

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Outubro de 2003 - Ano 3 - Número 45

## Apresentação

---

### **Nesta Edição:** As duas faces da conjuntura econômica atual

Os dados recentemente divulgados pelo IBGE mostrando a dramática queda do rendimento médio real do trabalho nos últimos 12 meses põem em evidência – juntamente com os dados de desemprego – a face mais negativa da conjuntura econômica atual. São também a contrapartida perversa do processo de ajustamento da economia nos planos fiscal e das contas externas. O aumento da taxa de câmbio e da carga tributária – que elevam a renda dos setores exportadores e a do governo – tem como consequência inevitável, num contexto de recessão, a redução dos rendimentos do trabalho e das margens de lucro dos setores produtores de não comercializáveis. Para sair deste jogo de soma zero, em que os ganhos de determinados setores implicam a perda de outros, é necessário retomar o crescimento da economia. Por isto mesmo os dados mais recentes sobre o nível de atividades são alentadores e confirmam as previsões desta carta de conjuntura, apresentadas nas suas duas últimas edições. A recuperação da economia – puxada inicialmente pela demanda por bens de consumo duráveis – num contexto de profundo ajuste externo (com o superávit em transações correntes dando um salto de US\$ 17 bilhões nos últimos 12 meses – outubro-setembro de 2003 contra igual período anterior) e fiscal – representam, em outras palavras, a face saudável da economia brasileira neste momento. As empresas, as regiões e os trabalhadores diretamente envolvidos em atividades de exportação são os primeiros a senti-lo.

Existe a possibilidade de estarmos assistindo apenas um efeito mola (um crescimento forte exatamente porque houve uma queda grande anterior) ou mesmo um efeito histerese (em que não há uma reversão integral da contração, uma vez cessada a causa da mesma). Em favor do último efeito, alguns têm argumentado que os níveis atuais dos salários estão tão deprimidos que impedem uma retomada firme da demanda mesmo via crédito. No Panorama Macroeconômico argumenta-se, ao contrário, que o importante quando se trata de analisar um processo de recuperação não é

o nível dos salários, emprego, etc (que, de resto, são sempre muito baixos ao final de uma recessão), mas sua variação na margem. Mostra-se a este propósito que na recuperação (vigorosa) de 2000, o ponto de partida também apresentava as debilidades que se identificam na conjuntura atual. Admitindo que a recuperação já está em curso, a questão passa a ser, então, se ela será firme e sustentada, de forma a que possamos ter um círculo virtuoso de crescimento do produto e da produtividade, desfazendo desta maneira o jogo de soma zero que atrelou o ajuste dos fundamentos à queda dos rendimentos e ao aumento do desemprego.

Na seção Economia Empresarial, o professor Ricardo Leal discute o tema "Convergência Funcional: a governança sem lei ", analisando em que medida o atual processo de globalização estaria levando a uma convergência nos padrões de proteção aos investidores oferecida pelas próprias empresas, independentemente da proteção garantida pelas leis locais. A argumentação básica parte da constatação que nos países onde a proteção legal é pior, as medidas voluntárias e privadas tomadas pelas próprias empresas no sentido de dar proteção adequada aos investidores resultam em melhores práticas de governança e maior valor de mercado das empresas.

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

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



# Equipe do Grupo de Conjuntura

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

## Editor Responsável

Francisco Eduardo Pires de Souza – [fepsouza@ie.ufrj.br](mailto:fepsouza@ie.ufrj.br)

## Conselho Editorial

Antônio Barros de Castro, Caio C.L.P. da Silveira, Antônio Luís Licha e Francisco Eduardo Pires de Souza

## Colaboradores

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

## Contato

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

## ÍNDICE

	PÁGINA
PANORAMA MACROECONÔMICO	4
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	13
INFLAÇÃO	16
INFLAÇÃO - NOTA TÉCNICA - CURVA DE PHILLIPS E IPCA 2004	21
POLÍTICA FISCAL	23
ECONOMIA EMPRESARIAL	30
SETOR EXTERNO	36

# Panorama Macroeconômico

---

Caio Prates

Com a continuidade da melhora das expectativas - refletida no comportamento favorável do risco-Brasil, dos juros futuros e do mercado cambial -, inflação sob controle viabilizando o prosseguimento da queda da taxa de juros, desempenho excepcional da balança comercial produzindo superávit na conta corrente do balanço de pagamentos, e situação fiscal apontando (caso a taxa de câmbio permaneça bem comportada) para a redução gradual da relação dívida pública/PIB nos próximos anos, a economia brasileira encontra-se numa situação privilegiada para dar a partida num novo período de crescimento. Mas se já há sinais claros de que a recessão iniciada no final de 2002 foi encerrada, persistem dúvidas sobre o vigor da retomada do crescimento que agora está começando. Duas restrições, em particular, a uma recuperação mais firme da economia nos próximos meses têm sido destacadas: i) a taxa de juros ainda muito alta e o gradualismo (supostamente excessivo) do Banco Central na redução da taxa Selic; ii) a forte queda dos rendimentos reais dos trabalhadores iniciada no final do ano passado e ainda em curso. Contudo, como se analisa adiante, à luz da nossa experiência mais recente de crescimento vigoroso e por um período relativamente prolongado - de 1999 até o início de 2001 -, estas restrições não parecem suficientes para impedir um crescimento expressivo da economia em 2004.

Apesar de alguma volatilidade no comportamento do risco-Brasil nos últimos dias, os indicadores de confiança, apresentados na tabela 1, mostram de forma inequívoca que a tendência de melhora das expectativas em relação à economia brasileira vem sendo mantida. O risco-Brasil, que vem oscilando entre 600 e 650 pontos básicos, já se encontra em nível inferior ao vigente durante o ano 2000 (quando permaneceu em torno de 700 pontos), último ano em que a economia brasileira apresentou uma taxa expressiva de crescimento. Os juros futuros (swap pré X DI de 1 ano) tiveram nova queda no último mês, o que evidencia com clareza a expectativa do mercado da continuidade de redução da taxa Selic nos próximos meses, e tende a favorecer a retomada do crescimento pelos seus efeitos positivos sobre o custo do crédito e as expectativas dos agentes econômicos. E a taxa de câmbio chegou, inclusive, a recuar um pouco em outubro para uma faixa entre R\$ 2,85 e R\$ 2,90, refletindo a tranquilidade atualmente existente no mercado cambial.

Tabela 1: Indicadores de Confiança			
Mês/Dia	Swap de 1 ano Pré-DI (%)	Risco Brasil (EMBI+)	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)
Maio/20 <sup>(1)</sup>	23,57	840	3,01
Junho/17 <sup>(1)</sup>	21,82	684	2,87
Julho/22 <sup>(1)</sup>	20,11	711	2,88
Agosto/19 <sup>(1)</sup>	20,84	758	3,00
Setembro/16 <sup>(1)</sup>	18,1	661	2,90
Outubro/21 <sup>(1)</sup>	17,04	605	2,86
Outubro/24	17,11	651	2,87

Fonte: Banco Central e Valor Econômico

Nota: <sup>(1)</sup> Véspera da decisão do COPOM sobre a taxa Selic

No que se refere à taxa de câmbio, é interessante notar que esta vem se mantendo razoavelmente estável há vários meses, mesmo com diferentes fatores operando, em princípio, para a alta do dólar neste período: i) o enxugamento pelo Banco Central de cerca de US\$ 13 bilhões de dívida cambial, diminuindo a oferta de hedge cambial ao mercado; ii) a compra pelo Tesouro de cerca de US\$ 5 bilhões no mercado de câmbio neste ano; iii) a redução da taxa Selic em 7,5 pontos percentuais desde junho; iv) o fato da taxa de juros em dólar no mercado doméstico já há muitos meses ter deixado de estimular o ingresso no país de capitais externos de curto prazo em busca de ganhos de arbitragem. E isto significa que o temor de eventuais pressões no mercado cambial - em princípio, um dos principais fatores limitantes à queda da taxa de juros interna no contexto de um risco-país elevado como ainda é o nosso - não tem sido no período recente uma restrição relevante à queda da taxa Selic. Mesmo com juros menores continua havendo uma clara tendência de apreciação cambial, que só não tem se refletido em queda mais acentuada do dólar devido ao resgate expressivo de títulos cambiais pelo Banco Central e à compra de dólares pelo Banco do Brasil para o Tesouro.

Assim, o comportamento do dólar vem aumentando o grau de liberdade da política monetária para reduzir a taxa Selic. Se esta taxa ainda permanece em nível tão elevado é, sobretudo, pela cautela do Banco Central em relação aos efeitos sobre a inflação da mudança em curso no quadro macroeconômico, com o fim da recessão e os primeiros sinais de aquecimento da demanda e retomada do crescimento. A contenção da inflação ao longo deste ano foi obtida até aqui essencialmente pela combinação da apreciação cambial e forte queda da demanda. E o comportamento favorável dos preços também tem sido reforçado, mais recentemente, pela melhora substancial das expectativas inflacionárias. Com a demanda voltando a se expandir daqui para frente - deixando, portanto, de atuar como fator de contenção dos preços -, a continuidade de expectativas positivas dos agentes econômicos sobre a trajetória da inflação e a

manutenção de uma razoável estabilidade da taxa de câmbio serão cruciais para que seja possível conciliar retomada do crescimento com inflação baixa (dentro da meta definida pelo Banco Central).

Para que a taxa de câmbio permaneça relativamente estável, favorecendo o controle da inflação, um fator fundamental, sem dúvida, será o desempenho da conta corrente do balanço de pagamentos. Embora não pareça essencial que o país mantenha em equilíbrio a conta corrente para atrair capitais externos em volume suficiente para manter estável a taxa de câmbio, a obtenção de saldos comerciais elevados e um déficit em conta corrente baixo continuará sendo necessária para afastar os riscos de desvalorizações abruptas da taxa de câmbio. Neste sentido, o fato de, mesmo com a apreciação cambial ocorrida desde o final do ano passado, a balança comercial permaneça tendo um excelente desempenho constitui inegavelmente uma excelente notícia para a política antiinflacionária: aumenta as chances de que a taxa de câmbio possa permanecer relativamente estabilizada e de que a retomada do crescimento seja compatível com a inflação sob controle.

O desempenho da balança comercial tem sido, de fato, surpreendente. Até meados do ano, as estimativas eram, em regra, de que ao longo do segundo semestre o saldo comercial acumulado em 12 meses diminuiria. Esperava-se que com a apreciação cambial ocorrida no primeiro semestre e a taxa positiva de expansão do PIB no segundo semestre (relativamente ao mesmo período do ano anterior), os saldos comerciais mensais ao longo do ano fossem sendo inferiores aos dos mesmos meses de 2002, reduzindo gradualmente o saldo acumulado em 12 meses. Ao invés disso, porém, este saldo continuou a crescer, tendo ultrapassado US\$ 23 bilhões em setembro. É interessante notar, na tabela 2, que: i) do aumento de US\$ 10 bilhões no saldo comercial de 12 meses entre dezembro e setembro, a quase totalidade (US\$ 9,2 bilhões) decorreu de aumento das exportações; ii) o excelente desempenho da balança comercial continua se mantendo no período recente, como atesta a evolução do saldo comercial ao longo de 2003 medido por médias móveis de 4 meses dessazonalizadas e anualizadas (por este critério, o saldo comercial dos últimos 4 meses, período julho/setembro, atingiu o recorde de US\$ 26,1 bilhões).

<b>Tabela 2: Balança Comercial (US\$ Bilhões)</b>						
	Fluxo Acumulado em 12 meses			Média Móvel de 4 meses dessazonalizada e Anualizada		
	Exportações	Importações	Saldo	Exportações	Importações	Saldo
Dez/02	60,4	47,2	13,1	68,2	46,0	22,2
Jun/03	68,3	47,4	20,9	69,5	45,4	24,0
Set/03	69,6	46,5	23,1	72,0	45,9	26,1

Fonte: Secex e Banco Central

Evidentemente, só com a retomada do crescimento será possível avaliar se, de fato, a taxa de câmbio atual será mesmo compatível com a manutenção de saldos comerciais elevados. Mas há razões para se supor que saldos comerciais expressivos - ainda que obviamente não tão elevados quanto o deste ano - possam ser mantidos mesmo com a economia retomando o crescimento. Em primeiro lugar, a taxa de câmbio real efetiva atual (com a cotação do dólar em R\$ 2,90) ainda se encontra em nível bastante elevado pelos padrões históricos - comparada com taxas de câmbio reais efetivas médias anuais de 1970 para cá, a taxa atual só perde para a do ano passado (encontra-se cerca de 6% abaixo desta taxa). Em segundo lugar, o megasuperávit comercial deste ano garante, por si só, uma boa margem de segurança para a sustentação de saldos expressivos nos próximos anos (porque permite que mesmo com as importações crescendo a taxas bem superiores às das exportações a piora do saldo comercial a cada ano seja relativamente modesta). Em terceiro lugar, há indicações claras de que as empresas brasileiras vêm crescentemente dando mais relevância às exportações, que cada vez menos são tratadas como simples fator de compensação a quedas conjunturais na demanda doméstica. Finalmente, a estratégia de diversificação de mercados vem tendo êxito crescente, o que tende a dar mais solidez ao comportamento das exportações.

Apesar de alguns poucos indicadores conjunturais sobre o desempenho da "economia real" ainda estarem apresentando piora na margem - como os referentes ao comportamento do mercado de trabalho em setembro recentemente divulgados pelo IBGE -, tudo indica que a queda da atividade econômica observada desde o final do ano passado já se encerrou. Pelo menos é isto que sugerem dados mais recentes do IBGE sobre a produção física da indústria brasileira - o principal indicador conjuntural sobre o nível de atividade. Segundo a tabela 3, medida por médias móveis trimestrais, a produção industrial ainda recuou em agosto, influenciada negativamente pelo seu mau desempenho em junho. Mas os dados mensais de julho e agosto mostraram um crescimento acumulado de 2,5% relativamente a junho. E não há dúvida que em setembro, a produção industrial, pelo critério média móvel trimestral, terá seu primeiro mês de crescimento desde novembro do ano passado.

**Tabela 3 : Evolução da Produção Industrial (1991 = 100)\***

	Média Móvel Trimestral			Mensal		Var % (b)/(a)
	Nov/02	Jun/03	Ago/03	Jun/03 (a)	Ago/03 (b)	
Indústria Geral	131,96	127,09	126,32	124,92	127,99	2,46
Bens de Capital	126,22	120,66	117,41	116,23	118,89	2,29
Bens Intermediários	134,43	130,20	129,73	128,10	131,35	2,54
Bens de Consumo Duráveis	159,84	140,16	143,76	140,21	149,21	6,42
Bens de Consumo Não-Duráveis	112,68	108,21	106,58	107,26	105,81	-1,35

Fonte: IBGE

\* Dados com Ajuste Sazonal

Com base no exame das quatro retomadas do crescimento observadas desde 1995, as Cartas de Conjuntura do I.E. de julho e agosto destacaram alguns aspectos recorrentes que possivelmente também estariam presentes na recuperação de agora da economia: i) a resposta da atividade econômica (sobretudo da produção industrial) à redução da taxa Selic costuma ser rápida (pequena defasagem em relação ao recuo dos juros) e vigorosa; ii) o setor industrial que sai na frente nas retomadas tem sido o de bens de consumo duráveis, favorecido pela demanda reprimida por duráveis gestada no período recessivo anterior. Evidentemente, dois meses de crescimento da indústria (julho e agosto) ainda são bastante insuficientes para se dizer que uma retomada do crescimento nos moldes das ocorridas desde 1995 já está em curso. Mas também é verdade que os resultados recentes da indústria (sobretudo o de agosto) foram animadores e inteiramente compatíveis com o padrão de recuperação da economia observada nas vezes anteriores: um ritmo forte de crescimento (2,5% em dois meses) e puxado nesta fase inicial pela produção de bens duráveis (expansão de 6,4% no bimestre julho/agosto).

Embora já haja um consenso de que a recessão iniciada no final de 2002 chegou ao fim, existe ainda muita controvérsia sobre o vigor da retomada que está se iniciando e a possibilidade de sustentação do crescimento. Argumenta-se muitas vezes que, devido ao nível atual (e ao esperado para os próximos meses) da taxa de juros básica e à queda forte (e ainda em curso) da renda dos trabalhadores, a recuperação da economia será muito lenta. Assim, mesmo nesta fase inicial da retomada - em que o crescimento se fará basicamente por ocupação de capacidade ociosa e restrições de oferta (derivadas da baixa taxa de investimentos dos últimos anos) ainda não afetarão muito o ritmo de expansão da economia -, o crescimento seria medíocre.

Para avaliar-se o vigor que a retomada do crescimento poderá ter no restante deste ano e ao longo de 2004, uma referência útil é examinar as condições sob as quais ocorreu o crescimento entre o início de 1999 e o primeiro trimestre de 2001 - o último período de expansão prolongada e expressiva da economia brasileira. Com a superação da crise de confiança no país, o recuo e estabilização do dólar, a contenção da inflação e o início do processo da redução da taxa Selic, a economia começou a se recuperar no segundo trimestre de 1999. E do final de 1999 até o primeiro trimestre de 2001 a expansão da atividade econômica - sobretudo da produção industrial - foi vigorosa, como se percebe na tabela 4: crescimento trimestral do PIB e da indústria geral a taxas anualizadas em torno de, respectivamente, 4% e 6,5% (sendo que suas taxas anuais de crescimento em 2000 atingiram 4,4% e 6,6%). Também chama a atenção, na tabela 4, o comportamento fortemente pró-cíclico do investimento: após recuar 8,4% entre o segundo trimestre de 1998 e o quarto trimestre de 1999, a FBCF subiu daí até o primeiro trimestre de 2001 quase 10%, evidenciando que, embora com algum retardo em relação à recuperação do PIB, à medida em que a retomada do crescimento foi

ganhando consistência, o investimento passou a se expandir significativamente acima do crescimento do PIB.

<b>Tabela 4: Evolução do PIB e da Indústria Geral ( 2º tri/98 = 100 )*</b>						
	1º tri/99	4º tri/99	1º tri/01	4º tri/01	4º tri/02	2º tri/03
PIB	98,6	101,6	106,6	104,7	108,1	105,7
Indústria Geral <sup>(1)</sup>	95,8	100,8	108,9	104,1	110,4	106,5
Investimento (FBCF)	92,4	91,6	100,7	90,4	94,0	83,7

Fonte: IBGE

\* Dados com Ajuste Sazonal

Nota: <sup>(1)</sup> Dados da PIM/PF do IBGE

Ao longo do ano 2000 e até o primeiro trimestre de 2001 - período em que a recuperação da economia foi se mostrando cada vez mais robusta -, quais eram as taxas de juros Selic e de mercado (juros futuros)? Seriam muito mais baixas do que as atuais? Para responder a isto, a tabela 5 apresenta as taxas Selic e os juros de mercado (swap pré X DI de 1 ano) no início de 2000 (ano de crescimento expressivo do PIB), de 2001 (ano que se iniciou com crescimento econômico ainda a um ritmo forte e expectativas otimistas sobre o desempenho da economia) e atualmente. E estas taxas são deflacionadas pela inflação esperada para os 12 meses seguintes, de modo a se ter a taxa de juros real ex-ante, a que influencia as decisões de gasto dos agentes econômicos. Como se percebe na tabela 5, no caso dos juros futuros (swap pré X DI de 1 ano) - que por servirem de referência para o custo do crédito e serem um indicador poderoso de expectativas dos agentes sobre o ambiente macroeconômico influenciam mais a atividade econômica do que a própria taxa Selic -, a taxa de juros real atual (10,3% aa) já se encontra abaixo da vigente no começo de 2000 e 2001, e que se mostrou perfeitamente compatível com uma expansão expressiva do PIB e da indústria, e inclusive, com um aumento significativo da taxa de investimento (de 18,2% do PIB no quarto trimestre de 1999 para 20,5% do PIB no primeiro trimestre de 2001). Já a taxa Selic real ex-ante (em torno de 12%) permanece cerca de 1 ponto percentual acima da praticada no início de 2000 e de 2001. Mas a curva de juros futuros indica que a expectativa do mercado é de queda da taxa Selic nos próximos meses. E a projeção mais recente do mercado (pesquisa Focus do Banco Central em 24 de outubro) e que a taxa Selic encerrará o ano em 17,3%, taxa que, mantida a projeção atual de um IPCA de 6% em 2004, representaria um recuo da Selic real ex-ante para 10,7% aa, nível inferior ao de 2000/2001 indicado na tabela 5.

**Tabela 5: Taxas de Juros na retomada do crescimento em 2000 e agora**

	Taxas de Juros Nominal		Inflação (IPCA) projetada para os 12 meses seguintes <sup>(3)</sup>	Taxas de Juros Real Ex-ante (4)	
	Selic <sup>(1)</sup>	Swap Pré-DI de 1 ano <sup>(2)</sup>		Selic	Swap Pré-DI de 1 ano
Jan/00	19,00	20,67	7,00	11,21	12,78
Jan/01	15,75	15,95	4,21	11,07	11,27
Out/03	19,00	17,11	6,17	12,08	10,30

Fonte: Banco Central. Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Notas: (1) Taxa Selic vigente no início dos anos 2000 e 2001 e em 24/out/2003.

(2) Taxas médias nos meses de janeiro de 2000 e 2001 e taxa vigente em 24/out/2003.

(3) Projeção do mercado, segundo a pesquisa Focus do Banco Central,  
no início dos anos 2000 e 2001 e em 24/out/2003.

(4) Deflator: Inflação (IPCA) projetada para os 12 meses seguintes.

Portanto, à luz da nossa experiência mais recente de crescimento expressivo - e ao contrário do que muitos sustentam - a evolução esperada da taxa Selic nos próximos meses e as taxas de juros de mercado (futuros) atuais não parecem incompatíveis com uma retomada vigorosa do crescimento. A idéia muito difundida de que sem uma guinada na política monetária, e o abandono do gradualismo atual na redução da taxa Selic, a economia estaria condenada a um crescimento medíocre, não encontra apoio no desempenho da economia em 2000 e 2001. Por certo, as taxas reais de juros dos últimos anos, sistematicamente entre as mais altas do mundo, constituem uma clara anomalia da economia brasileira. E os juros altos, além de limitarem o crescimento, produzem um efeito fiscal bastante adverso, forçando o governo a manter superávits primários nas contas públicas muito elevados na tentativa de evitar o descontrole da relação dívida pública/PIB. Mas há uma outra anomalia, bem menos comentada, em relação as taxas de juros no país, que também deve ser levada em conta: o fato da economia brasileira ter conseguido em diversos períodos (como em 2000) crescer a um ritmo forte mesmo com taxas de juros reais extremamente elevadas, quando comparadas com as taxas de juros reais da maioria dos emergentes.

A rigor, a nossa experiência de 1995 para cá não tem sido a de uma economia impedida de crescer por juros altos, mas, sim, a de uma economia que tem crescido de forma expressiva a despeito das taxas de juros sempre muito elevadas, e cujo crescimento tem sido interrompido apenas no contexto de crises cambiais que forçam o Banco Central a subir ainda mais a taxa Selic, e em que as incertezas acabam fazendo os juros futuros dispararem, levando a economia à recessão. Na verdade, o crescimento médio anual muito baixo desde 1995 vem decorrendo essencialmente da alternância de períodos de expansão (muitas vezes vigorosa) da atividade econômica e de recessão (desencadeados sempre por crises cambiais, e em 2001 também por um fator específico: a crise energética), e não reflete de modo algum um crescimento permanentemente travado por juros altos.

Além da taxa de juros, outro fator que vem sendo apontado como restrição a uma retomada mais expressiva do crescimento é a forte queda dos rendimentos do trabalho iniciada no segundo semestre de 2002 e que prosseguiu em 2003. De fato, segundo a tabela 6, o rendimento médio real das pessoas ocupadas no terceiro trimestre de 2003 foi 15% inferior ao de igual período do ano passado (PME/IBGE), queda proveniente basicamente da combinação de alta da inflação com relativa estabilidade dos rendimentos nominais das pessoas ocupadas.

Tabela 6: Rendimentos do Trabalho das Pessoas Ocupadas		
		Rendimento Médio Real das Pessoas Ocupadas
PME/IBGE - Antiga Metodologia (1º tri/98 = 100)	1º tri/99	95,3 <sup>(1)</sup>
	1º tri/00	91,7 <sup>(1)</sup>
PME/IBGE - Nova Metodologia (3º tri/02 = 100)	1º tri/03	89,1 <sup>(2)</sup>
	3º tri/03	85,0 <sup>(2)</sup>

Fonte: IBGE

Notas: <sup>(1)</sup> Rendimento Médio Real Efetivamente Recebidos

<sup>(2)</sup> Rendimento Médio Real Habitualmente Recebidos

Como os dados do rendimento do trabalho da PME/IBGE abrangem apenas as seis maiores regiões metropolitanas do país (que respondem apenas por 25% da população ocupada total), e neste ano o desempenho da economia tem sido marcado por um forte contraste entre o excelente desempenho da agropecuária (cujo impacto sobre os rendimentos do trabalho tende a se dar mais no interior) e o comportamento bastante negativo da indústria, é bem possível que a evolução dos rendimentos do trabalho em âmbito nacional não seja tão negativa quanto a sugerida pela PME. Mas é inegável que os indicadores sobre o mercado de trabalho vêm evoluindo de forma bastante adversa, e chama a atenção o fato de que, pela PME, a queda dos rendimentos do trabalho do ano passado para cá foi de longe a maior dos últimos anos, sendo bem superior, inclusive, à ocorrida por ocasião da crise cambial de 1998/1999 (como se percebe na tabela 6).

Não obstante a gravidade da perda salarial desde o final do ano passado, este fato não representa, por si só, um impedimento para que a economia ingresse numa trajetória eventualmente vigorosa de recuperação a partir de agora. E isto por duas razões: i) para a retomada do crescimento o

que importa não é o nível atual do rendimento dos trabalhadores, mas a sua evolução daqui para frente; ii) a recuperação dos salários costuma vir depois e não antes da retomada do crescimento, que, em regra, tem como ponto de partida outros fatores, como a redução da taxa de juros, o aumento da confiança dos consumidores e dos empresários na economia, a expansão do crédito, etc. A propósito, é interessante notar na tabela 6 que no primeiro trimestre de 2000, o rendimento médio das pessoas ocupadas ainda não havia dado sinal de recuperação e estava cerca de 4% abaixo do de igual período de 1999, embora o PIB e a indústria geral já estivessem em expansão desde o primeiro trimestre de 1999, e o componente "consumo das famílias" do PIB tivesse voltado a se expandir desde o terceiro trimestre de 1999.

Em suma, tomando-se como referência as condições sob as quais se deu o crescimento da economia de 1999 até o início de 2001, as taxas de juros atuais, a política monetária gradualista e a queda da renda dos trabalhadores desde o ano passado não parecem, por si só, restrições à retomada do crescimento. E, caso - como parece perfeitamente possível - o desempenho do PIB e da indústria geral ao longo de 2004 siga o padrão observado entre o final de 1999 e o início de 2001, o crescimento da economia no próximo ano poderá, inclusive, surpreender positivamente.

**Tabela 7: Projeções de Mercado e do Grupo de Conjuntura**

Variável	Projeções Média do Mercado *		Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ	
	2003	2004	2003	2004
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	9,74	6,00	9,70	6,30
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	0,64	3,20	0,7	4,0
Contas Fiscais (em % do PIB)				
Saldo Primário	-	-	4,3	4,25
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	22,00	17,00	22,0	18,0
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	1,30	-4,08	3,0	-1,0
Taxa de Câmbio				
Final do Ano	3,00	3,25	3,00	3,20
Taxa Selic				
Final do Ano	17,32	14,50	17,00	14,00

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

\*Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado em 24/10/03 (Focus).

# Nível de Atividade Industrial

---

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## Sinais de recuperação da produção industrial

Os recentes dados da indústria parecem ter mudado o foco do debate. Já não se discute mais se a queda da produção industrial vai se agravar, pois parece haver um consenso de que o pior já passou. A questão agora é analisar o que dizem, o que aparentam ser os primeiros sinais da recuperação. São consistentes e sustentáveis? Em caso afirmativo, o que indicam sobre a intensidade da recuperação? No ano de 2003 podemos esperar um bom desempenho da indústria, caracterizando um “espetáculo de crescimento”? Como em todo período de reversão cíclica, há muita expectativa e mais perguntas que respostas. Algumas destas perguntas só poderão ser adequadamente respondidas ex-post. De qualquer maneira é alvissareiro verificar que finalmente a indústria reagiu ao movimento de diminuição da taxa de juros, dólar e risco Brasil, apesar do desemprego em alta. Vejamos os dados:

Os sinais apareceram, como era de se esperar, no índice de base fixa com ajuste sazonal. A média móvel trimestral estabilizou, ou seja parou de cair, tanto na indústria geral (gráfico 1) como em bens intermediários. Em bens de consumo durável já se registra crescimento. Apenas bens de capital e bens semiduráveis e não-duráveis ainda estão em queda. O índice base fixa com ajuste sazonal, no entanto, aponta crescimento entre julho e agosto últimos em todas as categorias (bens de capital 1,5%, intermediários 1,2% e duráveis 5,2%), exceto em bens semiduráveis e não-duráveis (-0,8%). Portanto, os dados sugerem a existência de pontos de inflexão, em junho para o índice de base fixa e em agosto para o de média móvel.

O índice mensal (agosto 03/agosto 02) estabilizou sua queda (-1,8% em agosto contra -1,9% em julho), com bens intermediários com produção estabilizada (0,1%), contrastando com os decréscimos nos meses anteriores (-0,7% em julho e -2,5% em junho). Bens de capital (-3,1% em agosto ante -5,7% em julho) e duráveis (-3,8% em agosto frente a -6,3% em julho) desaceleram sua retração. Apenas em bens semiduráveis e não-duráveis há uma acentuação do movimento descendente (-7,8% contra -4,3%). A maioria (39) dos 61 subsetores acompanhados na Pesquisa Industrial Mensal do IBGE aponta queda no comparativo agosto 03/agosto02, mas cabe registrar os resultados

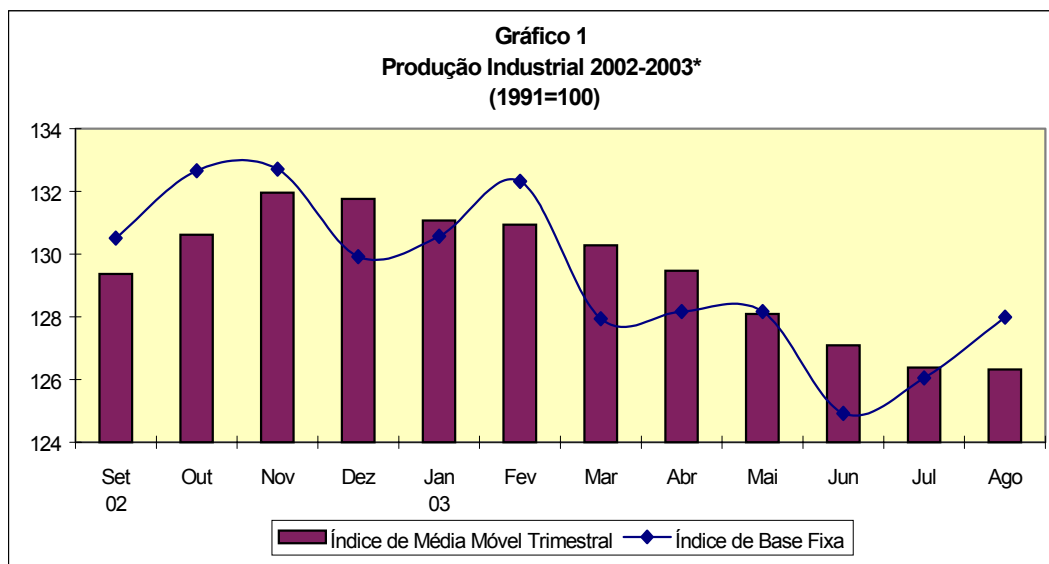
positivos em alguns importantes segmentos como automóveis, utilitários, caminhões e ônibus (7,5%), petroquímica básica e intermediária (15,7%) e indústria de açúcar (7,2%).

Outros resultados divulgados recentemente reforçam este quadro mais otimista. As vendas industriais, segundo pesquisa da CNI, também cresceram frente a julho, na série livre de influências sazonais (3,8%), a taxa mais elevada desde fevereiro deste ano. O índice de confiança dos empresários em outubro, também levantado pela CNI, registra um nível de otimismo superior ao de outubro de 2002. As vendas de automóveis cresceram 5,7% em setembro frente a setembro do ano passado refletindo a queda dos juros e da alíquota do IPI.

Entretanto, as vendas do comércio varejista (IBGE) continuam em queda em agosto (-5,9% frente a agosto de 2002), marca superior à média do ano (-5,5% no acumulado janeiro-agosto contra igual período), mas há sinais de melhoras em hiper e supermercados (-5,8% em agosto contra -6,4% na média do ano) e, principalmente, em móveis e eletrodomésticos (-1,4% em agosto ante -8,1% em janeiro-agosto) possivelmente refletindo o efeito dos juros declinantes. Note-se ainda que a contração em agosto em São Paulo (-4,8%) está abaixo tanto da média brasileira (-5,9%) quanto do acumulado no ano neste estado (-5,1%). As indicações são de que o comércio está demorando a reagir porque o consumidor está privilegiando quitar as dívidas e regularizar sua situação junto ao SPC para poder contrair novas dívidas no futuro. Se esta avaliação for correta, a medida em se aproxima o mês de dezembro, de grande volume de vendas a prazo, um movimento de recuperação do comércio deve ficar visível.

O sinal mais negativo está na área dos indicadores sobre mercado de trabalho. O rendimento real médio habitualmente recebido caiu -13,8% em agosto de 2003 frente a igual mês de 2002 na média das regiões metropolitanas. O confronto agosto/julho registra um pequeno aumento de 1,5%, que não chega a interromper a trajetória descendente desta variável. O pessoal ocupado cresceu apenas 3,5% tanto no confronto setembro 03/setembro 02 quanto em agosto 03/agosto 02. Esse aumento no total de ocupados tem sido observado naquelas áreas de menos qualificação (informalidade e setor de serviços), o que provavelmente explica a intensidade na queda do rendimento médio real. A taxa de desemprego em agosto (13,0%) foi novamente superior a igual período do ano anterior (11,7%), o que significa que houve um aumento do número de pessoas procurando trabalho, aumento esse que superou a capacidade de geração de postos de trabalho. Portanto, temos desemprego crescente contra igual período e massa de rendimento em queda (-10,8% em agosto 03/agosto 02).

Assim, voltando às questões iniciais, é razoável supor que há uma reação no nível de atividade econômica em curso que, no entanto, é discreta o suficiente para não conseguir reverter os índices negativos que vêm do confronto com os meses do segundo semestre do ano passado (tanto na produção e nas vendas industriais, quanto no desempenho do comércio varejista). Os indicadores industriais sinalizam que, a partir do início do segundo semestre deste ano, há uma clara reação na área de bens de consumo duráveis, mais sensível aos estímulos pelo lado do crédito e à confiança do consumidor. Os duráveis têm um forte encadeamento interindustrial, principalmente sobre o setor de intermediários. Além disso, observa-se a manutenção dos impactos positivos sobre o ritmo da atividade industrial de segmentos mais atrelados às exportações e à agroindústria. Como a manutenção dessa trajetória de recuperação depende fundamentalmente de uma reação da demanda interna, ainda não é possível afirmar que esses sinais sejam consistentes e sustentáveis, principalmente devido aos indicadores sobre o mercado de trabalho, que mostram queda no rendimento real e taxa de desemprego ainda elevada. O cenário mais provável, para o desempenho industrial, é que 2003 se encerre com taxa anual ligeiramente negativa, mas com o último trimestre superando o trimestre anterior.



Fonte: IBGE/Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física

\* Série com ajuste sazonal

# Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

## Perspectivas para Inflação em 2003 e 2004

### - Introdução

No geral, o comportamento da inflação em 2003 ainda traz os vestígios da turbulência do ano passado. Entretanto, no segundo trimestre os resultados de inflação começam a refletir os efeitos defasados da política monetária restritiva.

A inflação (IPCA) no primeiro trimestre foi de 22% anualizada e foi causada pela persistência da inércia e do repasse herdado da desvalorização de 2002 (Tabela 1). No segundo trimestre em diante a economia já estava com um padrão de inflação anual ligeiramente abaixo de 6%.

Em um primeiro momento a valorização do câmbio impulsionou a queda dos preços administrados que foi seguida, no terceiro trimestre, pelos preços livres. Nem mesmo o recente repique no IPCA, gerados pelo aumento dos alimentos e administrados, foi capaz de aumentar significativamente a inflação anualizada. Vale mencionar que a média da inflação dos alimentos no trimestre ainda apresenta deflação.

Data	IPCA - Média		IPCA - Livres	
	Mensal	Anualizada	Mensal	Anualizada
2002 T1	0,49	6,08	0,57	7,00
2002 T2	0,48	5,87	0,24	2,90
2002 T3	0,85	10,73	0,86	10,78
2002 T4	2,14	28,98	2,10	28,32
2003 T1	1,68	22,18	1,38	17,82
2003 T2	0,48	5,87	0,57	7,04
2003 T3	0,44	5,41	0,23	2,80
2003 T4	0,48	5,96	0,45	5,54

Fonte : Elaboração Própria - dados IBGE

A tendência é que no quarto trimestre o IPCA retorne à média ocorrida no primeiro trimestre de 2002. Há claros sinais que a aceleração recente de preços não se sustenta.

No entanto, cabe advertir que a inflação média de 0,45% ao mês (5,5% anual) esperada para os preços livres no último trimestre é aproximadamente a necessária para a convergência para meta em 2004 (5,5% - centro da banda). Assumindo que os preços administrados acumulem no ano aproximadamente 14%, como esperado pelo Banco Central, a previsão é do IPCA em 9,7% em 2003.

### - Principais Determinantes da Inflação

Em 2003 a inversão da trajetória de preços evidenciou a importância do tripé – taxa de câmbio, expectativas e nível de atividade – na determinação da inflação. Até o momento, todos esses fatores estão contribuindo para que as pressões sobre os preços não se sustentem. É verdade que essa situação advém de um momento particular de nível de atividade muito reprimido, entretanto, dado a defasagem entre a flexibilização da política monetária e a retomada vigorosa do crescimento, não há no curto prazo, sinais de pressões pelo lado da demanda.

No lado das expectativas, o quadro de mudanças estruturais, somado a uma situação benigna de liquidez internacional são fundamentais para a manutenção das expectativas como o canal mais importante da transmissão de política monetária.

**Tabela 2 - Principais Determinantes da Inflação - Expectativas - Nível de Atividade e Taxa de Câmbio**

	jun/03	jul/03	ago/03	set/03	out/03
- Taxa de Desemprego	13	12,8	13	12,9	-
- Produção Industrial (Acumulado no Ano)	0,1	-0,3	-0,5	-	-
- Renda					
Renda Médio de Pessoas Ocupadas (Acumulado 12 meses)	-	-	-	-14,60	-
- Taxa de Câmbio	2,88	2,88	3,00	2,92	2,85*
- Expectativa de Inflação ( 1 ano ) i)	6,91	6,29	6,25	6,55	6,27

\* Último Dado

i) Último FOCUS

### - Preços Livres – Principais Desagregações

O aumento recente do IPCA advém de fatores temporários concentrados em produtos de baixa elasticidade renda, e como comentado anteriormente, não se sustenta para o final do ano.

O segmento de não duráveis (alimentos) foi o responsável pelo recente repique dos preços livres, mas tende a reverter nos próximos meses (Alimentos IPC-S 0,54% para 0,17% da primeira para terceira semana de outubro). A alta internacional nos preços de algumas “commodities” somado a entressafra no setor carnes são os responsáveis pelas maiores variações. No caso do critério de comercialização, o efeito do aumento dos alimentos é sentido com maior intensidade nos comercializáveis.

Por outro lado, os preços dos duráveis, que estão mais ligados ao nível de atividade e à taxa de câmbio, estão desde agosto com deflação. Contudo, a aceleração, mesmo que marginal, é um indicador de que a economia já superou o fundo do poço.

**Tabela 3 - Principais Desagregações IPCA**

	abr/03	mai/03	jun/03	jul/03	ago/03	set/03	out/03	out/03	nov/03	dez/03
<b>IPCA</b>	<b>0,97</b>	<b>0,61</b>	<b>-0,15</b>	<b>0,20</b>	<b>0,36</b>	<b>0,78</b>	<b>0,66</b>	<b>0,55</b>	<b>0,52</b>	<b>0,44</b>
- Preços Administrados	1,21	0,81	-1,02	0,73	0,86	1,44	0,82	0,62	0,70	0,60
- Preços Livres	0,89	0,59	0,22	0,02	0,15	0,52	0,6	0,52	0,45	0,38
<b>Livres 1 - Critério Comercialização com o Exterior</b>										
- Comercializáveis (a)	1,11	0,95	0,38	-0,06	0,07	0,63	0,67	-	-	-
- Não - Comercializáveis (b)	0,62	0,15	0,01	0,12	0,25	0,33	0,5	-	-	-
<b>Livres 2 - Critério Categoria de Uso</b>										
- Serviços	0,29	0,30	0,47	0,52	0,60	0,41	0,5	-	-	-
- Duráveis	0,64	0,12	0,16	0,11	-0,12	-0,04	0,03	-	-	-
- Não - Duráveis	1,29	0,78	-0,19	-0,40	-0,07	0,74	0,79	-	-	-
- Semi - Duráveis	1,19	1,25	1,48	0,36	0,25	0,72	0,79	-	-	-
- Índice a / b **	<b>109,6</b>	<b>110,5</b>	<b>110,9</b>	<b>110,7</b>	<b>110,6</b>	<b>110,9</b>	<b>111,1</b>	-	-	-

Elaboração : IE/UFRJ \*\* Jul/99=100

O resultado mais recente do IPCA-15 de outubro confirma o que parece ser o padrão de desaceleração da inflação esperada no último trimestre (em relação aos meses de agosto e setembro). Os preços administrados perdem força, e logo a seguir, os livres desaceleram para a média mensal de 0,45% (5,4% anual).

## **- Principais Indicadores de Tendência**

Em relação aos resultados das principais metodologias de núcleo da inflação, vale sublinhar o comportamento do núcleo dos não-comercializáveis e o de exclusão prévia.

O núcleo dos não-comercializáveis reduziu-se de 0,46% para 0,36% em relação a agosto. O comportamento desse setor é o mais representativo do nível de atividade e, portanto, vem sentido o efeito do desaquecimento em 2003.

A percepção que o aumento recente advém somente de alimentos e tarifas fica provada na estabilidade do Núcleo de Exclusão em setembro. Mesmo que essa metodologia não traga bons resultados de antecipação da inflação, sua formulação exclui os itens de menor elasticidade renda, o que descarta a hipótese de pressões de demanda.

Finalmente, o aumento no mês do coeficiente de generalidade de 0,56% para 0,63% (63% dos produtos do IPCA tiveram aumento em setembro) por enquanto não preocupa pois esse indicador além de ser muito volátil, só é um fator de preocupação quando exhibe persistência.

Fora das discussões há algum tempo, a inércia deixou de ser um problema para a formulação de política econômica desde o segundo trimestre de 2003.

**Tabela 4 - Principais Indicadores de Tendência do IPCA**

	abr/03	mai/03	jun/03	jul/03	ago/03	set/03
<b>1 - Núcleo da Inflação</b>	0,97	0,61	-0,15	0,2	0,36	0,78
- Metodologia Desagregado *	<u>1,12</u>	<u>0,81</u>	<u>0,65</u>	<u>0,56</u>	<u>0,53</u>	<u>0,76</u>
- Comercializáveis	1,11	0,95	0,38	-0,06	0,07	0,63
- Núcleo - Comercializáveis	1,29	0,77	0,52	0,26	0,15	0,69
- Não - Comercializáveis	0,62	0,15	0,01	0,12	0,25	0,33
- Núcleo Não - Comercializáveis	0,76	0,51	0,30	0,37	0,46	0,36
- Preços Livres	0,89	0,59	0,22	0,02	0,15	0,52
- Núcleo Preços Livres	1,05	0,65	0,43	0,31	0,28	0,55
- Metodologia Mediana	0,83	0,66	0,42	0,21	0,23	0,33
- Metodologia Médias Aparadas Simétricas**	1,10	1,00	0,87	0,65	0,58	0,89
- Metodologia Exclusão Prévia	0,67	0,56	0,51	0,38	0,37	0,36
<b>2 - Generalidade **</b>	0,76	0,66	0,60	0,57	0,56	0,63
<b>3 - Inércia - Coeficiente de Persistência ***</b>	0,78	0,78	0,76	0,79	0,77	0,78

\* Metodologia Nucleo Desagregado - Carlos Gomes Filho - Dissertação de Mestrado - Versão Preliminar (2003)

\*\* Porcentagem das variações dos subitens do IPCA com inflação estrita

\*\*\* Coeficiente do modelo ARIMA(1,0,0)

### - Previsão de Inflação em 2004

A tendência, a partir dos dados disponíveis até o momento, é que o IPCA em 2004 acumule variação de 6,3%.

Este resultado, seguindo a inflação esperada de 9,7% em 2003, mostra a dificuldade da transição de uma economia de inflação média (por volta de 10%) para uma de baixa inflação (de 0% a 3%). A existência de indexação plena nos preços dos administrados causa uma rigidez que impossibilita uma redução que não seja gradual do nível de inflação.

## NOTA TÉCNICA – PREVISÃO DE INFLAÇÃO EM 2004

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

A previsão foi obtida pela metodologia de curva de Phillips “forward looking”, adaptada inicialmente para o sistema de metas brasileiro por Bogdanski(2000). A concepção do modelo é interessante pois leva em consideração os principais determinantes da inflação. Em particular, essa metodologia incorpora os efeitos sobre as expectativas, cuja convergência é o objetivo do regime de metas de inflação. Entretanto foram feitas algumas modificações a fim de aprimorar os resultados. Nesse caso, foram utilizados os preços livres ao invés do IPCA cheio. Adicionalmente, desagregou-se os livres no critério comercialização com o exterior a fim de capturar as diferenças no valor do repasse do câmbio e do nível de atividade que se perdia ao utilizar o índice cheio.

$$\pi_{it} = \alpha + B_{it}(L)\pi_{it-1} + C_t(L)\pi_{it+12}^e + \chi h_{it-1} + \theta \Delta e_t + \lambda_0 D_1 + \lambda_1 D_2 + \eta_{it}$$

Aonde  $\alpha$  - constante ;  $B_{it}(L)\pi_{it-1}$  - operador defasagem do componente backward looking ;  $C_t(L)\pi_{it+12}^e$  - operador defasagem do parte forward looking ;  $h_{it-1}$  - hiato do produto com uma defasagem ;  $\Delta e_t$  desvalorização da taxa nominal de câmbio ; D1 – dummy para o período do regime de metas e D2 dummy para o turbulência na eleição 2002.

Os resultados dos parâmetros foram considerados satisfatórios e com os sinais esperados. Primeiro, o repasse (pass-through) dos comercializáveis é de 18% no ano é maior do que os não comercializáveis 9,5%. A intuição que os preços dos não-comercializáveis é mais sensível a política monetária foi confirmada no resultado do hiato.

Um resultado importante foi o que as expectativas inflacionárias e o componente de inércia atuam com maior intensidade nos preços não comercializáveis.

**Resultado da Previsão de Inflação 2003 - 2004**

	IPCA	Adm	Livres	Comerc.	N-Comerc.
1999	8.9	20.9	5.4	11.3	1.6
2000	6.0	12.9	4.2	3.6	3.7
2001	7.7	10.8	7.0	7.3	5.7
2002	12.5	15.3	11.8	14.9	7.5
2003	9.7	14.0	8.0	8.6	6.6
2004	6.3	8.0	5.5	5.9	5.1

**Tabela 1 - Resultado dos Parâmetros (Período 1995:1 - 2003:3)**

	Comercializáveis	Não - Comercializáveis	teste ADF
Constante	2.28 [0.91]	-2.94 [-1.46]	-
Backward looking	0.20 [1.26]	0.34 [2.32]	1%
Forward Looking	0.38 [1.57]	0.98 [3.01]	5%
Hiato	52.72 [0.59]	139.80 [1.86]	5%
PassThrough	0.04 [2.26]	0.023 [1.56]	1%
Dummy1	-3.21 [-1.17]	-1.22 [-0.58]	-
Dummy2	16.73 [3.08]	1.84 [0.41]	-

# Economia Empresarial

---

## **Convergência funcional: a “governança sem lei”**

Ricardo P. C. Leal<sup>1</sup>

### Lei e Finanças: A Convergência Funcional

Os investidores adquirem direitos contratuais quando financiam uma empresa. Os financiadores têm o direito de apelarem aos tribunais para garantir seus direitos se a empresa violar os termos do contrato. Um sistema legal eficiente e o nível de desenvolvimento financeiro fortalecem o crescimento industrial, a formação de novas empresas e a alocação eficiente de capital. O crescimento econômico independe do modelo de desenvolvimento adotado pelo sistema financeiro. Ter um sistema financeiro centrado em bancos ou centrado no mercado de capitais, por si só, não parece fazer nenhuma diferença (Beck e Levine, 2002).

O nível de proteção legal a investidores varia bastante entre os países. A proteção legal tende a ser pior nos países de tradição jurídica francesa, entre os quais se inclui o Brasil (La Porta et al., 2002). Nos países com pouca proteção legal, as empresas são penalizadas com uma baixa avaliação no mercado, reforçando a importância do papel das leis para proteger os investidores e para o desenvolvimento do mercado financeiro (La Porta et al., 1999). Um estudo analisou 14 mercados emergentes (incluindo Brasil e Chile) e concluiu que as práticas de governança nas empresas são piores quando a proteção legal no país é mais fraca. Melhores práticas estão associadas a um menor custo de capital e a um melhor desempenho operacional. A adoção voluntária de melhores práticas, além do previsto em lei, é importante, particularmente em países com proteção legal fraca. As empresas podem, em parte, compensar a pouca proteção legal (Klapper e Love, 2002).

Será que a globalização está levando a uma convergência para um padrão legal comum? Seria o tipo de proteção oferecido pelos EUA este

---

<sup>1</sup> Apresentação no SEMINÁRIO Conjunto da Consultoria Tendências e Coppead  
OS LIMITES INSTITUCIONAIS E MICROECONÔMICOS AO CRESCIMENTO  
23 DE OUTUBRO DE 2003  
Renaissance São Paulo Hotel

padrão? Khanna et al. (2002) formam pares de países entre 24 emergentes e 49 desenvolvidos. Eles encontram convergência de direito entre os pares, muito mais de natureza regional do que para os padrões dos EUA. Entretanto, não há convergência de fato. A globalização pode ter levado à adoção de certos padrões comuns, mas não foi capaz de fazer com que os grupos de interesse em cada país de fato os adotassem.

Chama-se o uso de meios privados de contratação e de iniciativas que, de forma custosa, vão além do exigido em lei, de convergência funcional. A idéia é que as empresas poderiam oferecer níveis maiores de proteção ao investidor do que aquele que as leis e os tribunais podem oferecer. Seria possível pensar que isto é inútil uma vez que os investidores não teriam nos tribunais um aliado confiável para fazer valer seus direitos se tais contratos forem desrespeitados. Porém, Klapper e Love (2002) demonstram que este não é o caso. Pelo contrário, é justamente nos países onde a proteção legal é pior que as medidas voluntárias e privadas tomadas pelas empresas dão maiores resultados. Em países onde o sistema legal não oferece proteção adequada aos investidores, empresas mais lucrativas, que usam mais financiamento de mercado, com controle mais concentrado e, ao mesmo tempo, mais transparentes, apresentam melhores práticas de governança e maior valor de mercado (Durney e Kim, 2002). As empresas podem se adaptar, mesmo em condições adversas, uma vez que seus controladores podem escolher a qualidade de suas práticas de Governança Corporativa.

#### Controle: Incentivos e Entrincheiramento

Os acionistas controladores podem se aproveitar da pouca proteção legal para expropriar os acionistas minoritários e os credores. A capacidade expropriar, muitas vezes de forma legal, gera benefícios privados de controle. Os acionistas e credores percebem que podem ser expropriados e que têm poucos recursos legais para se defender, e respondem aumentando o custo de capital para a empresa. Portanto, quando a probabilidade de expropriação for maior, o valor das empresas será menor.

Quanto maior a proporção dos direitos de voto em mãos dos controladores, maiores serão os incentivos para a expropriação dos demais acionistas. O valor das empresas com maior concentração dos direitos de voto deve ser baixo. Por outro lado, quanto maior a proporção dos direitos ao fluxo de caixa, na forma, por exemplo, de dividendos, mais alinhados serão os interesses dos controladores e dos demais acionistas. Digamos que a empresa A é controlada pela empresa B, que

tem 51% de suas ações, e que a empresa B é controlada por um indivíduo que tem 51% de suas ações. O indivíduo controla a empresa A, mas tem apenas 51% de 51% dos direitos ao fluxo de caixa de A. Portanto, há uma grande separação entre estes direitos. Quanto maior esta separação, maior o incentivo para a expropriação. Se, alternativamente, o indivíduo tem 100% da empresa B, ele continua tendo o controle, mas agora tem 100% de 51% dos direitos ao fluxo de caixa e, portanto, menos incentivo para expropriar.

O exame de 1301 empresas de capital aberto em 8 países asiáticos mostra que o valor de mercado aumenta com a proporção dos direitos ao fluxo de caixa detida pelos controladores. O valor de mercado cai em função do aumento relativo da concentração dos direitos de voto em relação ao direito aos fluxos de caixa (Claessens et al., 2002). No Brasil, há grande concentração tanto dos direitos ao fluxo de caixa quanto dos direitos de voto. Há amplo uso de estruturas indiretas de controle que potencializam a separação entre os direitos ao fluxo de caixa e ao voto. Quanto maior a separação entre os direitos ao fluxo de caixa (incentivos) e de voto (entrincheiramento) menor o valor da firma e menores os dividendos. O valor da firma também está associado negativamente ao uso de pirâmides para concentração dos direitos de voto (Leal, 2000; Carvalhal da Silva, 2002).

### Estratégias de Convergência Funcional

As empresas podem adotar diversas medidas para melhorar suas práticas de governança e para sinalizar que as pratica. Entre as principais, podemos incluir a listagem em mercados que oferecem maior proteção legal, como os EUA, a listagem em mercados com mais exigências de transparência, Novo Mercado, e a introdução de conselheiros independentes no Conselho de Administração.

As empresas não-americanas negociadas nos EUA são mais bem avaliadas do que as empresas do mesmo país que não são negociadas nos EUA. O valor das empresas com ADR é 16,5% maior na média para todas as empresas e 37% maior para as empresas que negociam em bolsa. Então, por que não se vêem mais empresas listadas nos EUA (menos que 1 em cada 10 grandes empresas)? As empresas com ADR seriam aquelas em que os controladores se beneficiam ao reduzir seus benefícios privados de controle (Doidge, Karolyi e Stulz, 2001).

As empresas brasileiras podem procurar formas privadas de contratação para sinalizar que adotam melhores práticas de governança e que são mais transparentes. Empresas com ADR nível II ou listadas no Novo Mercado da Bovespa tiveram desempenho melhor em momentos de crise (da Ásia, do real e o 11/9). As empresas que migraram para o Novo Mercado experimentam uma valorização, negociam mais e oferecem menos risco (Srour, 2002; De Carvalho, 2003).

Quais seriam os efeitos da presença de mais conselheiros externos, particularmente os independentes, sobre o custo de capital da empresa? Nos EUA, as empresas que apresentam maior participação institucional e têm mais conselheiros externos gozam de uma classificação de risco de crédito melhor e, conseqüentemente, pagam juros menores, mesmo considerando-se que pode haver uma preferência dos investidores institucionais por empresas com melhor classificação de risco de crédito. Estes efeitos são ainda mais pronunciados para as empresas de maior risco. A concentração de controle nas mãos de investidores institucionais, entretanto, influencia negativamente a classificação do risco de crédito da empresa e está de acordo com a hipótese dos benefícios privados de controle (Bhojraj e Sengupta).

Aparentemente, empresas que tiveram um desempenho ruim nos EUA tendem a incluir mais conselheiros independentes nos seus conselhos. Por outro lado, não parece haver diferença de desempenho entre empresas com mais ou menos conselheiros independentes. A simples presença de conselheiros independentes não parece ser suficiente para garantir melhor desempenho (Bhagat & Black, 2001). Será que as empresas têm melhor desempenho porque o conselho é estável ou o conselho é estável porque a empresa tem bom desempenho? Crutchley et al. (2002) indicam que os conselheiros deixam o conselho de empresas com mau desempenho para preservar sua reputação em vez de serem removidos pelos acionistas.

A evidência apresentada indica que a relação entre desempenho, valor e a composição do conselho não é simples. Porém, o mundo foi tomado por uma febre de códigos de boas práticas de governança. Neles, há uma premissa, que não tinha respaldo científico, de que mais conselheiros independentes levariam a melhores decisões no conselho e a um aumento do valor da empresa. De fato, muitas das evidências que surgiram até o momento sugerem uma certa neutralidade desta decisão, apontando para a competência e ética dos profissionais do conselho

como o fator principal. Entretanto, um estudo recente sugere que as empresas do Reino Unido que aumentaram o número de independentes no conselho passaram a indicar uma pessoa externa à empresa como seu principal executivo com mais frequência e que esta decisão está associada a um aumento no valor das ações da empresa. É uma das primeiras evidências a favor do dogma da maioria dos conselheiros independentes no conselho (Dahya & McConnell, 2001).

Foram redigidos códigos de boas práticas em muitos países. Mas sua adoção parece lenta. No Brasil, Almeida et al. (2002) pesquisaram a percepção de executivos em 13 empresas do setor de telecomunicações brasileiro sobre práticas baseadas no Código de Melhores Práticas do IBGC, com foco no Conselho de Administração. 89% percebem que as boas práticas geram valor para os acionistas. 63% das empresas estavam adequadas às práticas testadas. As práticas mais adotadas eram a preparação de agenda e ata da reunião do Conselho. 83% percebem a importância de conselheiros independentes, mas a maioria não os inclui nos conselhos. 33% não pensam que a remuneração dos conselheiros com base na remuneração dos executivos seja importante. Para 48 empresas espanholas, 81% adotam o Código Olivença e apenas duas seguem as 23 recomendações nele sugeridas (Rodrigues & Ansón, 2001).

Da revisão que fizemos, podemos dizer que as leis são importantes, assim como seu cumprimento ser garantido pelos tribunais. Ainda assim, as empresas têm a ganhar ao adotar voluntariamente medidas custosas que sinalizem que de fato utilizam as melhores práticas de governança corporativa. Quanto mais fraca a proteção legal de um país, mais importantes serão estas medidas. Neste artigo não tocamos na questão dos tributos. Entendemos que a evasão fiscal é um grande impedimento para a adoção de mais transparência por muitas empresas brasileiras. Se, por um lado, oferecer mais transparência pode significar evadir menos imposto, por outro, a recompensa de um custo de capital mais baixo pode simplesmente não existir para a maioria das empresas, diante da escassez e do custo elevado do crédito em geral.

### **Referências bibliográficas**

Agrawal, A.; Chada, S. Corporate governance and accounting scandals. University of Alabama working paper, 2002.

De Almeida, F. G.; De Almeida, L. C.; Ness Jr, W. L.. A Governança Corporativa no Setor de Telecomunicações Brasileiro. II Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho de 2002, Anais ..., 2002 (CD-ROM).

Bhattacharya, U.; Groznik, P.; Haslem, B. Is CEO certification of earnings numbers value-relevant? Indiana University working paper, 2002.

Beck, T.; Levine, R. Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter? *Journal of Financial Economics*, v. 64, p. 147-180, 2002.

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.

Bhojraj, S.; Sengupta, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, no prelo.

Carvalho da Silva, A.L. A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. Tese de Doutorado, Coppead/UFRJ, 2002.

De Carvalho, A. G. Efeitos da Migração para os Níveis de Governança da Bovespa. *Anais do Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças*, 2003.

Claessens, S.; Djankow, S.; Fan, J.P.H.; Lang, L.H.P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance*, v. 57, p. 2741-2771, 2002.

Crutchley, C.; Garner, J.; Marshall, B. An examination of board stability and the long-term performance of initial public offerings. *Financial Management*, v. 31, n. 3, p. 63-90, 2002.

Dahya, J. McConnell, J. Outside directors and corporate board decisions: a natural experiment. *Purdue University working paper*, 2001.

Doidge, C.; Karolyi, A. G. ; Stulz, R. M. Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More? *National Bureau of Economic Research*, working paper, 2001.

Durnev, A.; Km, E. H. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *University of Michigan Business School*, working paper, 2002.

Khanna, T.; Kogan, J.; Palepu, K. Globalization and similarities in Corporate Governance: a cross-country analysis. *Harvard University Strategy Unit*, Working Paper 02-41, 2002.

Klapper, L.; Love, I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. World Bank Working Paper 2818, 2002.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* 57(3): 1147-70, June 2002;

Leal, R.; Carvalhal Da Silva, A.; Valadares, S. Ownership, Control and Corporate Valuation of Brazilian Companies. Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable, São Paulo, April 2000.

Mitton, T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial markets. *Journal of Financial Economics*, v. 64, p. 215-241, 2002.

Rodríguez, E. F.; Ansón, S. G. Wealth Effects Associated with the Compliance with the Code of Best Practice: the Spanish Experience. University of Oviedo, working paper, 2001.

Sengupta, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review* 73, p. 459-474, 1998.

Srour, G. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. II Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 e 23 de julho de 2002, Anais ..., 2002 (CD-ROM).

# Política Fiscal

---

**Margarida Gutierrez**

O estoque de endividamento público em um dado momento (Dt) é determinado pela seguinte equação:

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

Em agosto (último dado disponível), a dívida líquida do setor público consolidado foi R\$ 891,3 bilhões, o equivalente a 57,7% do PIB, sendo que a dívida fiscal representa 40,6% do PIB e a dívida patrimonial, 17,1% do PIB. Apenas o reconhecimento de dívidas passadas representa hoje R\$ 95,0 bilhões do endividamento total. Em 1994, toda a dívida era decorrente do exercício fiscal. O reconhecimento de dívidas passadas e a mudança do regime cambial em 1999 aumentaram significativamente a importância do ajuste patrimonial na determinação da trajetória Dívida/PIB.

À medida em que as condições macroeconômicas ganhem mais estabilidade, em particular, a inflação e a taxa de câmbio, e considerando que a incorporação de novos esqueletos é um processo que se esgota no tempo, a trajetória da dívida pública passará a depender cada vez mais do resultado do superávit primário. Por outro lado, a continuação da queda da taxa de juros reais e o maior ritmo de

crescimento econômico que se projeta contribuem favoravelmente para reduzir a relação Dívida Pública/PIB.

Considerando o indicador Dívida Pública Bruta (que inclui os créditos do governo, inclusive as reservas internacionais)/PIB para um grupo de países emergentes selecionados (Tabela 1), observamos que o setor público no Brasil ainda tem um alto grau de endividamento, só superado pela Argentina (146% do PIB) e pela Indonésia (92% do PIB). O grau de endividamento do setor público é uma variável de grande peso na determinação do Risco País.

<b>Tabela 1 :Dívida Pública/PIB</b>		
<b>Países emergentes selecionados</b>		
	2000	2002
Argentina	45	146
Indonésia	82	92
Brasil	72	78
Filipinas	66	74
Índia	67	73
Tailândia	57	54
Colômbia	37	51
Peru	45	47
Malásia	37	46
México	37	40
Venezuela	27	40
Coréia	17	22
China	15	16

Fonte: BIS

Mas provavelmente os maiores desafios para os próximos períodos sejam a mudança do atual perfil da dívida brasileira.

O primeiro problema é a ainda elevada exposição cambial do endividamento público (43,6%, conforme a Tabela 2), fruto de uma estratégia que se iniciou a partir do 2o semestre de 1998, quando o Banco Central substituiu continuamente títulos públicos no mercado sem cláusula de correção cambial por papéis indexados ao câmbio e, além disso, garantiu o financiamento público através da colocação de novos títulos indexados ao câmbio. O objetivo naquele período foi reduzir as pressões de demanda por dólar à vista, em momentos de acentuadas expectativas de novas desvalorizações da moeda nacional frente à moeda norte americana. Um resultado deste processo foi a elevada sensibilidade

da relação Dívida Pública/PIB à trajetória da taxa de câmbio: em períodos de fortes e continuadas desvalorizações, o indicador sobe independentemente dos resultados fiscais, e contrariamente, em períodos de apreciação da taxa de câmbio, ocorre o movimento inverso.

<b>Tabela 2: Perfil da Dívida Pública (%)</b>										
	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	jan/03	abr/03	mai/03	jun/03	jul/03	ago/03
dívida/PIB	49,4	49,3	53,1	55,9	55,9	52,2	53,6	55,4	57,0	57,7
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
(a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	74,9	77,7	77,3	78,1	77,9	78,2
(i) Indexada ao Câmbio	19,4	19,9	27,0	26,2	26,1	23,3	23,6	23,0	22,4	21,9
(ii) Não Indexada ao Câmbio	59,5	60,3	53,2	48,1	48,9	54,4	53,7	55,1	55,5	56,4
(b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	25,1	22,3	22,7	21,9	22,1	21,8
Dívida Pública Indexada ao Dólar (i) + (b)	40,5	39,7	46,8	51,9	51,1	45,6	46,3	44,9	44,5	43,6

Em 2002, 67% do aumento da dívida deveu-se ao efeito câmbio (Tabela 3). Ao longo deste ano, a apreciação cambial de 17,2% até agosto provocou o efeito inverso, reduzindo o estoque da dívida (interna e externa), medida em reais, em R\$ 45,3 bilhões. Mas, por outro lado, como o pagamento de juros superou, em larga medida, o resultado primário de R\$ 49,29 bilhões, a dívida líquida ainda sofreu um acréscimo de R\$ 10,2 bilhões.

<b>Tabela 3: Fatores Condicionantes da Dívida Pública</b>			
Fluxo em R\$ milhões	Jan a Dez/01	Jan a Dez/02	Jan a Ago/03
Juros Internos	72112	96949	89707
Juros Externos	14331	17029	12710
Varição cambial sobre estoque da dívida interna atrelada ao dólar	19182	76662	-20476
Varição cambial sobre estoque (em reais) da dívida externa líquida	10619	71317	-24802
Esqueleto	26004	14286	2379
Privatizações	-980	-3637	0
Superávit primário	-43655	-52364	-49293
Outros	90	0	0
Total	97703	220241	10227

Fonte: Banco Central

Em maio deste ano, o governo iniciou uma estratégia mais agressiva de redução da dívida interna indexada ao câmbio, anunciando que não tem mais o compromisso de rolar 100% do principal da dívida. Considerando que parte dos juros já vinham sendo parcialmente pagos desde o começo do ano, de janeiro até outubro, já foram retirados do mercado U\$ 13,2 bilhões em juros e principal. Na prática, o Banco Central tem decidido o grau de rolagem da dívida a vencer através de um único leilão realizado com, no mínimo, 4 dias de antecedência e tendo 2 objetivos: de um lado, reduzir a exposição cambial da dívida pública e, de

outro, evitar fortes oscilações na taxa de câmbio. Para isto, antes de iniciar o leilão o Banco Central faz uma consulta prévia às mesas de câmbio para medir a real necessidade de hedge de instituições e empresas. Desde maio, o montante rolando tem sido cada vez menor, sendo que no penúltimo leilão, realizado no dia 8 de outubro, foi resgatado 100% da dívida e no último, realizado no dia 22 de outubro, a Autoridade Monetária esperava rolar 13% da dívida cambial de U\$ 1,5 bilhão a vencer em 3 de novembro e somente garantiu a colocação líquida de 3,2% do total. Estes resultados evidenciam que atualmente a demanda por hedge cambial é muito baixa, provavelmente refletindo quase um consenso no mercado de que a taxa de câmbio não sofrerá profundas desvalorizações, seguindo um curso relativamente estável para os próximos meses. Esta avaliação torna muito caro comprar um swap cambial, por exemplo de 1 ano, para garantir uma proteção contra eventuais futuras desvalorizações cambiais, na medida em que a instituição que adquiri-lo vai pagar a taxa CDI para 12 meses (atualmente em 17% ao ano) em troca de uma remuneração de 2,7% ao ano acrescida da variação cambial. Ao longo deste ano até setembro, a apreciação da taxa de câmbio e a queda dos juros internos em dólar garantiram ao Banco Central o repasse de R\$ 11,9 bilhões pelos agentes detentores de swaps cambiais.

Usando este argumento, há quem defenda que a atual política de desindexação da dívida interna significa a troca de um passivo de baixíssimo custo por outro que pagará a taxa Selic ou algo muito próximo a esta. Nesta linha de raciocínio, se, por um lado, a menor exposição cambial da dívida reduz o Risco Brasil ao tornar o setor público menos vulnerável a choques cambiais, por outro lado, eleva o custo total da dívida, aumentando a relação Dívida Pública/PIB, que também é um critério importante considerado pelas agências de classificação de risco.

Uma outra visão oposta a anterior coloca que o Banco Central deveria aproveitar o câmbio baixo para, inclusive, resgatar dívida cambial antecipadamente, antes do vencimento. O argumento básico é que o menor risco cambial do governo reduz o Risco país o que possibilita a queda da taxa Selic e, com isso, a queda da Dívida/PIB.

Considerando que o Brasil ainda tem uma necessidade de financiamento externo elevada (saldo em transações correntes acrescido do pagamento de amortizações de médio e longo prazos) - projetada para este ano em torno de U\$ 26,0 bilhões e para 2004 de, no mínimo, U\$ 40,0 bilhões (dependendo do resultado do saldo de transações correntes) -, é evidente ainda a importância de um volume expressivo de captações externas que evitem pressões significativas sobre a taxa de câmbio. Quanto maior a parcela da dívida pública indexada ao câmbio, maior a

sua vulnerabilidade a choques cambiais e o que parece mais razoável neste contexto é a substituição gradual dos títulos indexados ao câmbio por títulos pré fixados e por aqueles remunerados por taxas de juros acrescidas de índices de preços.

Um segundo problema é que 32,1% da dívida é de curto prazo (com vencimento menor que 1 ano), tornando extremamente vulnerável o custo da sua rolagem às condições macroeconômicas vigentes no momento. É verdade, que esta proporção tem diminuído consideravelmente a partir de janeiro deste ano, quando 40,2% era dívida de curto prazo, mas ainda é alta em comparação, por exemplo, a abril de 2002, quando essa proporção era de 23%. O ambiente econômico mais favorável tem permitido que o Banco Central e o Tesouro Nacional realizem leilões no mercado primário, com colocações de títulos mais longos (que vão de 2004 até 2015) e também através dos leilões de troca, com substituição de títulos com vencimentos curtos (20 semestre deste ano) por títulos mais longos.

Por último, trata-se ainda de uma dívida fortemente indexada à taxa básica Selic (45,91% da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna), o que tira eficácia da política monetária, pois quando a elevação dos juros torna-se necessária para conter o processo inflacionário, a maior geração de renda através do pagamento de maiores juros, em termos reais, aos detentores de títulos pós fixados reduz parte do efeito pretendido pelo aperto monetário, qual seja a contração da demanda, além de elevar imediatamente o custo dos serviços da dívida pública. A partir de abril, o Tesouro Nacional e o Banco Central deram início à substituição gradual de dívida atrelada à Selic (LFTs) por títulos pré fixados (LTNs) e por títulos indexados a índices de preços, permitida pela expectativa de queda dos juros básicos. O processo ainda é tímido mas já tem produzido resultados visíveis: em dezembro do ano passado a participação de títulos pré fixados era de 1,9% e em setembro deste ano já era de 8,4%.

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses encerrados em agosto (receitas e despesas sem incluir o pagamento de juros), o superávit primário totalizou R\$ 64,3 bilhões (4,35% do PIB). Nos 8 primeiros meses do ano, as contas primárias consolidadas acumularam um superávit de R\$ 49,3 bilhões (4,91% do PIB). O governo central (federal, Banco Central e INSS) contribuiu com a maior parte (R\$ 35,3 bilhões), tendo R\$ 10,1 bilhões sido gerados nas esferas estaduais e municipais e R\$ 3,8 bilhões, no âmbito das empresas estatais (federais, estaduais e municipais). Estes resultados permitem uma folga no ajuste fiscal para o período que se estende até o final do ano (setembro a dezembro) observando a meta acertada com o FMI para 2003 de um superávit primário de 4,25% do PIB (R\$ 68,0 bilhões). A folga obtida nos

primeiros 8 meses do ano permite que, de setembro a dezembro, este indicador se situe em uma média mensal de 3,14% do PIB (Tabela 4).

**Tabela 4: Necessidade de Financiamento do Setor Público**

	R\$ Milhões				% PIB			
	Jan/Dez 00	Jan/Dez 01	Jan/Dez 02	Ago 02/Set 03	Jan/Dez 00	Jan 01/Dez 01	Jan/Dez 02	Ago 02/Set 03
Nominal	39.806	42.788	61.614	91.412	3,66	3,62	4,61	6,18
Juros Nominais	77.963	86.444	113.978	155.732	7,18	7,31	8,52	10,53
Primário	-38.157	-43.655	-52.364	-64.320	-3,51	-3,69	-3,91	-4,35
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-20.431	-21.980	-31.919	-42.831	-1,88	-1,86	-2,39	-2,90
-Emp. Est. Federais	-10.174	-7.571	-6.329	-5.629	-0,94	-0,95	-0,47	-0,38
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-6.026	-10.471	-10.598	-12.258	-0,55	-0,89	-0,79	-0,83
-Emp. Estat. Regionais	-1.526	-3.634	-3.518	-3.602	-0,14	-0,31	-0,26	-0,24

Fonte: Banco Central

# Setor Externo

---

Felipe Cabral

## **Setor Externo: números alentadores, trabalho árduo para analistas.**

O Comércio exterior Brasileiro continua produzindo resultados extraordinários, dificultando em muito o trabalho dos analistas que acompanham e fazem previsões do setor externo tanto no âmbito governamental quanto privado. Como consequência, inúmeras previsões vêm sendo reformuladas a cada novo dado divulgado pela Secretaria de Comércio Exterior. Esta edição da Carta de Conjuntura não foge à regra. Os números do comércio exterior estão se revelando tão melhores que as expectativas que, como veremos adiante, foi necessário elevar mais uma vez a previsão do saldo comercial. Começaremos analisando os números de setembro para a exportação. Não ignorando as limitações analíticas e as distorções estatísticas de dados para um mês apenas, vale a pena destacar o resultado das exportações neste mês de Setembro. Estas atingiram o valor de US\$7,28 bilhões, o maior valor exportado da história do comércio exterior brasileiro e um aumento de 12,1% em relação a Setembro de 2002. Este resultado é impressionante se levarmos em conta que o dado de 2002 já era um valor elevado, atingido durante um período de grande depreciação cambial. Além disso, observando-se os dados do trimestre de julho a setembro relativamente ao mesmo período de 2002 verifica-se que o valor exportado cresceu impressionantes 7,1%. Assim, com este crescimento das exportações em relação ao ano passado, o superávit de setembro foi o maior da história com magnitude de US\$2,67 bilhões. Já o acumulado no ano até dia 19 de outubro atingiu US\$19,42 com um superávit no mês de Outubro de US\$1,62 bilhão. No acumulado de 12 meses até Setembro o resultado é mais vigoroso, chegando a US\$23,06. O total exportado no ano até 19 de Outubro foi de US\$57,2 bilhões com crescimento de 21,3% sobre igual período do ano passado.

Ao analisar as exportações por quantum e preço, vemos que as exportações cresceram 16,5% em quantum e 4,1% em preços no acumulado do ano. O valor percentual de crescimento das exportações vem caindo desde de Julho devido à entrada da base mais elevada de comparação a partir do segundo semestre do ano passado. Contudo, como vimos, as exportações continuam crescendo na margem, o que

demonstra o dinamismo do setor exportador brasileiro. O destaque no aumento do quantum exportado fica por conta dos manufaturados que cresceram 20% de Janeiro a Setembro, contra 16,5% dos básicos e 13,5% dos semimanufaturados o que mostra que os manufaturados vêm ganhando peso relativo na pauta de exportação brasileira. A tabela 1 evidencia tais resultados.

**Tabela1: Variações de preço e quantum das exportações - Brasil**

Período	Exportações Totais		Por Fator Agregado					
			Básicos		Semifaturados		Manufaturados	
	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum	Preço	Quantum
Set 03/Ago 03	0,6	13,0	2,6	15,3	(0,4)	2,2	(0,1)	14,6
Set 03/Set 02	4,2	7,6	13,4	(15,2)	7,1	(3,6)	(1,3)	29,1
Acumulado ano	4,1	16,5	7,0	16,5	12,4	13,7	(0,5)	20,0
Acumulado 12 meses	2,9	17,9	5,7	19,4	10,7	15,5	(1,3)	20,2

Outro ponto interessante a destacar são os preços das exportações. Não fosse a queda de 0,5% no preço dos manufaturados (no acumulado do ano), o índice de preços das exportações totais teria sido superior aos 4,1% mencionados anteriormente uma vez que o preço dos básicos cresceu 7% e dos semimanufaturados 12,4%. Apesar destes números estarem relacionados à pauta de exportações brasileira, eles podem indicar uma melhora nos termos de troca dos países menos desenvolvidos como consequência do aquecimento da demanda externa por produtos agrícolas.

Com relação às importações, estas atingiram US\$37,78 bilhões até o dia 19 de Outubro, queda de 1,8%. O valor importado em Setembro de US\$4,61 bilhões foi o maior do ano com crescimento de 15,2% sobre setembro de 2002. Contudo ainda é cedo para dizer se isto já reflete uma recuperação, pois no trimestre de julho a setembro em relação ao mesmo período de 2002 estas estão em queda de 6,2%. No acumulado do ano as importações de bens de capital acumulam queda de 27,8% e as de bens de consumo duráveis 15,1% o que mostra que as sucessivas quedas da taxa selic ocorridas desde de Junho num total de 7,5 pontos percentuais ainda não provocaram efeitos nas importações. As importações de bens de consumo não duráveis também diminuíram 5,9%. A única categoria que teve crescimento de importações foi a de bens intermediários com expansão de 5,2%. Uma hipótese para esta expansão seria o aumento de importação destes bens que entrariam no processo de produção de produtos para exportação uma vez que a retração no mercado interno ainda é evidente. É bom ressaltar que as quedas apresentadas ocorrem em relação à base do ano de 2002 que já era retraída o que equivale a dizer que o nível de atividade interna continua se retraindo. A

decomposição por categoria de uso revela também que cresceram as compras de combustíveis e lubrificantes (10,7%) devido à alta do preço do petróleo.

As importações tiveram uma queda em quantum de 8,2% enquanto os preços subiram 6,9%. Uma análise de preço e quantum por categoria de uso revela que a queda do quantum continua a ocorrer em todas as categorias, liderada pelos bens de capital (-31,7%), bens de consumo duráveis (-16,3%) e combustíveis (-12,9%). O preço do petróleo e seus derivados no mercado internacional continuam em nível bem superior ao do ano passado o que fez com que os preços da importação de combustíveis subisse 27%, mais do que contrabalançando a queda no quantum. Apesar de as importações terem tido uma queda de apenas 1,8%, esta poderia ter ocorrido em maior magnitude não fosse o aumento do índice de preços em todos os setores (com exceção de bens de consumo não duráveis com queda de 0,4%) que contrabalançou a queda do quantum importado. Os bens de capital e de consumo duráveis tiveram um aumento de preço de 5,3% e 3% respectivamente.

Como as exportações totais e as importações totais cresceram em preço 4,1% e 6,9% respectivamente, os preços dos produtos de exportação subiram menos que os dos produtos de importação. Assim sendo, vemos que houve uma piora nos termos de troca do Brasil. O efeito de uma piora nos termos de troca reflete no saldo comercial de forma negativa. Dessa forma, não fosse a piora nos termos de troca o saldo seria maior que o apresentado até o momento.

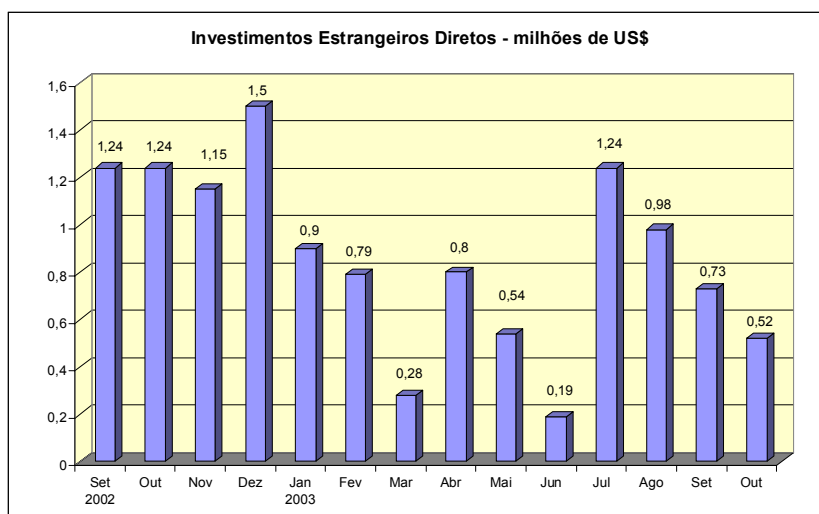
O câmbio não vem sofrendo grandes oscilações nas últimas semanas. O índice de câmbio real bilateral (R\$/US\$) e real efetivo (que leva em conta uma cesta de moedas dos parceiros comerciais do Brasil ponderada pela participação no comércio exterior do país) continuam apreciados com relação à média de 2002 mas estão depreciados com relação à média de 2000. Como a desvalorização no ano passado elevou o índice para o maior valor da série histórica, o câmbio nominal próximo a R\$2,90 por Dólar não necessariamente prejudica as exportações. O índice médio de 2003 para o câmbio real bilateral (Real/US\$) está em 153,5, bem próximo do valor de 2002 de 159,7 (base 100 o mês de Julho de 1994) o mesmo ocorrendo com o índice de câmbio real efetivo. A tabela abaixo mostra o valor do índice de câmbio real bilateral (Real/US\$) e o do índice de câmbio real efetivo.

**Índice da Taxa de Câmbio Real Bilateral (R\$/US\$) e Efetiva - Brasil - Base Junho/94 = 100**

Base - Jul/94	dez/98	média 2000	média 2002	Média 2003 Jan-Set	atual (R\$2.90/US\$)
Taxa de câmbio real	78,5	111,6	159,7	153,5	140,4
Taxa de câmbio real efetiva	75,2	96,8	121,4	125,0	114,2

Os investimentos estrangeiros diretos continuam surpreendendo, só que negativamente. A entrada de investimentos externos diretos líquidos no país somou US\$ 6,467 bilhões nos nove primeiros meses deste ano, cerca de metade dos US\$ 12,665 bilhões registrados no mesmo período de 2002. Mesmo depois de superada a fase de crise de confiança em relação ao país, os investimentos continuaram em níveis mensais muito baixos (ver gráfico abaixo).

A conta de transações correntes do balanço de pagamentos brasileiro encerrou o mês passado com resultado positivo de US\$ 1,338 bilhão. Nos nove primeiros meses de 2003, também houve superávit, de US\$ 3,856 bilhões. O superávit das contas correntes do ano equivale a 1,07% do produto interno bruto (PIB). Nos 12 meses até setembro, a conta corrente acumula superávit de US\$ 3,6 bilhões, ou 0,76% do PIB. Em setembro, o país registrou o melhor resultado mensal para as transações correntes externas desde o início da apuração dos dados pelo BC, em 1980. No acumulado dos nove primeiros meses, o balanço de pagamentos aponta superávit de US\$ 13,154 bilhões. O total decorre do já referido superávit na conta corrente e do saldo positivo de US\$ 11,006 bilhões na conta de capital e financeira. Os erros e omissões ficaram negativos em US\$ 1,707 bilhão.



Assim, após a análise dos dados entende-se porque as previsões da maioria dos analistas e do próprio Banco Central foram revisadas tantas vezes durante este ano. Números cada vez mais alentadores geram necessidade de novas previsões. Com o crescimento das exportações na margem esperamos que o saldo comercial ao final do ano seja de US\$22 bilhões com exportações de US\$69,2 bilhões e importações de 47,2 bilhões. Apesar do fraco início de recuperação das importações, as exportações continuam com grande vigor o que explica a revisão de nosso saldo. Para 2004, com o aquecimento do mercado interno e o esperado crescimento da economia, esperamos que as exportações cresçam 6% e as importações 17,5%. Este crescimento elevado das importações é explicado pela base reprimida desta que se retraiu nos últimos dois anos. Assim, as exportações atingiriam US\$73,4 bilhões e as importações US\$55,4 bilhões com saldo de US\$18 bilhões o que ainda é um excelente superávit comercial.