se tem conseguido é amortecer um pouco a tendência que parece inexorável de alta da moeda estrangeira. E o mais grave é que a subida dólar vem se dando, a despeito de uma perda contínua de reservas líquidas, que obviamente não poderá se estender por muito tempo.

**Tabela 1: Indicadores de Confiança**

Indicador	2/1/2002	20/3/2002	31/7/2002	26-30/8/2002	30/9/2002	11/10/2002
Taxa de Câmbio*	2,31	2,34	3,43	3,09	3,89	3,92
Swaps de 1 ano - Pré X DI	19,84	18,03	29,01	24,45	29,94	27,82
Risco Brasil (EMBI+)	824	698	2.307	1.697	2.396	2.243
Risco dos Emergentes exclusive Brasil (EMBI+)	678	565	630	680	701	683

Fonte: Gazeta Mercantil

\*Não disponível

De fato, mantido o quadro atual de crise grave de confiança e forte pressão no mercado cambial, as reservas líquidas tenderão a se esgotar em alguns meses. Tendo-se em conta o ritmo de perda de reservas por intervenções do Banco Central no mercado cambial dos últimos meses (de quase US\$ 2 bilhões mensais de agosto para cá) e os compromissos de pagamento da dívida externa do governo federal em novembro e dezembro com impacto nas reservas (US\$ 1,4 bilhão), as reservas líquidas recuariam de cerca de US\$ 17 bilhões atualmente para pouco mais de US\$ 10 bilhões no final do ano. Ficariam, portanto, perigosamente próximas do piso de US\$ 5 bilhões estabelecido pelo FMI para estas reservas, e forçariam o novo governo a buscar imediatamente alternativas para enfrentar a crise cambial. Em princípio, as opções seriam: i) suprimir (ou pelo menos reduzir significativamente) as intervenções do Banco Central no mercado cambial, deixando a taxa de câmbio flutuar mais livremente; ii) renegociar com o FMI o piso das reservas líquidas, pedindo autorização para o país passar a ter reservas líquidas negativas (o que equivaleria, na prática, a usar os recursos do FMI incorporados às reservas para intervenções no mercado cambial; iii) centralizar o câmbio. As três alternativas possuem, no entanto, limites claros - como se analisa a seguir - se a crise de confiança não começar a ser superada nos próximos meses.

Não sendo precedida por uma melhora substancial das expectativas, a primeira alternativa - flutuação livre da taxa de câmbio - teria de ser acompanhada inevitavelmente por um "overshooting" da taxa de juros, com o qual o Banco Central tentaria evitar a disparada do dólar e amortecer o impacto inflacionário da desvalorização cambial. Contudo, se as expectativas continuassem muito negativas, a alta da taxa de juros não seria suficiente para impedir uma nova escalada do dólar, e o resultado disso seria uma combinação de aumento significativo da inflação com recessão. Na verdade, mesmo sem uma desvalorização cambial adicional, a taxa de câmbio atual (próxima de R\$ 3,85) já deverá produzir, se não recuar em breve, um aumento significativo da inflação nos próximos meses. Para se ter uma idéia da dificuldade para se conciliar a taxa de câmbio vigente no momento com a manutenção de uma inflação baixa, basta comparar a taxa de câmbio atual com a observada no passado. De acordo com dados apresentados na seção "Setor externo" desta Carta, deflacionada pelo IPCA e pelos preços ao consumidor nos EUA, a taxa R\$/US\$ média de setembro (de R\$ 3,34) encontrava-se, em termos reais, 77% acima da taxa de câmbio real média anual mais elevada da década de 90 (a de 1992), sendo ainda 15% superior à média do período 1984/1986 (pico da taxa de câmbio real nos anos 80). E a taxa de câmbio atual, em torno de R\$ 3,85, situa-se, respectivamente, cerca de 100% e de 30% acima, em termos reais, das médias de 1992 e do período 1984/1986. Parece evidente que uma taxa de câmbio real (R\$/US\$) tão fora do seu padrão histórico não será mantida por muito tempo: ou haverá uma substancial apreciação do câmbio nominal nos próximos meses, ou a inflação terá uma alta expressiva.

Além do seu efeito sobre a inflação, outra dificuldade crucial para a alternativa de deixar a taxa de câmbio flutuar livremente (antes da crise de confiança ser superada) reside no impacto da desvalorização cambial sobre a dívida pública. Atualmente, somando-se a dívida pública externa com a interna indexada ao câmbio, cerca de 50% da dívida pública é corrigida pela taxa

de câmbio. Assim, a desvalorização cambial afeta significativamente a dívida pública e foi basicamente por isto que esta dívida passou de 53% do PIB no início do ano para 66% do PIB em setembro (segundo estimativa preliminar). A trajetória da relação dívida pública/PIB, por sua vez, tem gerado dúvidas crescentes entre os investidores sobre a solvência do setor público. E deixar a taxa de câmbio flutuar livremente num contexto de expectativas ainda muito negativas certamente elevaria ainda mais a dívida pública (via desvalorização cambial), acentuando as desconfiças em relação à economia brasileira.

A segunda alternativa para controlar o esgotamento das reservas líquidas consistiria numa autorização do FMI para que estas possam ser crescentemente negativas. Assim, os recursos disponibilizados pelo Fundo passariam a ser efetivamente utilizados para intervenção no mercado de câmbio, na tentativa de conter a alta do dólar. Esta alternativa poderá, de fato, ser utilizada, desde que o FMI esteja avalizando a política econômica do futuro governo. Mas é pouco provável que o Fundo concorde com o uso de um volume muito expressivo dos seus recursos para cobrir a retração do financiamento externo privado e a fuga de capitais, sobretudo se não existirem sinais claros de reversão das expectativas e de volta, ainda que gradual, do financiamento externo para o país. Neste contexto, provavelmente o próprio FMI preferiria atuar como mediador em um processo de reestruturação da dívida externa, de modo a dividir o ônus da reestruturação com os credores privados, ao invés de simplesmente ceder recursos para pagar dívidas não refinanciadas por estes. Uma indicação de que este seria o caminho se encontra nas propostas que a vice-diretora gerente do FMI vem apresentando para a definição de cláusulas que viabilizem uma espécie de concordata da dívida externa de países em crise cambial. Evidentemente, a possibilidade de uma moratória externa negociada com a intermediação do FMI somente será possível se o Fundo estiver apoiando firmemente a política econômica vigente. E dificilmente uma reestruturação da dívida externa via FMI se concretizará sem custos adicionais para o país, tais como a exigência pelo Fundo de um aumento do superávit primário e de uma redução ainda maior do déficit em conta corrente que viabilize o pagamento dos juros da dívida externa renegociada.

Finalmente, a terceira opção seria a centralização cambial, com as operações no mercado de câmbio passando a depender da autorização prévia do Banco Central. Em defesa desta alternativa, cita-se com frequência o caso supostamente bem sucedido da centralização do câmbio na Malásia em setembro de 1998. Ocorre que a transposição do ocorrido na Malásia para o Brasil de hoje é inteiramente impropriedade. Quando foi feita a centralização cambial na Malásia, este país contava com um enorme superávit na conta corrente do balanço de pagamentos - que atingiu 12,9% do PIB em 1998 -, muito acima do necessário para cobrir as amortizações da sua dívida externa. Assim, a Malásia não necessitava de financiamento externo e suas dificuldades cambiais estavam estritamente associadas à fuga de capitais. E foi este problema que a centralização cambial, ao impor restrições rígidas à saída de divisas, procurou enfrentar. Já a crise cambial brasileira atual é de natureza completamente diferente: reside basicamente na perda do crédito externo e na necessidade de divisas para o pagamento de dívidas não refinanciadas. Fechar a saída de divisas via centralização cambial não resolverá, portanto, o problema central por trás da pressão no mercado cambial. E mesmo o benefício cambial proporcionado por restrições à saída de divisas poderá ser anulado pela presumível redução de entrada de capitais que se seguirá à centralização do câmbio - seja de investimentos diretos estrangeiros, seja de empréstimos externos ( que, embora em pequena escala, ainda continuam fluindo para o país).

É possível que tendo o apoio do FMI a centralização cambial acabe não tendo um impacto muito negativo sobre a confiança dos investidores externos. Ainda assim, dificilmente após o governo tomar uma medida deste tipo, a economia brasileira voltará a receber, em prazo curto, o financiamento externo de que necessita para cobrir o seu déficit em conta corrente e as amortizações da dívida externa. E se a retração do financiamento externo persistir, a centralização cambial, ao invés de ser uma alternativa à moratória - como será apresentada -, tornar-se-á na prática uma etapa preliminar à suspensão dos pagamentos da dívida externa. Por outro lado, se a centralização do câmbio for uma decisão do governo não respaldada pelo FMI, o

financiamento externo ainda existente virtualmente desaparecerá. E a escassez de divisas levará em pouco tempo à decretação de uma moratória unilateral.

Em suma, se a crise de confiança e a severa retração do financiamento externo continuarem, as reservas líquidas tenderão a se esgotar em alguns meses, e as alternativas para enfrentar esta situação não evitarão que, mais adiante, o país tenha de suspender o pagamento da dívida externa. A alternativa de deixar o câmbio flutuar livremente para preservar as reservas internacionais não poderia ser usada por muito tempo, porque inviabilizaria o controle da inflação e teria forte impacto sobre a dívida pública, aumentando ainda mais os receios dos investidores quanto à solvência fiscal. Os recursos do FMI - ao contrário do que muitos colocam - somente em parte poderão ser usados para suprir a deficiência de financiamento externo em 2003, porque é muito improvável que o Fundo autorize o País a ter reservas líquidas crescentemente negativas, se não houver uma perspectiva clara de melhora das expectativas e retomada do financiamento externo privado. E uma eventual centralização cambial não resolveria o problema da escassez de divisas porque esta decorre essencialmente da falta de crédito externo para a rolagem das dívidas, e não da fuga de capitais. Portanto, mantido o quadro atual de expectativas muito adversas e ausência de financiamento externo, o país caminhará mais cedo ou mais tarde para a moratória da dívida externa. Embora muitos analistas, principalmente estrangeiros, estejam muito preocupados com a solvência do setor público e a possibilidade de moratória da dívida pública, este risco é muito pequeno: a dívida pública é predominantemente interna, e no limite poderá ir sendo monetizada, de modo que o risco maior neste caso é de aumento da inflação e não de moratória. Mas a moratória da dívida externa será uma possibilidade bem concreta, se as fontes de desconfiança atuais dos investidores em relação à economia brasileira não forem superadas.

Caso o país seja forçado a suspender o pagamento da dívida externa, dois cenários podem ser visualizados: i) o de uma reestruturação negociada da dívida externa com o respaldo do FMI; ii) o da decretação de uma moratória unilateral. No primeiro caso, o impacto sobre a economia brasileira provavelmente não seria tão negativo. Mas o ajuste forçado da conta corrente do balanço de pagamentos proveniente de uma forte restrição do financiamento externo (inclusive pela retração no momento inicial dos investidores diretos estrangeiros) tenderia a inviabilizar a retomada do crescimento em 2003 (possivelmente a economia passaria por uma pequena recessão no próximo ano). Já no cenário de moratória unilateral, a virtual interrupção do ingresso de capitais no País tornaria inevitável um ajuste muito forte da conta corrente, que muito provavelmente resultaria numa combinação de recessão profunda e alta significativa da inflação.

De qualquer forma, há boas chances de que após as eleições as desconfianças sobre os rumos da economia no próximo governo comecem a ser dissipadas. E isto se refletiria numa queda do risco-País, na volta gradual do financiamento externo e na valorização nominal da moeda nacional, com o que aos poucos os riscos dos cenários de moratória da dívida externa acima apontados (moratórias negociada ou unilateral) tenderiam a ser afastados. A possibilidade deste cenário benigno se concretizar tem como premissa básica que as incertezas sobre a futura política econômica venham tendo, de fato, um papel decisivo na crise atual. Caso, como muitos defendem, esta crise tenha pouco a ver com as eleições, e seja muito mais o resultado da fragilidade dos fundamentos da economia brasileira e do aumento da aversão global ao risco, não haveria nenhuma razão para esperar que, nos próximos meses, a crise de confiança possa ser superada: nem as fragilidades da economia brasileira poderão ser substancialmente reduzidas em prazo tão curto, nem é de se esperar que o contexto atual de aversão ao risco sofra muita alteração no futuro imediato.

Há, contudo, fortes razões para que se atribua à transição política e às incertezas sobre a condução da política econômica a partir de 2003 um peso muito importante na extraordinária deterioração das expectativas nos últimos meses. Por certo, a vulnerabilidade da economia brasileira (dependência elevada de financiamento externo, dúvidas sobre a solvência do setor público provenientes da trajetória desfavorável da relação dívida pública/PIB, etc) e a aversão ao risco hoje existente no mundo vêm amplificando enormemente o efeito negativo sobre as expectativas associado ao quadro eleitoral. Mas não há nenhuma razão para se supor que, sem

a presente questão eleitoral, estes fatores teriam força suficiente para produzir um impacto negativo sobre as expectativas sequer remotamente comparável ao observado nos últimos meses.

Não obstante as fragilidades da economia brasileira e a aversão global ao risco (reforçada, no que se refere ao Brasil, pela quebra da Argentina no final de 2001), o dólar vinha apresentando uma tendência de queda desde outubro de 2001, tendo recuado no início de abril para menos de R\$ 2,30, o risco-Brasil (EMBI+) chegou a cair em meados de março para menos de 700 pontos, e vinha acompanhando de perto a trajetória do risco médio dos demais emergentes - como, aliás, ocorreu em regra nos últimos anos -, as empresas vinham rolando sem dificuldade as suas dívidas no exterior, e o governo brasileiro chegou, inclusive, a pagar antecipadamente, em abril, US\$ 4,4 bilhões de um empréstimo que tomara no ano anterior junto ao FMI. Porque o quadro econômico mudou de forma tão drástica de abril para cá? Será que houve uma súbita piora dos fundamentos da economia brasileira, ou um aumento dramático da aversão global ao risco, que tenha levado a uma mudança radical na disposição dos investidores estrangeiros de financiarem a economia brasileira? Certamente não foram estes os problemas.

O cenário externo sem dúvida piorou bastante, e a forte queda das bolsas nos EUA nos últimos meses é um indicador disto. Mas o impacto do cenário externo negativo no risco-País das economias emergentes exclusive Brasil foi uma elevação do seu risco médio (EMBI+) de 565 pontos em março para cerca de 700 pontos atualmente (tabela 1). Já o risco-Brasil, que estava em 700 pontos em março, tem-se mantido em mais de 2000 pontos nas últimas semanas. Ou seja, houve um descolamento completo do risco-País em relação ao risco médio dos demais emergentes, que obviamente reforça a idéia de que a nossa crise resulta, sobretudo, de fatores domésticos. Quanto aos fundamentos, um dos aspectos mais marcantes do desempenho da economia brasileira nos últimos meses vem sendo a extraordinária aceleração da virada da balança comercial e da redução do déficit em conta corrente (que fora retomada desde meados do ano passado). E isto significa que a dependência de financiamento externo vem sendo reduzida de forma expressiva no período recente: o déficit em conta corrente, que estava em US\$ 27,4 bilhões em julho do ano passado (fluxos de 12 meses) deverá ficar em torno de US\$ 13 bilhões em 2002.

É certo, porém, que, em decorrência da forte desvalorização cambial, nos últimos meses a relação dívida pública/PIB deu um enorme salto. E embora este fato tenha sido uma consequência (via desvalorização da moeda nacional) e não causa da crise de confiança que atingiu a economia brasileira, a trajetória da dívida pública tem sido objeto de crescente preocupação por parte dos investidores. E este aspecto faz com que um compromisso muito firme do futuro governo com a austeridade fiscal, que mostre uma preocupação efetiva com a solvência do setor público, seja cada vez mais um requisito indispensável para a restauração da confiança nos rumos da economia.

Diante da gravidade da situação atual - e dos poucos meses que terá o próximo governo para evitar que a crise cambial tenha como desfecho a moratória da dívida externa -, será essencial que, já no período entre a eleição e a sua posse, o governo eleito produza fatos suficientemente fortes para que as desconfianças em relação à futura política econômica comecem a ser desfeitas. Neste período, as principais ações do presidente eleito que poderão exercer esta função são: i) a escolha de uma equipe econômica, e em especial de um presidente do Banco Central, de elevada reputação e que inspire confiança no mercado financeiro nacional e internacional; ii) o encaminhamento ao Congresso (negociado com o atual governo) de um projeto de autonomia operacional para o Banco Central - o que seria um indicador muito relevante do compromisso do novo governo com a manutenção da inflação baixa; iii) uma atuação em relação ao orçamento da União para 2003, a ser aprovada pelo Congresso até o final do ano, que reafirme de forma inequívoca o compromisso do próximo governo com a austeridade fiscal (o que significa, entre outras coisas, que não será dada qualquer sinalização de aumentos para o salário mínimo e para o funcionalismo público inconsistentes com a meta de superávit primário acertada com o FMI).

Finalmente, nos primeiros meses de 2003, outros obstáculos também terão de ser superados para que o processo de recuperação da confiança dos investidores na condução da política econômica continue avançando. Dois, em particular, devem ser destacados: i) a pressão de estados e municípios para renegociação de suas dívidas com a União; ii) a primeira avaliação do FMI do desempenho da economia sob o novo governo (a ser realizada no final do primeiro trimestre). Como os acordos de renegociação das dívidas dos estados e municípios com a União constituem a principal garantia de que os governos subnacionais gerarão superávit primário compatível com a meta fiscal (por estes acordos parte da receita tributária dos estados e municípios se destina obrigatoriamente a pagar juros para a União, que anteriormente assumira suas dívidas), fazer concessões a estes quanto ao pagamento das suas dívidas poderá por em risco a meta definida. E garantir o cumprimento das metas acertadas com o FMI para o primeiro trimestre de 2003 que constituem “critério de desempenho” e condicionam a liberação de recursos para o país será obviamente um fator crucial para a credibilidade da política econômica do novo governo.

Pelo conjunto de obstáculos acima percebe-se que, no período que se estenderá da eleição em 27 de outubro até a avaliação do desempenho da economia pelo FMI a ser realizada no final do primeiro trimestre de 2003, o novo governo será submetido a um duro teste. Mas é do seu êxito nesta travessia que dependerá, em boa medida, a possibilidade de superação da crise de confiança que atinge a economia brasileira. Caso isto não ocorra, os riscos de um cenário desastroso - que combinaria moratória unilateral, recessão profunda e forte alta da inflação - serão crescentes.

**Tabela 2: Projeções para 2002**

	Projeções Média do Mercado *	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	7,14	8
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	1,31	1,30
Contas Fiscais (em % do PIB)		
Saldo Primário	3,88	3,88
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	9,50	10,8
Déficit em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	14,40	13,00
Taxa de Câmbio		
Final do Ano	3,20	3,50
Taxa Selic		
Final do Ano	18,00	22,00

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

\* Segundo levantamento do Banco Central - Focus de 11/10/2002

## Indústria em Agosto : produção estável, até quando?

Paulo Gonzaga, Silvio Salles – e-mail: conjuntura@ie.ufrj.br

O pior não aconteceu, pelo menos até agora, e a atividade industrial, apesar do ambiente adverso (ex: risco Brasil, dólar em alta, rendimento em queda), vem mantendo seu patamar produtivo estável nos últimos três meses (junho a agosto)., graças basicamente aos resultados obtidos nas áreas de extração e refino de petróleo, e dos setores mais próximos ao processamento e exportação de produtos de origem agrícola. Dado o contexto de pessimismo quase generalizado, este resultado é sem dúvida favorável.

No índice com ajustamento sazonal, a indústria geral teve um incremento de apenas 0,3% e seu perfil de crescimento foi típico de períodos estagnação, com quedas em bens de capital (-2,2%) e bens de consumo duráveis (-1,2%), que são os segmentos mais sensíveis às expectativas quanto ao futuro e também às taxas de juros. Após o forte declínio em maio, ambos os setores tinham registrado taxas positivas em junho e julho. A produção de bens intermediários ficou virtualmente estável (0,1%) e a de semiduráveis e não duráveis assinalou um aumento de 1,2%.

No confronto com igual mês do ano anterior (tabela 3) o acréscimo de produção foi de 0,9%. Neste mês se faz sentir com nitidez a influência da base de comparação deprimida, que tem o sinal exatamente inverso (ou seja, é especialmente alta) em alguns segmentos que se beneficiaram do racionamento, tais como: Bens de capital para energia elétrica (-48,4%), condutores elétricos (-21,6%). Já eletrodomésticos, cuja demanda foi muito afetada pela crise em 2001, agora aponta incremento de 23,6%. Outro ponto a destacar em agosto é a perda de dinamismo de alguns setores ligados à agroindústria, em especial os que utilizam matéria prima importada e portanto são mais sensíveis à alta do dólar e a movimentos especulativos com estoques como é o caso de adubos e fertilizantes (-2,7%) e moagem de trigo (-8,4%). Dentre os que apontaram desaceleração destacam-se aves abatidas (4,8% ante 10,1% no acumulado do ano), abate de animais (-0,2 frente a 7,2% no acumulado janeiro-agosto) e açúcar (5,0% contra 9,8%) álcool (0,2% versus 15,5%). Bens de capital para agricultura, no entanto, continuou com um expressivo incremento (34,5%), bem acima da média do ano (15,9%), assim como refino de óleos (12,4% e 4,7%, respectivamente). Ainda é cedo, portanto, para afirmar que a agroindústria como um todo tenha perdido dinamismo e que os resultados deste mês estejam apontando uma tendência neste sentido.

**TABELA 3 - Produção Industrial (%) 2002/2001 – Setores Selecionados**

<b>Setores Selecionados</b>	<b>Jan-Ago 02/Jan-Ago 01</b>	<b>Ago 02/Ago 01</b>
<b>Bens de Capital</b>	-2,3	-10
para indústria	-3,3	-12,9
para agricultura	15,9	34,5
para energia elétrica	-17,1	-48,4
<b>Bens Intermediários</b>	1	2,7
petróleo e gás	14	16,2
fertilizantes e adubos	17,2	-2,7
petroquímica básica	-3,1	10,5
siderurgia	2	12,3
condutores e mat elétricos	-15,4	-21,6
celulose e pasta mecânica	9	16,4
óleos vegetais em bruto	6,9	10,1
<b>Bens de Consumo Duráveis</b>	-2,2	6,2
automóveis	-12,3	-14,3
eletrodomésticos	1,6	23,6
<b>Bens de Consumo semiduráveis e não duráveis</b>	-2,2	6,2
calçados	-1,6	-9,9
aves abatidas	10,1	4,8
abate de animais e prep de carnes	7,2	-0,2
<b>Indústria Geral</b>	0,5	0,9

Fonte: IBGE/DPE/Departamento de Indústria -PIM-PF

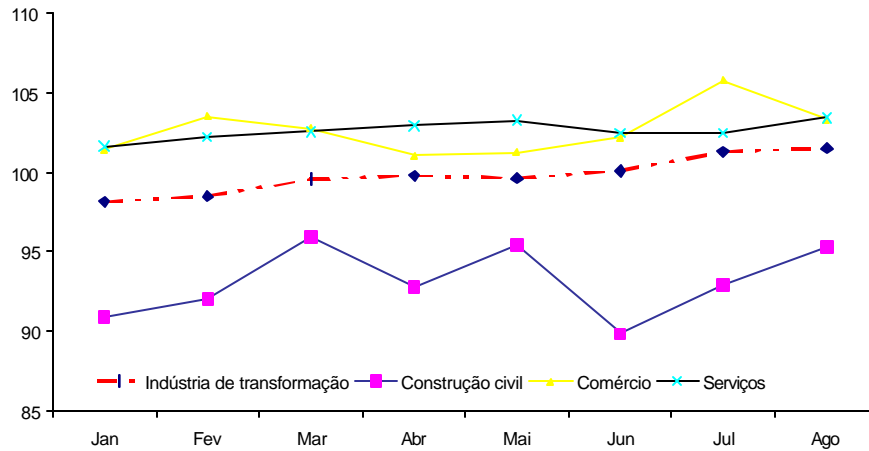
Ainda nesta comparação, cabe assinalar o resultado negativo dos principais segmento de bens de capital (bens de capital para a indústria -10,0%) e bens de consumo duráveis (automóveis -14,3%) e a performance positiva de importantes indústrias de insumos básicos: petróleo e gás (16,2%) siderurgia (12,3%) e celulose e pasta mecânica (16,4%). As duas últimas, têm parcela expressiva de sua produção voltada para o mercado externo e portanto estão sendo beneficiadas pela alta do dólar.

O bom desempenho dos indicadores sobre o mercado de trabalho também pode ter contribuído para sustentar a demanda na área de bens não duráveis. Os números da Pesquisa mensal de Emprego (PME) mostram que, desde o início do ano, nos setores de comércio e serviços o nível de ocupação supera o do ano passado e, mais recentemente, este comportamento também se verifica na indústria (gráfico 1). Vários fatores contribuíram para isso, como a queda na inadimplência estimulando as vendas no varejo, o ano eleitoral movimentando muitos empregos temporários e também o impacto do pagamento do FGTS. Como o terciário é intensivo em mão-de-obra, estes estímulos rapidamente refletem no emprego. Outro dado a destacar é que, apesar do contexto adverso, em metade dos meses do ano e especial em agosto, a proporção dos ocupados com carteira assinada foi superior a de 2001 (gráfico 2), Cabe destacar, no entanto, que o rendimento médio real mantém a trajetória de perda que vem caracterizando seu comportamento há algum tempo.

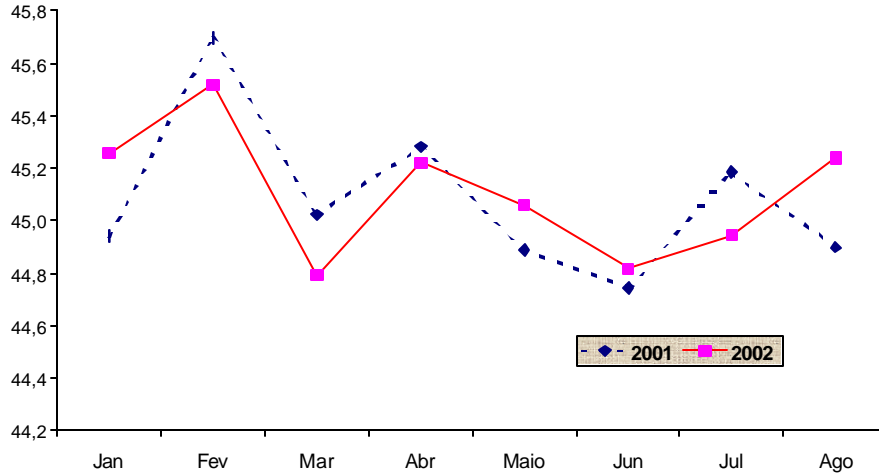
Com a proximidade da definição da sucessão presidencial e com a piora no ambiente internacional, que aponta para um redução no crescimento da economia mundial, o cenário para a atividade econômica brasileira ficou ainda mais desfavorável. A recente elevação dos juros básicos, que atingem, seu nível mais elevado dos últimos 40 meses, limita ainda mais as possibilidades de o setor industrial manter esse quadro de estabilidade que marcou seu desempenho nos últimos meses. Nem

mesmo a relativa redução nos níveis de estoque, apontada nas sondagens conjunturais, numa fase caracterizada pela concentração das encomendas do comércio, deve ser capaz de impedir uma desaceleração mais clara da atividade produtiva nos próximos meses.

**GRÁFICO 1 - Ocupados por setor de atividade**  
(base: igual mês do ano anterior = 100)  
2002



**GRÁFICO 2 - Proporção (%) dos ocupados com carteira assinada 2001-2002**



Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho – E-mail : thadeu@ie.ufrj.br

O índice IPCA de inflação registrou crescimento de 0,72% no mês de setembro ante uma variação de 0,65% do mês anterior. O crescimento desse índice no ano é de 5,6% e 7,9% em 12 meses. No mesmo mês do ano passado a inflação era de 0,28%, demonstrando que os preços em 2002 estão mais pressionados do que no ano passado. O resultado de 0,72% do mês surpreende o mercado, que esperava uma variação em média por volta de 0,40%.

A maior pressão no índice advém do segmento cuja variação é determinada livremente pelo mercado, também chamada de preços livres. Dividindo o índice em livres e administrados, verifica-se que o primeiro tem sido o grande responsável pela inflação nos últimos dois meses. Enquanto os preços administrados variaram 0,2% os livres registraram crescimento de 2% no período. Isso se deve a acentuada desvalorização do Real frente ao Dólar no ano e o crescimento do repasse da taxa de câmbio para a inflação. O que acontece é que os preços relativos entre os dois componentes estão fortemente distorcidos desde janeiro de 2000, logo após a primeira maxidesvalorização da taxa de câmbio. Devido ao fraco desempenho da economia, os preços livres cresceram muito abaixo da média (IPCA), pois não conseguia repassar os aumentos dos custos, dado pela desvalorização, aos preços finais. Por outro lado, os preços administrados pelo governo cresceram muito acima do IPCA pois são em grande parte, baseados em contratos de indexação plena pelo índice IGP-M, que capta com grande magnitude, as variações da taxa de câmbio. Essa distorção de preços relativos levou ao surgimento de um repasse represado de custos das firmas que viria a impactar na inflação assim que a economia reaquecesse ou quando a pressão de custos se tornasse intolerável. O último está acontecendo primeiro e a diferença entre os dois segmentos tende a se reduzir na medida que o governo esta segurando a inflação dos administrados.

**GRÁFICO 3 - DIVISÃO DO IPCA - LIVRES X ADMINISTRADOS (BASE DEZ99=100)**

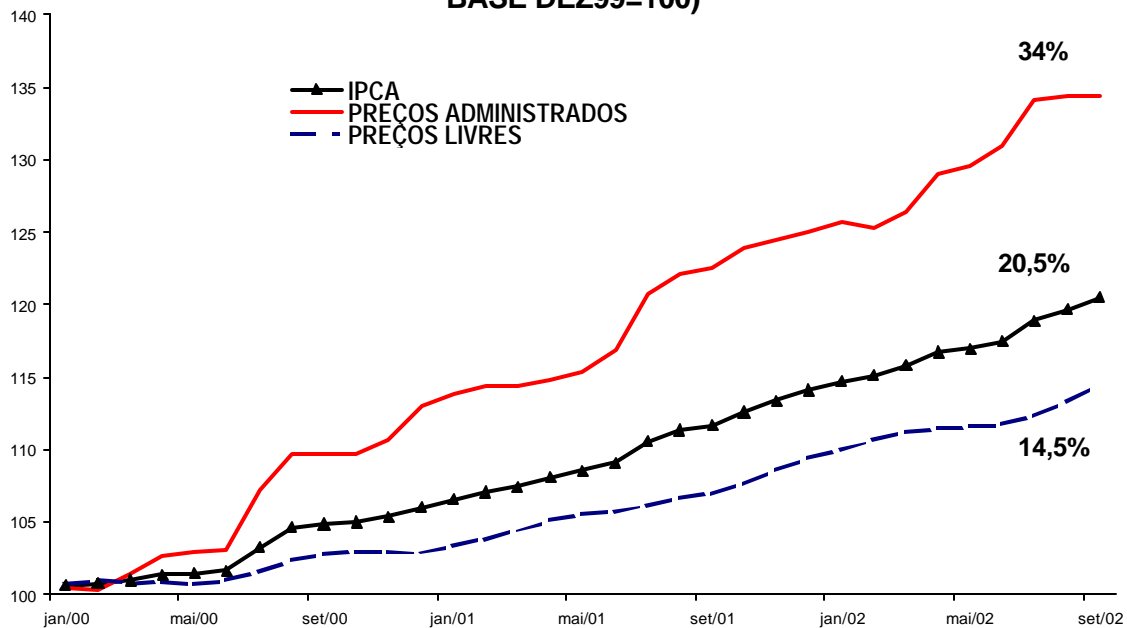
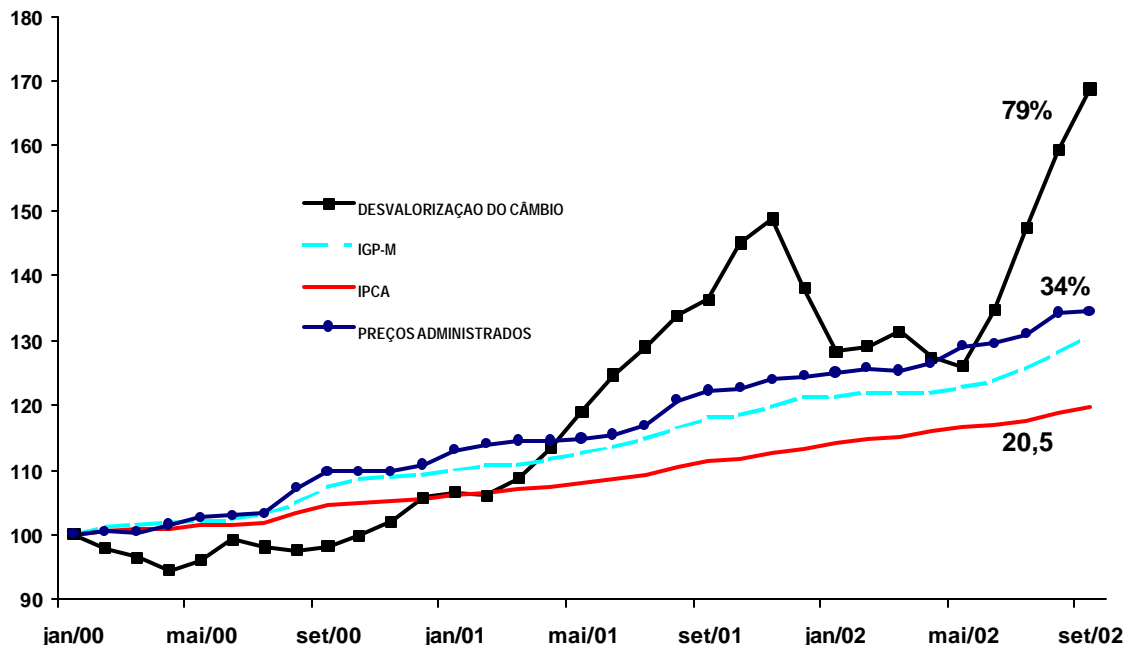


GRÁFICO 4 - DIVISÃO DO IPCA - LIVRES X ADMINISTRADOS ( BASE DEZ99=100)



Dentre os segmentos que compõem o IPCA, Alimentos respondeu sozinho por 0,4 ponto do total de 0,72 da inflação do mês. No ano, a contribuição desse segmento é de 1,3 pontos percentuais ou 23% do total do índice. O repasse da taxa de câmbio tem sido o principal componente de pressão na variação do segmento e a tendência é que continue gradualmente por muitos meses. Os demais segmentos permaneceram relativamente sobre controle, com destaque para Habitação que registrou deflação no mês. Vale mencionar que este é o segmento com maior variação no ano pois engloba itens de forte indexação com o dólar, tais como : energia elétrica, gás e taxa de água e esgoto.

**TABELA 4 : IPCA - SEGMENTOS**

	VARIAÇÕES			CONTRIBUIÇÕES	
	NO MÊS	NO ANO	12 MESES	NO MÊS	NO ANO
<b>Índice Geral</b>	<b>0,7</b>	<b>5,6</b>	<b>7,9</b>	<b>0,7</b>	<b>5,6</b>
Alimentação e bebidas	2,0	5,7	8,9	0,4	1,3
Habitação	-0,4	8,9	10,9	-0,1	1,4
Artigos de residência	1,7	5,1	8,9	0,1	0,3
Vestuário	0,6	5,5	9,1	0,0	0,3
Transportes	0,3	2,4	4,5	0,1	0,5
Saúde e cuidados pessoais	0,6	5,7	7,5	0,1	0,6
Despesas pessoais	0,6	4,4	6,6	0,1	0,4
Educação	0,4	7,7	8,2	0,0	0,4
Comunicação	0,1	11,1	11,2	0,0	0,4

Fonte : *Elaboração própria a partir de dados do IBGE*

O índice IE/UFRJ de energia, que contempla os principais itens relacionados a combustíveis e energia, apresentou inflação em setembro de 0,4%. No acumulado do ano a inflação é de 9,3% e 13,9% em 12 meses. O baixo resultado do mês é consequência da interrupção de correção dos preços desse setor segundo a metodologia de preços internacionais. O Banco Central no último relatório trimestral estimou que o preço da gasolina deverá variar 3,3% em 2002, logo o preço segundo essa ótica terá crescimento de aproximadamente 4,9% (dado que no ano a variação deste é de -1,6%) . Para o preço do gás de bujão, a previsão do BC é de 25%, número esse que aponta para uma inflação desse item de 2% até o final do ano. Finalmente, para a energia elétrica a mesma previsão aponta para uma inflação de 3,8% para o restante do ano.

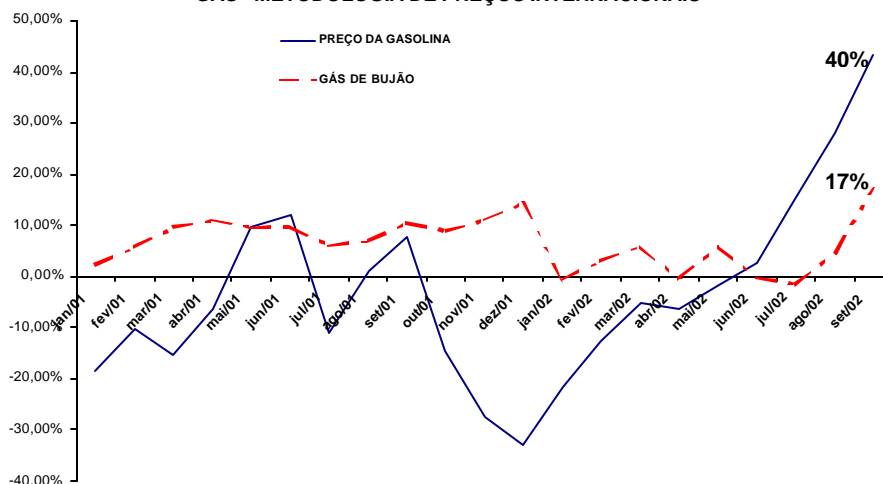
**TABELA 5 : IPCA - IE/UFRJ ENERGIA**

	VARIAÇÕES			2003
	NO MÊS	NO ANO	12 MESES	ANO*
<b>Índice Geral IE/UFRJ Energia</b>	<b>0,4</b>	<b>9,3</b>	<b>13,9</b>	<b>23,0</b>
Domésticos	-7,3	22,6	27,7	10,0
Energia Elétrica Residencial	0,6	16,8	20,2	20,7
Gasolina	0,0	-1,6	1,9	30,0
Alcool	4,3	-8,9	-7,1	18,0
Óleo Diesel	-1,4	21,5	28,6	40,0

Fonte : *Elaboração própria a partir de dados do IBGE*

\* *Variações estimadas pelo IE/UFRJ*

**GRÁFICO 5 - CORREÇÃO ESPERADA NO PREÇO DA GASOLINA E NO GÁS - METODOLOGIA DE PREÇOS INTERNACIONAIS**



A previsão da inflação desse segmento para 2003 é de 23% e leva em conta dois fatores: i) repasse repesado da taxa de cambio em 2002 ii) desvalorização nula para o taxa de câmbio no próximo ano. Por fim, o preço da gasolina deveria crescer em torno de 40% e do gás 17% se fosse aplicada a metodologia de preço internacionais. A repressão desse dois preços em 2002 está levando uma pressão maior para o próximo ano, dado as condições de volatilidade no preço do Dólar.

A previsão de inflação do IE/UFRJ foi revista de 7,1% para 8% no ano. O aumento da previsão espelha principalmente o avanço da inflação dos preços livres. Inicialmente, a idéia era que fechassem o ano em torno de 6%. A desvalorização acentuada do Real, o aumento do repasse cambial e o crescimento do núcleo da inflação são os motivos principais da revisão da expectativa acerca dos livres. O núcleo da inflação além de representar muito bem o movimento crescente dos preços livres, reflete também, a tendência da inflação de longo prazo. Essa medida de inflação esta subindo consideravelmente, seja pelo método de exclusão ou das medianas. A inflação desses dois métodos saltou de 0,38% e 0,48% em agosto para 0,62% e 1% respectivamente. O método da mediana reflete melhor o comportamento do núcleo em setembro pois não exclui os alimentos como faz o de exclusão. O comportamento de alimentos em setembro apresenta características importantes para a formação da inflação no mês. Portanto, o crescimento de 0,48% para 1% pela mediana preocupa na medida que espelha uma tendência crescente da inflação dos livres no longo prazo (gráfico na nota metodológica). A previsão para o final do ano dos preços livres acompanha o movimento de 12 meses, que está em 7,1%. Acrescentando a expectativa de 10% para os preços administrados, a inflação do IPCA terminaria o ano em 8%.

**TABELA 6 : PREVISÃO DO IPCA EM 2002 ( em % aa)**

	2002		2003	
		i	ii	iii
<b>Índice Geral</b>	<b>8</b>	<b>7,30</b>	<b>10,60</b>	<b>23,20</b>
Preços Administrados	10,0	7,90	16,30	19,00
Preços Livres	7,1	7,00	8,00	25,00

Fonte : Elaboração própria a partir de dados do IBGE

\* Variações estimadas pelo IE/UFRJ com peso de 31,5% para os preços administrados

Em 2003, a previsão do IE/UFRJ se divide em três cenários. Denominamos o cenário i otimista, o ii intermediário e o iii pessimista. Devido a dificuldade de previsão do comportamento da economia no próximo governo, a elaboração de um único cenário se torna um trabalho muito difícil e com grande probabilidade de erro. Entretanto, o cenário ii apresenta maior probabilidade do que os cenários que expressam os comportamentos extremos.

## **NOTA METODOLÓGICA : MEDIDAS DE NÚCLEO DE INFLAÇÃO**

A literatura sobre medidas de núcleo de inflação é bem recente e não existe uma definição única sobre esse conceito. Entretanto, avaliamos como núcleo da inflação um método criado para capturar a persistência dos componentes não transitórios da inflação. Esses componentes estão na maioria das vezes associados com pressões de demanda sobre a capacidade de produção, choques nos preços relativos e mudanças de expectativas. A medida de núcleo esta diretamente associada com o conceito de tendência da inflação.

O conceito de núcleo de inflação é uma ferramenta importante para o Banco Central tomar decisões de política monetária pois ajuda a separar da inflação os choques temporários, que não devem ser levados em conta na decisão ótima das autoridades monetárias. O regime de metas de inflação assume que o Banco Central conhece essa medida e toma suas decisões de fixação de juros no curto prazo de acordo com a trajetória futura de inflação.

No Brasil, o cálculo do núcleo de inflação se tornou fundamental a partir de 1999 quando o governo decidiu adotar o método de metas de inflação e se deparou com sucessivos choques de oferta e de expectativas externo que terminaram por impactar a economia e a taxa de inflação. No caso brasileiro, a taxa de câmbio foi o fator de pressão resultante dos sucessivos choques adversos. Nesse cenário, a medida de núcleo de inflação se torna fundamental para separar os efeitos permanentes dos transitórios da taxa de inflação e assim evitar que o Banco Central suba os juros indevidamente a fim de abortar as expectativas de inflação.

O IE/UFRJ a partir de agora apresenta mês a mês as seguintes medidas de core inflation: i) método de exclusão; ii) método das medianas ; iii) método dos preços livres. Essas três medidas englobam tudo que há de mais relevante no conceito de núcleo de inflação.

Primeiro, o método de exclusão apresenta a inflação livre dos impactos dos preços administrados e alimentos in natura. A idéia por traz desse método é de subtrair da inflação os impactos dos preços com variação administrada pelo governo e dos alimentos que apresentam fortes características de sazonalidade. O resultado então é uma inflação que expõe uma tendência evidente do comportamento futuro da inflação.

$$\Pi_{ipca} = \Pi_{adm} * a_1 + \Pi_{livres} * a_2 \quad (1.0)$$

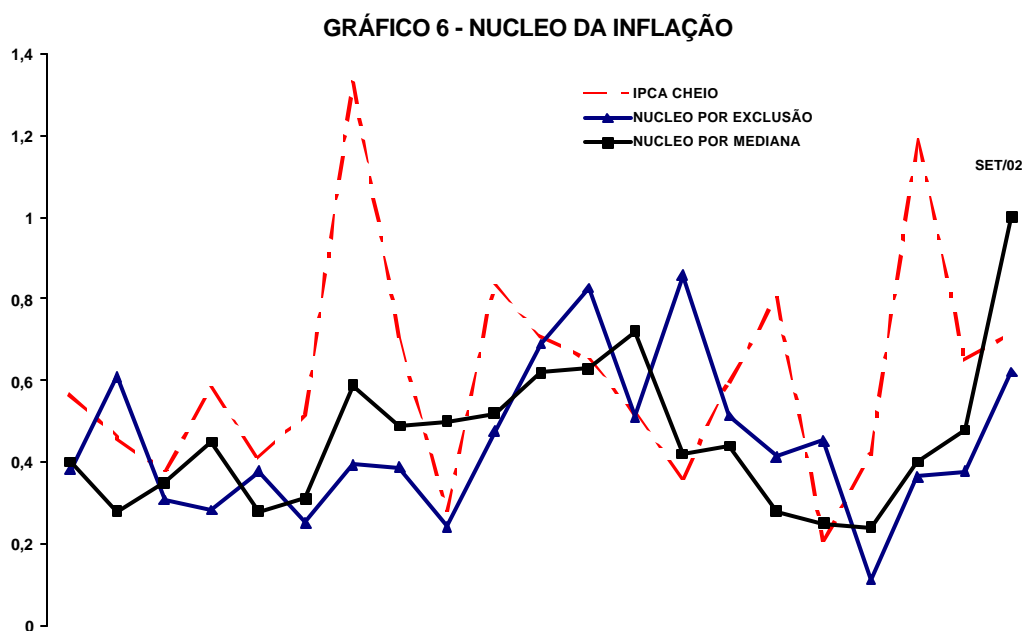
$$\Pi_{livres} = \Pi_{alimentos\_in\_natura} * b_1 + \Pi_{core\_exclusão} * b_2 \quad (2.0)$$

$$b_1 + b_2 = 1$$

$$\Pi_{core\_exclus\tilde{a}o} = \frac{\Pi_{ipca} - \Pi_{adm} * a_1 - \Pi_{alimentos\_in\_natura} * b_1}{b_2} \quad (3.0)$$

O Gráfico 1 abaixo apresenta a inflação do IPCA cheio x Núcleo por Exclusão desde a implementação da meta de inflação em 1999. Alternativamente apresentamos o método da mediana. A mediana é uma medida de tendência central que reflete o valor central ou a média aritmética dos dois valores centrais. O método da mediana para o cálculo do núcleo da inflação permite saber como esta variando o centro da inflação, isto é, a tendência central da inflação (Gráfico 2).

O núcleo da inflação que se encontrava em queda até o segundo trimestre do ano, apresenta um ponto de inflexão em julho e a partir daí cresce indefinidamente. Este comportamento se deve sobretudo a desvalorização acentuada do Real frente ao Dólar. O repasse cambial sobre índice começa a ganhar força e mover a tendência da inflação. Na medida que o repasse cambial se prolonga em vários períodos, a tendência desse índice é que continue subindo acompanhando um movimento de aumento geral dos preços.



Margarida Gutierrez – e-mail: margarida@ie.ufrj.br

A administração da dívida consolidada do setor público enfrenta atualmente dois grandes desafios: a elevada exposição cambial e as difíceis condições de rolagem dos títulos que estão vencendo em poder do mercado, provocando não apenas um rápido encurtamento do perfil da dívida a partir de abril deste ano como também o refinanciamento a juros mais elevados. Além disso, parte da dívida cambial não tem sido integralmente rolada, e, portanto, paga em moeda aumentando a liquidez do sistema e obrigando o Banco Central a enxugamentos diários através de operações compromissadas (overnight) para evitar maiores pressões no mercado de câmbio ou mesmo a fuga para ativos reais com conseqüências perversas sobre a inflação.

O principal indicador de solvência do setor público, a relação Dívida/PIB, atingiu 58,3% em agosto, mês em que o câmbio sofreu valorização em relação à julho. A dívida pública foi de R\$ 784,06 bilhões, sendo que 43,3 % indexada ao câmbio (Tabela 7). Em setembro, o novo repique cambial certamente já elevou o indicador para algo em torno de 65%, inviabilizando também o cumprimento da meta indicativa com o FMI (o descumprimento não implica em bloqueio de recursos) de uma dívida pública de até R\$ 810,0 bilhões no final do mês.

**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
dívida/PIB	49,4	49,3	53,1	55,1	54,7	54,6	54,6	55,7	58,1	61,9	58,3
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
(a) Interna	78,9	80,2	80,2	79,9	80,9	81,0	80,7	80,2	78,9	75,7	76,2
(i) Indexada ao Câmbio	19,4	19,9	27,0	27,2	26,7	26,4	25,7	25,3	26,0	23,5	19,5
(ii) Não Indexada ao Câmbio	59,5	60,3	53,2	52,7	54,2	54,6	55,0	54,8	52,8	52,3	56,7
(b) Externa	21,1	19,8	19,8	20,1	19,1	19,0	19,3	19,8	21,1	24,3	23,8
Dívida Pública Indexada ao Dólar (i) + (b)	40,5	39,7	46,8	47,3	45,8	45,4	45,0	45,2	47,2	47,7	43,3

Ao longo do ano, os fatores que condicionaram a elevação da dívida em R\$ 123,19 bilhões foram basicamente a desvalorização cambial incidente sobre o estoque da dívida, cujos efeitos não são definitivos, contribuindo com R\$ 91,89 bilhões, e o pagamento de juros nominais (internos e externos) no valor de R\$ 60,68 bilhões, parcialmente influenciado pela taxa de câmbio (parcela da dívida interna com correção cambial e dívida externa). Os ajustes patrimoniais (esqueletos e privatizações) somaram liquidamente apenas R\$ 7,0 bilhões ao estoque da dívida. O contexto adverso reduziu expressivamente a importância relativa do resultado primário (R\$ 37,35 bilhões) como fator redutor do endividamento público (Tabela 8).

**Tabela 8: Variação da Dívida Líquida Consolidada do Setor Público**

Fluxo em R\$ milhões	Jan a out/01	jan a dez/01	jan/02	Jan a ago/02
Juros Internos	59549	72112	6808	50001
Juros Externos	11417	14331	1245	10688
Variação cambial sobre estoque da dívida interna atrelada ao dólar	47806	19182	7296	49876
Variação cambial sobre estoque (em reais) da dívida externa líquida	28228	10619	6203	42023
Esqueleto	9048	26004	8458	10697
Privatizações	-115	-980	-183	-3637
Superávit primário	-44233	-43655	-5448	-37358
Outros	91	90	41	904
<b>Total</b>	<b>111791</b>	<b>97703</b>	<b>24419</b>	<b>123194</b>

Fonte: Banco Central

Os fluxos acumulados em 12 meses mostram que a necessidade de financiamento público (receitas menos despesas inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 47,1 bilhões em agosto (3,77 % do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 44,2 bilhões (3,54 % do PIB) (Tabela 9).

**Tabela 9: Necessidade de Financiamento do Setor Público**

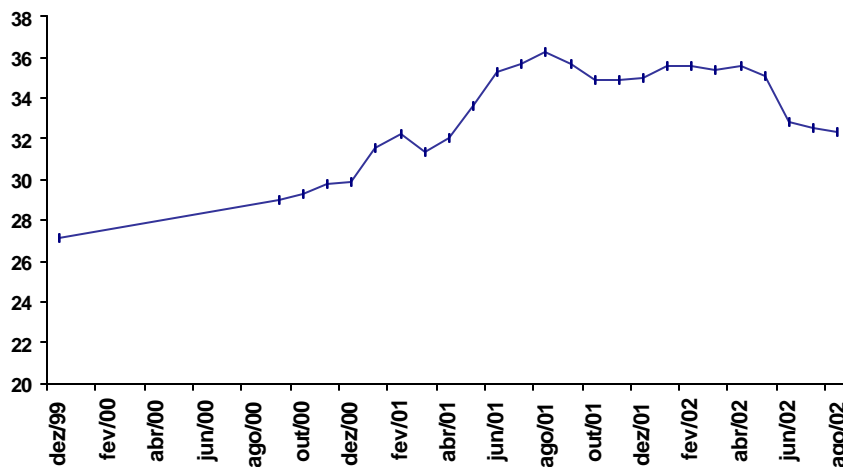
	R\$ Milhões			% PIB		
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Set 01/Ago 02	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Set 01/Ago 02
Nominal	39.806	42.788	47.058	3,66	3,62	3,77
Juros Nominais	77.963	86.444	91.261	7,18	7,31	7,31
Primário	-38.157	-43.655	-44.203	-3,51	-3,69	-3,54
- Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-23.123	-1,88	-1,86	-1,85
- Emp. Est. Federais	-10.174	-7.571	-7.112	-0,94	-0,95	-0,57
- Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6.026	-10.471	-10.319	-0,55	-0,89	-0,83
- Emp. Estat. Regionais	-1.526	-3.634	-3.649	-0,14	-0,31	-0,29

Fonte: Banco Central

As dificuldades de refinanciamento da dívida e o encurtamento do perfil dos vencimentos talvez sejam o aspecto mais dramático do endividamento público neste período de transição política. Desde abril deste ano, o governo tem realizado a troca de títulos longos (que vencem em 2004/2006) por títulos de prazos mais curtos e até mesmo a pura compra antecipada de títulos longos, com o objetivo de acalmar o mercado e evitar a desvalorização dos títulos nos mercados secundários. Com isso, a participação da dívida de curto prazo (vencimento em 12 meses) no total da dívida mobiliária federal, que atingiu o nível mais baixo desde 1999 em abril deste ano (23,8%), pulou para 43,68% (R\$ 233,77 bilhões) em agosto.

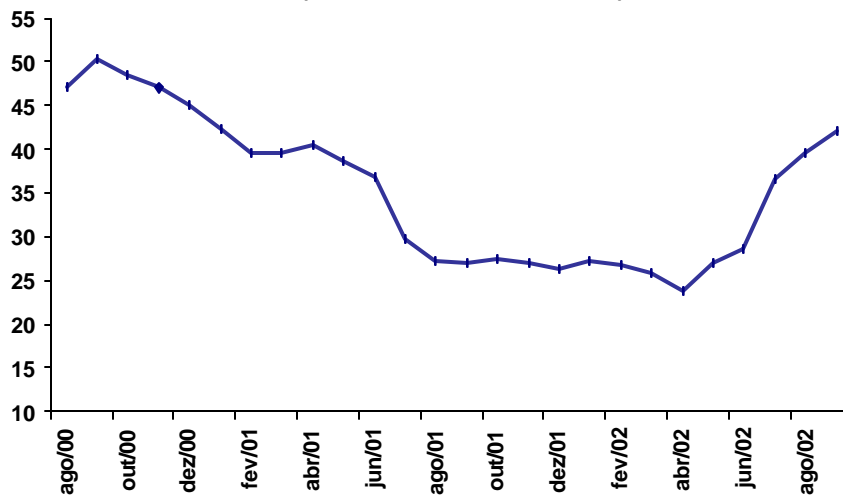
Até o final do ano, estão previstos resgates de R\$ 90,37 bilhões, sendo que 31,7% de títulos com correção cambial (NTN-D e NBCE), 32,4% de títulos pré-fixados (LTN) e 31,1% de títulos pós-fixados (LFT). Para o primeiro semestre de 2003, a dívida a ser resgatada é de R\$ 105,6 bilhões (gráfico 7). Os altos juros em dólar (cupom cambial) pedidos pelo mercado, por exemplo, acima dos 50% ao ano com vencimento para janeiro de 2003, e as incertezas quanto à continuidade da atual política econômica têm obrigado o governo a pagar parte substancial da dívida que está vencendo. Para evitar os impactos indesejáveis daí decorrentes, corrida ainda maior para o mercado de câmbio ou para outros ativos com consequências sobre o aumento da inflação e sobre a percepção de risco, a Autoridade Monetária tem sido obrigada a enxugar o excesso de liquidez nas operações de mercado aberto (operações compromissadas), através das quais tem rolado por um dia, a taxas que variam entre 17,5% a 18,0% ao ano, um volume médio diário de recursos expressivo (R\$ 45,5 bilhões em setembro). O Banco Central também tem aproveitado para lançar novos títulos mais longos com correção de IGP-M mais taxas que variam entre 10,5% e 11,0% (NTN-C). Estes leilões têm sido relativamente bem aceitos pelo mercado porque o IGP-M capta os efeitos da desvalorização cambial.

GRÁFICO 7 - Prazo Médio de Títulos Públicos Federais (inclui títulos de colocação direta mais emitido em oferta pública em meses)



Recentemente, o Banco Central anunciou um conjunto de medidas para ajudar a conter a escalada do dólar, com impactos positivos sobre a administração da dívida pública. Através do aumento em 5 pontos percentuais das alíquotas dos compulsórios (depósitos à vista, cadernetas de poupança e depósitos a prazo), a Autoridade Monetária pretende reduzir a liquidez em R\$ 14,0 bilhões. Simultaneamente, aumentou de 75% para 100% a exigência de capital próprio dos bancos para as aplicações em moeda estrangeira e determinou que somente 30% do patrimônio líquido de cada instituição pode ser aplicado em moeda estrangeira.

GRÁFICO 8 - Participação da Dívida Pública de curto prazo (12 meses)



## SETOR EXTERNO

### De Volta aos 80?

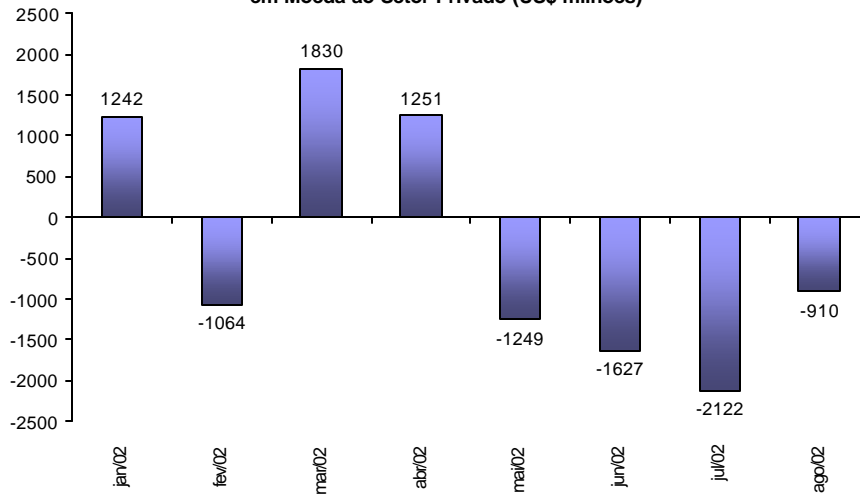
Francisco Eduardo Pires de Souza – e-mail: fepsouza@ie.ufrj.br

A paisagem econômica brasileira vem apresentando um conjunto de traços que trazem à mente os idos do início dos 80. Secagem total dos fluxos de financiamento externo, taxa de câmbio real super-depreciada - engendrando reação na forma de substituição de importações e crescimento dos fluxos de exportação-, e a geração de mega-superávits comerciais, sem que a queda de reservas cesse. Em tais circunstâncias volta-se a falar de controles cambiais ou mesmo, no limite, de uma centralização cambial.

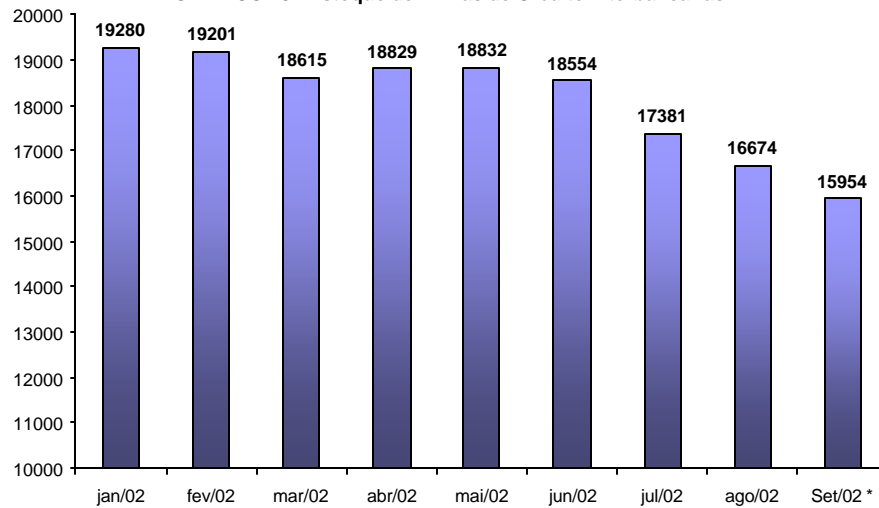
O encolhimento do financiamento externo foi se tornando dramático a partir de maio. Os ingressos líquidos na conta de investimento em carteira (investimentos em ações, empréstimos via bônus, notes, etc) tornaram-se negativos, o mesmo ocorrendo com os demais empréstimos ao setor privado (empréstimos menos amortizações), como se vê no gráfico 1. Até mesmo o crédito comercial de longo prazo tornou-se negativo (-US\$ 0,7 bilhão no período janeiro-agosto), enquanto o estoque das linhas de crédito interbancário baixou US\$ 3,3 bilhões ao longo do ano (até 20 de setembro), conforme mostra o gráfico 2. Os investimentos diretos estrangeiros ainda mantiveram um ingresso positivo, porém caindo para menos de US\$ 1 bilhão por mês em julho e agosto últimos (gráfico 3). Some-se a isso a saída de capitais pelas contas CC5 (Gráfico 4), também em rota ascendente, e tem-se como resultado a enorme pressão que vem

se registrando no mercado de câmbio nos últimos meses, cuja consequência foi a disparada das cotações do dólar, apesar das volumosas vendas de divisas por parte do Banco Central.

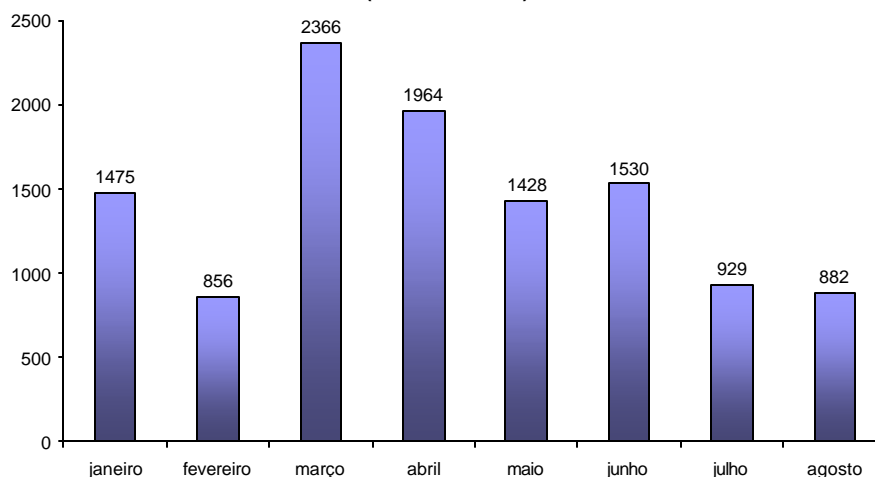
**GRÁFICO 9 - Ingresso líquido de Investimento em Carteira e Empréstimos em Moeda ao Setor Privado (US\$ milhões)**



**GRÁFICO 10 - Estoque de Linhas de Crédito Interbancárias**

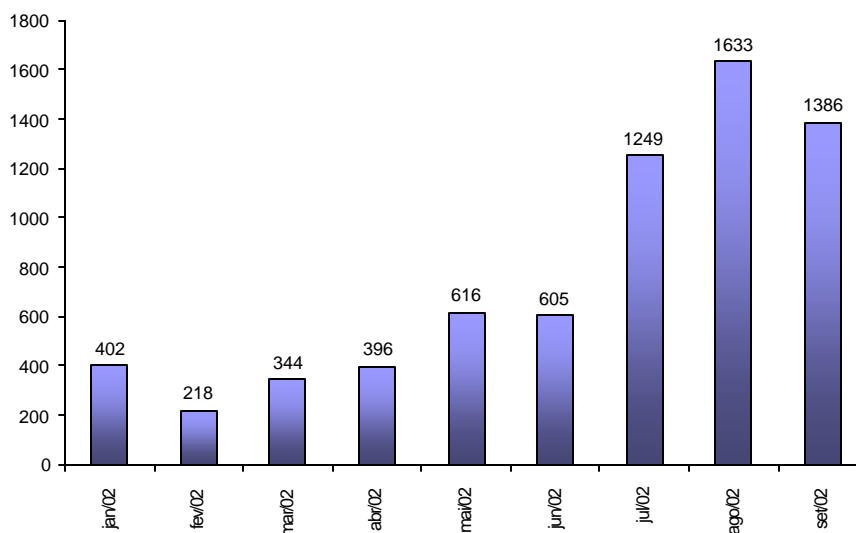


**GRÁFICO 11 - Investimento Estrangeiro Direto Líquido em 2002  
(em US\$ milhões)**



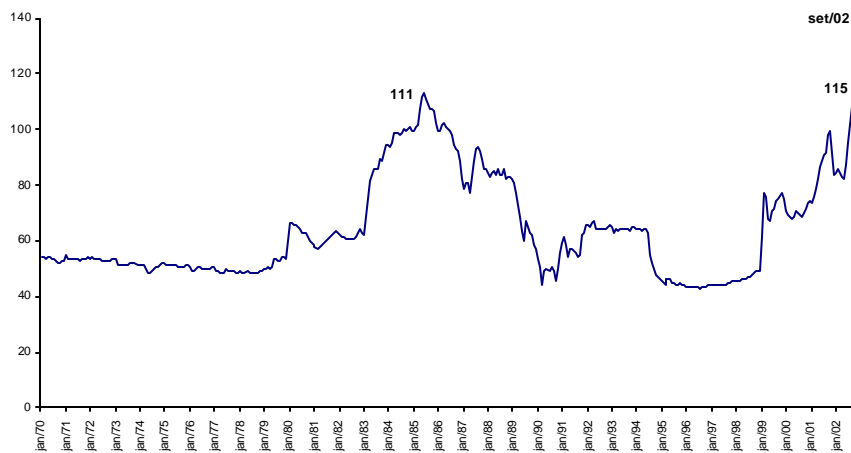
Mudanças assim drásticas nos fluxos de capitais impõem ajustamentos igualmente severos nas transações correntes (ou mesmo em outras contas do balanço de capitais) que as compensem. Nos anos 80 esta adaptação foi realizada através de: a) um megasuperávit comercial (o saldo na balança comercial passou de US\$ 0,8 bilhão em 1982 para US\$ 13,1 bilhões em 1984) obtido por meio de uma maxidesvalorização cambial de 30% em fevereiro de 1983, do recrudescimento do protecionismo, de uma profunda recessão e da maturação de um amplo programa de substituição de importações, tudo isso ajudado pela forte recuperação da economia americana a partir de 1983; b) uma renegociação da dívida externa no âmbito de um programa amplo de refinanciamento externo, apoiado em acordos com o FMI; c) uma centralização cambial temporária, no auge da crise.

**GRÁFICO 12 - Remessas pela CC5 (US\$ milhões)**



No presente caso um intenso processo de ajustamento também está em curso. Com a economia operando sob um regime de flutuação cambial, a variável taxa de câmbio ocupa um papel central neste processo. Assim, a retração no influxo de capitais levou a taxa de câmbio real para níveis sem precedentes nas últimas décadas. No gráfico 5 a seguir pode-se verificar que, deflacionada pelos índices de preços ao consumidor (do Brasil e dos EUA), a taxa de câmbio real bilateral entre a moeda brasileira e o dólar se encontrava-se, em setembro, num nível quase 15% superior ao da média do período 1984-86 – auge alcançado na fase do ajustamento das contas externas brasileiras nos anos 80. É verdade que o nível de proteção às importações e de subsídio às importações é inferior ao verificado naquela época (no que toca às exportações, pelo menos na primeira metade daquela década). Ainda assim, os níveis alcançados pela taxa de câmbio real parecem excessivamente elevados.

**GRÁFICO 13 - Taxa de Câmbio Real Bilateral: Moeda Nacional/Dólar (média 1984-86=100)**



A reação da balança comercial - e em certa medida também da de serviços - à depreciação cambial passou então a acontecer de forma rápida neste ano, apesar das condições adversas do mercado internacional. Em relação a este último ponto, cabe notar que as importações dos principais países da OECD (responsáveis por cerca de 55% das importações mundiais) caíram cerca de 4% no período janeiro-agosto de 2002, contra igual período de 2001 (tabela 10), enquanto que o mercado importador argentino, que absorvia 9% de nossas exportações, sofreu uma contração de 62 % no mesmo período (tendo as nossas exportações para lá declinado os mesmos 62%).

**TABELA 10 - Importações da OECD, Janeiro-Julho - Países Selecionados (1)**

Importações	Valores em US\$ bilhões		Variação %
	2001	2002	
Canadá	133	128	-4,0
EUA	703	674	-4,2
Japão	211	190	-10,2
República Tcheca	24	26	6,5
Dinamarca	26	28	7,3
Finlândia	19	19	-2,2
França	174	166	-4,7
Alemanha	288	273	-5,2
Irlanda	30	31	1,9
Itália	137	134	-2,6
Polônia	30	31	4,1
Suécia	43	43	-0,5
Inglaterra	199	189	-4,7
<b>Total</b>	<b>2019</b>	<b>1932</b>	<b>-4,3</b>

(1) Os países selecionados respondem cerca de 55% das importações mundiais.

Fonte: OECD.

Em tais condições, o ajuste da balança comercial se deu, até agora, muito mais pelo lado das importações do que das exportações. Ainda assim, estas últimas vem dando sinais de que estão ganhando impulso nos últimos meses. Admitindo que o comportamento do período junho-setembro (ajustado sazonalmente) se mantenha até o final do ano, pode-se esperar que as exportações fechem o ano de 2002 com uma ligeira expansão (+ 1,2%) após terem experimentado uma queda de cerca de 13% até junho. Pelo mesmo critério, as importações neste ano apresentariam uma queda de 13,4 % em relação ao ano passado, e a balança comercial encerraria o ano com um superávit de US\$ 10,8 bilhões (tabela 11).

**Tabela 11: Balança Comercial  
(em US\$ milhões)**

Ano	Exportações		Total		Importações Combustíveis		Outras		Saldo
	Valor	Variação %	Valor	Variação %	Valor	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	-0,3	2,6
2002 <sup>P</sup>	58,9	1,2	48,1	-13,4	6,3	1,1	41,8	-15,2	10,8

<sup>P</sup> projeções.

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

No que se refere à conta de serviços, um ajuste importante vem se dando, sobretudo nas contas de viagens e transportes, cujos déficits representavam quase 60% do saldo negativo de US\$7,7 bilhões registrado naquela conta em 2001, e que declinaram, respectivamente, em cerca de 45% e 40% nos primeiros oito meses do ano (contra igual período de 2001). Este ajuste em parte refletiu a queda dos fluxos de comércio (sobretudo importações) e em parte foi respondida direta à alta da taxa de câmbio.

Se, além das melhorias em curso nos balanços comercial e de serviços, tivermos também em conta a perspectiva de alguma redução na conta de rendas, derivada da redução da dívida externa e dos juros nos contratos com taxas flutuantes, podemos projetar um déficit em conta corrente de cerca de US\$ 13 bilhões em 2002, o que representa um ajuste de US\$ 10 bilhões em relação a 2001 (ou 2% do PIB daquele ano).

A forte queda do déficit em conta corrente, embora constitua ingrediente essencial do processo de redução da vulnerabilidade externa do país, não tem sido capaz de deter a elevação do risco-Brasil e restabelecer o influxo de capitais externos. Em consequência as reservas do Banco Central vêm caindo a um ritmo elevado no período recente. As intervenções no mercado de câmbio subiram de US\$1,1 bilhão em junho para US\$ 1,5 bilhão em julho e US\$ 1,9 bilhão em agosto. Embora não tenham sido divulgados ainda os dados para o último mês e meio, estima-se que as intervenções venham ocorrendo a um ritmo mensalizado de US\$ 2 bilhões.

O desequilíbrio acima não pode persistir por muito tempo, já que em poucos meses se chegaria ao piso das reservas líquidas. Em finais de 1982, enfrentando uma situação como esta, o governo fechou um acordo com o FMI e outro com os credores (na época um conjunto de grandes bancos), que incluía um pacote de dinheiro novo, o refinanciamento compulsório das amortizações de médio e longo prazo, a estabilização das linhas de crédito comercial e dos depósitos interbancários. O não-cumprimento das metas estabelecidas com o Fundo levou à suspensão dos desembolsos da instituição e dos fundos de dinheiro novo dos bancos. A deterioração do fluxo de caixa que daí decorreu levou à decisão de centralizar o câmbio em agosto de 1983. A centralização cambial implicou, na prática, o não pagamento dos juros externos (relegados ao final da fila de prioridades) - o que foi usado como um instrumento de pressão para a concessão de dinheiro novo pelos bancos (já que o objetivo de tais recursos era financiar parte dos juros vencidos). A negociação de uma segunda fase do plano brasileiro de financiamento, incluindo um montante superior de recursos novos (US\$6,5 bilhões) por parte dos bancos privados, permitiu a suspensão da centralização cambial no início de 1984.

A repetição da história de 1983/84 seria bem mais complicada nas circunstâncias atuais, com a pulverização dos credores externos (dos quais seria praticamente impossível extrair dinheiro novo em bases não voluntárias). Por outro lado, enquanto naquela época o mercado havia desaparecido inteiramente – deixando espaço apenas para soluções negociadas em nível político – na atualidade ainda parece possível restabelecer fluxos voluntários, embora em escala bastante limitada por comparação ao passado recente. Além disso, se porventura tais fluxos não retornarem ou forem incompatíveis com o restabelecimento do equilíbrio do balanço de pagamentos, parece haver uma consciência maior, por parte do “establishment” internacional com relação à necessidade de intervenções extra-mercado para vencer crises desta natureza, como por exemplo, através da proposta de uma instituição internacional para lidar com problemas de insolvência de devedores soberanos.

### **Balança Comercial do Petróleo e do Gás: uma Nota**

Até setembro do ano corrente foram mantidas algumas tendências que já apontadas anteriormente. O valor das importações de petróleo continuou abaixo do mesmo período de 2001. O preço médio do petróleo importado continua bastante abaixo do verificado no último ano. As exportações de petróleo cresceram bastante, tanto em valor quanto em quantidade, estando mais de 110% superiores às relativas ao período até agosto do ano passado. Na análise mês a mês pode-se perceber uma redução pela metade entre julho e agosto, com o valor sendo mantido em setembro. O preço médio das importações continua bastante abaixo do verificado em 2001. 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.

Em relação ao gás natural é percebida uma grande elevação no dispêndio, em relação ao ano de 2001. Nos preços há também uma elevação que não acompanha o crescimento do gasto, dessa forma fica claro o aumento da quantidade importada de um período ao outro.

No total, as importações dos produtos analisados responderam por uma parcela ligeiramente maior do total em relação ao ano passado. A queda no valor das importações desses produtos seguiu em menor grau a tendência geral de queda nas importações brasileiras.

<b>TABELA 12 - Balança de Petróleo* (US\$ Milhões, FOB)</b>							
	<b>Preço do barril</b>		<b>Dispêndio</b>		<b>Receita</b>		<b>Saldo</b>
	<b>Valor</b>	<b>Var %</b>	<b>Valor</b>	<b>Var %</b>	<b>Valor</b>	<b>Var %</b>	<b>Valor</b>
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/set 01	32,76	-	2.337	-	550	-	-1786
jan/set 02	23,23	-29,1%	2.276	-2,6%	1161	111,0%	-1114

**\*Petróleo em Bruto**  
**Fonte: SECEX**

<b>TABELA 13 Importação Gás Natural</b>				
	<b>Valor (US\$ Milhões, FOB)</b>		<b>Preço (US\$/Kg)</b>	
	<b>Valor</b>	<b>Var %</b>	<b>Valor</b>	<b>Var %</b>
jan/dez 00	184	-	0,0008	-
jan/dez 01	364	97,8%	0,0009	0,125
jan/set 01	181	-	0%	-
jan/set 02	285	57,3%	0%	0,125

**Fonte: SECEX**