

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Novembro de 2004 - Ano 4 - Número 58

## Apresentação

---

Os resultados recentemente divulgados pelo IBGE sobre o PIB do terceiro trimestre nos levaram a rever para cima a previsão para o crescimento da economia em 2004. Agora estamos trabalhando com uma taxa de 5,3% para este ano e de 4% para 2005. Os dados também mostram que a demanda doméstica – liderada pelo investimento – é o principal componente explicativo do crescimento do PIB, tornando a continuidade do processo menos dependente da evolução da demanda internacional. Estes pontos são tratados no “Destaque da Conjuntura”, que abre a presente edição de Economia & Conjuntura.

No que se refere ao crescimento do próximo ano, admite-se que uma provável desaceleração no primeiro trimestre seja revertida em seguida, principalmente porque o ciclo de elevação da taxa de juros básica parece estar chegando ao final, devendo ser revertido a partir do início de 2005. Contribui para isso a expectativa, destacada no “Panorama Macroeconômico”, de que a alta dos preços industriais no atacado não deverá ter um impacto grande sobre os preços industriais do IPCA no futuro. Em geral os repasses de um para o outro índice ocorrem a curto prazo e em escala menor.

Em meio à safra de bons resultados, um pequeno sinal de alerta aparece nos dados das exportações, cuja linha de tendência dos últimos meses vem mostrando uma interrupção do processo de crescimento (vide Seção “Setor Externo”). Na medida em que tais resultados ainda não estão refletindo a apreciação recente do real, pode-se ter no próximo ano resultados piores do que estão sendo correntemente projetados, agravados pela desaceleração da economia mundial. Neste sentido, o momento seria oportuno para a aquisição de dólares no mercado de câmbio pelo Banco Central, seja como meio de fortalecer suas reservas seja também - porque não - como uma forma de evitar o comprometimento das exportações e da sólida posição de balanço de pagamentos que vem sendo finalmente construída neste país.

Na seção Coppead, José Francisco de Carvalho Rezende aborda a importância da Gestão Balanceada da Performance para melhor atender às expectativas de todos os que mantêm interesses no sucesso de uma empresa e a possibilidade de incorporação desta sistemática no processo decisório das micro, pequenas e médias 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)
- Carlos Thadeu de Freitas G. Filho - [thadeu@ie.ufrj.br](mailto:thadeu@ie.ufrj.br)
- Cecília Rutkoski Hoff - [cissahoff@ie.ufrj.br](mailto:cissahoff@ie.ufrj.br)
- Marcos Thadeu Lelis - [mcaput1@uol.com.br](mailto:mcaput1@uol.com.br)
- Margarida Gutierrez - [margarida@ie.ufrj.br](mailto:margarida@ie.ufrj.br)
- Paulo Gonzaga - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)
- Rafael Barroso - [lemjnsky1@yahoo.com](mailto:lemjnsky1@yahoo.com)
- Silvio Salles - [conjuntura@ie.ufrj.br](mailto:conjuntura@ie.ufrj.br)

## Estagiários

- Natália Telles Vianna
- Rebeca Caetano Pio

## Contato

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

## ÍNDICE

---

ÍNDICE	PÁGINA
DESTAQUE DA CONJUNTURA: O PIB DO 3º TRIMESTRE	5
PANORAMA MACROECONÔMICO	12
PROJEÇÕES DO GRUPO DE CONJUNTURA	22
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	23
INVESTIMENTO	28
INFLAÇÃO	35
POLÍTICA FISCAL	39
SETOR EXTERNO	46
SEÇÃO COPPEAD	51

# Destaque da Conjuntura:

## O PIB do 3º Trimestre

---

Francisco Eduardo Pires de Souza

### **Uma Nota sobre o Crescimento do PIB e as Perspectivas de Crescimento Sustentado para a Economia Brasileira**

Os dados recém-divulgados pelo IBGE referentes ao crescimento do PIB no terceiro trimestre de 2004 contribuem para dar maior nitidez ao quadro da recuperação econômica em curso e indicam a perspectiva de consolidação de um processo de crescimento sustentado. De um lado, a revisão da série e a incorporação dos dados do terceiro trimestre sugerem uma expansão em 2004 um pouco mais forte do que se previa anteriormente, e de outro, vai-se observando uma mudança na composição do crescimento, com a liderança (em termos de taxa de variação) passando das exportações para o investimento. Este último ponto, juntamente com uma aceleração relativa do consumo das famílias (o componente da demanda com maior peso no PIB), desloca claramente a força propulsora do crescimento para dentro da economia do país.

A endogeneização do processo de crescimento é um aspecto importante em dois sentidos. Primeiramente, porque em face da desaceleração da economia mundial em 2005 haverá certamente uma queda forte no ritmo de crescimento das exportações (que já vem sendo notada nos meses mais recentes, como mostrado na seção *Setor Externo* desta publicação). Como o dinamismo da economia já está muito menos dependente das exportações, uma desaceleração de seu ritmo não deve ter um impacto grande sobre o crescimento. Em segundo lugar, o fato de que o investimento é agora o componente que lidera a expansão sinaliza a criação de capacidade produtiva que dará sustentação futura ao crescimento da economia.

### **Reverendo as Projeções para o PIB**

Tendo por base os resultados do PIB até o terceiro trimestre, se a economia ficasse estagnada no último trimestre do ano, o crescimento médio de 2004 em relação a 2003 seria de 5%, como se vê na tabela 1. No entanto, há razões para supor que variação do PIB real no último trimestre, em relação ao terceiro, será positiva. Cabe destacar, primeiramente, que a queda de 3,6% na produção agropecuária no terceiro trimestre resulta não de uma desaceleração do crescimento do setor e sim

do efeito das principais safras colhidas a cada trimestre do ano. Em função disto, nossa expectativa é que no último trimestre do ano haja uma reversão importante do crescimento deste setor (para 3% positivo). Para projetar o crescimento do quarto trimestre, consideramos ainda que: a) a indústria de transformação deve apresentar uma desaceleração expressiva; b) por outro a construção civil, os serviços industriais de utilidade pública e a os serviços em geral devem manter seu crescimento. Tendo isto em conta, estamos projetando uma taxa de expansão de 0,9% para o quarto trimestre, o que resultaria num crescimento do PIB de 5,3% em 2004. Esta é a projeção básica do Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ, e ela implica um carry over de 1,5% para 2005, o que quer dizer que no ano que vem esta seria a taxa de crescimento caso a economia ficasse estagnada - com ao nível da produção igual ao do último trimestre de 2004.

Tabela 1: Taxas de Crescimento do PIB  
Projeções para 2004 e 2005

Período	Hipótese 1*		Hipótese 2**	
	Taxa de Crescimento	Carry Over para o Ano	Taxa de Cresciment	Carry Over para o Ano
2003	0,5	1,6	0,5	1,6
2004	5,3	1,5	5,0	0,9
2005	4,0	1,9	3,3	1,9

\* Hipótese 1: crescimento de 0,9% no IV trimestre de 2004.

\*\* Hipótese 2: crescimento zero no quarto trimestre de 2004.

Fonte: IBGE; Projeções: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

Contudo, a expectativa para 2005 é de continuidade do crescimento. A rigor, pode-se esperar uma nova desaceleração no primeiro trimestre, em resposta à política monetária mais severa posta em prática ao longo do segundo semestre de 2004. Mas é bem provável que o ciclo de aperto monetário já esteja se encerrando (vide Panorama Macroeconômico), o que abre perspectivas de uma reaceleração a partir do segundo trimestre de 2005. Adotando esta hipótese, projetou-se um crescimento de 4% para 2005. Um dos pressupostos sobre a viabilidade desta reaceleração a partir do segundo trimestre é que a capacidade produtiva estará se expandindo, o que é reforçado pelos dados relativos à formação bruta de capital fixo, conforme analisado a seguir.

## A Mudança na Composição do Crescimento e o Papel do Investimento

Conforme dito de início, os investimentos assumiram a liderança, em termos de taxa de variação, que vinha sendo mantida, até o segundo trimestre deste ano, pelas exportações. Como mostra a tabela 2 a seguir, o PIB cresceu 5,3% no acumulado dos três primeiros trimestres deste ano (relativamente a igual período de 2003), sendo as exportações o componente da demanda que mais se expandiu (18,6%). Quando se analisa o comportamento ao longo dos últimos quatro trimestres, percebe-se, contudo, que o investimento já é o componente mais dinâmico, com uma taxa de expansão de 20%, contra uma taxa de crescimento de 6,1% para o PIB.

Tabela 2:  
Taxas de Crescimento dos Componentes da Demanda Agregada  
(var % sobre igual período do no anterior)

Período	PIB	Consumo das Famílias	Consumo do Governo	Formação Bruta de Capital	Exportação	Importação
Acumulado em 2004	5,3	3,9	0,6	11,8	18,6	14,9
3º trimestre 2004	6,1	5,7	0,3	20,1	18,2	17,7

Fonte: IBGE.

É importante destacar este fato porque ele contrasta com o ocorrido nos dois últimos processos de recuperação econômica (II/1999 a I/2001 e I/02 a IV/02). Isto pode ser verificado nos quatro gráficos a seguir, que mostram a evolução do PIB e do investimento ao longo dos 4 processos de retomada do crescimento ocorridos nos últimos 10 anos. Observe-se que nas duas recuperações do período pós 1999, o investimento cresceu sempre menos do que o PIB (no acumulado dos períodos). Isto sugere que não se chegou, naquelas ocasiões, a gerar uma confiança suficiente dos empresários para comprometê-los com decisões de investimento que levassem a uma expansão significativa da formação bruta de capital fixo da economia. Na retomada atual, ao contrário, o crescimento do investimento já vinha ocorrendo por cima da taxa de expansão do PIB desde o início, e os dados recém-divulgados mostram que esta tendência se acentuou. Neste sentido, ela se assemelha mais com o ocorrido no período 1995-97, porém com um crescimento ainda mais rápido do investimento. E, com a diferença de que os fundamentos fiscais e de balanço de pagamentos são agora incomparavelmente mais sólidos.

Gráfico 1:

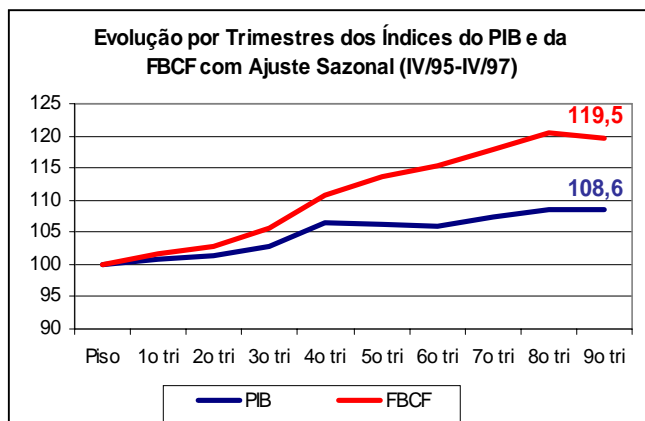


Gráfico 2:

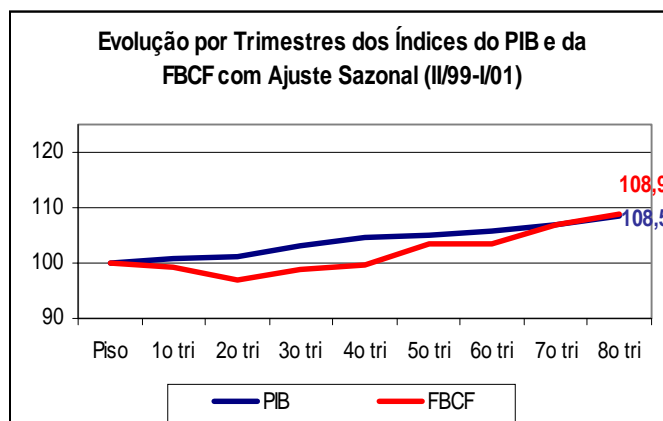


Gráfico 3:

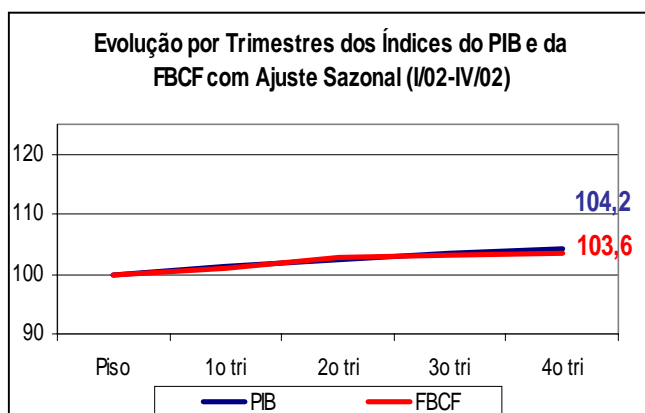
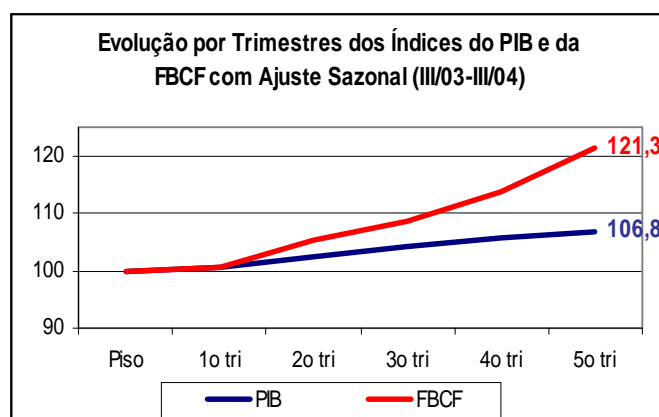


Gráfico 4:



Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/  
UFRJ.

Há que se ressaltar, contudo, que o investimento havia atingido níveis muito baixos em 2003 (17,8% do PIB). Ainda assim, a velocidade da recomposição da taxa de investimento vem sendo bastante veloz, como mostra a tabela 3 a seguir. Calculados a preços do segundo trimestre de 2004 a taxa de investimento do terceiro trimestre teria chegado a 19,9% do PIB - um nível superior à média do período 1991-2003.

Tabela 3: Taxa de Investimento (FBCF/ PIB) (%)

Período	FBCF/PIB
1991-2003	19,2
2002	18,3
2003	17,8
I.2004	19,1
II.2004	18,9
III.2004 <sup>1</sup>	19,9

<sup>1</sup> A preços do 2º trimestre de 2004.

Fonte: IBGE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

E, de todo modo, quando se trata de analisar a contribuição de cada componente de demanda para o crescimento do PIB, é necessário ter em conta não apenas a taxa de variação como também o peso de cada variável no PIB. A tabela 3 a seguir mostra esta contribuição, levando em conta os pesos de cada componente no PIB em 2003 e ajustando para os valores de 2004, excluindo-se a variação de estoques. Ali se pode perceber que dado o maior peso dos componentes domésticos da demanda (e agora também pela taxa de expansão mais rápida do investimento), estes vem dando uma contribuição maior para o crescimento do PIB do que a demanda externa (medida pelas exportações de bens e serviços). Mais interessante ainda é verificar que apesar de ter um peso quase três vezes menor do que o consumo, o investimento contribuiu mais do que ele para o crescimento no terceiro trimestre de 2004 (comparativamente a igual período do ano anterior). Tudo isto sugere que, salvo por uma crise internacional profunda, a economia brasileira está entrando numa rota de crescimento sustentado.

Tabela 4: Contribuições para o Crescimento  
dos Diferentes Componentes da Demanda Agregada  
(em % do crescimento do PIB)

Componentes da Demanda <sup>1</sup>	Acumulado até o 3º trimestre de 2004	3º trimestre de 2004 contra igual período de 2003
Consumo das Famílias	40	43
Consumo do Governo	2	1
Formação Bruta de Capital Fixo	37	47
Total dos Componentes Internos	79	91
Exportações de Bens e Serviços	55	39
Importações de Bens e Serviços	34	30
Total dos Componentes Externos	21	9
PIB <sup>1</sup>	100	100

<sup>1</sup> Exclusive variação de estoques

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

# Panorama Macroeconômico

Caio Prates

Com a divulgação recente do PIB do terceiro trimestre - comentado em nota no início desta publicação-, o crescimento previsto para a economia brasileira em 2004 vem sendo novamente revisto para cima (pela projeção do Grupo de Conjuntura deverá ser de 5,3%). Beneficiado pela conjuntura internacional excepcionalmente favorável deste ano e pela evolução claramente positiva dos seus fundamentos - melhora substancial dos indicadores de solvência externa e fiscal e inflação em queda e dentro da meta estabelecida para o ano -, a economia brasileira chega ao final de 2004 apresentando um crescimento expressivo (e bem acima do que se esperava) e um amplo conjunto de resultados positivos, que configuram o seu melhor desempenho em muitos anos. Existem, contudo, alguns fatores de preocupação em relação à continuidade deste desempenho no próximo ano: no cenário externo, a queda acentuada do dólar em escala global; do lado doméstico, a combinação em curso de elevação da taxa Selic e apreciação cambial, cujos riscos para a economia brasileira são examinados em seguida.

Tabela 1: Indicadores de Confiança

	Indicadores de Confiança					Indicadores de Cenário Externo	
	Risco Brasil (a) <sup>(1)</sup>	Risco dos Emergentes (b) <sup>(1)</sup>	(a)/(b) (%)	Taxa de Câmbio (R\$/US\$)	Swap de 1ano PrêxDI	Taxa de Juros Títulos do Tesouro Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
17/ago/04 <sup>(2)</sup>	550	448	22,77	3,00	17,73	4,19	42,99
14/set/04 <sup>(2)</sup>	498	428	16,36	2,91	17,81	4,13	41,73
19/out/04 <sup>(2)</sup>	482	418	15,31	2,87	17,57	4,03	48,77
16/nov/04 <sup>(2)</sup>	435	382	13,87	2,79	17,89	4,21	42,29
30/nov/04	409	377	8,49	2,73	17,85	4,35	45,51

Fonte: Banco Central, Valor Econômico e Gazeta Mercantil

Notas:(1) EMBI+ do J.P. Morgan

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Véspera da divulgação da ata do COPOM

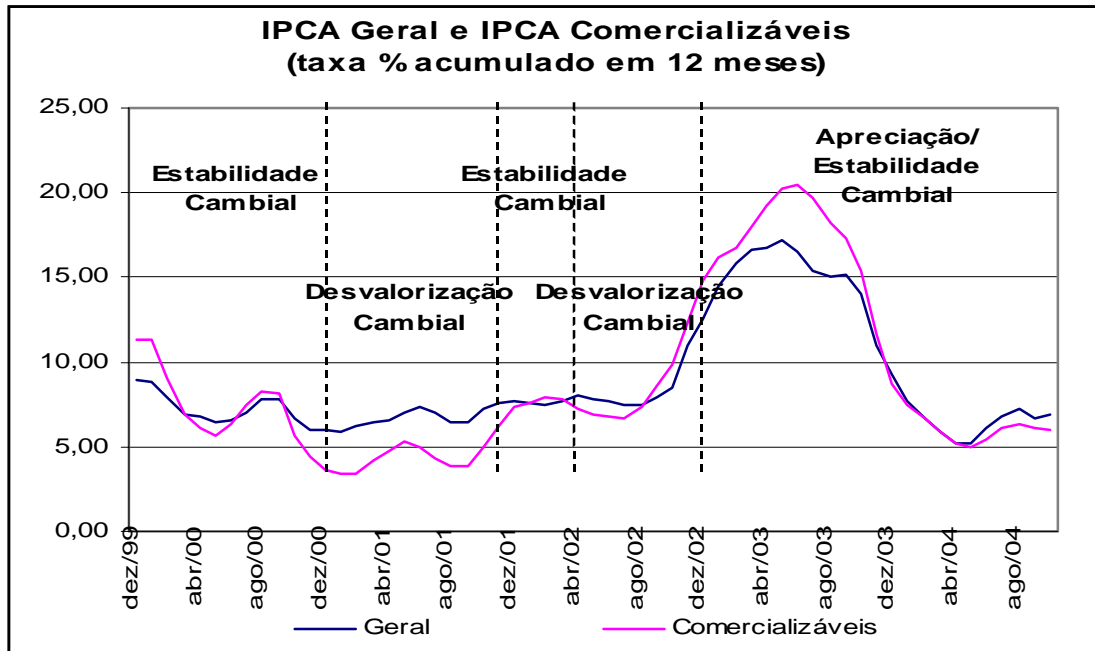
O processo de elevação da taxa de juros pelo Banco Central, iniciado em setembro, já produziu uma alta desta taxa de 16% para 17,25% aa. As razões mencionadas nas atas do Copom para o ajuste em curso da taxa Selic vêm sendo: i) expectativas de inflação para 2005 acima da meta de 5,1%; ii) núcleos da inflação ainda incompatíveis com

a trajetória esperada para os preços; iii) distância acentuada entre o aumento dos preços no atacado e no varejo, e o risco daí decorrente de repasse da alta dos preços no atacado para os consumidores; iv) risco de descompasso entre os ritmos de expansão da demanda e da oferta, evidenciado pelo grau elevado de utilização de capacidade na indústria atualmente; v) incertezas sobre o preço do petróleo. Mas, embora todos estes argumentos tenham sido novamente citados na ata de novembro, desta vez a ênfase maior recaiu sobre os três primeiros fatores. A despeito da apreciação cambial, da queda do preço do petróleo desde outubro e de alguns sinais de arrefecimento do nível de atividade, a expectativa de inflação do mercado para 2005 não cedeu e isto vem preocupando o Banco Central. Além disso, os núcleos de inflação permanecem muito elevados (tendo inclusive subido um pouco em outubro), apontando para uma inflação anualizada em torno de 7% (o teto da meta de 2005). A inflação no IPA industrial continua muito alta. Devido, sobretudo, a estes fatores, o Copom subiu mais uma vez em 0,5 ponto percentual a taxa Selic em novembro, sendo esperada nova alta para dezembro. Até onde irá este ajuste da taxa básica de juros? Será que os riscos inflacionários percebidos pelo Banco Central ainda levarão a uma alta significativa da taxa Selic (para mais de 18% a.a.) ou este processo de ajuste pode estar chegando ao fim?

Para se avaliar o comportamento da inflação no futuro próximo e até onde o ajuste da taxa Selic poderá ir, é importante se ter em conta alguns aspectos básicos do comportamento dos preços desde a mudança do regime cambial, no início de 1999. Desde então, a trajetória da inflação tem sido fortemente influenciada pela evolução da taxa de câmbio. Pelo menos até o primeiro trimestre de 2004, períodos de apreciação e/ou estabilidade da taxa de câmbio, que se seguiram a desvalorizações cambiais, foram sempre marcados por uma tendência de queda gradual da inflação, como se percebe nos Gráficos 1 e 2 abaixo. Foi o que ocorreu ao longo de 2000 e voltou a ocorrer entre o segundo trimestre de 2003 e o primeiro trimestre de 2004, períodos de queda da inflação, em que se destacaram a forte desaceleração da alta dos preços dos bens comercializáveis (Gráfico 1) e dos bens industriais no atacado (Gráfico 2), justamente os preços que mais haviam subido nas fases anteriores de desvalorização cambial. Favorecida pela estabilidade cambial, não apenas a inflação recuou nestes períodos, como este resultado revelou-se sempre compatível com um crescimento econômico significativo e a queda gradual da taxa Selic. Contudo, a partir do segundo trimestre de 2004, não obstante a continuidade da estabilidade da taxa de câmbio, a inflação (no acumulado de 12 meses) voltou a subir de forma moderada nos preços ao consumidor (Gráfico 1) e vigorosa nos preços industriais no atacado (Gráfico 2). A que atribuir este comportamento recente da inflação? Será que a alta dos preços estaria sendo agora mais influenciada pela demanda, e a estabilidade da taxa de

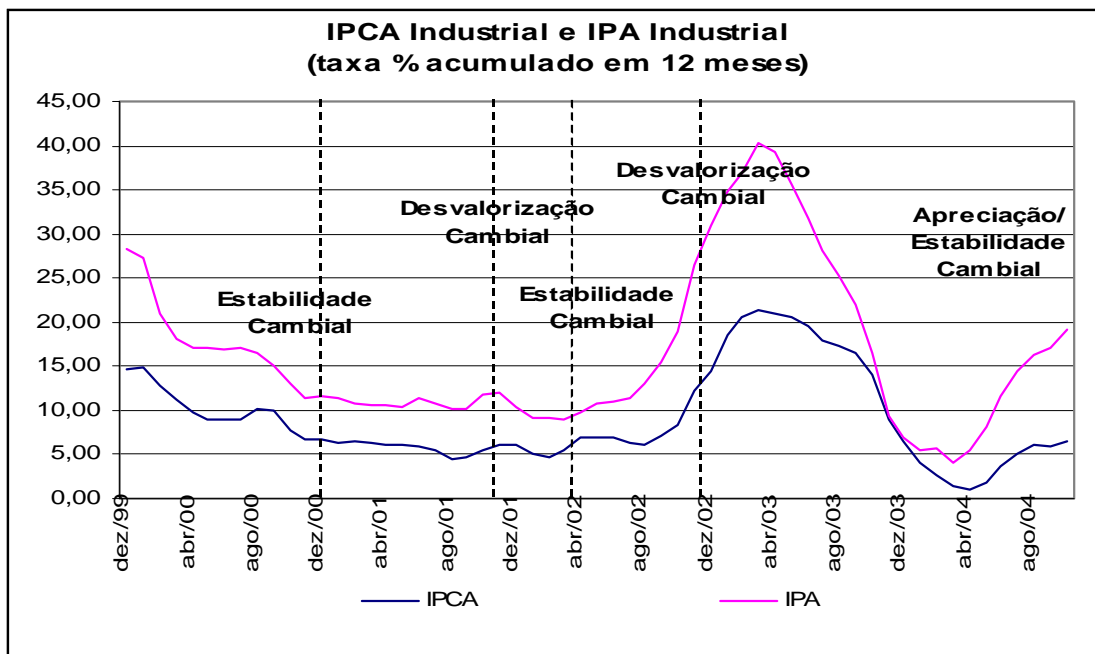
câmbio não seria mais suficiente para compatibilizar o controle da inflação com uma redução gradual da taxa de juros?

Gráfico 1:



Fonte: IBGE e FGV.

Gráfico 2:



Fonte: IBGE e FGV.

Como evidencia a Tabela 2, a inflação (12 meses) no IPCA industrial, após atingir 40% em março de 2003, recuou para 4,1% em março de 2004; mas, desde então, a despeito da estabilidade da taxa de câmbio, voltou a subir, chegando a 19,1% agora em outubro. Por sua vez, em decorrência da elevação dos preços industriais no atacado, os preços industriais no IPCA também vêm subindo, tendo passado de 1% em abril para 6,5% em outubro. Mas a elevação dos preços industriais no atacado deste ano vem sendo impulsionada basicamente pela disparada dos preços das commodities metálicas e do petróleo (Tabela 2), e seus reflexos sobre os preços, entre outros, dos produtos siderúrgicos, dos combustíveis e de matérias plásticas - e não por pressões de demanda. Na hipótese, perfeitamente plausível, da estabilização (ou recuo) das commodities metálicas e do petróleo nos próximos meses e da manutenção da estabilidade da taxa de câmbio, tudo indica que ocorrerá uma desaceleração significativa da alta dos preços industriais no atacado.

Tabela 2: Evolução dos Preços Industriais (IPCA e IPA), da taxa de câmbio e dos preços das commodities metálicas e do petróleo

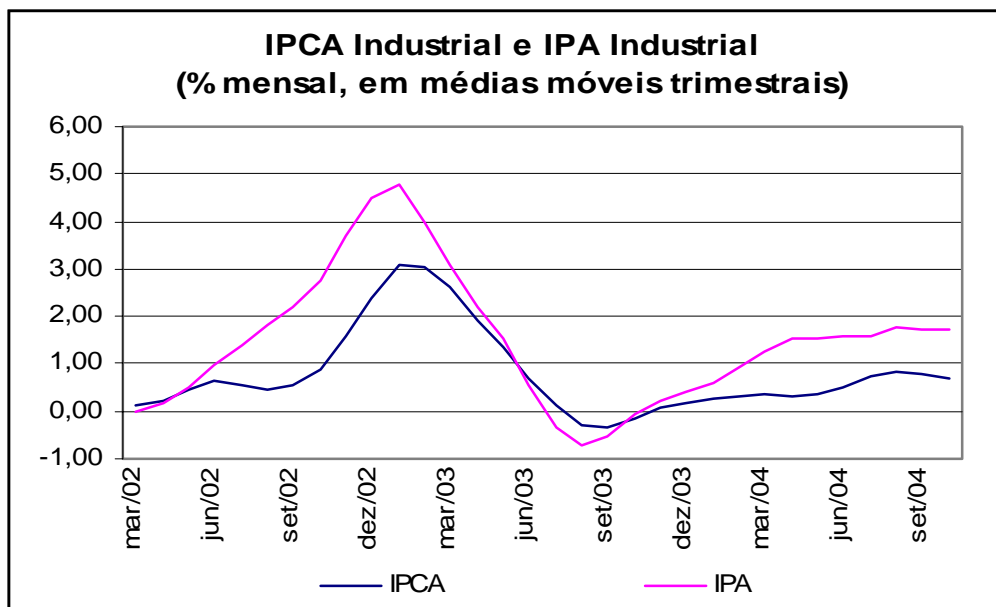
	Inflação: var % em 12 meses		Taxa de Câmbio Nominal R\$/US\$ (média mensal)	Índice de Commodities			
	IPA industrial	IPCA industrial		Metálicas		Petróleo	
				US\$	R\$	US\$	R\$
mar/03	40,36	21,35	3,447	100,00	100,00	100,00	100,00
dez/03	6,90	6,52	2,925	123,39	104,72	98,66	83,73
mar/04	4,12	1,50	2,905	143,71	121,14	110,89	93,47
abr/04	5,55	0,98	2,906	143,15	120,68	111,03	93,61
mai/04	8,19	1,74	3,100	136,10	122,42	123,93	111,47
jun/04	11,67	3,71	3,129	139,96	127,06	117,06	106,27
jul/04	14,39	5,17	3,037	144,12	126,97	124,94	110,07
ago/04	16,32	6,07	3,003	142,32	123,99	138,95	121,06
set/04	17,17	5,91	2,891	144,35	121,08	137,17	115,06
out/04	19,10	6,52	2,853	150,96	124,94	154,37	127,76

Fonte: IBGE, Banco Central e FMI.

É verdade, porém, que a diferença entre a elevação dos preços industriais no atacado e no varejo vem se acentuando (Tabela 2). O risco inflacionário a isto associado foi um dos principais motivos alegados pelo Copom para subir em 0,5 ponto percentual a taxa Selic em novembro e para a sinalização de que o ajuste da taxa de juros deverá prosseguir. Contudo, embora a possibilidade de que a forte alta de preços industriais no atacado acabe sendo repassada para o varejo não possa ser descartada, a experiência dos últimos anos sugere que este risco é baixo. De fato, como evidencia com clareza o comportamento dos preços industriais no atacado e no varejo apresentado nos gráficos 2 (inflação acumulada em 12 meses desde dezembro de 1999) e 3 (inflação mensal,

medida por médias móveis trimestrais, desde março de 2002), altas de preços industriais no atacado costumam refletir-se quase imediatamente, ainda que de forma bem amortecida, no varejo; por sua vez, quando a inflação no atacado recua, o mesmo tende a ocorrer em seguida com os preços industriais ao consumidor. Em nenhum momento, nos últimos anos, ocorreu o que o Banco Central vem temendo atualmente: que altas fortes nos preços industriais no atacado gerem uma inflação represada nos preços ao consumidor, que somente algum tempo depois viria à tona. As defasagens entre as reversões nas trajetórias dos preços industriais no atacado e no varejo têm sido, em regra, muito pequenas. A julgar por este padrão, se nos próximos meses houver uma desaceleração expressiva nos preços industriais no atacado - proveniente da estabilização dos preços das commodities metálicas, do petróleo e da taxa de câmbio - o mais provável é que logo em seguida o ritmo de alta dos preços industriais no varejo também arrefeça, contribuindo decisivamente para a queda da inflação nos índices gerais de preços ao consumidor (como o IPCA).

Gráfico 3:



Fonte: IBGE e FGV.

Como, nos próximos meses, a taxa de câmbio deverá permanecer relativamente estável (abaixo de R\$ 2,90), há boas chances - devido, em particular, ao crescimento mais lento da economia mundial - de que: i) haja estabilização do índice de preços das commodities metálicas e do petróleo; ii) o crescimento da economia brasileira seja mais lento do que

o observado do final do ano passado até agora; e iii) a inflação comece a recuar nos primeiros meses de 2005. Além disso, a possibilidade deste cenário positivo para o início do próximo ano também foi reforçada pela recente alta dos combustíveis, determinada pela Petrobrás - cujo impacto inflacionário ocorrerá, sobretudo, em dezembro -, o que, segundo algumas estimativas, pode ter praticamente eliminado a defasagem dos preços domésticos dos derivados de petróleo (caso o barril de petróleo do tipo Brent permaneça entre US\$ 40,00 e US\$ 45,00). Se este cenário para a inflação se confirmar, o ciclo de elevação da taxa Selic poderá estar próximo do fim: o Copom subiria a taxa de juros básica mais uma ou duas vezes, com a taxa Selic atingindo um pico de 17,75% (ou, no máximo, 18% a.a.).

No cenário acima - considerado o mais provável - a inflação apresentaria uma tendência de declínio suave ao longo de 2005. Tal como ocorreu em outros períodos de estabilidade da taxa de câmbio, esta trajetória seria compatível com a retomada, daqui a alguns meses, de um processo de redução gradual da taxa Selic e com a continuidade do crescimento. Além da estabilidade do câmbio, o recuo da inflação suposto neste cenário também seria favorecido pelas expectativas inflacionárias. Não obstante a preocupação do Banco Central com a rigidez atual destas expectativas e com o fato de apontarem para um alta de preços em 2005 acima da meta de 5,1%, a expectativa do mercado é de uma inflação no próximo ano inferior à de 2004 (5,8% em 2005 contra 7,3% neste ano, segundo o levantamento mais recente do Banco Central apresentado na Tabela 3). As expectativas de uma inflação em queda tendem a afetar positivamente a trajetória desta, ao levarem os agentes econômicos a moderarem os reajustes de preços e salários.

Tabela 3: Expectativa de Inflação e Swap de um ano

	Expectativas de Inflação (IPCA) <sup>(1)</sup>						Swap de 1 ano PróxDI	Taxa de Juros Real ex-ante <sup>(3)</sup>	
	2004			2005					
	Índice Geral	Preços Livres	Preços Administrados	Índice Geral	Preços Livres	Preços Administrados	Próximos 12 meses		
17/ago/04 <sup>(2)</sup>	7,16	6,70	8,28	5,50	5,09	6,50	6,18	17,73	10,88
14/set/04 <sup>(2)</sup>	7,37	6,93	8,45	5,70	5,27	6,75	6,19	17,81	10,94
19/out/04 <sup>(2)</sup>	7,16	6,57	8,60	5,81	5,24	7,20	6,17	17,57	10,74
16/nov/04 <sup>(2)</sup>	7,19	6,55	8,76	5,90	5,37	7,20	6,22	17,89	10,99
30/nov/04	7,26	6,55	9,00	5,80	5,18	7,32	6,25	17,85	10,92

Fonte: Banco Central

(1) Segundo levantamento do Banco Central junto ao mercado (Relatório de Mercado)

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Swap pré x DI de 1 ano deflacionado pelo IPCA dos próximos 12 meses

Também chama a atenção na tabela 3, que, mesmo com as altas da taxa Selic desde setembro, a taxa de juros de mercado de 1 ano (swap pré x DI) não se deslocou para cima. E isto significa que: i) a taxa de juros real ex-ante de 1 ano (swap pré x DI de 1 ano deflacionado pelo IPCA projetado pelo mercado para os próximos 12 meses) - uma das que mais influenciam a atividade econômica - tem permanecido ligeiramente abaixo de 11%, nível que sempre se revelou compatível nos últimos anos com a continuidade do crescimento; ii) o spread atual, de cerca de 0,5 ponto percentual, do swap pré x DI de 1 ano em relação à taxa Selic pode ser tomado, à luz da experiência dos últimos anos, como um indicador de que a elevação em curso da taxa Selic é percebida pelo mercado como transitória, o que tende a favorecer a manutenção do crescimento (não há precedente, nos últimos anos, de interrupção do crescimento em momentos em que este spread encontrava-se nos níveis atuais).

Além da elevação da taxa Selic, outro fator de preocupação no momento em relação ao desempenho futuro da economia brasileira vem sendo a apreciação cambial em curso. Como a queda do dólar nos últimos meses vem se dando em escala global, abre-se, em princípio, a possibilidade de que, mesmo com a apreciação do real em relação ao dólar, a taxa de câmbio real efetiva (cesta de moedas) possa permanecer relativamente estável. Deste modo, a economia brasileira poderia se beneficiar de alguma apreciação da moeda nacional para reforçar o combate à inflação, sem prejuízo da sua competitividade externa. Mas o fato é que, como indica a tabela 4, o recuo do dólar em relação ao real já está ultrapassando este limite. Entre agosto (quando a taxa de câmbio nominal média R\$/US\$ estava em R\$ 3,00) e novembro (taxa nominal média de R\$ 2,79) houve uma queda de cerca de 5% na taxa de câmbio real efetiva. E como a taxa de câmbio nominal atual ainda é inferior à taxa média de novembro, é bem possível que, mesmo com uma apreciação cambial adicional de outras moedas relevantes para o comércio exterior brasileiro, a taxa de câmbio real efetiva ainda tenha caído mais desde então. Como o desempenho das exportações continuará sendo uma variável-chave para a redução da vulnerabilidade externa da economia brasileira e a geração de condições cada vez mais favoráveis para a sustentação do crescimento, será fundamental que o governo resista à tentação de utilizar em demasia a taxa de câmbio como instrumento para atingir a meta de inflação de 2005.

Tabela 4: Taxas de Câmbio

	Taxa de Câmbio Real Efetiva		Taxa de Câmbio Nominal						
	Mensal	Média Móvel 12 meses	Real/ US\$	US\$/ Euro	US\$/ Iene	P. Argentino/ US\$	P. Chileno/ US\$	P. Mexicano/ US\$	Won Sul-coreano/ US\$
dez/03	130,74	135,40	2,93	0,81	107,83	2,96	601,89	11,27	1204,40
jul/04	134,73	132,16	3,04	0,81	109,59	2,97	634,33	11,48	1156,81
ago/04 <sup>(a)</sup>	131,94	132,25	3,00	0,82	110,40	3,02	636,64	11,41	1167,33
set/04	127,20	132,23	2,89	0,82	110,26	3,01	616,26	11,50	1165,99
out/04	126,58	132,20	2,85	0,80	108,94	2,98	608,78	11,42	1150,09
nov/04 <sup>(b)</sup>	125,60	131,92	2,79	0,77	104,86	2,96	597,48	11,39	1121,24
(b)/ (a)	-4,81	-0,25	-7,07	-6,34	-5,01	-2,08	-6,15	-0,15	-3,95

Fonte: BC e Grupo de Conjuntura

De todo modo, impedir uma apreciação cambial excessiva deve ser um objetivo a ser perseguido como fator de sustentabilidade do crescimento a mais longo prazo, e não por eventuais danos de curto-prazo que o recuo da taxa de câmbio possa trazer ao desempenho da economia brasileira. Embora já existam alguns sinais de arrefecimento do ritmo de expansão da atividade econômica, nada indica, por enquanto, que a elevação da taxa Selic ou a apreciação cambial em curso possam comprometer de forma grave a recuperação da economia no futuro próximo.

Nos indicadores do nível de atividade da tabela 5 (evolução na margem, através de médias móveis trimestrais dessazonalizadas, de indicadores de produção, vendas, salários, emprego, crédito, exportações e importações, e taxas de crescimento destas variáveis no acumulado do ano), os resultados mais negativos são a estagnação no período recente das vendas do comércio varejista e das exportações de manufaturados e importações de bens intermediários em quantum (embora em valor ambas continuem crescendo). Mas o efeito negativo esperado do aumento da taxa de juros sobre o crédito ainda não apareceu (o volume real de crédito com recursos livres, deflacionado pelo IPCA, permanece em firme expansão), a produção industrial e a massa salarial (PME/IBGE) continuam subindo, e o resultado do PIB do terceiro trimestre mostrou que a economia prossegue crescendo a um bom ritmo.

Tabela 5:  
Indicadores do Nível de Atividade

	Índices Reais <sup>1</sup> : dez/03 = 100				Taxa acumulada no ano contra igual período do ano anterior (%)		
	jun	ago	set	out	jun	set	out
I) Produção e Vendas							
- PIB	103,19	-	104,27	-	4,83	5,28	-
- Indústria Geral							
- total	102,82	104,84	105,48	-	8,22	9,01	-
- Comércio Varejista							
- total	106,57	106,14	105,71	-	9,34	9,32	-
- não-duráveis	104,68	104,67	105,05	-	5,40	6,19	-
II) Massa Salarial e Emprego							
- Massa Salarial							
Habitualmente Recebida	102,60	104,86	105,96	106,14	-1,11	1,01	1,59
- Massa Salarial							
na Indústria	110,08	110,18	110,19	-	9,13	9,17	-
- Emprego Industrial	101,86	102,90	103,58	-	0,16	1,08	-
III) Volume de Crédito com							
recursos livres	107,80	109,75	110,68	112,16	4,34	7,16	7,96
IV) Exportação e Importação							
- Exportação de manufaturas (em quantum)	109,60	115,09	113,07	113,79	24,88	23,84	22,92
- Importação de bens							
intermediários (US\$)	108,01	116,33	117,47	119,91	26,70	29,96	28,71

(1) Médias Móveis trimestrais com ajuste sazonal, exceto para volume de crédito com recursos livres.

Fontes: (I) e (II) IBGE, (III) Banco Central e (IV) MDIC e FUNCEX

Contudo, é bem provável que o ritmo de expansão da economia seja menor nos próximos meses, como reflexo de um crescimento mais lento das exportações (decorrente do menor crescimento do comércio mundial, da recuperação em curso da demanda doméstica e da apreciação cambial recente) e das vendas a crédito (devido à alta taxa de juros). Embora a massa salarial deva continuar se recuperando, seu aumento vem sendo relativamente modesto, e não deverá ser suficiente para compensar o efeito negativo sobre o crescimento da desaceleração das exportações e das vendas a crédito. Ainda assim, o crescimento deverá ser preservado. Como destacado anteriormente, o nível atual da taxa de juros real - embora bastante elevado pelos padrões internacionais - sempre se mostrou compatível nos últimos anos com a expansão da atividade econômica, e há boas razões para se supor que o ciclo de alta da taxa Selic já esteja bem perto do fim. Além disso, as expectativas dos empresários em relação ao desempenho da economia no futuro próximo parecem claramente positivas, como atestam: o crescimento bastante elevado do investimento no terceiro trimestre deste ano (aumento dessazonalizado de 6,7% em relação ao segundo trimestre, de acordo com os dados recentemente divulgados do PIB trimestral); a expansão significativa do emprego industrial nos últimos meses (que

evidencia a confiança na continuidade do crescimento); e as sondagens conjunturais mais recentes da CNI e da FGV junto à indústria de transformação (realizadas em outubro).

# Projeções do Grupo de Conjuntura

Variável	2004		2005	
	Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ	Projeções do Mercado	Projeções do Grupo de Conjuntura IE/UFRJ
Taxa de Inflação (IPCA) (em %)	7,26	7,30	5,80	6,20
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	4,66	5,30	3,50	4,00
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	33,00	33,20	27,15	30,50
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	10,50	10,10	3,72	6,60
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)				
Final do Ano	2,86	2,80	3,05	3,00
Média do Ano	2,95	2,94	2,98	2,91
Taxa Selic				
Acumulada no ano	16,41	16,43	16,67	16,60
Final do Ano	17,75	17,75	15,50	15,50

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

\*Segundo levantamento do BC junto ao mercado em 26/11/04 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## Indústria em setembro e o debate sobre o crescimento

Para alguns analistas, o desempenho da indústria em setembro estaria marcado por um “sinal amarelo” que poderia se transformar em “sinal vermelho”, indicando que a continuidade do crescimento da indústria estaria em cheque. Visto de forma isolada o resultado de setembro causa apreensão. O índice de setembro contra agosto, na série com ajuste sazonal, registra crescimento zero para a indústria, interrompendo uma trajetória de seis meses consecutivos de crescimento. Os setores líderes da recuperação apontam taxas negativas: bens de capital com -2,5% e bens de consumo durável com -1,9%. O setor de bens intermediários assinala sua primeira evolução negativa em nove meses (-0,2%). Apenas o segmento de bens de consumo semiduráveis e não duráveis mostra crescimento (1,5%) (Tabela 1).

Tabela 1:  
Indicadores da Produção Industrial por Categoria de Uso

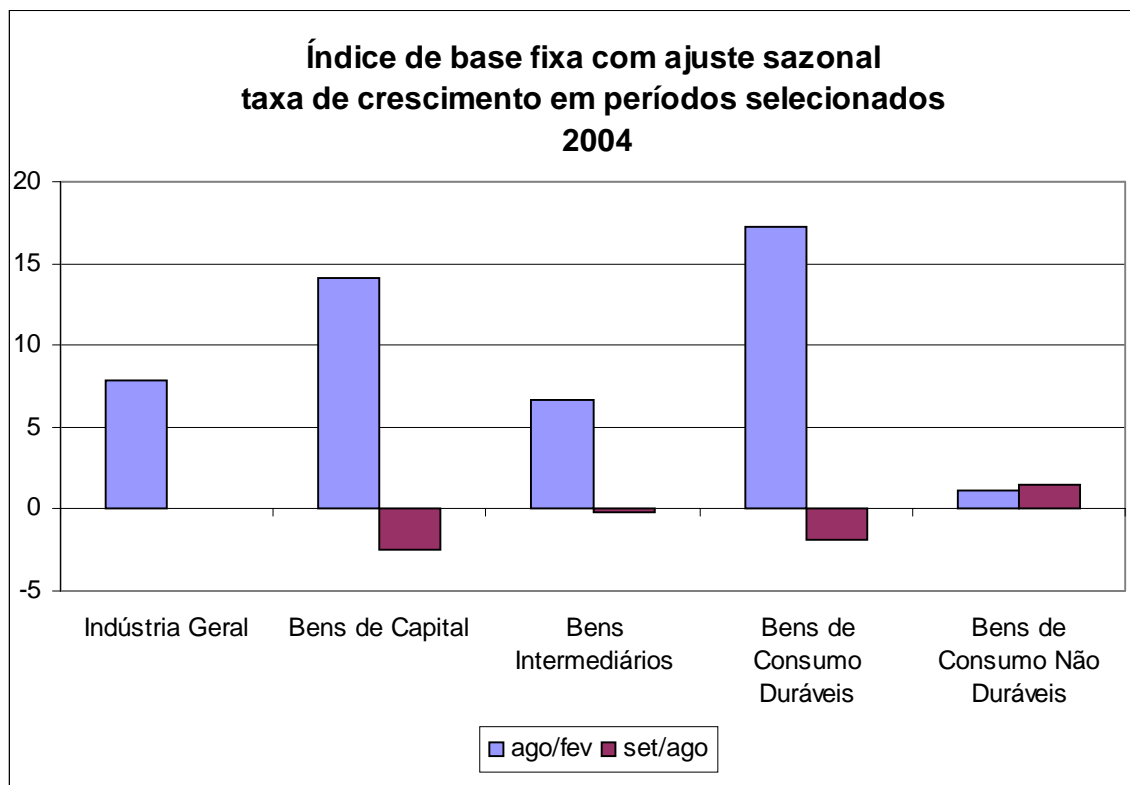
Categoria de Uso	Variação (%)			
	Mês/Mês * Mensal	Mensal	Acumulado no ano	Acumulado 12 meses
Bens de Capital	-2,5	19,8	25,7	23
Bens Intermediários	-0,2	6,4	7,4	6,1
Bens de Consumo Durável	-1,9	18,3	25	20,8
Bens de Consumo Semidurável e Não Durável	1,5	4,9	3,9	2
<i>Indústria Geral</i>	<i>0</i>	<i>7,6</i>	<i>9</i>	<i>7,2</i>

(\*) com ajuste sazonal

Fonte: IBGE PIM-PF

A questão é que esses resultados não podem ser analisados isoladamente, mas sim, devem vistos no contexto de uma trajetória de recuperação. Essa trajetória nunca é linear; ao contrário, a oscilação das taxas mês a mês está sempre presente e pode ser até negativa sem que isso cause reversão na tendência do indicador. É o que está ocorrendo agora, pois, depois de vários meses de crescimento, surge um momento de acomodação. Como pode ser verificado no Gráfico 1, os setores com as maiores taxas negativas em setembro foram os que tiveram maior incremento de produção desde a retomada do crescimento, em março. Por exemplo, bens de consumo durável tiveram um incremento de 17,2% entre agosto e fevereiro e em setembro apontaram uma queda de -1,9%, o que, de forma alguma, compromete a sua elevada taxa acumulada. Já bens de consumo semiduráveis e não duráveis, que foram os que menos cresceram (1,1% de agosto a fevereiro), atingiram em setembro contra agosto seu melhor resultado do ano (1,5%), o que eleva consideravelmente o índice acumulado.

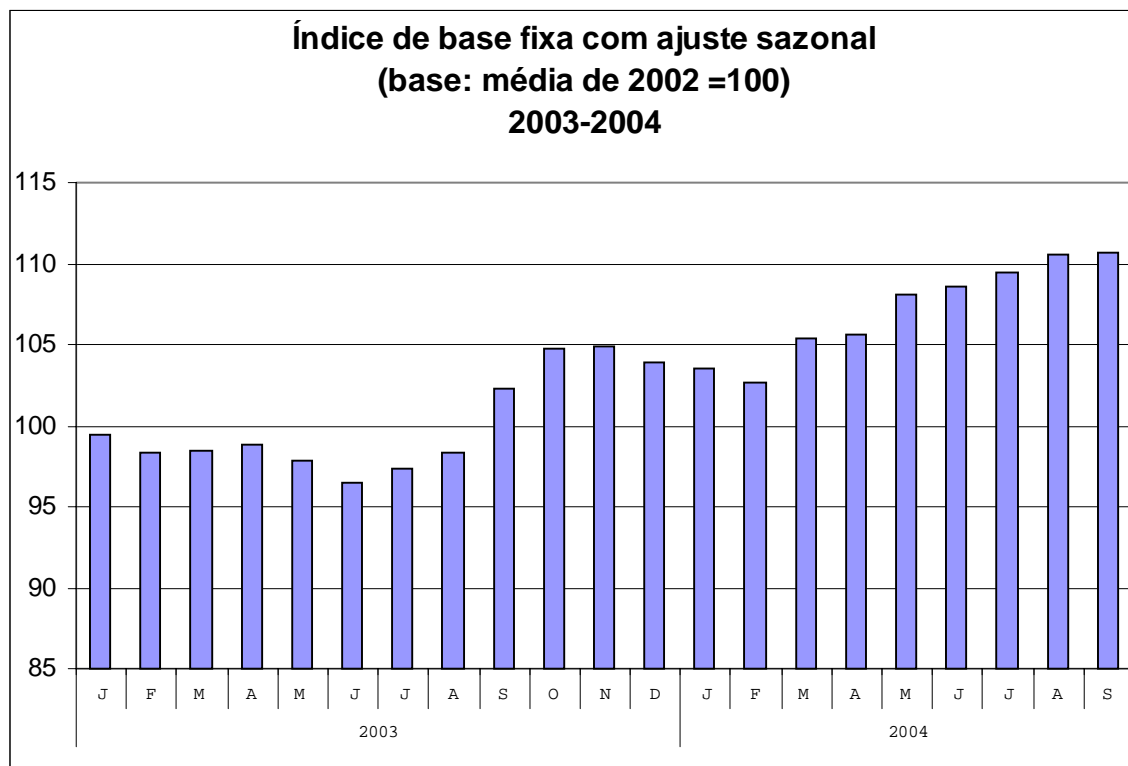
Gráfico 1:



Fonte: IBGE PIM-PF

Outro ponto levantado pelos que consideram o crescimento atual um modesto surto e, portanto, não aceitam a hipótese da viabilidade de um crescimento sustentável, é a questão da base de comparação. O incremento da produção industrial em 2004 estaria fortemente impactado pela base de comparação deprimida de 2003. Sem dúvida, com uma base de comparação mais elevada, o resultado da indústria em 2004 seria menos expressivo, porém, ainda assim, existiria, pois a indústria está crescendo não só frente a 2003, mas também ao longo dos meses de 2004, com a trajetória de recuperação, que se iniciou em julho de 2003 (Gráfico 2) e tem se mantido desde então com as inevitáveis oscilações e eventuais taxas negativas.

Gráfico 2:



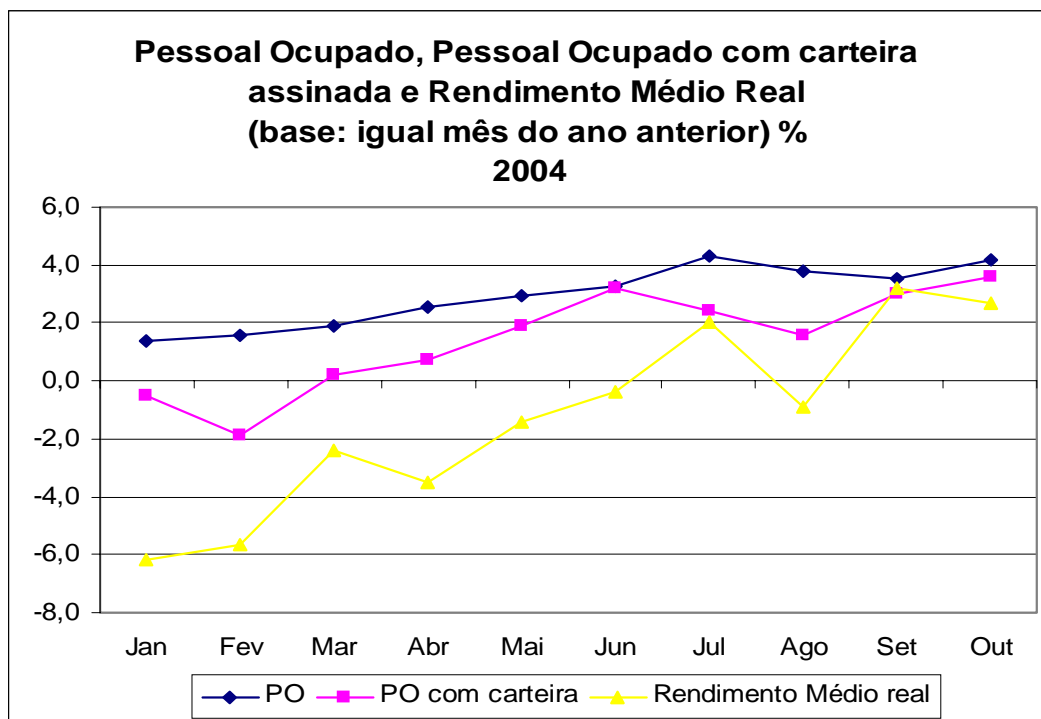
Fonte: IBGE PIM-PF

Outro ponto levantado pelos críticos seria a concentração do crescimento nas áreas de exportação e bens de consumo duráveis, enquanto os segmentos de bens de consumo semiduráveis e não-duráveis e de bens salários, teriam um desempenho medíocre. Isso efetivamente está acontecendo e é natural que ocorra. Nenhum dos ciclos de crescimento das últimas décadas foi liderado pelo setor de bens salários, que tradicionalmente só se recupera a partir do segundo ano de

crescimento. A liderança sempre está com bens de consumo duráveis e bens de capital e, em alguns casos, com setores exportadores de bens intermediários. O desempenho das exportações no atual ciclo tem sido de grande importância - nunca o país teve saldos positivos em transações correntes tão elevados - pois tem contribuído para diminuir nossa vulnerabilidade externa.

Esta mesma lógica vale para a recuperação dos indicadores sobre o mercado de trabalho, que sempre reagem com defasagem. No acumulado do ano, o emprego industrial, segundo a Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (PIMES/ IBGE) registra crescimento de 1,1%. Os dados da PME, mais abrangentes em termos setoriais, têm mostrado desde o início do ano aumento do emprego e, mais recentemente, queda na taxa de desemprego e crescimento do emprego “com qualidade” (com carteira). A recuperação do rendimento médio real, que é tradicionalmente mais defasada e lenta, também já se iniciou (Gráfico 3).

Gráfico 3:



Fonte: IBGE - PME

Um ponto que não costuma ser destacado pelos críticos é que, no atual ciclo, o segmento de bens de capital está crescendo (25,7% no acumulado até setembro) muito mais do que o de bens de consumo duráveis (25,0%), o que afasta o fantasma do gargalo do crescimento provocado pelo alto nível de utilização da capacidade instalada, também conhecido como o problema do “fechamento do hiato do produto” no caso do PIB. A experiência recente, por sinal, mostra que o teto da capacidade instalada é sempre “mais acima” do que se imagina. Isso pode ser explicado pelas limitações das estatísticas usadas, que são, por definição, subjetivas, baseadas em opiniões de empresários sobre algo de difícil mensuração efetiva, pois há sempre algum espaço para, com pequenos ajustes no curto prazo (ex: mais um turno, racionalização da produção), aumentar a capacidade produtiva, enquanto os investimentos se viabilizam/ maturam. A essa característica, alguns analistas chamam de “oferta flexível”. Portanto, não faz sentido, nesse momento, estabelecer limites para o crescimento da indústria ou do PIB sob o argumento de que existiriam limites à oferta e que isso acabaria por gerar inflação. Mesmo porque, no caso muito improvável de existirem esses gargalos, há folga para importar, complementando a oferta interna, devido ao elevado saldo na balança comercial.

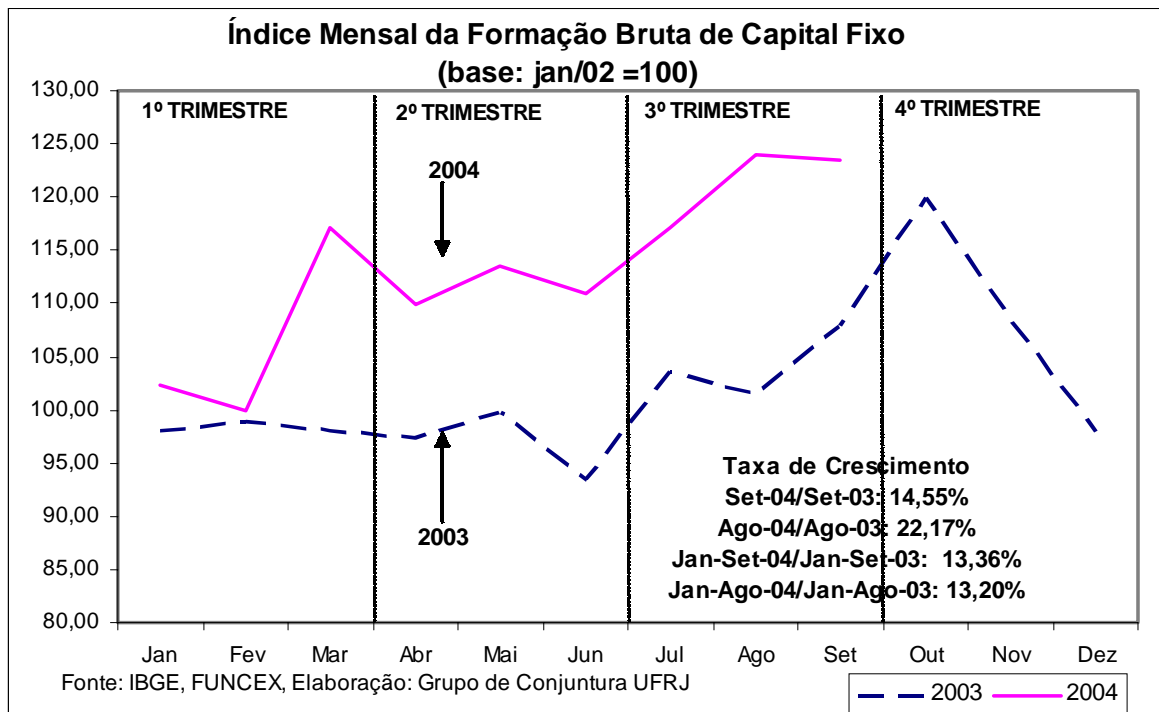
As estatísticas do PIB do 3º trimestre de 2004, que foram divulgadas pelo IBGE, confirmam esse quadro. Na comparação trimestre contra trimestre anterior, com ajustamento sazonal, o PIB registra um crescimento de apenas 1,0%, mas que foi determinado pela forte queda na agropecuária (-3,6%), dado que a indústria obteve seu melhor desempenho em um ano (2,8%). Destaca-se ainda o forte aumento do investimento (formação bruta de capital fixo) também com a melhor marca dos últimos quatro trimestres (6,7%). O incremento do PIB claramente não é determinado pela demanda externa, pois as exportações têm crescido a taxas declinantes, atingindo em julho-setembro a marca de 1,5%. Esse último resultado foi muito próximo ao obtido pelo consumo das famílias (1,4%), o setor de maior peso do PIB; portanto, dados a importância e a taxa de consumo das famílias, este resultado teve muito mais influência no desempenho do produto nesse trimestre do que as exportações.

# Investimento

Marcos T. C. Lélis & Rafael Barroso

A discussão conjuntural recente sobre a economia brasileira tem se voltado cada vez mais sobre a capacidade de oferta da economia e a possibilidade desta atender a demanda crescente sem gerar pressões inflacionárias. A variável crítica para saber se a capacidade de oferta da economia está se expandindo é o fluxo de investimento.

Gráfico 1:



A curva do índice mensal de formação bruta de capital fixo (FBCF) se estabilizou no mês de setembro, que é o último dado disponível. Nas comparações entre os mesmos períodos deste ano e do ano anterior, que é a comparação correta a ser feita uma vez que a série contém sazonalidade, os dados continuam mostrando forte crescimento.

O crescimento do índice em setembro deste ano frente ao mesmo mês do ano passado foi de 14,55% frente a 22,17% da mesma comparação para o mês de agosto. A diminuição desta taxa de crescimento, que também deve se verificar no mês de outubro é muito mais fruto da elevação da base de comparação de 2003 do que uma queda do volume de investimento neste ano. Tanto isto é verdade que na comparação do índice médio de 2004 contra 2003, o crescimento até

setembro foi de 13,36% contra 13,20% até agosto. Ou seja, o índice de setembro de 2004 foi maior que o índice médio de Janeiro até Agosto de 2004.<sup>1</sup>

Tabela 1:  
Consumo Aparente dos Bens de Capital (%)

	%
Ago-04/Ago-03	34,57
Jan-Ago-04/Jan-Ago-03	24,15
Set-04/Set-03	19,95
Jan-Set-04/Jan-Set-03	23,61

Fonte: IBGE, FUNCEX.

Elaboração Grupo de Conjuntura UFRJ

O consumo aparente de bens de capital, um dos componentes do índice, também continua em alta apesar do crescimento mostrar um ligeiro arrefecimento como mostra a tabela 1. No ano, entretanto o consumo aparente de bens de capital cresceu mais de 23%.

Em resumo, os dados de setembro não nos permitem concluir pela sustentabilidade da retomada do volume do investimento, muito menos nos permite extrapolar esta leve desaceleração para uma conclusão pessimista. Como mostra a própria curva do índice de FBCF a trajetória não é uniforme, mas cheia de variações. Portanto o atual estágio é compatível tanto com uma acomodação para uma nova rodada de investimentos ou o fim de um ciclo de investimentos, que poderia vir devido aos sucessivos aumentos da taxa de juros.

Uma análise mais desagregada da produção industrial de bens de capital pode nos dar alguns indícios sobre como o investimento está expandindo a capacidade de oferta da economia. Para fazer esta análise, tem que se assumir uma hipótese subjacente de que os bens de investimento são, em sua maior parte, originada da produção doméstica. Em primeiro lugar, todos os ramos produtores de bens de capital apresentaram crescimento na comparação do índice médio anual acumulado até agosto de 2004 com o mesmo período de 2004. A exceção ficou por conta dos bens de capital industriais não seriados.

<sup>1</sup> Este texto foi finalizado antes da divulgação das contas nacionais trimestrais pelo IBGE, que mostrou um aumento da FBCF acumulado de 11,8% no ano contra os 13,4% calculados a partir do índice mensal de FBCF de elaboração do grupo de conjuntura. Com a divulgação das contas nacionais trimestrais em valor, os ponderadores serão atualizados e o índice refletirá os dados do IBGE mais fielmente.

Este item apesar de responder por menos de 3% da produção nacional de bens de capital é de alta importância, pois são feitos por encomenda sendo, portanto extremamente específicos para cada fábrica. Eles representam assim uma decisão de investimento irrevogável. O fato de este segmento apresentar, neste ano, um desempenho pior do que no ano passado, demonstra que as empresas ainda estão reticentes quanto à tomada de decisões que necessitam de um horizonte maior de crescimento.

Tabela 2:  
Taxa de Crescimento da Produção Industrial  
por Ramos do Setor de Bens de Capital (%)

	(%)
Industriais Seriados	21,40
Industriais Não-seriados	-7,69
Agrícolas	14,97
Peças Agrícolas	0,93
Construção	36,51
Energia Elétrica	16,89
Equipamento de Transporte	26,24
Misto	27,75

Fonte: IBGE

Por outro lado os três segmentos que respondem por quase 85% da produção nacional de bens de capital: industriais seriados, equipamentos de transporte e bens de capital mistos apresentam em 2004 desempenhos superiores aos dois anos anteriores: 2003 e 2002.

Gráfico 2:

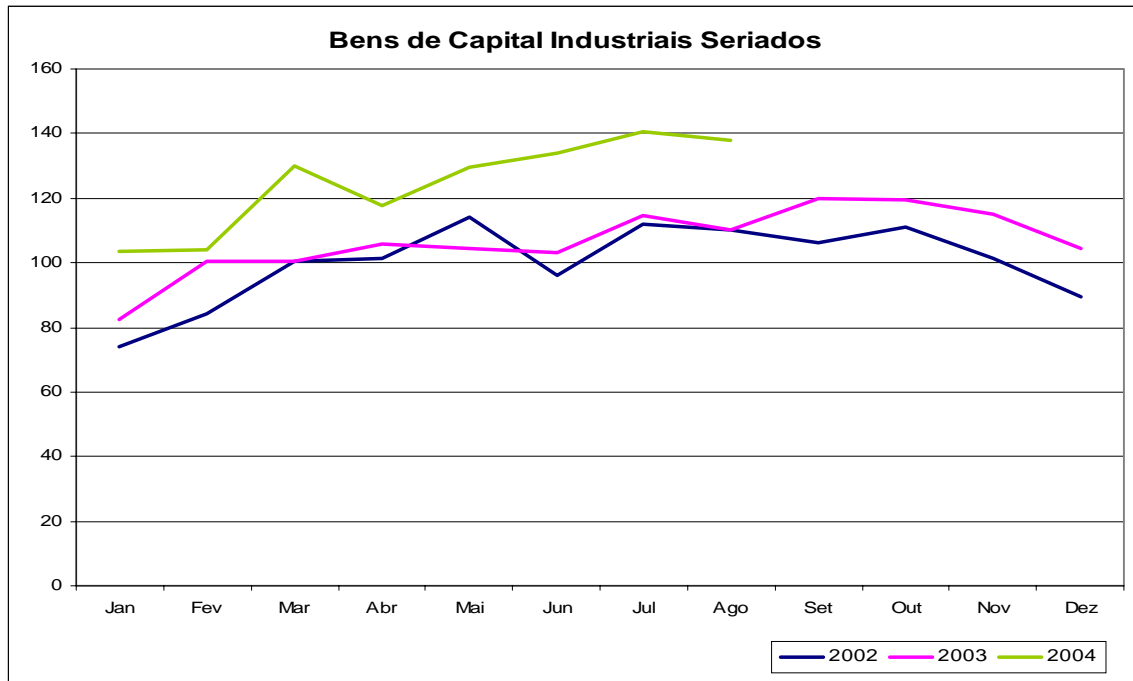


Gráfico 3:

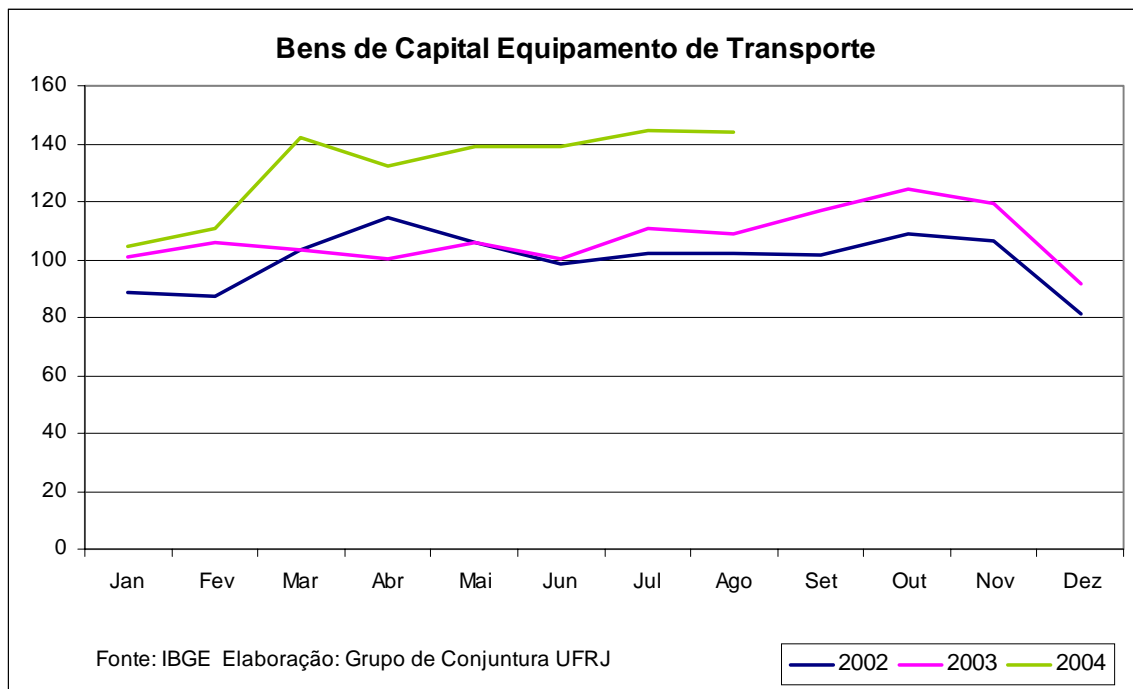
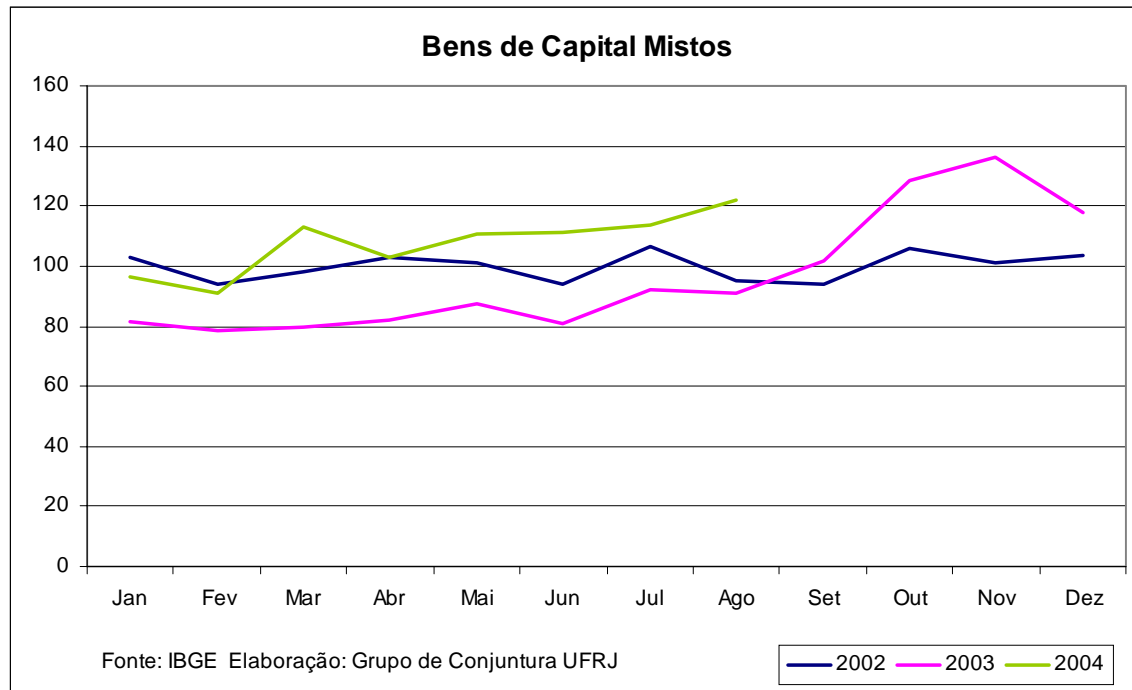


Gráfico 4:

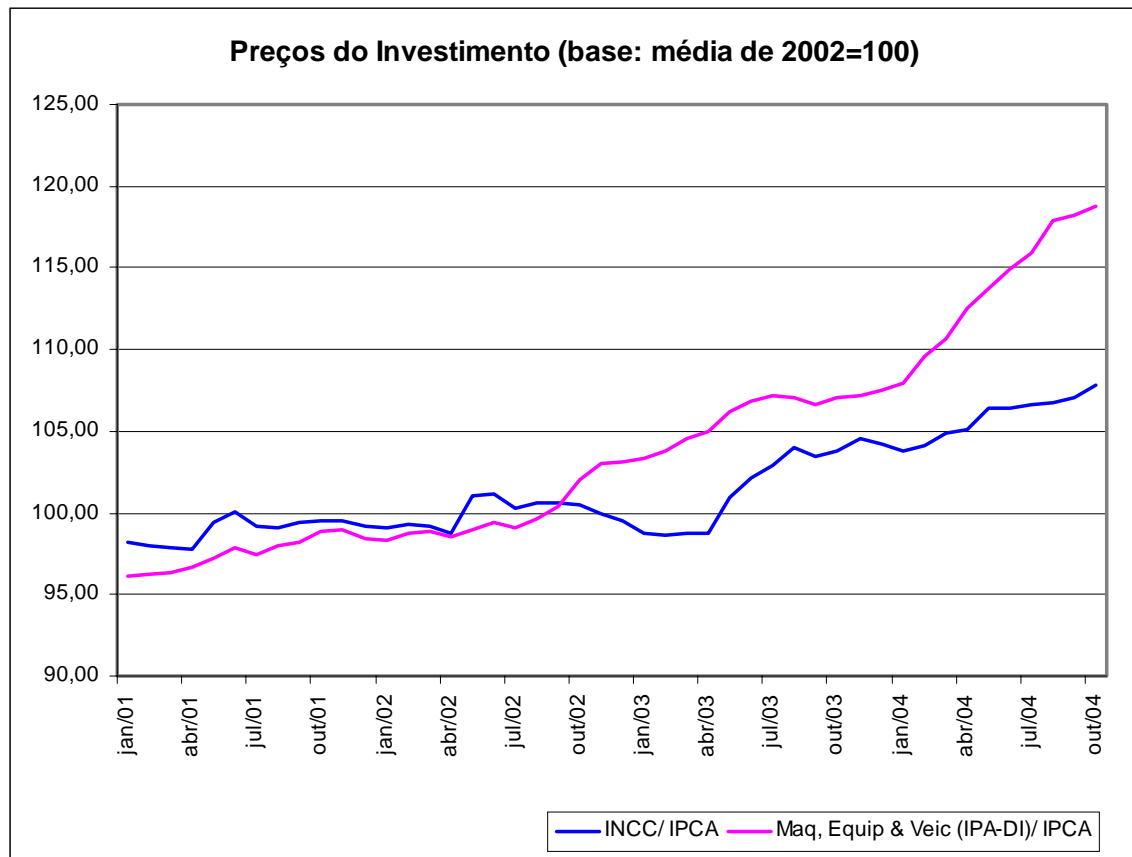


Esta análise confirma que o crescimento é um processo desequilibrado que se reflete na indústria de bens de capital, em que alguns setores lideram o crescimento e outros andam mais lentamente. No entanto a produção de bens de capital não dá subsídios a posições pessimistas de que não estaria havendo investimento.

- **Preços do Investimento**

O preço do investimento, nas suas diversas medidas, continuou subindo. No caso específico de máquinas, equipamentos e veículos, além de apresentar alta maior do que no mesmo período do ano passado e em doze meses o ritmo da alta ainda se acelerou neste último mês. O índice da construção civil continua subindo acima do IPCA, porém no acumulado do ano e em 12 meses, o ano de 2004 apresenta altas menores do que em 2003.

Gráfico 5:



Fonte: IBGE

Tabela 3: Variação dos Preços do Investimento

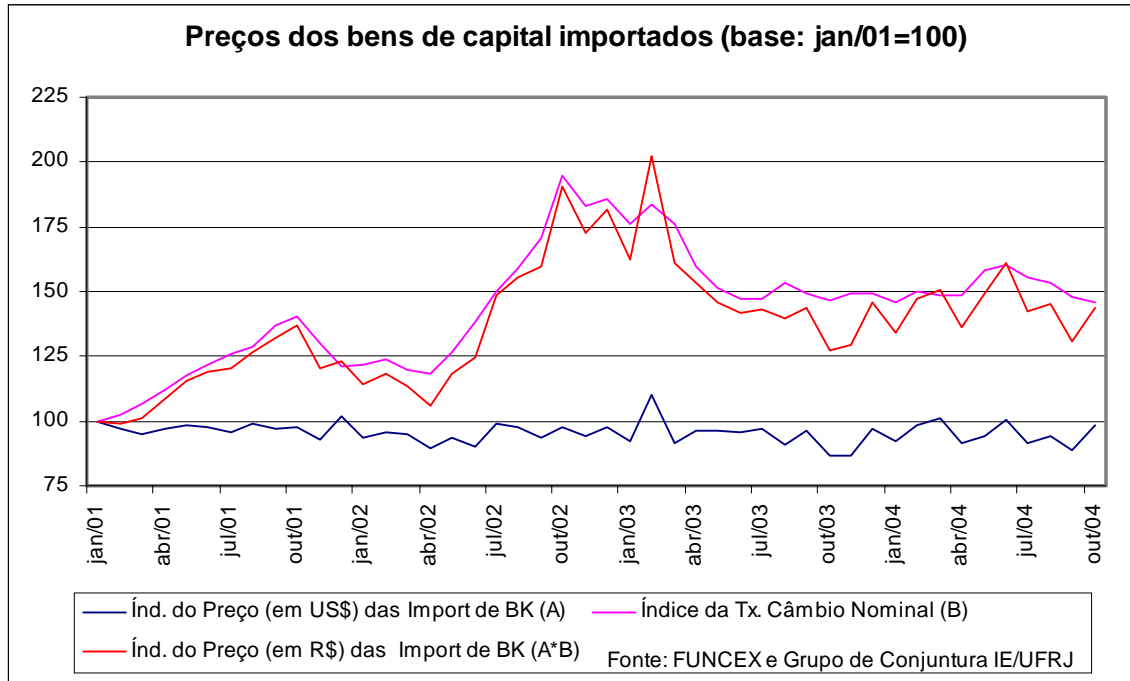
	INCC/ IPCA	Máquinas, Equipamentos e Veículos/ IPCA	Índice do Preço (em R\$) das Importações de
Jan-Out/04	3,97	10,05	7,00
Jan-Set/04	3,2	9,57	-2,47
Jan-Out/03	5,10	3,59	-21,81
Nov/03-Out/04	3,15	10,87	11,35
Nov/02-Out/03	3,93	3,87	-26,50

Fonte: IBGE, FUNCEX, FGV, Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Por último o preço em reais dos bens de capital importados subiu no mês anterior, apesar da valorização da taxa nominal de câmbio. Esta elevação de maneira alguma deve ser tomada como uma tendência, pois

como o gráfico abaixo mostra, desde outubro de 2003 o preço dos bens de capital importados apresentou uma tendência oscilatória.

Gráfico 6: Variações do Preço do Investimento



# Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

## Quebra de Tendência Futura?

- **Introdução: Avaliando os Desvios de Expectativas**

A principal conclusão após um estudo investigativo das expectativas do mercado sobre o IPCA é que as projeções estão longe de serem acuradas. Um trabalho publicado pelo IPEA em 2003 já constatava que o poder de predição do mercado era inferior ao das metodologias relativamente mais simples de extrapolação (vide Boletim de Conjuntura IPEA número 60 – Notas Técnicas).

A fim de investigar o quanto o mercado “erra” foram computadas todas as projeções no início de cada mês contra o resultado efetivo ocorrido no final de cada ano<sup>2</sup> (vide Tabela 1).

Tabela 1: Projeções de Inflação para o IPCA

	2000	2001	2002	2003	2004
dez	7,00	4,30	4,80	11,00	6,00
jan	7,00	4,30	4,75	11,42	6,00
fev	6,94	4,20	4,80	12,38	6,02
mar	6,73	4,20	4,89	12,26	6,01
abr	6,50	4,35	5,08	12,39	6,00
mai	6,45	4,60	5,46	12,12	6,17
jun	6,10	5,27	5,46	11,11	6,52
jul	5,94	5,60	5,60	10,00	6,98
ago	5,99	6,10	6,00	9,57	7,15
set	6,32	6,43	6,48	9,68	7,26
out	6,22	6,60	6,82	9,68	7,31
nov	6,21	6,67	8,42	9,68	7,18
dez	6,17	7,29	11,03	9,18	7,15
Efetiva	5,97	7,67	12,53	9,30	7,10

(\*) A inflação efetiva de dezembro de 2004 é esperada.

(i) Mediana das expectativas no primeiro dia útil de cada mês

Fonte: Focus - Banco Central

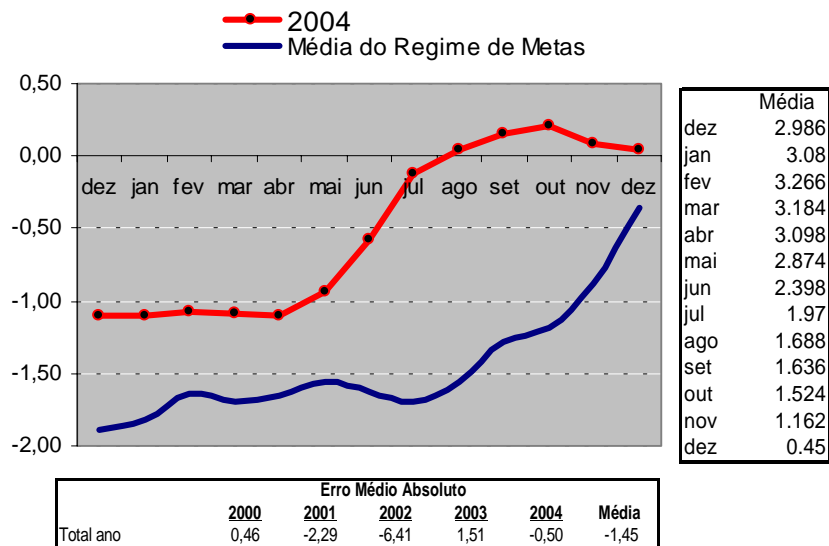
Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

<sup>2</sup> Foi calculado o erro médio absoluto

A partir dessa análise chegamos às seguintes conclusões:

- (i) Os maiores erros de expectativa do mercado ocorrem em períodos de elevada volatilidade da taxa de câmbio (o maior foi em 2002 devido à forte desvalorização do real).
- (ii) O desvio médio no começo de cada ano é de 3%, isto é, na média, as previsões de inflação em janeiro de cada ano se afastam em 3 pontos percentuais do IPCA.
- (iii) Os desvios de expectativas têm decaído substancialmente, mas ainda são elevados. Assumindo que o IPCA acumule em 2004 7,1%, o erro de expectativa em janeiro foi de 1,1%, o segundo menor do período.
- (iv) O erro de projeção está associado ao nível da inflação. Quanto menor for o IPCA, menores os erros de expectativa.
- (v) O erro cai na medida em que as projeções ficam mais próximas do final do ano. Esta é uma importante propriedade estatística que pode ser verificada em todas as análises econômicas. Entretanto, foi constatado que as expectativas mais distantes são demasiadamente imprecisas.
- (vi) Existe elevada inércia nas projeções. Isto é, se a inflação em um ano fica acima do esperado, o mercado tende a projetar inflação mais elevada (independentemente das condições econômicas em vigência).

Gráfico 1:  
Desvio de Expectativa em 2004 e Média do Regime de Metas



Utilizando as conclusões (v) e (vi), podemos questionar se são válidas as preocupações do Banco Central em relação às expectativas. De fato, as projeções mais recentes do Focus (segundo as quais o BC ajusta a política monetária) ainda estão demasiadamente afastadas de 2005 e podem estar sofrendo inércia. Neste sentido, iniciar um ciclo de elevação de juros precocemente pode ser uma estratégia precipitada.

Em um cenário de apreciação da taxa de câmbio e desvalorização de commodities, a inflação de livres tende a ser muito baixa, mesmo tendo como pano de fundo um crescimento acelerado do PIB (vide ano de 2000 com crescimento de 4,3% e IPCA 5,9%). No entanto, existe a percepção (a partir da série histórica) de que a inflação de equilíbrio esteja mais próxima de 6% do que os 4,5% projetados pelo Banco Central. Nesse caso, existe a possibilidade de que, mantida a postura rigorosa em relação ao IPCA, a política monetária tenha que ser sempre conservadora (juro real acima de 10%). Uma solução seria adotar meta para o IPCA de 6% com intervalo de 1% a 1,5% para cima e para baixo. Esta mesma proposta pode ser feita tendo os preços livres como meta. Neste caso, o valor seria 5% com os mesmos intervalos. Esses valores são mais condizentes com uma estrutura de preços ainda indexada, dependente das oscilações dos preços das commodities e da taxa de câmbio.

- **Inflação Contemporânea**

A inflação medida pelo IPCA-15 que abrange os meses fracionados de outubro e novembro registrou variação de 0,63%. No que tange às expectativas, o valor ficou acima do esperado (0,57%). Contudo, persiste a percepção de quebra de tendência. Se os dois principais fatores determinantes da inflação permanecerem favoráveis, existe a possibilidade de um horizonte de baixa inflação (abaixo de 0,40%).

Em novembro, os preços aceleraram em grande parte devido ao impacto direto e indireto dos combustíveis. Os preços livres, que formam conjunto de preços no qual a política monetária deveria se basear cresceram, mas ainda estão abaixo de 0,4% (4,9% ao ano - valor confortável assumindo as imperfeições do sistema brasileiro de preços).

A classificação por categoria de usos tende a favorecer o ciclo de elevação de juros promovido pelo Banco Central. Isto ocorre posto que o segmento de bens duráveis acelerou de 0,76% para 0,91%. Entretanto, fica mantido o argumento de que esse conjunto de preços tem peso baixo e seu repasse é o menor desde o regime de metas (em relação ao tamanho do choque - vide Boletim de outubro). O mais importante a fim de capturar um ciclo de repasse (advindo de uma forte recuperação de margens) está sobre controle - os preços dos serviços.

Tabela 2:  
Principais Desagregações do IPCA (em % ao mês)

	ago/04	set/04	out/04	nov/04(*)	jan/out
<b>IPCA</b>	0,69	0,33	0,44	0,63	<b>5,95</b>
Preços Administrados	0,92	0,59	0,80	1,22	<b>7,12</b>
Preços Livres	0,60	0,22	0,29	0,39	<b>5,47</b>
<b>Classificação Livres - Categoria de Usos</b>					
Serviços	0,59	0,23	0,33	0,30	<b>5,63</b>
Duráveis	0,40	0,86	0,76	0,91	<b>7,73</b>
Não - Duráveis	0,70	-0,16	0,00	0,10	<b>4,42</b>
Semi - Duráveis	0,59	1,06	1,06	1,06	<b>8,85</b>
<b>Classificação Livres - Comercialização com o Exterior</b>					
Comercializáveis	0,28	0,38	0,40	0,49	<b>4,78</b>
Não-Comercializáveis	1,01	0,02	0,16	0,25	<b>6,39</b>
<b>Classificação IPCA - Critério de Industrialização</b>					
IPCA industrializados ( Peso 36% )	0,79	0,36	0,62	0,96	<b>5,98</b>
IPCA industrializados sem Combustíveis ( Peso 32,6% )	0,79	0,36	0,37	0,43	<b>5,71</b>
IPCA não Industrializados ( Peso 64% )	0,63	0,31	0,34	0,44	<b>5,93</b>

(i) IPCA-15

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

O resultado de 0,65% do núcleo duro (médias aparadas com suavização, que contém elevada inércia) engorda os argumentos do Banco Central para escalada de juros. No geral, há uma piora conjunta dos indicadores de tendência, contudo vale mencionar que esses modelos não têm a propriedade de capturar reversões futuras.

Em suma, a principal hipótese é de que a recente apreciação cambial somada a desvalorização de commodities proporcionará um ambiente favorável a queda inflação (quebra de tendência), apesar dos indicadores de tendência e o pessimismo do Banco Central.

Tabela 3:  
Principais Indicadores de Inflação Subjacente  
E Tendência (em %)

	ago/04	set/04	out/04	nov/04 (*)	M.Móvel 3 meses (**)
<b>IPCA - Índice Geral</b>	0,69	0,33	0,44	0,63	6,00
Metodologia Exclusão Prévia	0,55	0,40	0,55	0,58	6,29
Médias Aparadas s/ Suavização	0,52	0,37	0,55	0,58	6,17
Médias Aparadas c/ Suavização	0,54	0,55	0,60	0,65	7,44
<b>Núcleo Desagregado (i)</b>	<b>0,58</b>	<b>0,51</b>	<b>0,57</b>	<b>0,60</b>	<b>6,94</b>
Núcleo Mediana não Ponderada	0,47	0,30	0,46	0,45	4,95
Índice de Generalidade ( em % )	64,0	60,0	66,4	67,0	-
Mediana das Variações Positivas	1,00	0,93	1,00	1,04	-

(\*) IPCA-15

(i) Núcleo Desagregado - Dissertação de Mestrado - Carlos Thadeu F Gomes Filho - Faculdades Ibmecc 2003

Elaboração : API/Petros

(\*\*) Anualizado

### • Expectativas 2004 e 2005

A perspectiva de inflação para 2004 deteriorou uma vez que a Petrobrás optou por reajustar a gasolina e o diesel. Agora, esperamos variação de 0,72% para o IPCA de dezembro, valor que aumenta a expectativa do IPCA em 300 pontos (de 7% para 7,3%).

Por outro lado, reduziram-se as incertezas sobre os choques em 2005. O realinhamento dos preços dos combustíveis abre espaço para queda das expectativas em 2005. Contudo, a manutenção desse cenário requer que o dólar continue apreciado e que o preço do petróleo internacional continue em trajetória de queda. Se, por algum motivo, a taxa de câmbio desvalorizar, as expectativas inflacionárias abrirão e o Banco Central terá dificuldades em desapertar a política monetária.

O regime de metas no Brasil apesar de focar no IPCA assume uma meta secundária de taxa de câmbio. Essa atuação é válida no Brasil, pois a experiência brasileira demonstra que a inflação é 90% câmbio.

# Política Fiscal

---

**Margarida Gutierrez**

As contas públicas têm evoluído favoravelmente em um contexto macroeconômico que se configura cada vez mais propício à retomada do crescimento econômico.

O cumprimento do ajuste fiscal, os resultados extraordinários da balança comercial, garantindo um superávit das transações correntes estimado para o ano em torno de US\$ 10,0 bilhões, e a maior estabilidade cambial, inclusive com uma pequena valorização desde o início do ano, estão cada vez mais sólidos contribuindo para aumentar a confiança na economia brasileira (com queda na percepção do Risco País) e gerando um ambiente que estimula a retomada dos investimentos.

Para que este contexto se consolide, é imprescindível a manutenção de uma disciplina fiscal que garanta a continuidade da trajetória decrescente da relação Dívida Pública/ PIB.

Por outro lado, temos insistido, em números anteriores, que para permitir a retomada dos investimentos típicos do governo, sem os quais o crescimento sustentado não será obtido, cada vez mais é necessário não apenas garantir uma meta de superávit primário, mas adequar as despesas públicas às novas necessidades que se colocam. Neste aspecto é fundamental retomar as discussões sobre a Previdência Social, tanto do INSS como do RJU, para que se abra espaço para a recuperação dos investimentos públicos - atualmente os investimentos do governo central representam apenas 0,62% do PIB, vide edição de outubro de 2004 deste Boletim -, sem o comprometimento da relação Dívida/ PIB.

Em períodos normais, em que não há a incorporação de expressivos esqueletos que fazem subir o endividamento (dívidas contraídas no passado e então reconhecidas como passivos) e na ausência de um programa de privatizações de grande monta, que abatem a dívida, a evolução do indicador Dívida/ PIB depende do comportamento de três variáveis: da taxa de juros real que a dívida paga a cada período (incluindo os juros pagos pela dívida indexada a índices de preços, à taxa Selic, às taxas pré-fixadas, às taxas de juros internacionais e à correção cambial), do crescimento da economia e do superávit primário do setor público. Quanto maior a diferença entre os juros reais e o crescimento da economia, maior o superávit primário requerido como proporção do PIB para estabilizar a Dívida Pública/ PIB.

A taxa de juros real e o crescimento da economia são variáveis não diretamente controladas pela política fiscal. Assim, para garantir a sustentabilidade das contas públicas, o resultado primário (controle de gastos e da arrecadação fiscal) se constitui na variável chave sobre a qual a política econômica deverá atuar.

A Tabela 1, abaixo, relaciona a evolução da Dívida/ PIB com o do resultado primário a partir de 1994. Percebe-se que, apesar do crescente ajuste fiscal obtido a partir de 1999, a Dívida Pública como proporção do PIB também sobe até 2003. Este aparente paradoxo se deve ao fato de, neste período, terem ocorrido dois fenômenos: desvalorizações cambiais expressivas (em 1999, 2001 e 2002) e o início do processo de reconhecimento, a partir de 1996, de dívidas contraídas no passado, mas até então não contabilizadas (esqueletos), em montantes superiores aos recursos obtidos com o processo de privatizações, que abatem a dívida pública. Estes fenômenos provocaram ajustes, chamados *ajustes patrimoniais*, sobre o estoque da dívida. Atualmente, a dívida total é de 53,7% do PIB, sendo que os ajustes patrimoniais representam 15,0% em relação ao PIB (Tabela 2). No entanto, como o reconhecimento de esqueletos e as privatizações se esgotam no tempo e como podemos esperar que a consolidação do quadro atual se dê necessariamente com menor volatilidade cambial do que no passado, a evolução da Dívida/ PIB daqui para frente estará cada vez mais condicionada ao comportamento da taxa de juros, do crescimento e do ajuste fiscal.

Tabela 1:  
Evolução da Dívida Pública/ PIB e Resultado Primário/ PIB

	Resultado Primário/PIB	Dívida Pública/PIB
1994	5,21	30,01
1995	0,27	30,56
1996	-0,08	33,28
1997	-0,95	34,35
1998	0,01	41,71
1999	3,19	48,68
2000	3,46	48,78
2001	3,64	52,63
2002	3,89	55,50
2003	4,37	58,16
2004 (P)	4,50	54,00

Fonte: BC

Tabela 2:  
Composição da Dívida do Setor Público (% PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Dívida Fiscal	30	30,6	31,3	34	40,3	40,4
Dívida Patrimonial	0	0	1,9	0,4	1,4	8,3
*Privatizações	0	0	-0,1	-1,9	-3,2	-3,7
*Esqueletos	0	0	1,9	1,7	3,3	4,2
*Câmbio	0	0	0,1	0,6	1,4	7,7
Dívida Total	30	30,6	33,3	34,4	41,7	48,7

Fonte: Banco Central

Tabela 2: Continuação

	2000	2001	2002	2003	2004 (Outubro)
Dívida Fiscal	40,6	40,8	36,1	42,0	38,7
Dívida Patrimonial	8,1	11,8	19,4	16,5	15,0
*Privatizações	-5,1	-4,8	-4,0	-4,1	-3,6
*Esqueletos	4,6	6,2	5,8	5,9	5,3
*Câmbio	8,7	10,4	17,6	14,7	13,3
Dívida Total	48,8	52,6	55,5	58,7	53,7

Fonte: Banco Central

Consolidando-se este cenário positivo, na verdade, estão sendo criadas as condições para dar início a um círculo virtuoso através do qual mais crescimento gera maior arrecadação fiscal e, sendo o crescimento acompanhado de uma redução da inflação, permite-se uma queda dos juros e, portanto, do custo que incide sobre a dívida.

Como mostram os dados da Tabela 1, 2004 é o primeiro ano desde 1994 em que o principal indicador de solvência das contas públicas se reduz, o que se deve à maior estabilidade macroeconômica e à continuidade do ajuste fiscal.

De acordo com os últimos dados disponíveis, a dívida líquida consolidada do setor público (governo central - INSS, Banco Central e Tesouro Nacional -, estados, municípios e empresas estatais) encerrou o mês de outubro em R\$ 945,40 bilhões o equivalente a 53,7 % do PIB. Ao longo deste ano, os fatores responsáveis pela sua elevação, em valores absolutos, de R\$ 32,3 bilhões foram: (i) o pagamento de juros (internos e externos) no valor de R\$ 106,37 bilhões e (ii) um ajuste cambial de R\$ 3,7 bilhões, apesar da apreciação cambial nominal de 1,13% de janeiro

até outubro, considerando as taxas de câmbio de final de período - a regra utilizada para contabilizar o efeito do câmbio sobre o estoque da dívida pública externa e interna indexada ao câmbio, medida em reais. Ocorre que neste ajuste cambial são considerados dois efeitos: o primeiro se refere ao efeito cambial sobre a dívida pública que está indexada ao câmbio e que, portanto, a cada período é revalorada em reais; o segundo efeito inclui um ajuste de paridade da cesta de moedas que integram as reservas internacionais e se aplica ao valor das mesmas. O primeiro efeito teve um impacto redutor sobre a dívida pública, medida em reais, no valor de R\$ 1,7 bilhão, dada a apreciação mencionada da taxa de câmbio, e o segundo efeito elevou a dívida pública, medida em reais, em R\$ 5,5 bilhões, de forma que o efeito líquido foi no sentido da elevação da dívida pública. Por outro lado, o elevado superávit primário reduziu a dívida em R\$ 77,9 bilhões (Tabela 3).

Tabela 3:  
Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida Pública  
(Fluxo em R\$ milhões)

	2001	2002	2003	2004 (Jan/Out)
Juros internos	72.112	96.975	126.045	91 748
Juros externos	14.332	17.029	19.160	14 621
Variação cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao câmbio	19.182	76.662	-22.715	21
Variação cambial sobre o estoque (em reais) da dívida externa líquida	18.250	71.317	-24.884	3.768
Esqueletos	18.465	14.286	604	148
Privatizações	-980	-3.637	0	-78
Superávit Primário	-43.655	-52.390	-66.173	-77.971
<b>Total</b>	<b>97.704</b>	<b>220.241</b>	<b>32.037</b>	<b>32 258</b>

Fonte: Banco Central

Neste contexto, também as condições de rolagem das dívidas que estão vencendo se tornam mais confortáveis, especialmente no que diz respeito ao tipo de rentabilidade, em favor dos pré-fixados e dos

corrigidos por índices de preços em detrimento dos títulos vinculados à taxa Selic e ao câmbio. A Tabela 4 resume os principais resultados. Desde finais de maio de 2003, com o objetivo de gradualmente reduzir o montante da dívida mobiliária federal vinculada à taxa de cambial, o governo não tem mais rolando integralmente o principal da dívida que está vencendo. O Banco Central tem decidido as taxas de rolagem em cada vencimento fazendo consultas prévias às mesas de câmbio dos bancos para medir a real necessidade de hedge de instituições e empresas, tentando evitar, assim, pressões cambiais decorrentes desta estratégia. Em 2003, o resgate líquido de títulos cambiais (incluindo os swaps cambiais) foi de US\$ 19,09 bilhões e este ano, até a data do último vencimento (novembro), foram resgatados US\$ 27,0 bilhões. Com isso, a participação da dívida indexada ao câmbio no total da dívida mobiliária federal interna caiu de 33,6% em dezembro de 2002 para 10,3% em outubro. Considerando a dívida pública total (interna e externa), essa participação caiu de 51,9% para 26,3% no mesmo período (Tabela 5).

Tabela 4: Indicadores do Perfil da Dívida (%)

Participação na Dívida Pública Mobiliária Federal Interna				
	Curto Prazo (vencimento menor que um ano)	Correção Câmbial	Corrigida pela SELIC	Pré-fixada
dez/02	41,1	33,6	41,9	1,9
jul/03	33,4	26,7	47,5	5,9
nov/03	34,6	22,3	46,9	10,4
dez/03	35,3	20,8	47,3	11,8
jan/04	35,7	19,1	46,3	11,4
fev/04	38,2	17,3	47,2	12,4
mar/04	39,4	16,3	47,4	14,2
abr/04	41,0	15,2	48,6	14,7
mai/04	41,8	14,9	45,4	14,7
jun/04	42,3	14,3	45,8	15,2
jul/04	41,9	12,8	48,7	13,7
ago/04	44,5	11,9	47,9	15,1
set/04	46,7	11,2	48,4	15,9
out/04	45,9	10,3	49,5	15,9

Fonte: Banco Central, STN

Tabela 5: Perfil da Dívida Pública (%)

	dez/99	dez/00	dez/01	dez/02	dez/03	mai/04	jun/04	jul/04	ago/04	set/04	out/04
Dívida/PIB	49,4	49,3	52,6	55,5	58,2	56,6	55,8	55,0	54,0	53,7	53,7
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	78,9	80,2	80,2	74,3	79,6	81,2	81,4	81,8	82,9	83,1	82,9
i) indexada ao câmbio	19,4	19,9	27	26,2	17,7	13,0	12,6	11,3	10,6	10,1	9,2
ii) não indexada ao câmbio	59,5	60,3	53,2	48,1	61,9	68,2	68,8	70,5	72,2	73,0	73,7
b) Externa	21,1	19,8	19,8	25,7	20,4	18,8	18,6	18,2	17,1	16,9	17,1
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	40,5	39,7	46,8	51,9	38,1	31,8	31,2	29,5	27,8	27,0	26,3

Fonte: Banco Central

Como se tratam de montantes significativos, o Banco Central dispõe, na prática, de um instrumento de intervenção no mercado de câmbio à vista.

A participação dos títulos pré-fixados, que em dezembro de 1992 representava apenas 1,9% da dívida mobiliária federal interna, já era 15,9% em outubro, conferindo maior eficácia à política monetária.

Tomando os fluxos de 12 meses encerrados em outubro, o superávit primário totalizou R\$ 80,109 bilhões (4,81% do PIB) (Tabela 6). Considerando os resultados acumulados no ano, o superávit primário foi de R\$ 77,98 bilhões (5,59% do PIB) ultrapassando com folga o piso acordado com o FMI para todo o ano no valor de R\$ 71,5 bilhões.

Tabela 6: Necessidade de Financiamento do Setor Público

	R\$ Milhões			% PIB		
	Jan/Dez 02	Jan/Dez 03	Nov03/Out04	Jan/Dez 02	Jan/Dez03	Nov03/Out04
Nominal	61.614	79.032	47.736	4,61	5,22	2,87
Juros Nominais	113.978	145.205	127.846	8,52	9,59	7,68
Primário	-52.364	-66.173	-80.109	-3,91	-4,37	-4,81
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-31.919	-38.744	-47.690	-2,39	-2,56	-2,86
-Emp. Est. Federais	-6.329	-9.597	-11.940	-0,47	-0,63	-0,72
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-10.598	-13.821	-17.628	-0,79	-0,91	-1,06
-Emp. Estat. Regionais	-3.518	-4.010	-2.851	-0,26	-0,26	-0,17

Fonte: BC

# Setor Externo

---

**Cecília Rutkoski Hoff**

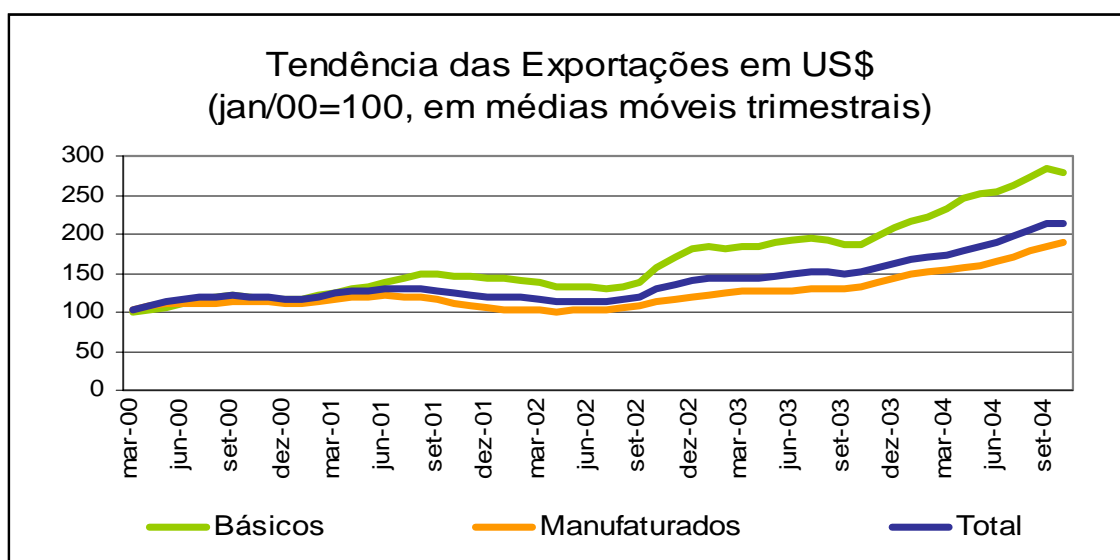
Apesar do forte crescimento das importações observado ao longo do ano, as exportações continuam contribuindo para garantir os excelentes resultados da balança comercial brasileira. Nas comparações com igual período do ano passado, as exportações têm mostrado um crescimento significativo: no acumulado do ano até novembro em relação ao mesmo período do ano anterior o crescimento das exportações foi de 31,6%, enquanto nos doze meses encerrados em novembro em relação aos doze meses anteriores o crescimento foi de 31,4%. Com estes resultados, as vendas externas já acumulam US\$ 87,3 bilhões até novembro de 2004 e US\$ 94,0 bilhões nos últimos doze meses encerrados em novembro. Isto significa que se o valor das exportações em dezembro de 2004 superar o valor das exportações em dezembro de 2003 (US\$ 6,7 bilhões), o que é relativamente fácil e muito provável que aconteça, está garantido um resultado superior a US\$ 94,0 bilhões para as exportações brasileiras em 2004.

Com este desempenho das exportações, tem-se mantido um saldo na balança comercial elevado – de US\$ 30,2 no acumulado do ano até novembro e de US\$ 33,0 nos doze meses encerrados em novembro – a despeito do crescimento também forte das importações. No acumulado do ano até novembro em relação ao mesmo período do ano anterior o crescimento das importações foi de 28,7%, e nos doze meses encerrados em novembro em relação aos doze meses imediatamente anteriores o crescimento foi de 27,8%, totalizando US\$ 57,0 bilhões e US\$ 61,0 bilhões, respectivamente. Vale notar também que as importações continuam crescendo a um ritmo forte na margem, 19,4% (anualizado) no trimestre encerrado em novembro em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal, tendência que vem sendo observada, a rigor, desde o início do ano. Embora as importações de bens de capital e bens de consumo duráveis e não duráveis também estejam crescendo, as compras externas têm sido puxadas, principalmente, pelas importações de matérias primas e intermediários – o principal gargalo de oferta da economia – que cresceram 39,1% sazonal (cerca de 31% em *quantum*) no trimestre encerrado em outubro em relação ao trimestre imediatamente anterior, com ajuste sazonal.

Ou seja, o crescimento das exportações é duplamente importante, pois, além de significar um aumento da demanda pelos produtos nacionais, permite um crescimento alto das importações – intrínseco à

recuperação doméstica – sem, no entanto, aumentar a necessidade de financiamento externo e a vulnerabilidade externa do país. Há que se chamar a atenção, contudo, para o fato de que as exportações estão com uma tendência de estabilização na margem. No gráfico 1 abaixo é mostrado o crescimento tendencial das exportações em valor tomando-se como base janeiro de 2000. Nele se pode observar o grande salto do total das exportações (puxado pelo crescimento das exportações de básicos) a partir do segundo semestre de 2003, acelerando-se a partir de meados de 2004, e uma estabilização – vale dizer, em níveis bastante elevados – no período recente. Como mostra o gráfico, esta estabilização das exportações em valor no período recente pode ser explicada tanto por uma queda no valor das exportações de produtos básicos quanto por uma desaceleração das exportações de manufaturados.

Gráfico 1:

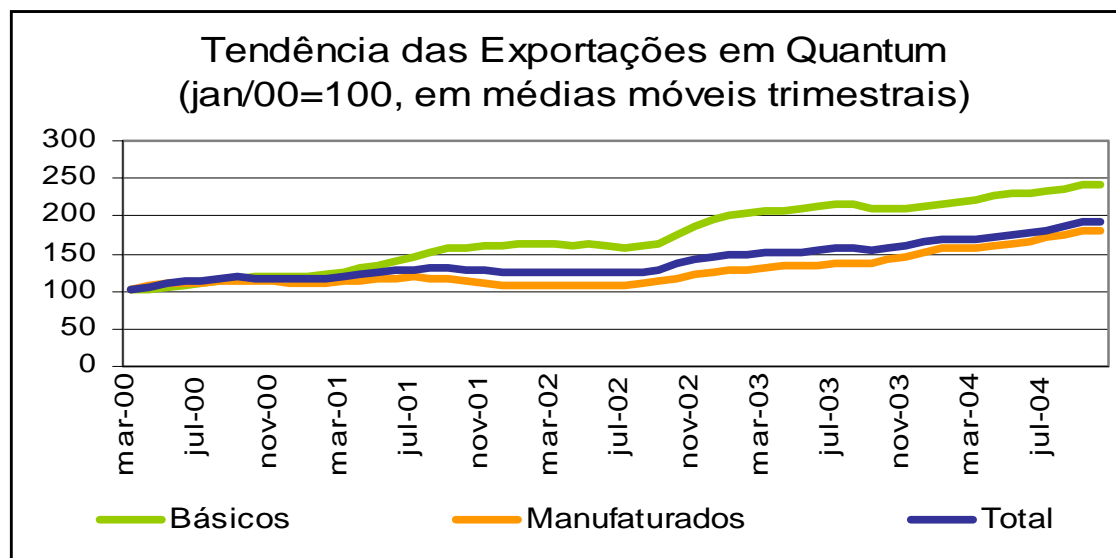


Fonte: MDIC

Parte deste salto das exportações mostrado no gráfico acima, porém, está associado a aumentos dos preços internacionais das *commodities*. Neste caso, tomando-se a tendência de crescimento das exportações em *quantum* pode-se perceber que, a despeito dos aumentos de preços terem contribuído para inflar as receitas com exportações de básicos e intermediários, a expansão em *quantum* também foi forte. O gráfico 2 abaixo mostra a tendência de crescimento das exportações em *quantum*, tomando-se novamente como base janeiro de 2000. Nele também se observa um forte crescimento, ainda que com uma menor inclinação, a partir do segundo semestre de 2003, e uma estabilização no período recente, sendo que a estabilização do total das exportações em *quantum* estaria refletindo agora tanto uma estabilização no volume das

exportações de básicos, quanto no volume das exportações de manufaturados.

Gráfico 2:



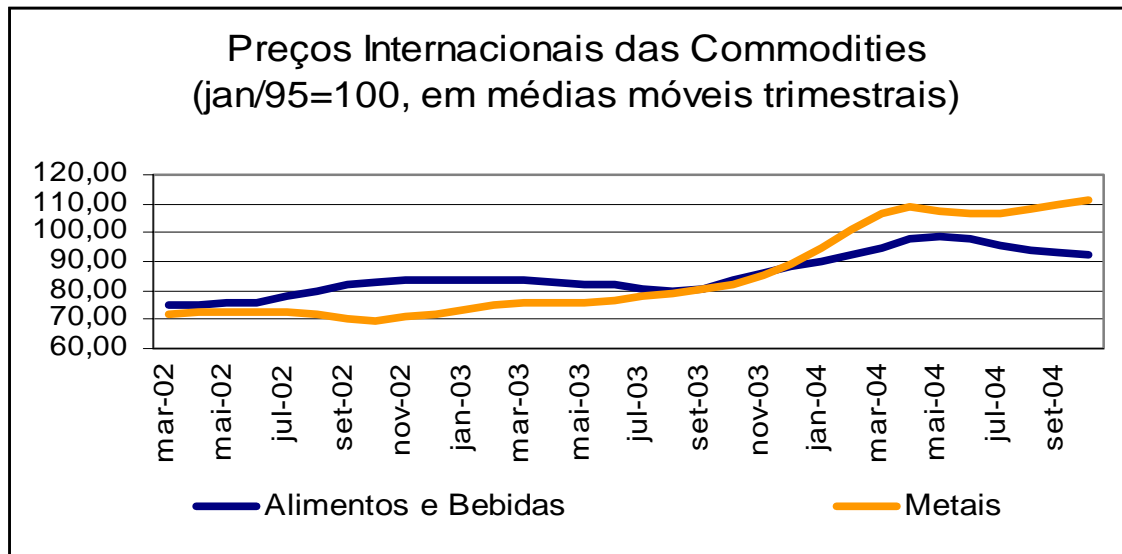
Fonte: FUNCEX

Em outras palavras, depreende-se do gráfico 2 que o leve crescimento na margem do valor das exportações de manufaturados observada no gráfico 1 está associado a um aumento de preços destes produtos, enquanto a queda no valor das exportações de básicos na margem está associada a uma queda nos preços destes produtos. De fato, os preços internacionais das *commodities* alimentícias (na classificação do FMI) apresentaram uma queda nos últimos meses, e, na medida que possuem um peso relativamente elevado na pauta de exportações de básicos brasileiras, uma queda nos mesmos implica uma diminuição de receitas. Por outro lado, os preços das *commodities* metálicas (dentre as quais minério de ferro, que também possui um peso elevado nas exportações de básicos) ainda estão num nível bastante elevado. O gráfico 3 abaixo mostra a evolução das cotações internacionais destes dois grupos de *commodities*.

O *quantum* das exportações, por sua vez, está com uma tendência de estabilização, tanto no que se refere ao total das exportações quanto quando são consideradas as duas principais classes de produtos. O que poderia estar por trás desta estabilização recente das exportações? A apreciação cambial recente é, em geral, a primeira a ser culpada. De fato, houve uma apreciação significativa do real em relação ao dólar a partir de setembro de 2004, e não se pode negar que a taxa de câmbio depreciada de 2003 contribuiu para impulsionar as exportações naquele ano. Em função disto, é correto supor que, a continuar a tendência de

apreciação, o resultado das exportações deve ser pior do que seria caso a taxa de câmbio fosse mantida num patamar mais elevado. No entanto, há pelo menos dois motivos para se considerar que esta estabilização das exportações não está relacionada com a apreciação cambial recente.

Gráfico 3:



Fonte: FMI

Em primeiro lugar, considerando-se que existem defasagens entre a decisão de exportar, a contratação efetiva da exportação e a entrega, decorre daí que as variações na taxa de câmbio se refletem nos resultados da balança comercial com algum atraso (que em geral é estimado entre três e seis meses). Neste caso, a apreciação cambial iniciada entre setembro e outubro ainda pode ser muito recente para estar influenciando os resultados do setor externo. Ou seja, ainda que uma apreciação persistente na taxa de câmbio possa vir a surtir efeitos negativos na balança comercial brasileira em meados de 2005, não transcorreu um tempo suficiente para que a apreciação dos últimos três meses tenha impacto nas exportações (e possivelmente também nas importações). E em segundo lugar, o *real* não se apreciou sozinho, isto é, outras moedas relevantes para a pauta de exportações brasileira também se apreciaram em relação ao dólar, de modo que a taxa de câmbio real efetiva (que é a taxa de câmbio relevante para medir a competitividade das exportações brasileiras) mesmo que em queda, ainda está num nível razoavelmente depreciado (ver Panorama Econômico, nesta edição).

Reforçando a noção de que a apreciação recente não teria efeitos, ou teria efeitos limitados nas contas externas nos meses recentes, deve ser destacado que, ao que tudo indica, pode estar ocorrendo uma redefinição estratégica das empresas em direção ao mercado externo, e isto possivelmente pode estar contribuindo para que as exportações se

tornem uma prática permanente dentro das empresas. Ou seja, as exportações podem estar se tornando cada vez menos dependentes do estímulo da depreciação cambial. Neste caso, se a apreciação for entendida como persistente, pode, de fato, afetar negativamente os investimentos no setor exportador e as estratégias futuras de inserção no mercado externo. Não obstante, num regime de câmbio flutuante três meses de apreciação cambial não significam, a rigor, uma tendência de apreciação de longo prazo. E, por outro lado, o governo tem sinalizado recentemente que não é sua intenção deixar a taxa de câmbio se apreciar demasiadamente – a compra anunciada de dólares pelo Tesouro é um exemplo disto.

Em sendo assim, mais provável é que a estabilização das exportações em *quantum* esteja refletindo uma desaceleração recente das importações mundiais. É certo que até setembro (último dado disponibilizado pela OCDE) as importações dos países da OCDE e da China ainda vinham crescendo a um ritmo bastante elevado: a taxa de crescimento das importações destes países foi de 20,0% (anualizado) no semestre encerrado em setembro em relação ao semestre imediatamente anterior, e de 18,3% (também anualizado) no trimestre encerrado em setembro em relação ao trimestre imediatamente anterior. No entanto, a economia mundial tem mostrado sinais recentes de desaceleração e isto pode estar se refletindo nas importações mundiais recentes, e, conseqüentemente, nas exportações brasileiras.

Neste caso, assumindo-se que em 2005 o comércio mundial cresça 6% em valor – o que corresponde a cerca de 1/3 do crescimento que deve ser observado em 2004, e leva em conta a possibilidade de uma desaceleração do comércio mundial em *quantum* e uma estabilização dos preços das *commodities* – as exportações teriam um crescimento de 7,6% em 2005, alcançando US\$ 101,7 bilhões. Um resultado como este, ainda que signifique uma desaceleração das exportações, permite que o saldo comercial continue elevado em 2005 (US\$ 30,5), a despeito de um crescimento projetado de 16,1% para as importações – que alcançariam US\$ 71,2 no próximo ano e cresceriam mais do que as exportações, em linha com a continuação da recuperação da economia brasileira.

# Seção Coppead

---

**José Francisco de Carvalho Rezende <sup>(1)</sup>**

## **A Gestão Balanceada da Performance: o Balanced Scorecard e o Capital Intelectual como enfoque de gestão para as MPM empresas**

Performance não é apenas mais uma palavra da moda: hoje ela é a essência de um empreendimento.

A partir da Gestão Balanceada da Performance é possível melhor atender às expectativas de todos os que mantêm interesses no sucesso de uma empresa e, com base nelas, gerenciar propostas de compartilhamento do valor gerado.

Cada empreendimento amadurece e passa por fases distintas de expansão — e de retração — em que, possivelmente, um determinado conjunto de interesses e de expectativas torna-se mais relevante.

Se nos primeiros momentos é necessário rentabilizar o capital investido — expectativa básica do empreendedor —, logo em seguida as atenções se voltam para a fidelização dos clientes, depois para a melhoria dos processos de trabalho e, na seqüência, para o aprimoramento das relações com os empregados. Completando um ciclo virtuoso, o empreendimento busca a renovação — visando inovar em produtos e meios de produção — e a maior interação com aspectos ligados à responsabilidade sócio-ambiental — para garantir o desenvolvimento contínuo e sustentável.

É nesse sentido — equilíbrio dinâmico — que o Balanced Scorecard e a Gestão do Capital Intelectual podem exercer papel central na condução de um empreendimento: uma vez que não existe uma nítida separação entre as diversas fases do ciclo de vida, o empreendedor vai se ver frente à necessidade de equilibrar interesses e expectativas — até mesmo divergentes — durante toda a vida de sua empresa.

---

(1) José Francisco de Carvalho Rezende, 44, Administrador de Empresas (UERJ/1986), Especialista em Finanças (COPPEAD/1988), Especialista em Inteligência Competitiva (Toulon/FR/2002) e Doutorando em Estratégia, Organizações e Sistemas (COPPEAD).

O Balanced Scorecard — modelo introduzido por Robert Kaplan e David Norton no início dos anos 90 — proporciona ao empresário e ao seu time de gestão construir placares, mapas e agendas para equilibrar expectativas, interesses, objetivos e obrigações. Atualmente é usado, com expressiva satisfação, por mais de dois terços das empresas listadas no Fortune 500. No Brasil ainda não há estudo empírico de cobertura nacional que avalie as razões de uso, adaptações e implicações da adoção do BSC.

A Gestão do Capital Intelectual — enfoque defendido por Crawford, Sveiby, Edvinsson e Stewart, entre outros — permite criar as bases para o aperfeiçoamento contínuo, oferecendo meios para aprender, apreender e empreender a partir de fatos e de relações existentes no ambiente em que a empresa atua. Não foram identificados estudos mais completos sobre a Gestão do Capital Intelectual no Brasil, embora possam ser alcançados trabalhos sobre Gestão do Conhecimento — quando verificado junto às empresas listadas em Fortune 500, a Gestão do Conhecimento apresenta taxas de adoção e índices de satisfação próximos aos do BSC.

Tanto os conceitos do BSC quanto os da Gestão do Capital Intelectual são aplicáveis desde os níveis corporativos até os postos de trabalho, gerando uma cadeia de indicadores associados que permite maior sintonia entre desempenho e remuneração variável. A possibilidade de ponderar métricas e indicadores de performance por área e por cargo oferece um instrumento com baixo nível de subjetivismo, uma vez que utiliza, tanto o quanto possível, indicadores de sucesso do negócio para sinalizar níveis de desempenho e competitividade.

Ao agregar o Balanced Scorecard e a Gestão do Capital Intelectual, a Gestão Balanceada da Performance torna-se, portanto, um modelo mental — um jeito de pensar o empreendimento — que se ajusta ao tipo e ao tamanho da empresa. Quanto maior e sofisticada, mais necessários são os mecanismos de coordenação para fazer frente às questões ligadas à competitividade, ao desempenho e à geração de valor.

O Balanced Scorecard e a Gestão do Capital Intelectual ajudam a decifrar a “caixa-preta” organizacional, tornando mais aparentes questões sobre fluxo e estoque dos intangíveis, suas relações com os demais ativos e discussões sobre as reais fontes de competitividade e riqueza. As múltiplas perspectivas utilizadas para acompanhar o valor do empreendimento permitem melhor interação com níveis crescentes de complexidade e com o entendimento de que a empresa é um ente vivo, conforme defendido por De Geus.

Para micro, pequenas e médias empresas, a sistemática da Gestão Balanceada da Performance precisa estar "embarcada" mais no processo decisório do que nas rotinas de gestão; o dia-a-dia assoberbado do empresário e as estruturas enxutas não oferecem muito tempo para a manutenção de um Balanced Scorecard sofisticado ou para procedimentos complexos de Gestão do Capital Intelectual.

Nada impede, contudo, que o empreendedor esteja atento às múltiplas demandas que o cercam — acionistas, investidores, clientes, fornecedores, parceiros, funcionários, órgãos de regulação, opinião pública. Ao contrário, pensar genericamente a partir das premissas da Gestão Balanceada da Performance permite melhor entender as razões de sucesso do Negócio e rumar, com mais segurança, para a prosperidade.

Assim, mecanismos simples poderiam ser ativados até por MPM empresas para alcançar performance e valor na sociedade do conhecimento:

- Balanço de expectativas: identificação de temas estratégicos e públicos interessados, com respectivas demandas e impactos;
- Sinais vitais: identificação dos itens que precisam ser atendidos para garantir a sobrevivência do empreendimento;
- Vetores de performance: listagem dos direcionadores de obtenção de valor adicional — a partir dos ativos, do mercado, dos processos e dos funcionários;
- Agenda balanceada: acompanhamento dos assuntos que interferem mais diretamente no resultado do negócio, tendo por base as diversas perspectivas de gerenciamento do desempenho.

Tais mecanismos não demandam níveis elevados de automação, bastando organização e atualidade na gestão das informações catalogadas: mesmo num caderno com múltiplas divisões, ou num PDA, seria possível sistematizar um conjunto de informações para a Gestão Balanceada da Performance.

Para efeito do ambiente e do estilo brasileiro de gestão, tanto o BSC quanto a Gestão do Capital Intelectual precisam se conformar às características, aos ritos e aos valores da nossa sociedade.

Os “porquês” e os “comos” para caracterizar a Gestão Balanceada da Performance como uma prática de excelência no Brasil — se é que pode ser antevista alguma tendência neste sentido —, ainda são questões em aberto. As pesquisas acadêmicas até aqui identificadas estão restritas a estudos de caso, à modelagem de métodos/soluções ou à avaliação da implementação, limitando as informações existentes a suposições ou, no

máximo, a sugestões capazes de proporcionar *insights* sobre uso, adaptações e implicações da adoção do Balanced Scorecard e da Gestão do Capital Intelectual no Brasil.

## Referências

1. BONTIS, N.; CROSSAN, M.M.; HULLAND, J. Managing an organizational learning system by aligning stocks and flows. *Journal of Management Studies*, 39:4 June 2002 p. 438-469
2. CRAWFORD, R. Na era do capital humano: o talento, a inteligência e o conhecimento como forças econômicas; seu impacto nas empresas e nas decisões de investimento. São Paulo: Atlas, 1994.
3. EDVINSSON, L. & MALONE, M. S. Capital intelectual: descobrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos. São Paulo : Makron, 1998.
4. HOQUE, Z. & JAMES W. Linking balanced scorecard measures to size and market factors: Impact on organizational performance. *Journal of Management Accounting Research*, Vol. 12. Sarasota: 2000.
5. IGLESIAS, A. E. A. & TEIXEIRA, M. L. M. O Balanced Scorecard e o estilo brasileiro de administrar. Iberoamerican Academy of Management, III International Conference. São Paulo: FGV, 2003.
6. KAPLAN, R. S. & NORTON, D. P. The balanced scorecard: measures that drive performance. *Harvard Business Review*, January/February 1992. p. 71-79.
7. \_\_\_\_\_. Using the balanced scorecard as a strategic management system. *Harvard Business Review*, January/February 1996a, p. 75-85.
8. \_\_\_\_\_. Strategic learning & the balanced scorecard. *Strategy & Leadership*, September/October 1996b, p. 18-24.
9. \_\_\_\_\_. Balanced Scorecard: a estratégia em ação. Rio de Janeiro, Campus: 1997.
10. \_\_\_\_\_. Organização orientada para a estratégia. Rio de Janeiro: Campus, 2001.
11. \_\_\_\_\_. Use the Balanced Scorecard to Partner with Strategic Constituents. In: *Partnering: the new face of leadership*. Edited by Segil, L.; Belasco, J.; Goldsmith, M. New York: AMACOM, 2002.

12. \_\_\_\_\_ . Mapas estratégicos. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
13. MAIGA, A. S. & JACOBS, F. A. Balanced Scorecard, Activity-Based Costing and company performance: an empirical analysis. *Journal of Managerial Issues*; Fall 2003, V. XV, N. 3, p. 283-301. 2003.
14. MONTEIRO, P.R.A; CASTRO A.R; PROCHNIK, V. A mensuração do desempenho ambiental no Balanced Scorecard: o caso da Shell Brasil. *Working paper*. FACC Mestrado em Ciências Contábeis da UFRJ. Rio de Janeiro: 2003.
15. NEVES, M. S. & PALMEIRA FILHO, P. L. Balanced Scorecard como catalisador da gestão estratégica: remédio ou placebo. In: XXII Encontro Nacional de Engenharia de Produção. Curitiba, PR, 2002.
16. NORTON, D.P. Benefits based planning. Stage by stage, 7(6), nov. 1987.
17. NØRREKLIT, H. The balance on the Balanced Scorecard - a critical analysis of some of its assumptions, *Management Accounting Research*, v. 11, 2000. p. 65-88.
18. PESSANHA, D. & PROCHNIK, V. Obstáculos à implantação do Balanced Scorecard em três empresas brasileiras. *Working paper*. FACC Mestrado em Ciências Contábeis da UFRJ. Rio de Janeiro: 2004.
19. REZENDE, J. F. Balanced Scorecard e a gestão do capital intelectual: alcançando a performance balanceada na economia do conhecimento. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
20. \_\_\_\_\_ Alinhamento estratégico e balanceamento da performance: um estudo a partir da percepção de gerentes de agências bancárias. In: XXVIII Encontro Anual da ANPAD. Associação Nacional dos Programas de Pós-graduação em Administração. Curitiba, PR, 2003.
21. RHODEN, M. I. S & HENKIN, H. Desenvolvimento e Implantação do Balanced Scorecard em organizações da sociedade civil de interesse público — OSCIP: um caso de pesquisa-ação em uma instituição de microcrédito. In: XXVIII Encontro Anual da ANPAD. Associação Nacional dos Programas de Pós-graduação em Administração. Curitiba, PR, 2003.
22. RODRIGUES, L. H.; SCHUCH, C; PANTALEÃO, L. H. Uma abordagem para construção de sistemas de indicadores alinhando a teoria das restrições e o Balanced Scorecard. In: XXVII Encontro

- Anual da ANPAD. Associação Nacional dos Programas de Pós-graduação em Administração. Atibaia, SP, 2003.
23. SOARES Jr. H. & PROCHNICK V. Experiências comparadas de implantação do Balanced Scorecard no Brasil. Working paper. FACC Mestrado em Ciências Contábeis da UFRJ. Rio de Janeiro: 2003.
  24. STEWART, T. A. Capital intelectual: a nova vantagem competitiva das empresas. Rio de Janeiro : Campus, 1998.
  25. SVEIBY, K. E. Towards a knowledge perspective on organisation. 1994. Tese (Doutorado) - Department of Business Administration, University of Stockholm, Stockholm, 1994.
  26. \_\_\_\_\_. Measuring intangibles and intellectual capital: an emerging first standard. Disponível em: < [www.sveiby.com.au/library](http://www.sveiby.com.au/library)> Acesso em: ago. 1998.
  27. \_\_\_\_\_. A knowledge based theory of the firm to guide strategy formulation. In: ANZAM Conference, 2000, Sidney. Sidney, Swedden, Macquarie University, 2000. Disponível em: < [www.sveiby.com.au/library](http://www.sveiby.com.au/library)>
  28. \_\_\_\_\_. Methods for measuring intangible assets. Disponível em: <[www.sveiby.com.au/library](http://www.sveiby.com.au/library)> Acesso em: jan. 2001.
  29. TAPSCOTT, D. The Digital Economy: promise and peril in the age of networked intelligence. (?): McGraw-Hill, 1995.