

# Economia & Conjuntura

Análise da Conjuntura Macroeconômica - Outubro de 2004 - Ano 4 - Número 57

## Apresentação

---

Pela primeira vez em muitos anos as autoridades impõem um freio à economia por razões predominantemente domésticas, isto é, por uma avaliação de que estaria havendo um crescimento excessivo da demanda e de que a inflação está alta relativamente à meta para 2005 (além de um motivo externo que é o preço do petróleo). Tentar moderar um ritmo de crescimento que parece (às autoridades monetárias) exagerado é sem dúvida uma situação muito mais confortável do que a de ter que derrubar o nível de atividade para enfrentar uma asfixia cambial, como ocorria tradicionalmente no país. No mínimo porque o que está em risco não é uma recessão e sim uma desaceleração para um crescimento um pouco mais baixo.

Há dúvidas, contudo, quanto à necessidade de se promover essa redução no ritmo de expansão da economia. Nos parece questionável tanto a idéia de que a economia esteja próxima do produto potencial, como também as avaliações de que ele está condenado a crescer a taxas relativamente baixas, o que imporia a necessidade de adaptar o ritmo de crescimento da demanda a esta (suposta) restrição de oferta. Igualmente, como discutido no Panorama Macroeconômico e na seção de inflação, o compromisso com uma meta muito ambiciosa para a inflação para 2005 e uma possível atenção excessiva à aferição das expectativas através da pesquisa do Banco Central podem estar levando (ao contrário do verificando no ano 2000) a uma postura excessivamente conservadora por parte da autoridade monetária.

Afora a preocupação com a inflação e a elevação recente das taxas de juros, a economia vem apresentando sinais extremamente positivos: as exportações continuam crescendo a taxas surpreendentemente elevadas e o saldo comercial deve alcançar um valor de mais de US\$ 33 bilhões, levando o superávit em conta corrente para quase 2% do PIB; os indicadores da dívida externa e da dívida pública vem melhorando substancialmente; e, por fim, apesar de uma possível desaceleração recente das vendas e da produção, a economia deve fechar o ano apresentando um crescimento de cerca de 5%, que supera todos os prognósticos feitos até bem recentemente. Estes pontos são tratados nas demais seções desta edição de Economia & Conjuntura.

Na seção Coppead, Maribel Suarez e a Prof<sup>a</sup> Leticia Casotti refletem sobre como o estudo e o conhecimento a respeito das comunidades virtuais pode ser relevante para empresas de qualquer natureza construir marcas fortes e relacionamentos duradouros com seus consumidores.

**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: [infomacro@ie.ufrj.br](mailto:infomacro@ie.ufrj.br)
- Web : [www.ie.ufrj.br/conjuntura](http://www.ie.ufrj.br/conjuntura)

# ÍNDICE

---

ÍNDICE	PÁGINA
PANORAMA MACROECONÔMICO	5
PROJEÇÕES DO GRUPO DE CONJUNTURA	15
NÍVEL DE ATIVIDADE INDUSTRIAL	17
INVESTIMENTO	21
INFLAÇÃO	26
POLÍTICA FISCAL	31
SETOR EXTERNO	37
SEÇÃO COPPEAD	43

# Panorama Macroeconômico

---

Caio Prates

O desempenho da economia brasileira em 2004 continua sendo muito positivo. O crescimento do PIB neste ano (cerca de 5%) deverá ser o maior em 10 anos, e desta vez virá acompanhado de uma inédita combinação de bons resultados: melhora substancial dos indicadores externos (aumento do saldo em conta corrente para perto de 2% do PIB e redução da relação dívida externa líquida/exportações para cerca de 1,5), redução da dívida líquida do setor público (de 58% para 55% do PIB), e inflação dentro da meta estabelecida (abaixo de 8%), o que não ocorria desde o ano 2000. Por sua vez, como evidencia a Tabela 1, apesar das perspectivas de menor crescimento da economia mundial em 2005, devido ao aumento forte dos preços do petróleo, o risco-País permanece em queda, graças à percepção de aumento gradual da taxa de juros básica nos EUA (sinalizada pela redução das taxas de juros dos títulos do Tesouro americano de 10 anos) e ao desempenho da economia brasileira nos últimos meses. O sinal negativo da conjuntura vem sendo a elevação da taxa Selic, que subiu pelo segundo mês consecutivo (0,25 ponto percentual em setembro e 0,5 ponto percentual em outubro), refletindo a preocupação cada vez maior do Copom com o comportamento da inflação em 2005. Os riscos inflacionários apontados pelo Copom, embora não possam ser desprezados, não parecem, contudo, razão suficiente para a elevação da taxa Selic nesta magnitude. A julgar pela ata mais recente do Copom, provavelmente a tendência continuará. De todo modo, os indicadores mais recentes do nível de atividade e as sondagens da CNI e da FGV junto à indústria de transformação em outubro - que revelam bastante otimismo em relação às perspectivas da economia brasileira no futuro próximo - sugerem que a tendência de crescimento deverá ser mantida. Mas é provável que haja um arrefecimento do ritmo de expansão da atividade econômica nos próximos meses. Os efeitos da elevação da taxa Selic sobre as expectativas e sobre as taxas de juros de mercado longas (as que mais influenciam o nível de atividade) serão cruciais para determinar a intensidade da desaceleração do crescimento.

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 PróxDI	Taxa de Juros Títulos do Governo Americano 10 anos	Preço do Petróleo (Brent) em US\$
20/jul/04 <sup>(2)</sup>	593	460	28,91	3,00	16,85	4,45	37,01
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
27/out/04 <sup>(3)</sup>	477	410	16,34	2,86	17,90	4,08	49,45
3/nov/04	451	399	13,03	2,83	17,92	4,08	47,56

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

Desde julho, as atas do Copom vêm mostrando uma preocupação crescente com a inflação. As razões mencionadas para isto têm sido: expectativas e núcleos de inflação considerados ainda muito elevados e incompatíveis com a meta a ser perseguida pela política monetária (desde setembro o centro da meta foi fixado em 5,1%, e não mais em 4,5%); risco de descompasso entre a expansão da demanda e da oferta, sinalizado pela rápida elevação do grau de utilização de capacidade na indústria; receio de repasse para o varejo da forte alta dos preços industriais no atacado neste ano; e aumento do preço do petróleo. A ata do Copom de outubro também reforçou o tom das preocupações com a inflação, ressaltando, em particular, a resistência das expectativas inflacionárias e a possibilidade agora bem mais concreta de que o preço do petróleo permaneça em patamar elevado por um período prolongado, afetando a inflação para 2005. Em decorrência, esta ata admite que o ajuste da taxa Selic poderá ser maior do que o suposto até então, e este foi o motivo alegado para a elevação da taxa de juros básica em outubro (de 0,5 ponto percentual) ter sido maior do que a do mês anterior.

Ao elevar a taxa Selic, o Banco Central espera reduzir a inflação via melhora nas expectativas inflacionárias e contenção da demanda. Em tese, o aumento dos juros também poderia favorecer o controle da inflação por contribuir para uma apreciação cambial adicional. Mas este não parece ser o objetivo do Banco Central, já que um recuo maior do dólar poderia ter efeitos negativos mais adiante sobre as contas externas e o risco-País. Além disso, a apreciação cambial no período recente tem sido produzida, basicamente, pela queda do risco-país (que tem estimulado as captações externas) e pelo saldo na conta corrente e não,

por arbitragens de curto prazo induzidas pela elevação da taxa de juros básica. O cupom cambial (taxas de juros em dólar para as aplicações financeiras domésticas) encontra-se muito baixo, e pequenas altas da taxa Selic não teriam (como não vêm tendo) impacto maior sobre a taxa de câmbio via atração de capitais de curto-prazo. Assim, é essencialmente pelos seus aspectos sobre as expectativas inflacionárias e a demanda que a elevação da taxa Selic poderá fazer a trajetória da inflação convergir para a meta definida.

Para avaliar se os efeitos do aumento da taxa Selic desde setembro estão indo na direção pretendida, duas variáveis importantes são: i) as expectativas de inflação do mercado para 2005 e ii) o comportamento das taxas de juros mais longas (como o swap pré x DI de um ano), já que estas taxas são o canal principal através do qual a taxa Selic influencia a atividade econômica. Como se percebe na Tabela 2, de 14 de setembro (véspera da primeira elevação da taxa Selic) até agora, a inflação projetada pelo mercado para 2005 passou de 5,7% para 5,9%, evidenciando que o objetivo de melhora de expectativas inflacionárias ainda não foi conseguido - no caso dos preços livres, há sinais de estabilização da inflação prevista, mas, nos preços administrados, a alta de preços esperada subiu, neste período, de 6,8% para 7,2%. Quanto às taxas de juros de mercado mais longas, o efeito provavelmente pretendido pelo Banco Central (de alta destas taxas) também não se verificou: o swap pré x DI de um ano encontra-se atualmente em nível semelhante ao de antes da elevação da taxa Selic, com a taxa de juros real de um ano (swap pré x DI de um ano deflacionado pela inflação projetada para os próximos doze meses) permanecendo em torno de 11%.

Tabela 2: Expectativas de Inflação e Swap de um ano

	Expectativas de Inflação (IPCA) <sup>(1)</sup>							Swap de 1 ano PréxDI	Taxa de Juros Real ex-ante
	2004			2005			Próximos 12 meses		
	Índice Geral	Preços Livres	Preços Administrados	Índice Geral	Preços Livres	Preços Administrados			
20/jul/04 <sup>(2)</sup>	7,08	6,70	8,00	5,50	5,06	6,57	6,27	16,85	9,96
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
27/out/04 <sup>(3)</sup>	7,18	6,56	8,70	5,89	5,35	7,20	6,21	17,90	11,01
3/nov/04	7,20	6,59	8,70	5,90	5,39	7,15	6,23	17,92	11,00

Fonte: Banco Central

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

(2) Véspera de reunião do COPOM

(3) Véspera de divulgação da ata do COPOM

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

Diante da resistência das expectativas inflacionárias e da estabilização das taxas de juros longas, é bem possível que o Copom continue elevando a taxa Selic nos próximos meses. Mas, para que a inflação tenha uma trajetória de queda compatível com a meta de 2005, será mesmo necessário reduzir desde já as expectativas inflacionárias para o próximo ano, e conter, via alta dos juros, o ritmo de crescimento da economia?

Em relação às expectativas inflacionárias, a preocupação do Banco Central parece exagerada: a alta de preços prevista para 2005, embora superior à meta de 5,1%, sugere que a expectativa do mercado é de uma queda gradual da inflação, com o IPCA recuando de 7,2% em 2004 para 5,9% em 2005, taxa confortavelmente abaixo do limite de 7%, definido para o próximo ano. A experiência dos últimos anos é de que as expectativas inflacionárias acima do centro da meta, mas apontando para uma trajetória de queda da inflação, não têm sido um obstáculo relevante para o declínio da inflação em direção à meta estabelecida. Em 2000 - o único ano, desde a vigência do regime de metas, em que a inflação ficou exatamente no centro da meta - a expectativa de inflação no início do ano era de 7% (acima, portanto, dos 6% que constituíam o centro da meta). Mas isto não impediu que a inflação recuasse para os 6% pretendidos pelo Banco Central, em simultâneo à redução gradual da taxa Selic e a uma expressiva expansão da atividade econômica. Do mesmo modo, as expectativas de inflação para 2004 mantiveram-se, desde o ano passado, sempre acima dos 5,5% definidos como centro da meta para este ano (em torno de 6% no início de 2004, subindo gradualmente ao longo do ano). Mas nada indica que as expectativas inflacionárias acima do centro da meta tenham sido uma restrição relevante para uma queda maior da inflação neste ano. O fato de que a inflação deverá encerrar 2004 bem acima de 5,5% deve-se basicamente a outro fator: choques de oferta (sobretudo, a alta de preços de commodities no mercado internacional). Ainda assim, o IPCA deste ano deve ficar em torno de 7%, o que significa uma boa queda em relação aos 9,3% do ano passado e garantirá, pela primeira vez desde 2000, o cumprimento da meta de inflação estabelecida (teto de 8%).

Outros aspectos da experiência sob o regime de metas relevantes para se avaliar as perspectivas da inflação e da taxa Selic em 2005 são: o comportamento dos preços dos bens comercializáveis e não-comercializáveis em períodos de alta e de recuo da inflação (Tabela 3); a trajetória da taxa Selic e do nível de atividade em períodos de queda da inflação (Tabela 4).

Tabela 3: IPCA – variação em 12 meses

	IPCA				Taxa de Câmbio	IPA Industrial
	Geral	Comercializáveis	Não-Comercializáveis	Administrados		
dez/98	1,66	1,22	1,47	3,23	8,24	-0,20
dez/99	8,94	11,26	1,67	20,89	52,61	28,32
jan/01	5,92	3,44	3,57	13,24	8,35	11,35
mai/03	17,24	20,24	9,56	22,32	19,17	35,70
mai/04	5,15	5,01	5,77	4,69	4,89	8,19
ago/04	7,18	6,36	7,36	8,15	0,01	16,32
set/04	6,71	6,07	7,03	7,24	-1,08	17,17

Fonte: IBGE

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Tabela 4: Inflação, Produção Industrial e Taxa Selic

	Inflação (IPCA) Var % em 12 meses	Produção Industrial Var % de médias móveis trimestrais (mês indicado/ 12 meses antes)	Taxa Selic (meta) % aa Mês Indicado	12 meses antes
jan/01	5,92	8,19	15,25	19,00
mai/03	17,24	-2,37	26,50	18,50
mai/04	5,15	9,21	16,00	26,50
ago/04	7,18	12,12	16,00	22,00
set/04	6,71	-	16,25	20,00

Fonte: IBGE e Banco Central

Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Como evidencia a Tabela 3 - que destaca os meses de inflação (no acumulado de 12 meses) máxima e mínima desde 1999 - os picos de inflação corresponderam sempre a altas dos preços dos comercializáveis (e dos administrados) muito acima do aumento de preços dos não-comercializáveis, em decorrência de desvalorizações cambiais expressivas. Por sua vez, períodos de queda da inflação - entre dezembro de 1999 e janeiro de 2001 e de maio de 2003 para cá - têm sido marcados pela estabilidade da taxa de câmbio, com o recuo da inflação sendo comandado por forte desaceleração do ritmo de alta dos preços dos comercializáveis e dos administrados, os dois conjuntos de preços afetados pela taxa de câmbio (no caso dos administrados, pelo impacto do câmbio sobre o IGP-DI).

Em períodos de estabilidade da taxa de câmbio, a inflação tem recuado sistematicamente, e isto tem sido compatível com a redução gradual da taxa Selic e a expansão significativa do nível de atividade. Como mostra a Tabela 4, quando a inflação (12 meses) caiu para 5,9% em janeiro de 2001, a produção industrial (médias móveis trimestrais) crescera 8,2% entre janeiro de 2000 e janeiro de 2001, e a taxa Selic neste período havia recuado de 19% para 15,25% aa. Do mesmo modo, o recuo da inflação entre maio de 2003 e maio de 2004, de 17,2% para 5,2% no acumulado de 12 meses, ocorreu em simultâneo a uma expansão da produção industrial ponta a ponta neste período de 9,2% e a uma queda da taxa Selic de 26,5% para 16%. É verdade, porém, que a inflação (12 meses) voltou a subir, e desde agosto encontra-se em torno de 7%, nível em que deverá ficar até o final do ano, não obstante o comportamento favorável da taxa de câmbio ao longo de praticamente todo este ano. Mas este repique de inflação pode ser atribuído, em boa medida, ao forte aumento dos preços das commodities metálicas, que se refletiu na disparada do IPCA industrial, cuja alta de preços em 12 meses passou de 8,2% em maio para 17,2% em setembro (Tabela 3). Ao elevar os preços externos em moeda nacional, o aumento das commodities vem tendo um efeito análogo ao de uma desvalorização cambial sobre a inflação em 2004.

Como os preços das commodities metálicas começaram recentemente a recuar e a taxa de câmbio vem permanecendo estável, a questão que se coloca é se isto seria suficiente para a inflação retomar uma trajetória de queda. Ou se, como o Copom vem considerando, o recuo gradual da inflação exige desta vez - ao contrário do ocorrido nos últimos anos em períodos de estabilidade cambial - a elevação da taxa Selic e a desaceleração do crescimento. Os fatores de risco inflacionário que vêm sendo destacados pelo Copom (e foram mencionados anteriormente) justificam, de fato, cautela em relação ao comportamento dos preços nos próximos meses. Mas ainda é discutível que o aperto da política monetária em curso - e que a ata do Copom mais recente sugere que vai continuar - seja mesmo necessário para garantir uma trajetória da inflação compatível com a meta do próximo ano.

As expectativas de inflação para 2005, embora acima da meta de 5,1%, apontam para uma inflação em queda, e não parecem ser um obstáculo relevante para um recuo gradual da inflação em 2005. Os núcleos da inflação, ainda que estejam atualmente próximos do teto de 7% para a alta de preços em 2005, vem recuando ao longo do ano (Tabela 5), e provavelmente esta tendência será mantida nos próximos meses. O risco de repasse para o varejo do forte aumento dos preços industriais no atacado não pode ser desprezado, mas a experiência dos últimos anos é que este repasse costuma ser rápido (praticamente se esgotando em até 4 meses). Portanto, se este não ocorreu até agora, é

possível que não ocorra mais. O gráfico abaixo, que mostra as trajetórias do IPA e do IPCA (no acumulado de 12 meses), desde o final de 1999, ilustra bem este ponto. Períodos de forte alta de inflação no atacado foram sempre acompanhados de aumento praticamente em simultâneo, ainda que de intensidade muito menor, da inflação ao consumidor. Mas quando a alta de preços no atacado começa a desacelerar, o mesmo ocorre com os preços ao consumidor. Ou seja, a tendência à convergência entre a inflação no atacado e no varejo, após um período em que a diferença entre as duas taxas de inflação se acentua bastante, tem-se dado nos últimos anos pela queda muito mais forte da inflação no atacado, e não por uma aceleração defasada do ritmo de alta dos preços ao consumidor.

Tabela 5: IPCA Núcleo 2004

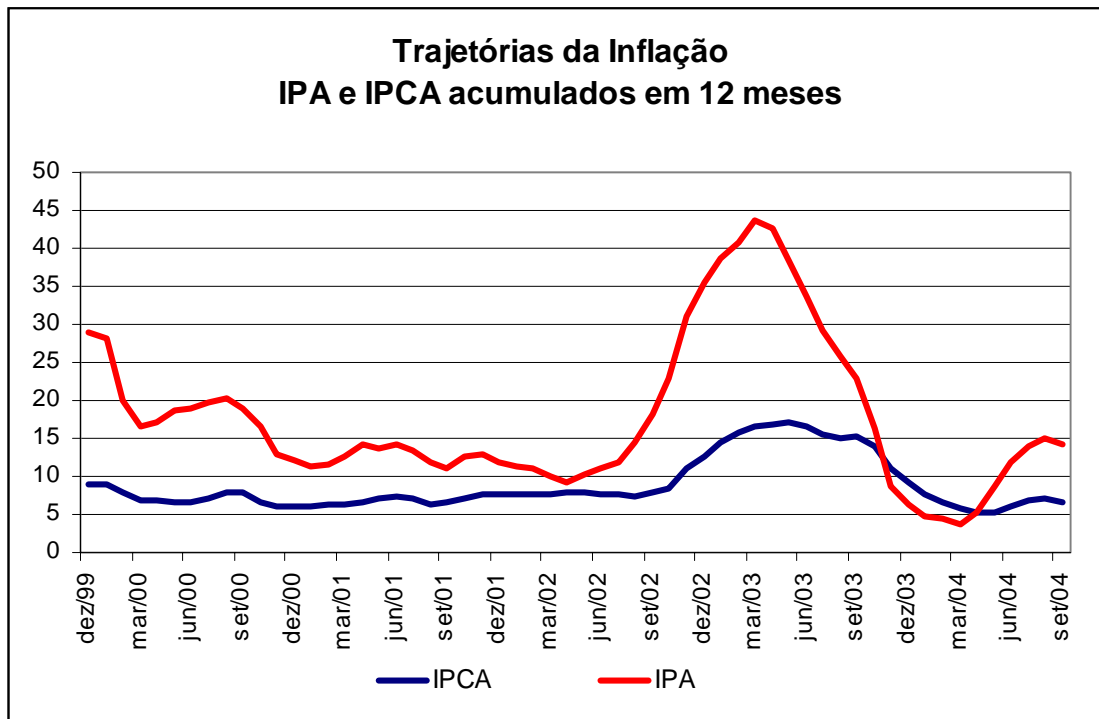
	Var (%) Anualizada				Var (%) Mensal		
	1º tri	2º tri	3º trim	ago/out	Ago	Set	Out*
Exclusão	10,43	8,08	5,87	6,04	0,56	0,41	0,50
Médias Aparadas com Suavização	8,17	7,27	6,85	6,97	0,55	0,56	0,58
Núcleo desagregado total <sup>(1)</sup>	9,08	8,08	7,31	6,89	0,61	0,51	0,55

Fonte: Banco Central

\* IPCA-15 tomado como proxy do IPCA de outubro

(1) Elaborado pelo Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Gráfico 1:



Fonte: IBGE

Finalmente, dois outros fatores de risco inflacionário muito enfatizados pelo Copom, mas em relação aos quais também devem ser feitas algumas qualificações, são a rapidez com que vem sendo preenchida a capacidade ociosa da economia e a alta dos preços do petróleo.

O grau atual de utilização de capacidade na indústria de transformação é o maior em muitos anos (segundo dados dessazonalizados da sondagem da FGV atingiu em outubro 82,2%, sendo o mais elevado desde abril de 1995, quando chegou a 85,4%), o que sugere que os ritmos de expansão da demanda e da oferta devem ser acompanhados com bastante atenção. Deve-se ter em conta, porém, alguns aspectos que relativizam o significado da rápida redução da capacidade ociosa da indústria: i) de acordo com a sondagem da CNI em outubro (indústria) quase 80% das empresas consultadas declararam que sua capacidade produtiva é suficiente para atender à demanda prevista para 2005; ii) picos prévios de utilização de capacidade nos últimos anos não podem ser tomados como indicação de um potencial de crescimento prestes a se esgotar, já que as interrupções do crescimento de 1995 para cá não foram causadas por restrições de oferta, mas, sim, por retrações acentuadas da demanda induzidas por elevações fortes da taxa de juros no contexto de crises cambiais (mesmo em 2001, a retração da demanda começou antes da restrição de oferta imposta pela crise energética); iii) juntamente com a redução da capacidade ociosa, o investimento vem crescendo de forma significativa neste ano, com a absorção doméstica de bens de capital tendo aumentado 15,7% no acumulado do ano até agosto contra igual período do ano passado; e iv) o impacto negativo de eventuais restrições de capacidade em alguns setores para atender a demanda tenderá a ser muito mais sobre a balança comercial do que sobre a inflação, e o saldo comercial atual extraordinariamente elevado deixa amplo espaço para que o aumento das importações (ou a redução das exportações) daí decorrente não comprometa de forma grave as contas externas.

Quanto ao petróleo, aumentou inegavelmente o risco de que a elevação do preço dos seus derivados acabe afetando negativamente a inflação de 2005. No caso da gasolina, a estimativa do Copom é que o reajuste do seu preço para os consumidores em 2004 seria de 9,5%. Como até setembro este aumento foi de 4,9%, ainda haverá espaço para um aumento de gasolina de cerca de 10% nas refinarias no quarto trimestre deste ano. Mas até agora a Petrobrás só determinou um pequeno reajuste de 2,4% para a gasolina nas refinarias em outubro. Como diante dos preços atuais do petróleo, mesmo um aumento total de 10% no período outubro/dezembro seria insuficiente, é provável que a alta nos próximos meses seja superior a este valor, e parte deste aumento tenha impacto sobre o IPCA de 2005. Neste caso, porém, muito

provavelmente o Banco Central acabará abandonando na prática a meta atual de 5,1%, aceitando uma inflação no próximo ano menos distante do teto de 7%.

Em suma, apesar dos riscos inflacionários destacados pelo Copom não poderem ser desprezados, ainda não existem indicações suficientemente convincentes de que o Copom tenha de continuar elevando a taxa Selic nos próximos meses para garantir uma trajetória da inflação convergente com a meta do próximo ano. Mantida a estabilidade da taxa de câmbio e confirmando-se o recuo dos preços das commodities metálicas recentemente iniciado, ainda parece possível que a inflação apresente uma tendência de queda ao longo dos próximos meses, que seja compatível - como nos períodos de estabilidade cambial dos últimos anos - com a retomada do processo de redução gradual da taxa Selic e a expansão da atividade econômica a um bom ritmo.

De todo modo, mesmo que o ajuste da taxa Selic ainda prossiga durante alguns meses - como sugere a ata mais recente do Copom - não existem, por enquanto, quaisquer indicações de que o crescimento possa ser interrompido. É provável que o ritmo de expansão da economia arrefeça neste final do ano, devido a um ritmo mais lento da expansão das vendas a crédito e das exportações, não inteiramente compensado pelo impacto positivo sobre a atividade econômica da continuidade esperada do aumento da massa salarial. Mas, na sua maioria, os indicadores mais recentes do nível de atividade sugerem que a atividade econômica prossigue em expansão (o que não exclui oscilações pontuais em torno da tendência de crescimento que sempre ocorreu nas fases de recuperação da economia). As sondagens conjunturais da CNI e da FGV junto à indústria de transformação, realizadas em outubro (portanto, após a primeira elevação da taxa Selic em setembro), reforçam a possibilidade do crescimento ser preservado, mostrando um quadro de bastante otimismo dos empresários em relação ao desempenho da economia no futuro próximo.

Além disso, o fato de as taxas de juros longas, como o swap pré x DI de um ano - as que mais influenciam o nível de atividade - não terem subido, a despeito do aumento da taxa Selic desde setembro, também sugere que a tendência de crescimento será mantida. O nível da taxa de juros real atual em torno de 11% (swap pré x DI de um ano deflacionado pelo IPCA projetado para os próximos 12 meses) tem sido compatível com o crescimento nos últimos anos. É o spread do swap pré x DI de um ano sobre a taxa Selic de cerca de 1 ponto percentual pode ser tomado como indicador da percepção do mercado de que a alta da taxa Selic será meramente transitória, o que favorece, do lado das expectativas, a continuidade da expansão da economia. Mas será preciso acompanhar nos próximos meses os reflexos do ajuste da taxa Selic, que ainda deverá

prosseguir, sobre as expectativas e as taxas de juros longas para melhor avaliar-se os efeitos deste ajuste sobre o ritmo de crescimento. Na visão do Copom, o principal benefício do ajuste preventivo da taxa Selic será garantir a sustentação do crescimento, ainda que a um ritmo mais lento, evitando-se que medidas mais drásticas viessem a ser necessárias no futuro, comprometendo a recuperação da economia. Mas se é certo que o ajuste preventivo diminui o risco de um choque de juros à frente, também é verdade que, com esta postura do Banco Central, a desaceleração do crescimento pode acabar sendo maior do que a necessária para a meta de inflação de 2005 (entendida como um IPCA abaixo do teto de 7%) seja cumprida.

Deve-se ter em conta que a meta de 5,1% para 2005, embora possa ser atingida, é bastante ambiciosa, exigindo uma queda substancial da inflação dos preços livres (para 4,4%, dada a estimativa atual do Banco Central de alta de 6,9% dos preços administrados, e para menos ainda, na hipótese provável destes preços subirem mais do que isto). Uma alta de preços livres da magnitude requerida para a meta de 5,1% ser cumprida somente foi conseguida, na vigência do regime de metas no final de 2000 e início de 2001. Sua viabilidade dependerá crucialmente de que a taxa de câmbio e os preços das commodities favoreçam uma desaceleração expressiva dos preços dos bens comercializáveis em 2005. Caso isto não ocorra, a meta de 5,1% acabará exigindo uma elevação da taxa Selic bem mais forte do que a prevista atualmente, o que tenderia a afetar negativamente a atividade econômica. Resta saber se, nestas circunstâncias, o Banco Central atuará de forma mais pragmática, conduzindo a política monetária de forma a aceitar na prática uma inflação mais perto do teto de 7% e mais compatível com a preservação do crescimento, ou se manterá um compromisso rígido com a meta de 5,1%.

## 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 %)	7,18	7,19	5,90	6,22
Taxa de Crescimento do PIB (em %)	4,58	5,10	3,50	4,50
Saldo Comercial (em bilhões de US\$)	33,00	33,20	27,30	30,50
Saldo em Conta Corrente (em bilhões de US\$)	10,20	10,10	3,61	6,60
Taxa de Câmbio (R\$/US\$)				
Final do Ano	2,93	2,95	3,10	3,15
Média do Ano	2,95	2,96	3,02	3,10
Taxa Selic				
Acumulada no ano	16,36	16,37	16,60	15,83
Final do Ano	17,50	17,25	15,50	14,50

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

\*Segundo levantamento do BC junto ao mercado em 05/11/04 (Relatório de Mercado).

# Nível de Atividade Industrial

Paulo Gonzaga & Silvio Salles

## O ritmo se mantém positivo

Os índices de agosto sobre a produção industrial confirmaram a trajetória positiva do setor, que completou o sexto mês consecutivo com crescimento na comparação com o mês anterior, tendo já descontados os efeitos sazonais. Os índices são amplamente favoráveis, segundo diferentes comparações: entre agosto e fevereiro deste ano a atividade fabril avançou 7,8%; frente a agosto de 2003 o aumento chega aos 13,1%; e o acumulado para janeiro-agosto de 2004, relativamente a igual período de 2003, é de 8,8%.

Tabela 1: Indicadores Conjunturais da Indústria, segundo Categoria de Uso (agosto/04)

Segmentos	mês/mês*	Variação		Acumulado no ano
		mensal	set04/fev04*	
Bens de Capital	2,3	32,3	14,0	26,2
Bens Intermediários	0,3	11,1	6,9	7,4
Bens de Consumo	0,3	11,5	4,2	7,2
Durável	2,2	36,2	17,0	26,0
Semi e Não-durável	-0,3	6,3	0,9	3,1
Indústria Geral	1,1	13,1	7,8	8,8

Fonte: IBGE

A última vez que o setor experimentou uma seqüência de seis meses de crescimento contínuo foi entre junho e dezembro de 1994, quando a economia respondia aos efeitos da estabilização de preços iniciada em julho daquele ano com o Plano Real.

Outras estatísticas relativas ao setor industrial confirmam o atual ciclo de crescimento: o nível de utilização da capacidade aumenta, o emprego se amplia há quatro meses consecutivos e os salários mantêm um ganho real de 9,1% no acumulado janeiro-agosto. As importações alcançaram expansão de 30,5% no comparativo da média diária de setembro deste ano versus setembro de 2003, com as compras de bens de capital aumentando 18,1%, as de bens intermediários 30,0% e as de combustíveis e lubrificantes 46,9%, no mesmo período.

No caso da produção, cabe lembrar que havia uma expectativa de redução no ritmo de crescimento a partir do início do segundo semestre, quando as comparações já passam a considerar um período base em ascensão (segundo semestre de 2003) o que, de fato, não se verificou até aqui. Ao longo deste ano são os setores de bens de capital e de bens de consumo duráveis os que vêm apresentando maior dinamismo, com ritmo quase sempre bem acima da média industrial. O segmento de bens intermediários, de maior peso na estrutura industrial, tem trajetória ascendente e ritmo próximo à média global. É nele que se concentram as exportações e os efeitos positivos resultantes do desempenho do agronegócio. Por outro lado, o desempenho de bens de consumo semi e não duráveis, que até o final do primeiro semestre apresentava movimento positivo, ainda que bem mais moderado que os demais setores da indústria, mostra redução na passagem de junho para julho e de julho para agosto deste ano.

O perfil do crescimento recente, que gradativamente se amplia mas que é claramente liderado por bens de capital e bens de consumo duráveis, sugere que além da manutenção do ritmo positivo das exportações e dos segmentos articulados à agroindústria, o aumento observado nos demais setores, especialmente os de fabricação de máquinas e equipamentos e de automóveis e eletrodomésticos, reflete também uma recuperação na demanda doméstica. No acumulado do ano, bens de capital (26,2%) e bens de consumo duráveis (26,0%) têm taxas que são o triplo da observada na média industrial (8,8%).

No setor de bens de capital, ainda no acumulado do ano, o crescimento generalizado sinaliza aumento do investimento em diversos setores. Por subsetores, os índices são os seguintes: máquinas e equipamentos industriais (16,7%); agrícolas (15,0%); para o setor de construção (36,5%); para transportes (26,2%); e de uso misto (27,8%). O caráter generalizado do aumento na produção de bens de capital está em linha com a elevação contínua do nível de utilização da capacidade instalada, que abre espaço para a ampliação do investimento de maneira geral e, em particular, nos setores competitivos, que dependem menos de ações regulatórias do governo, onde a decisão de investir está mais ligada à estabilidade macroeconômica e às perspectivas de cada setor.

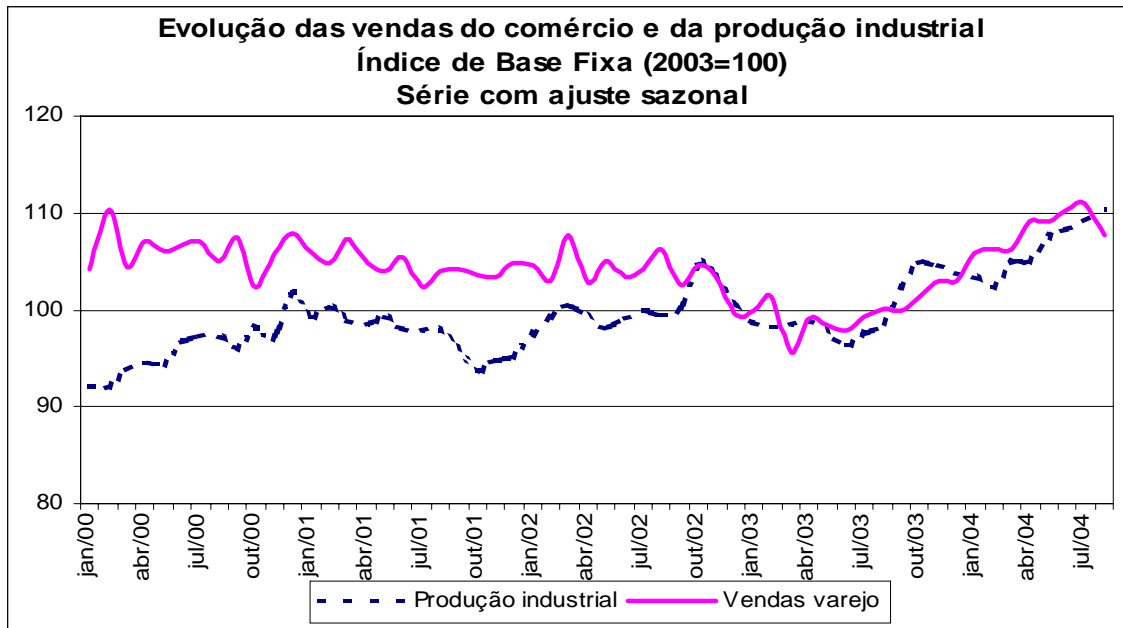
O setor de bens de consumo duráveis é positivamente influenciado não só pela boa performance da automobilística (33,0%), mas também pela evolução do grupamento dos eletrodomésticos (25,1%). No desempenho das montadoras de veículos há, sem dúvida, o efeito exportação, mas em simultâneo já se observa aumento também no mercado doméstico. A contínua melhora nas condições de crédito e a maior estabilidade no mercado de trabalho foram os fatores que sustentaram o consumo interno de bens duráveis. Segundo informações

da Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores (ANFAVEA), o número de automóveis produzidos aumentou 25%, enquanto as vendas domésticas se ampliaram 11% na comparação setembro 04/ setembro 03.

A indústria de bens de consumo semiduráveis e não duráveis, cuja expansão no acumulado para janeiro-agosto ficou em 3,1%, vem apresentando uma desaceleração nos últimos meses. Entre junho e agosto de 2004, na série livre de influências sazonais, mostrou recuo de 1,2%. Por ser mais dependente da evolução da massa salarial, esse setor pode estar refletindo o pouco dinamismo do mercado de trabalho, onde o aumento nos índices de ocupação não vem sendo acompanhado por uma elevação no rendimento real na mesma magnitude. As evidências são de que o forte incremento observado na área de bens de consumo duráveis foi puxado por um ciclo de endividamento dos consumidores. Sendo assim, a evolução do consumo doméstico, em especial da área de bens salário, irá depender de uma reação mais firme no comportamento da massa salarial. A esse respeito, vale lembrar que os índices para o comércio varejista (Pesquisa Mensal de Comércio do IBGE) mostram uma significativa desaceleração no crescimento no último mês de agosto. Nas comparações contra igual mês de 2003, as taxas são de 12,9% em junho, 12,0% em julho e 7,5% em agosto. A observação da série ajustada sazonalmente mostra uma redução no volume de vendas do comércio varejista em julho e agosto. O ajuste sazonal da série de comércio é uma elaboração deste Boletim, uma vez que o IBGE não procede a esse ajustamento em função do curto período de observação da série histórica dos índices. A comparação das séries de comércio com as da produção industrial de bens de consumo semiduráveis e não duráveis mostra trajetórias bastante próximas (gráficos).

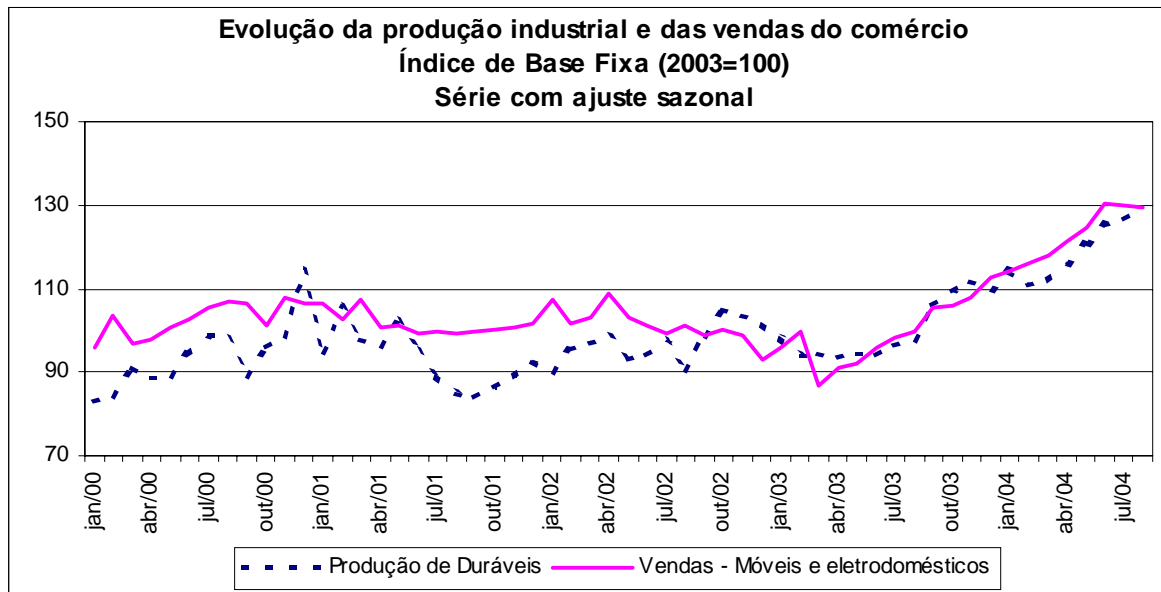
Tendo em conta o fato de que o setor industrial já cresce por seis meses consecutivos, que a demanda doméstica tem tido destaque nesse desempenho, que alguns setores operam em níveis muito elevados de utilização da capacidade instalada, e que evolução “na margem” de estatísticas sobre o comércio varejista aponta desaceleração nos dois últimos meses, é possível admitir alguma acomodação na trajetória do índice de produção nos próximos meses. Isso, no entanto, não impedirá que 2004 marque o melhor momento da atividade industrial desde 2000, quando o acréscimo chegou aos 6,6%, com expansão da produção em 2004 ficando entre 6,5% e 7,0%, acompanhada por ampliação no emprego e ganho real no salário do setor.

Gráfico 1:



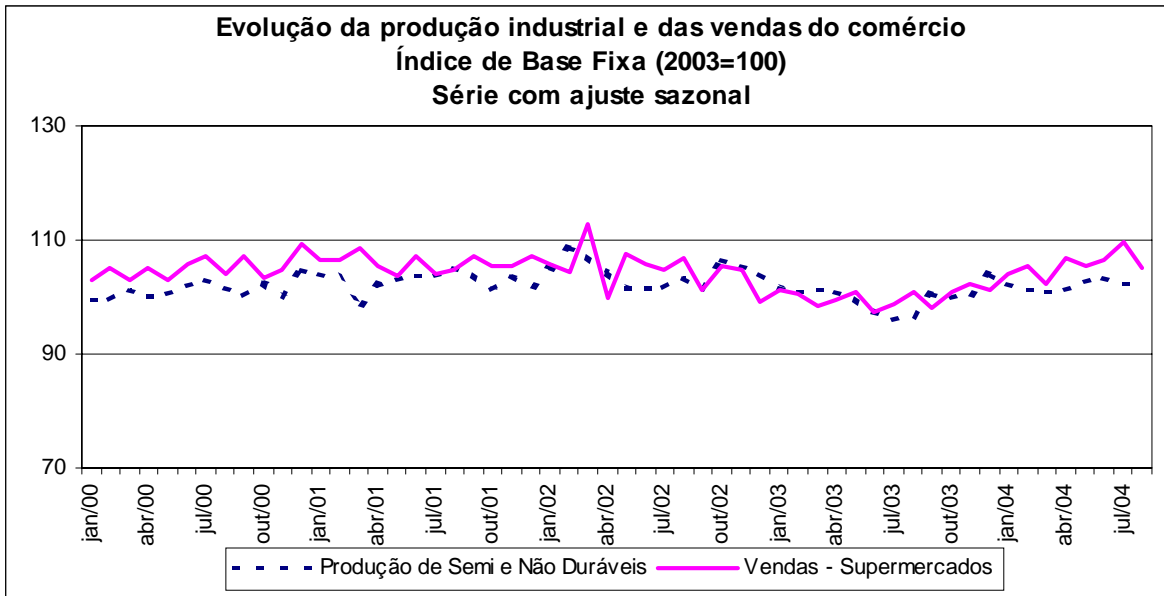
Fonte: IBGE

Gráfico 2:



Fonte: IBGE.

Gráfico 3:



Fonte: IBGE.

# Investimento

Marcos T. C. Lélis & Rafael Barroso

À medida que o crescimento da economia brasileira vai se consolidando em 2004 e o grau de utilização da capacidade instalada vai aumentando, mais e mais atenção é dada ao comportamento do investimento na economia brasileira. Continuando o acompanhamento do investimento, iniciado no mês passado, será feita uma análise dos indicadores de volume e preço do investimento.

Tabela 1: Taxa de Investimento (FBCF/PIB)

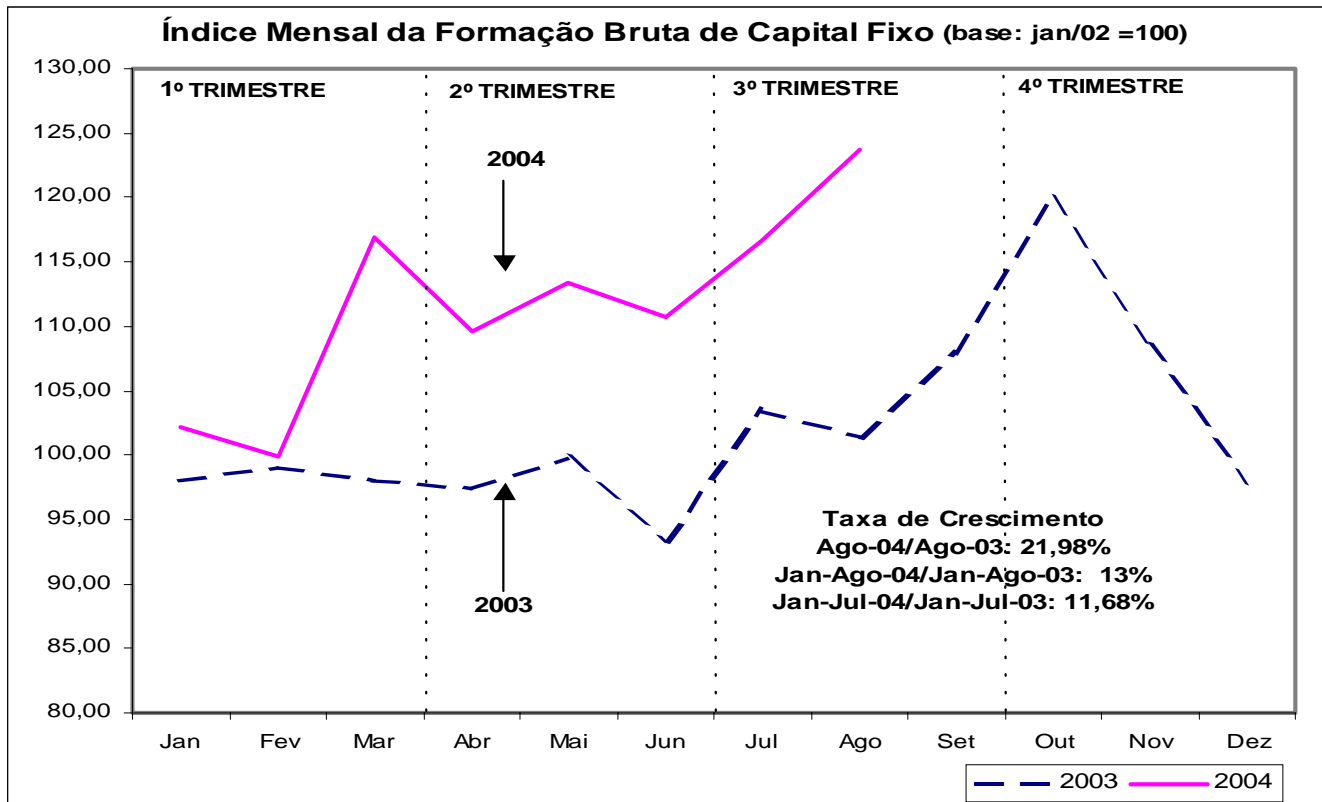
	Total	Construção Civil e outros	Máquinas e Equipamentos
Anual - Preços Correntes			
2000	19,29	13,97	5,32
2001	19,47	13,53	5,94
2002	18,32	12,82	5,50
2003	18,05		
2004*	19,60		
Trimestral - Preços Correntes			
1T2003	18,73	11,70	7,03
2T2003	17,16	11,19	5,98
3T2003	18,10	12,07	6,03
4T2003	18,21	11,84	6,37
1T2004	19,28	12,31	6,97
2T2004	18,63	11,88	6,76

Fonte: IBGE, Elaboração Grupo de Conjuntura

\* Projeção Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

Para a análise do volume de investimento, o gráfico 1, abaixo, mostra a evolução recente do indicador mensal de formação bruta de capital fixo (FBCF), construído a partir dos índices de produção dos insumos típicos da construção civil e dos bens de capital, ambos sem ajuste sazonal, da pesquisa industrial mensal do IBGE e de dados da balança comercial.

Gráfico 1:



Fonte: IBGE

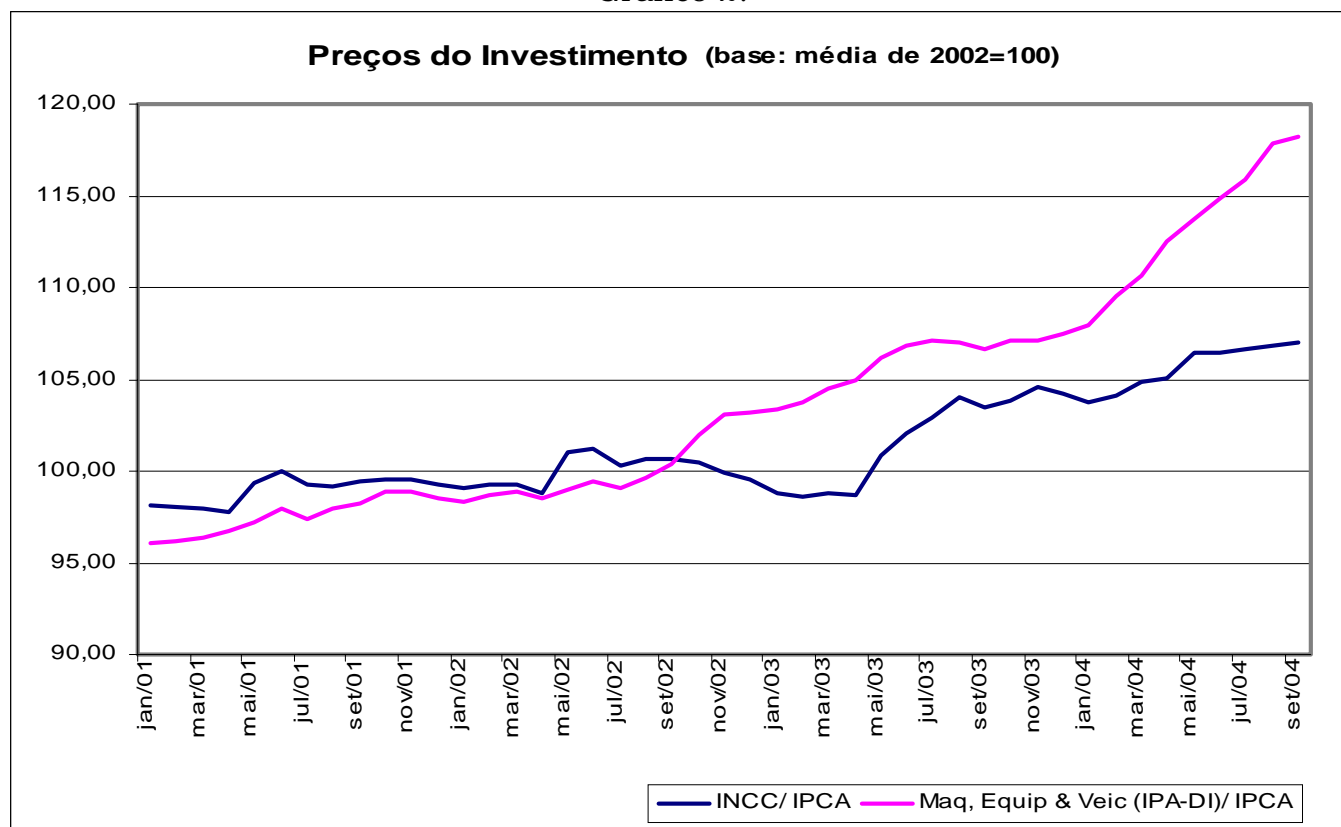
O índice de FBCF vem mostrando um desempenho superior ao do ano passado, como mostra a curva de 2004. Além disso, não há ainda sinais de arrefecimento na margem; isto é, em agosto, o investimento cresceu a taxas maiores do que vinha crescendo no mês anterior: 13% contra 11,68%, na comparação do índice médio acumulado até agosto contra o mesmo índice médio acumulado até julho, os dois sendo comparados com igual período do ano passado. A evolução do índice vem apresentando resultados compatíveis com um ciclo de crescimento sustentado, porém até agora a base de comparação de 2003 é muito fraca, e para se fazer qualquer análise mais confiável, tem de se esperar até o final do ano quando já estiverem disponíveis os dados até outubro.

Este índice é resultado do aumento da produção de bens de capital e da absorção interna dos mesmos, que cresceram 26,2% e 23,7%, respectivamente, de janeiro até agosto. Além disso, nos últimos meses a série de insumos típicos da construção civil tem ensaiado uma recuperação, fruto em parte do aumento do crédito e da renda e de medidas governamentais, cujos efeitos só serão sentidos com mais vigor no longo prazo, como a instituição do patrimônio de afetação para os empreendimentos imobiliários e a ampliação da isenção tributária

existente sobre as Letras Hipotecárias (LH) para as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e para os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

No tocante aos preços do investimento, o gráfico a seguir mostra a sua evolução. O gráfico 2 mostra a evolução da razão INCC/ IPCA, como uma proxy do preço relativo do investimento em construção civil. Como aproximação do preço relativo do investimento em máquinas e equipamentos é apresentada a razão entre o item máquinas, equipamentos e veículos no IPA-DI sobre o IPCA.

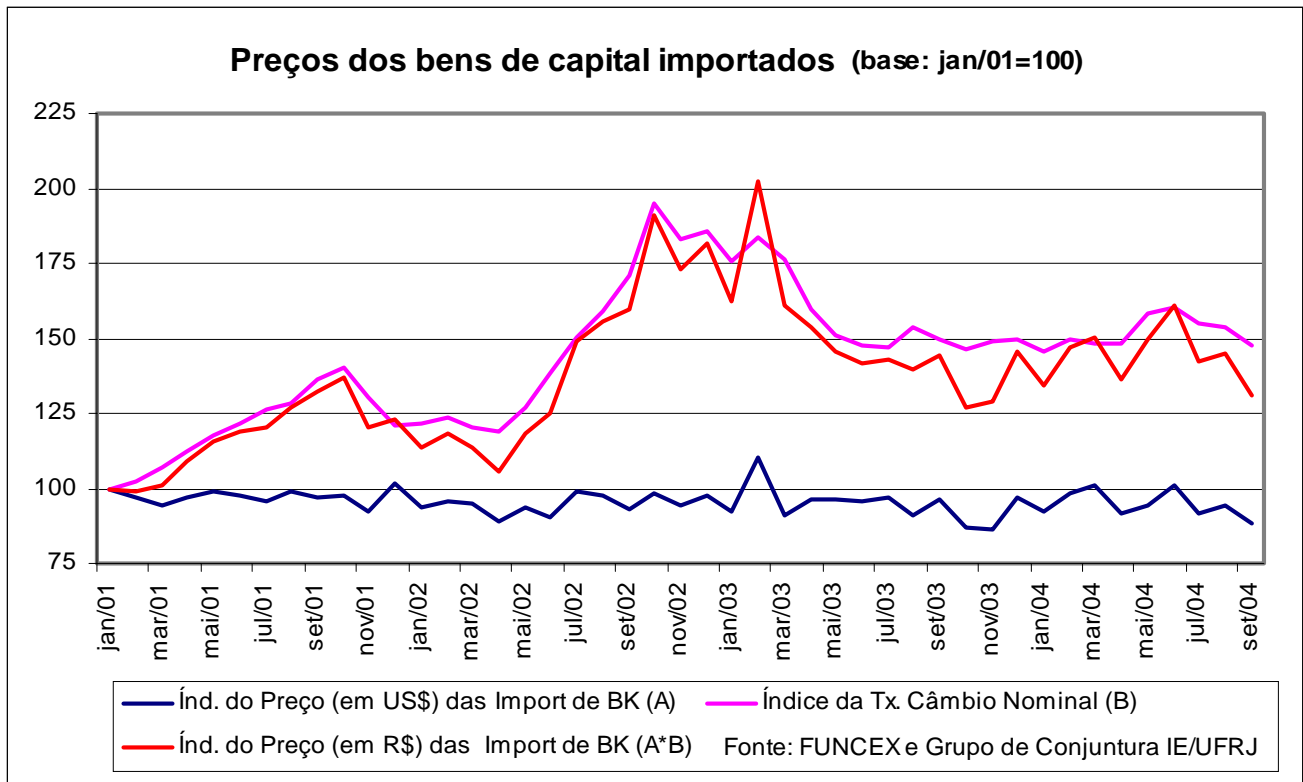
Gráfico 2:



Fonte: IBGE e FGV

O gráfico 2 mostra que tanto o preço do investimento em construção civil e como em máquinas e equipamentos subiram mais do que o IPCA, encarecendo o investimento. Por outro lado, o gráfico 3, abaixo, mostra que o preço dos bens de capital importados, tanto em reais como em dólares, continuou diminuindo. Ainda que este quadro não seja tão favorável à indústria de bens de capital doméstica, para os outros setores da indústria doméstica o preço em queda dos bens de capital importados pode atuar como um impedimento a maiores altas no preço do investimento de máquinas e equipamentos no IPA-DI.

Gráfico 3:



Ainda em relação aos dados de preço do investimento, a tabela 1 mostra a variação destes índices de preço comparada com os mesmos períodos do ano anterior. O dado mais preocupante extraído de sua análise é que o ritmo de crescimento dos preços em máquinas e equipamentos acelerou. Por outro lado, como já foi dito, a queda do preço dos bens de capital importados pode atuar como um impedimento a maiores altas no futuro.

Tabela 2: Variação no Preço do Investimento

	INCC/ IPCA	Máquinas, Equipamentos e Veículos/ IPCA	Índice de Preços (em R\$) das Importações de Bens de Capital
Jan-Set/04	3,20	9,57	-2,47
Jan-Set/03	4,72	3,16	-11,35
Out/03-Set/04	3,47	10,93	-9,10
Out/02-Set/03	2,98	4,54	-24,48

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

Os dados expostos acima comportam algumas hipóteses. Em primeiro lugar, os preços dos bens de capital domésticos estão subindo em parte por pressão em alguns de seus insumos básicos, como o aço. Porém, os primeiros também podem estar subindo por uma recomposição de margens, num ambiente de demanda aquecida (a produção de bens de capital cresceu 26,2% no ano até o mês de agosto) e, portanto, este movimento se esgotaria após um tempo.

Do ponto de vista da competitividade da indústria nacional de bens de capital, deve-se levar em conta que os produtos nacionais e importados não são necessariamente substitutos, e talvez esteja se vivenciando uma especialização da indústria nacional, de modo que o quadro apresentado não seria tão nocivo à indústria doméstica de bens de capital. Na outra ponta deste argumento, encontra-se a posição do BNDES. Segundo o BNDES, a indústria de bens de capital doméstica competiria, em sua maior parte, com os bens importados e estaria num movimento de preços desfavoráveis em relação aos seus concorrentes e também em desvantagem devido às altas taxas de juros dos financiamentos, o que justifica o pleito da diretoria do BNDES de reduzir a TJLP de 9,75% para 8%.

Por último, os dados também não evidenciam ainda nenhum efeito das medidas governamentais tomadas para desonerar o investimento produtivo. Estas medidas incluem: a redução da alíquota de IPI de 5% para 2% e a ampliação dos itens beneficiados, a depreciação acelerada para máquinas e equipamentos adquiridos até o final do próximo ano e aumento do prazo de recolhimento do IPI. Isso deve diminuir o custo do capital de giro e os incentivos fiscais para investimentos em máquinas nos portos (REPORTO). Muitas destas medidas ainda não surtiram o efeito desejado, pois algumas só entraram em vigência no começo do mês de outubro e também por sua própria natureza de longo prazo. Logo, devemos começar a sentir algum efeito no sentido de limitar a alta do preço dos bens de capital nacionais, no médio prazo.

# Inflação

Carlos Thadeu de Freitas Gomes Filho

## O Recrudescimento da Política Monetária.

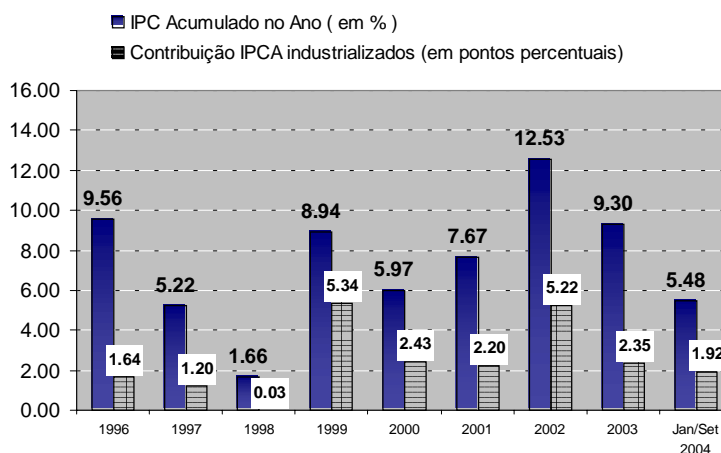
- **Introdução: IPCA Industrializado**

As últimas atas delineiam três argumentos principais que justificariam, na visão do Banco Central, o ciclo de elevações na taxa de juros – as expectativas, o nível de atividade (hiato do produto) e choque de oferta (aumento da cotação internacional do petróleo).

Inferências isoladas sobre o hiato do produto a fim justificar um “super aquecimento” da economia não seriam confiáveis devido a variabilidade de resultados oriundos das diferentes metodologias existente. Por isso, o Banco Central têm monitorado variáveis estratégicas tais como o nível de capacidade instalada, vendas e produção industrial.

Em 2004, o Banco Central vem monitorando o IPCA segundo o critério de industrialização a fim de quantificar o repasse do atacado para o varejo. Segundo a autoridade monetária o reaquecimento da economia poderá proporcionar uma eventual recomposição de margens e, portanto, maiores repasses para os preços. O Gráfico 1 a seguir apresenta o IPCA e a contribuição em pontos do critério por industrialização.

Gráfico 1: Contribuição do IPCA industrial



Fonte: IBGE e FGV.

Os anos de 1999 e 2000 foram os que apresentaram maior contribuição dos preços de industrializados sobre a inflação. Ora, esse resultado já era esperado, uma vez que foi justamente nesse período que o Real foi mais desvalorizado em relação ao dólar (90% do IPCA industrializado é composto por bens comercializáveis).

Na prática o monitoramento sobre a evolução dos preços industriais retoma a discussão do *passing through*, uma vez que o aumento de preços de commodities internacionais tem efeito semelhante de uma desvalorização cambial.

Tabela 1: Repasse do Atacado para o Varejo  
(Em % 12 meses)

	jun/04	jul/04	ago/04	set/04	2002	2003	2004*	1996/2004
					( fim de período)			
(a) IPCA industrializados em 12 meses	3,73	5,20	6,12	5,95	14,40	6,52	5,32	80,68
(a) IPCA Industrial em 12 meses	11,67	14,39	16,32	17,17	30,90	6,89	15,00	172,79
Repasse Atacado / Varejo								
Metodologia 1: (a)/(b)	0,32	0,36	0,37	0,35	0,47	0,95	0,35	0,47
Metodologia 2:								
Modelo Econométrico	0,41	0,41	0,41	0,41	0,46	0,43	0,41	0,41
Índice Histórico IPA/IPCA industrial**	1,47	1,49	1,50	1,52	1,38	1,38	1,52	1,52

\*Acumulado de Janeiro a Setembro de 2004

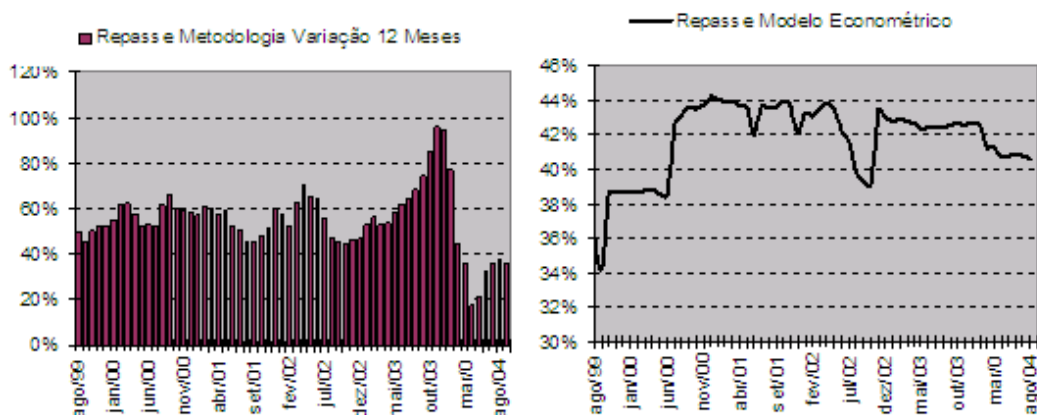
\*\* Jan 1996 = 100

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

No entanto, o empirismo demonstra que apesar da relação IPA/IPCA industrial estar crescendo, o repasse (segundo duas metodologias - (i) variação IPCA/IPA em 12 meses e (ii) modelo econométrico<sup>1</sup>) tem sido o mais baixo desde a implementação do regime de metas (vide Tabela 1 e Gráfico 2 e 3).

<sup>1</sup>  $\pi_{IPCA_t} = c + \phi_1 \pi_{IPA_t} + \phi_2 h_t + u_t$

Gráficos 2 e 3: Repasse do IPA para o IPCA,  
segundo duas metodologias  
(Repasse em %)



Fonte: IBGE e FGV.

Em suma, os sinais advindos da economia real não são consensuais. A pesar da retomada ter sido a mais vigorosa dos últimos anos existem evidências empíricas de redução das margens de lucro. O Banco Central optou por iniciar um ciclo de elevação na taxa de juros em um momento de desaceleração dos preços e do nível de atividade. Os próximos meses serão cruciais para inferir se foi correta a estratégia preventiva baseada apenas em desvios de expectativas.

- **Índices Gerais de Preços**

A inflação no atacado apresentou elevado recuo de setembro para outubro. Mais uma vez as expectativas assumiram elevado componente inercial posto que todas as estimativas ficaram muito acima das variações efetivas. O IPA após alcançar seu máximo de 1,6% no IGP-10 de setembro recuou até 0,25% no IGP-10 de outubro. No IGP-M de outubro os preços no atacado voltaram a acelerar, mas puxados por pouco setores, tais como o energético e o de metalurgia (vide Tabela 2).

A variação de 10,6% do IGP-M acumulada no ano reflete uma dinâmica assimétrica entre os setores da economia. Enquanto os segmentos de metalurgia, de química e de plásticos (mais relacionados ao mercado externo e a preços de commodities) lograram reajustes de até 49%, setores como os de bebidas variaram apenas 3,6% (Tabela 2).

Tabela 2: Principais Indicadores do IGP  
Série Encadeada

	Agosto 2004			Setembro 2004			Outubro 2004		Jan/Out (*)
	10	M	DI	10	M	DI	10	M	
IGP's	0,84	1,22	1,31	1,25	0,69	0,48	0,23	0,39	10,68
IPA	0,93	1,42	1,59	1,60	0,90	0,65	0,25	0,44	13,04
Agrícola	0,05	0,48	0,53	0,22	0,41	-0,64	-1,16	-1,98	2,58
Industrial	1,25	1,77	1,98	2,10	1,38	1,13	0,75	1,31	17,21
- Metalurgia (Peso 18,7%)	3,88	7,05	6,87	7,25	3,14	2,66	2,53	4,72	49,18
- Química (Peso 10,8%)	0,50	0,36	0,83	1,72	1,90	1,78	0,78	1,26	17,81
- Prod. Material Plástico (Peso 1,69%)	3,10	2,05	5,47	5,14	4,95	4,26	3,30	3,16	21,11
- Bebidas (Peso 1,15%)	0,60	0,00	0,15	-0,10	0,70	0,00	0,31	0,00	3,59
Núcleo IPA-Mediana	0,66	1,13	0,90	0,60	0,51	0,46	0,19	0,55	10,24
Generalidade IPA	0,65	0,71	0,73	0,67	0,67	0,71	0,60	0,57	-

Fonte : FGV , Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

(\*) Acumulado do IGP-M

No último trimestre o IPA-DI deve variar 1,6% (0,7%, 0,4% e 0,5% respectivamente), que significa terminar o ano com inflação próxima de 15%. O IGP-DI segundo esta estimativa deverá acumular 11,8%, que impõe um piso elevado para inflação ao consumidor em 2005.

- **Inflação ao Consumidor e os Principais Conceitos de Núcleo**

Após o elevado recuo de agosto para setembro, os índices de preços ao consumidor começam a acelerar moderadamente. Os preços livres, o conceito mais importante de inflação, estão controlados entre 0,2% e 0,3%, devendo permanecer nesse patamar no restante do ano.

Tabela 3: Principais Desagregações do IPCA

	jun/04	jul/04	ago/04	set/04	out/04*	jan/set 04
IPCA	0,71	0,91	0,69	0,33	0,32	5,48
Preços Administrados	1,03	1,80	0,92	0,59	0,50	6,27
Preços Livres	0,58	0,51	0,60	0,22	0,25	5,16
Classificação Livres - Categoria de Usos						
Serviços	0,26	0,48	0,59	0,23	0,37	5,28
Duráveis	0,75	0,37	0,40	0,86	0,74	6,90
Não - Duráveis	0,66	0,56	0,70	-0,16	-0,06	4,42
Semi - Duráveis	1,19	0,77	0,59	1,06	0,91	7,71
Classificação Livres - Comercialização com o Exterior						
Comercializáveis	0,75	0,53	0,28	0,38	0,34	4,36
Não-Comercializáveis	0,37	0,49	1,01	0,02	0,12	6,22
Classificação IPCA - Critério de Industrialização						
IPCA industrializados (Peso 36% )	1,21	0,72	0,79	0,36	-	5,32
IPCA não Industrializados (Peso 64%)	0,42	1,02	0,63	0,31	-	5,58

Fonte:IBGE Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

\*IPCA-15

A tendência de queda da inflação está refletindo mais lentamente nas metodologias de núcleo. Em outubro, porém, as metodologias voltaram a acelerar. Apesar do recrudescimento, em um horizonte mais amplo a tendência permanece de queda.

No conceito de Núcleo Desagregado a inflação subjacente anualizada está em 6,75% muito acima da meta central em 2005. Este resultado pode ser conclusivo de que dificilmente a inflação brasileira recuará abaixo de 6%.

O Banco Central trabalha com um nível de inflação de 4% de longo prazo enquanto que as evidências contemporâneas sinalizam para 6%. Nesse caso, se confirmado esse diagnóstico, somente choques positivos de commodities ou elevadas recessões trariam a inflação para níveis inferiores a 6%. Portanto, se o objetivo de política monetária não for gradual corre o risco de se tornar conflituoso e inconsistente ao longo do tempo.

Tabela 4: Principais Indicadores de Inflação Subjacente e Tendência

	jun/04	jul/04	ago/04	set/04	out/04*	M. móvel trimestral
IPCA - Índice Geral	0,71	0,91	0,69	0,33	0,32	5,49
Metodologia Exclusão Prévia	0,53	0,46	0,55	0,40	0,50	5,96
Médias Aparadas s/ Suavização	0,48	0,58	0,52	0,37	0,44	5,45
Médias Aparadas c/ Suavização	0,59	0,54	0,54	0,55	0,58	6,89
Núcleo Desagregado (i)	0,65	0,61	0,58	0,51	0,55	6,75
Núcleo Mediana não Ponderada	0,59	0,45	0,47	0,30	0,52	5,28
Índice de Generalidade (em %)	68	64	64	60	65	-
Mediana das Variações Positivas	1,07	0,97	1,00	0,93	1,04	-

\* IPCA-15

\*\* Anualizado

(i) Núcleo Desagregado

Fonte: IBGE      Elaboração: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

#### • Expectativas para 2004 e 2005

O Grupo de Conjuntura estima que a inflação medida pelo IPCA deverá acumular 7,0% (0,42% out/04, 0,51% nov/04 e 0,48% dez/04) em 2004 e 6,2% em 2005. Nossas projeções mais recentes mostram recuo para 2004 por conta da desaceleração dos preços livres ocorrida no terceiro trimestre, que deve permanecer até o final do ano.

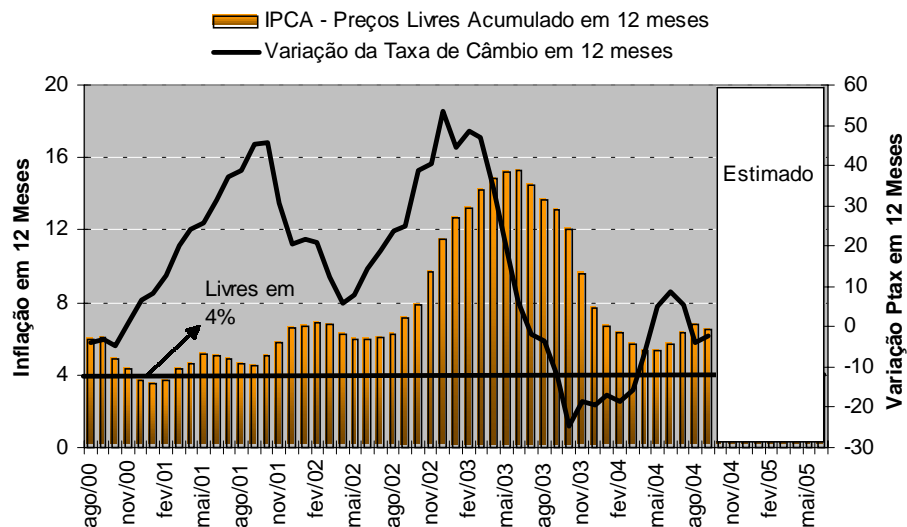
Para o conjunto de preços administrados esperamos inflação de 8,9% ante 8,5% da última projeção (esperamos mais um reajuste de 8%

até o final do ano). Por outro lado, os preços livres devem acumular 6,2% ante 6,5%, número projetado no último boletim.

No que tange 2005, nossa expectativa se mantém em 6,2%. Ainda existem diversas incertezas acerca da evolução do preço do petróleo e seus impactos sobre a inflação doméstica. O atual nível das projeções de mercado (entre 5,9% e 6,5%) é o resultado da rigidez provocada pela indexação das tarifas. Na prática, existe um piso fictício intocável de 7% a 8% para os preços administrados. Esse “consenso” é o resultado da evolução dos IGP’s em 12 meses para 2005 (nossa projeção é de 6,9% para o IGP-DI em 2005) e do desconhecimento da evolução da cotação do petróleo no mercado internacional. Na ponta do papel essa rigidez “queima” aproximadamente 2,3 pontos percentuais ou 45% do centro da meta para 2005 (5,1%).

O imbróglio para 2005 reflete o pequeno espaço de inflação para os preços livres. Assumindo o piso de administrados (7,5%), os preços livres só podem acumular 4,1% ou 0,33% de média mensal. O Gráfico 4 demonstra que só em 2001 a inflação de livres (12 meses) esteve sobre esse patamar. ,

Gráfico 4: Inflação de Livres e Variação da Taxa de Câmbio



Fonte: IBGE e Banco Central.

A partir do Gráfico 4 é possível constatar também que apesar da variação taxa de câmbio em 12 meses ser negativa, a inflação de livres é de 6,48%. Uma simulação demonstra que a inflação de livres (em 12 meses) converge para 4% em junho de 2005 se sua a variação na média não superar 30%.

# Política Fiscal

Margarida Gutierrez

- **Os resultados fiscais e perspectivas**

O setor público consolidado (Tesouro Nacional, INSS, Banco Central, estados, municípios e empresas estatais) obteve um superávit primário (receitas menos despesas, excluído o pagamento de juros que incidem sobre a dívida pública) de R\$ 69,8 bilhões (5,60% do PIB) no acumulado de janeiro a setembro. A maior contribuição foi do governo federal (Tesouro Nacional) que registrou um resultado de R\$ 67,4 bilhões (5,41% do PIB). As empresas estatais federais continuam apresentando um resultado abaixo da meta fixada para o ano: o superávit primário totalizou R\$ 5,0 bilhões (0,40% do PIB), enquanto a meta é R\$ 11,0 bilhões (0,70% do PIB). Os estados, municípios e empresas estatais, por outro lado, já superaram a meta estabelecida de 1,10% do PIB para 2004, tendo acumulado até setembro um superávit de R\$ 17,3 bilhões, o equivalente a 1,39% do PIB (Tabela 1).

Tabela 1: Resultado primário e Metas Fiscais para 2004, segundo esferas do setor público

	Jan/Set		Ano	
	R\$ bilhões	% PIB	R\$ bilhões	% PIB
Governo Central	47,5	3,81	41,1+4,18 = 44,28	2,45+0,25 =2,70
Estatais Federais	5	0,4	11,9	0,7
Governos e Empresas estaduais e municipais	17,3	1,39	18,5	1,1
Total	69,8	5,6	71,5 + 4,18	4,25 + 0,25

Fonte: Banco Central

Considerando os fluxos acumulados em 12 meses, a necessidade de financiamento (receitas menos despesas, inclusive o pagamento de juros) totalizou R\$ 47,7 bilhões em setembro (2,89 % do PIB), tendo o resultado primário gerado um excedente de recursos de R\$ 78,9 bilhões (4,78% do PIB e, portanto, acima da meta fixada para o ano de 4,50% do PIB). Novamente, a maior contribuição foi do governo central (Tesouro

Nacional, INSS e Banco Central) que gerou um superávit de R\$ 46,9 bilhões (2,84% do PIB) (Tabela 2).

Tabela 2: Necessidade de Financiamento do Setor Público

	em R\$ milhões			% PIB		
	Jan/Dez 02	Jan/Dez 03	Out03/Set04	Jan/Dez 02	Jan/Dez03	Out03/Set04
Nominal	61.614	79.032	47.744	4,61	5,22	2,89
Juros Nominais	113.978	145.205	126.611	8,52	9,59	7,67
Primário	-52.364	-66.173	-78.867	-3,91	-4,37	-4,78
-Governo Central (Governo Federal, BC e INSS)	-31.919	-38.744	-46.885	-2,39	-2,56	-2,84
-Emp. Est. Federais	-6.329	-9.597	-11.107	-0,47	-0,63	-0,67
-Governos Regionais (Estados e Municípios)	-10.598	-13.821	-17.533	-0,79	-0,91	-1,06
-Emp. Estat. Regionais	-3.518	-4.010	-3.343	-0,26	-0,26	-0,20

Fonte: Banco Central

Desde que o regime de metas fiscais foi implementado, em 1999, o ajuste fiscal se caracterizou por um incremento das receitas e não, por um corte de gastos públicos.

Considerando apenas os resultados do governo central (Tesouro Nacional, INSS e BC), o que se observou, na realidade, foram crescentes superávits primários acompanhados de um incremento dos gastos primários (gastos não financeiros), que passaram de 16,51% do PIB, em 1998, para 18,32% do PIB, em 2004 (de acordo com a última Reprogramação Financeira do Orçamento de 2004). A única exceção foi o ano de 2003, em que o maior superávit primário foi garantido por uma compressão significativa dos gastos primários, em particular, dos gastos com pessoal (que passaram de 5,68% do PIB em 2002 para 5,00% do PIB em 2003) e dos gastos com investimentos (que caíram de 0,77% do PIB para 0,42% do PIB) (Tabela 3).

Tabela 3: Resultados Fiscais do Governo Central (% PIB)

	Resultado Primário	Receitas Primárias	Gastos Primários*	Gastos com Pessoal e Encargos Sociais
1998	0,55	20,52	16,51	5,23
1999	2,33	21,6	16,47	5,3
2000	1,86	21,78	17,11	5,29
2001	1,83	22,71	17,77	5,45
2002	2,42	24,52	18,35	5,68
2003	2,67	23,64	17,21	5
2004 (p)	2,70 (inclui o aumento de 0,25 p. p.)	24,49	18,32	4,97
2005 (PLO)	2,45	24,73	18,5	4,88

\* Despesas totais - Juros da Dívida - Amortização

Fonte: Ministério Planejamento e Ministério Previdência

Tabela 3: continuação

	Pagamentos Previdenciários (INSS)	Pagamentos Previdenciários (RJU)	Investimentos
1998	5,66	2,4	0,89
1999	5,8	2,47	0,71
2000	6	2,4	0,92
2001	6,28	2,55	1,21
2002	6,55	2,44	0,77
2003	6,95	2,34	0,42
2004 (p)	7,3	2,38	0,62
2005 (PLO)	7,44	2,28	0,85

Fonte: Ministério Planejamento e Ministério Previdência.

Em todo o período analisado, observamos a contínua elevação dos gastos primários, o que exige aumentos na carga tributária para evitar uma trajetória crescente da relação Dívida Pública/PIB, que traria consequências graves para a estabilidade macroeconômica, como o aumento da percepção de insolvência das contas públicas. Esta tendência está sendo provocada pelo aumento dos gastos previdenciários do INSS (RGPS), que representavam 5,66% do PIB, em 1998, e devem encerrar o ano em 7,30% do PIB. A contraface desse movimento é a redução da capacidade do governo de realizar novos investimentos. Os investimentos como proporção do PIB atingem o piso de 0,44% em 2002.

Para 2005, o Projeto de Lei Orçamentária (ainda falta ser aprovada pelo Congresso) prevê um quadro não muito diferente, pois estima-se um pequeno aumento das receitas do governo central, que seria canalizado para cobrir uma elevação das despesas previdenciárias. Ao mesmo tempo, o aumento estimado para os investimentos (0,85% do PIB) estaria sendo garantido também por uma redução das despesas com pessoal (4,88% do PIB).

Estes resultados nos permitem concluir que, para os próximos anos, o grande desafio da política fiscal não é apenas fixar metas quantitativas para os resultados primários ou nominais (que incluem o pagamento de juros), garantidas por aumentos de carga tributária, uma vez que chegamos a um limite em que dificilmente aumentos de impostos seriam aceitos pela sociedade. Neste sentido, será cada vez mais importante garantir uma disciplina fiscal com cortes de gastos, abrindo espaço no orçamento para a recuperação dos investimentos típicos de governo (infraestrutura básica) e para aqueles gastos que, inegavelmente, são prioritários, como saúde e educação. É também indispensável a retomada das discussões sobre a continuidade da reforma da Previdência.

Apesar das duas reformas já implementadas em 1998 e 2003, o déficit previdenciário do governo central (incluindo o Regime Geral da Previdência Social - INSS - e o Regime dos Servidores Públicos civis e militares - RJU) ainda é enorme. Para se ter uma idéia dos valores em questão: espera-se que este ano o déficit conjunto seja de 3,74% do PIB (superior ao resultado primário desta esfera de governo) (Tabela 4). Isto decorre, porque ainda não se completou o conjunto de reformas necessárias para garantir, no mínimo, uma trajetória estável para as contas previdenciárias, vigorando, na prática, regras benevolentes para quem quer se aposentar.

Tabela 4: Resultado da Previdência Social  
 Governo Central (%PIB)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (p)	2005 (PLO)
Déficit INSS	0,84	1,08	1,15	1,39	1,58	2,17	1,74	1,62
Déficit dos Servidores Públicos	2,11	2,14	2,07	2,21	2,04	2	2	1,66
Total	2,95	3,22	3,22	3,6	3,62	4,17	3,74	3,28

Fontes: Ministério Previdência e Assistência Social  
 Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão

A Tabela 5 resume as principais regras para os dois regimes: o RGPS e o RJU. Comparando-os, percebe-se que as mudanças promovidas pela Emenda Constitucional 41/2003 aproximaram as regras do regime para os novos servidores públicos daquela que já vigoravam desde 1998 para o RGPS. No entanto, é preciso dar continuidade e insistir em novas regras, visto o tamanho do déficit previdenciário.

Uma primeira grande mudança poderia ser o estabelecimento da idade mínima (a exemplo do que já vigora para os novos servidores) também para o RGPS. Embora o fator previdenciário tenha sido introduzido na reforma de 1998 para penalizar os cidadãos que queiram se aposentar com pouca idade pelo INSS (aplicando-se um fator redutor), ainda é surpreendente a quantidade de benefícios concedidos antes de 55 anos. Em 2003, último dado disponível, da quantidade total de benefícios concedidos pelo INSS 68,7% foram para pessoas com menos de 55 anos.

Tabela 5: Regras Atuais de Aposentadoria  
RJU e RGPS

RGPS	RJU	
	Para Antigos Servidores	Para Novos servidores
Com benefício máximo (teto) de R\$ 2.400,00	Sem valor máximo de benefício para antigos servidores: mantém o benefício igual ao último salário desde que cumpra 20 anos no serviço público, 10 anos na carreira e 5 anos no cargo	vigora o teto do RGPS, desde que esteja constituída a previdência complementar
Sem idade mínima	Com idades mínimas de 60/55 (H/M), com uma regra específica para os atuais servidores que ingressaram antes de 1998 (53/48 anos H/M, com redutor de 5% por ano de antecipação em relação à idade de referência 60/55 - H/M)	
Cálculo da Aposentadoria por Tempo de Contribuição: Média (considerando os 80% maiores salários de contribuição, a partir de julho de 1994) e Fator Previdenciário	Cálculo da Aposentadoria por Tempo de Contribuição: Última remuneração, desde que cumpridas as regras acima mencionadas	Cálculo por tempo de Contribuição: Média (considerando os 80% maiores salários de contribuição, considerados a partir de julho de 1994)
INPC como regra de reajuste	Mantém paridade de reajuste com ativos	INPC como regra de reajuste

Fonte: Ministério da Previdência e Assistência Social

- **A trajetória declinante da relação Dívida pública/PIB**

A continuidade da evolução favorável dos principais indicadores macroeconômicos e o cumprimento de um rigoroso ajuste fiscal têm garantido melhorias significativas no perfil de endividamento público. A Tabela 6 resume os principais indicadores.

A parcela da dívida pública interna indexada ao câmbio, incluindo as operações de swaps cambiais, caiu de 33,6% em dezembro de 2002 para 11,2% em setembro último. Considerando a dívida líquida do setor público (que inclui também a dívida externa), essa participação também vem caindo sistematicamente, passando de 51,9% em dezembro de 2002 para 27,0% em setembro (Tabela 7).

Analisando os dados da Tabela 6, aparentemente o Banco Central não tem tido sucesso no alongamento da dívida pública, pois a partir de julho de 2003 observamos um continuado aumento da participação de títulos curtos (com vencimento inferior a 1 ano), no estoque da dívida

mobiliária federal interna. No entanto, é a partir de julho de 2003 que o Banco Central intensifica a colocação de títulos pré-fixados (LTNs) que, por definição têm prazos mais curtos que os corrigidos pela Selic ou por índices de preços. Neste ponto temos um *trade off* típico no gerenciamento da dívida: a maior participação de títulos pré-fixados confere maior eficácia à política monetária e melhora o perfil da dívida porque a torna menos vulnerável, no curto prazo, às decisões de política monetária, mas, por outro lado, reduz o prazo médio dos títulos em poder do mercado.

O principal indicador de solvência das contas públicas, a Dívida/PIB, atingiu 53,7% em setembro, confirmando a trajetória declinante observada desde o início do ano, induzida pelo maior crescimento do nível de atividade econômica, câmbio estável e maior superávit primário.

Tabela 6: 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
dez/03	35,3	20,8	47,3	11,8
jan/04	35,7	19,1	46,3	11,4
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

Fonte: Banco Central, STN

Tabela 7: Perfil da Dívida

	dez/01	dez/02	dez/03	jan/04	jul/04	ago/04	set/04
Dívida/PIB	52,6	55,5	58,2	58,6	55,0	54,0	53,7
Total Dívida (a+b)	100	100	100	100	100	100	100
a) Interna	80,2	74,3	79,6	80,3	81,8	82,9	83,1
i) indexada ao câmbio	27	26,2	17,7	16,8	11,3	10,6	10,1
ii) não indexada ao câmbio	53,2	48,1	61,9	63,6	70,5	72,2	73,0
b) Externa	19,8	25,7	20,4	19,7	18,2	17,1	16,9
Dívida indexada ao câmbio (i+b)	46,8	51,9	38,1	36,4	29,5	27,8	27,0

Fonte: Banco Central

Tabela 8: Fatores Condicionantes da Evolução da Dívida Pública (Fluxo em R\$ milhões)

	2001	2002	2003	2004 (Jan/Set)
Juros internos	72.112	96.975	126.045	82 070
Juros externos	14.332	17.029	19.160	13 214
Variação cambial sobre o estoque da dívida interna indexada ao câmbio	19.182	76.662	-22.715	67
Variação cambial sobre o estoque (em reais) da dívida externa líquida	18.250	71.317	-24.884	1.414
Esqueletos	18.465	14.286	604	479
Privatizações	-980	-3.637	0	-78
Superávit Primário	-43.655	-52.390	-66.173	-69.711
Total	97.704	220.241	32.037	27 395

Fonte: Banco Central

# Setor Externo

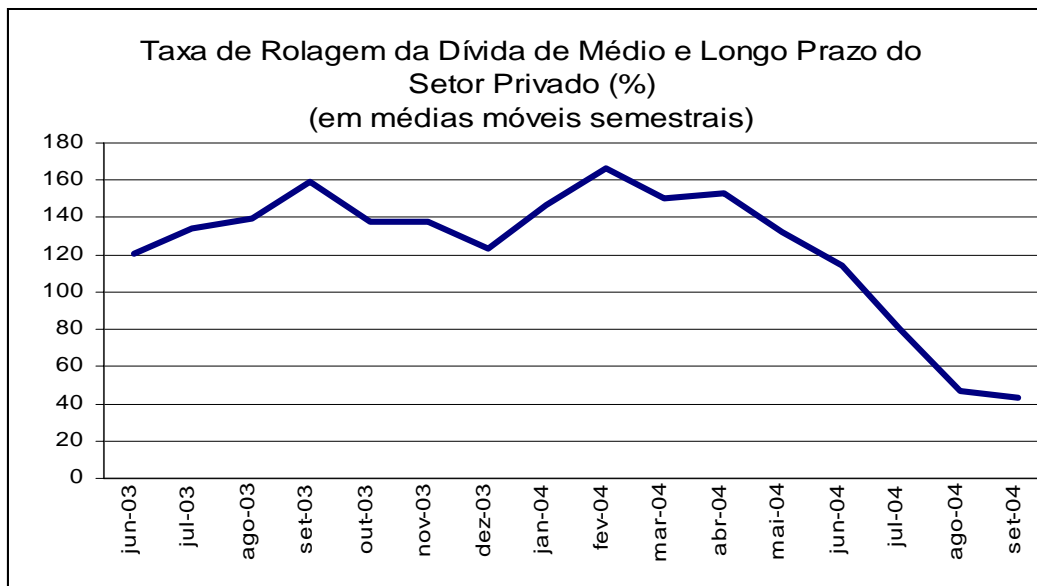
---

**Cecília Rutkoski Hoff**

Apesar das boas notícias sobre a recuperação da economia brasileira, que foram reforçadas ao longo do ano pelos resultados surpreendentes do crescimento da produção industrial e do desempenho das exportações, os fluxos de capitais para o Brasil em 2004 ainda estão muito aquém do que se esperaria para uma economia em crescimento. Como ilustração de ponto, note-se que os fluxos de investimento direto líquido acumularam de janeiro a setembro de 2004 US\$3,6 bilhões, enquanto no mesmo período do ano passado, que foi um ano relativamente fraco no que tange aos investimentos diretos para o Brasil, os mesmos já tinham acumulado US\$6,2 bilhões. Da mesma forma, os investimentos líquidos em ações acumularam um saldo de apenas US\$0,6 bilhão de janeiro a setembro de 2004, enquanto no mesmo período do ano passado o saldo destes mesmos investimentos já acumulava US\$1,2 bilhão.

A rolagem da dívida externa de médio e longo prazo também tem sido apenas parcial, com uma taxa (novos desembolsos em relação às amortizações no período) de 59% de janeiro a setembro de 2004 – 61% para bônus, *notes e commercial papers* e 57% para os empréstimos. A este respeito, vale notar que a baixa taxa de rolagem não está, a rigor, associada à ausência de crédito no mercado internacional, como ocorreu em 2002 diante das incertezas eleitorais. Na verdade, há demanda pelos títulos brasileiros, evidência disto é a elevação do preço dos mesmos no mercado internacional e a conseqüente redução do prêmio de risco. Ou seja, não é a ausência de oferta de crédito internacional, mas sim a falta de demanda, em especial a falta de demanda do setor privado, que está por trás desta baixa taxa de rolagem (gráfico 1). Dentre as explicações para este fenômeno, tem-se enfatizado que as empresas já estariam capitalizadas e que o custo do *hedge* cambial estaria elevado, tornando mais vantajosa à captação de recursos no mercado doméstico.

Gráfico 1:



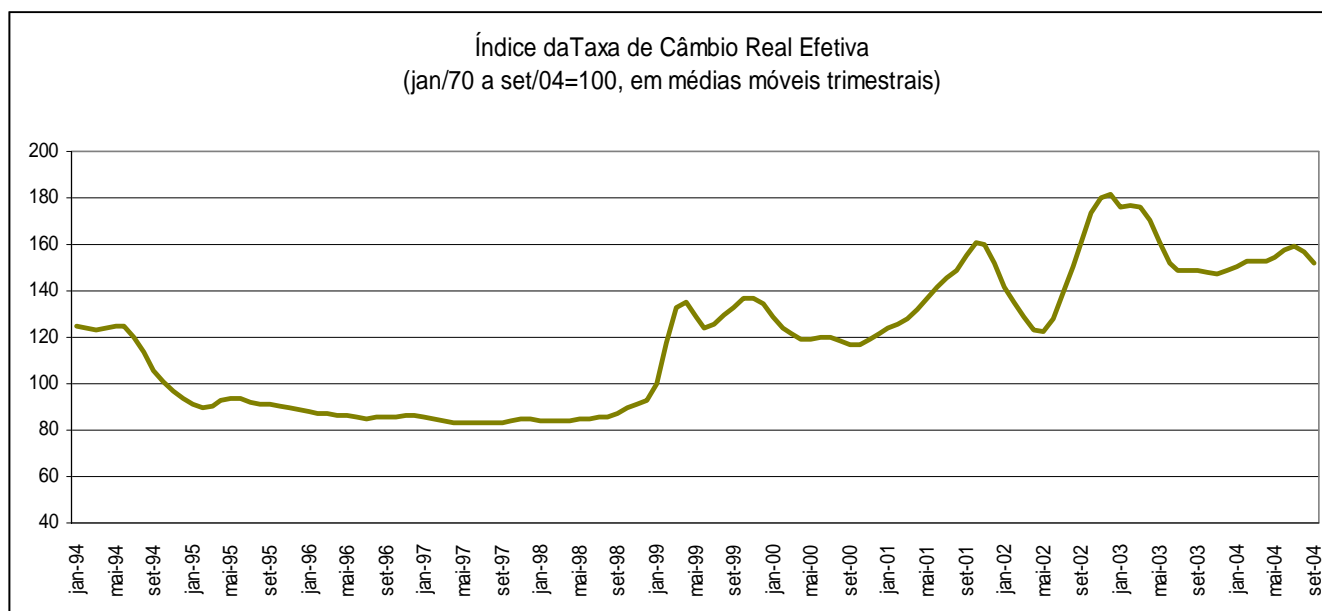
Fonte: Banco Central.

A não rolagem voluntária de parte da dívida do setor privado tem duas implicações positivas e importantes que devem ser destacadas. A primeira é que reduz a dívida externa, contribuindo para a melhoria dos indicadores de vulnerabilidade externa do país. Isto é, com a redução da dívida e o crescimento significativo das exportações, a relação dívida externa líquida sobre exportações, um dos principais itens avaliados pelas agências de *rating* e que foi de 257% em 2003, deverá se reduzir sensivelmente em 2004, para aproximadamente 190%, o que contribui para melhorar a percepção de solvência externa do país. A segunda implicação é que a baixa taxa de rolagem tem limitado maiores pressões de queda sobre a taxa de câmbio, mantendo-a num nível real relativamente estável e ainda depreciado para os padrões históricos.

O gráfico 2 abaixo ilustra este ponto. Nele é mostrado o índice da taxa de câmbio real efetiva da moeda brasileira (ponderado pelos principais parceiros comerciais do Brasil), com base numa média de longo prazo. O gráfico indica que a taxa de câmbio relevante para medir a competitividade externa da economia brasileira ainda está num nível relativamente favorável para exportadores. Em certo sentido, a baixa rolagem da dívida externa privada, em conjunto com a escassez nos fluxos de investimento direto e em ações, tem permitindo que o Banco Central do Brasil, ao contrário da maioria dos bancos centrais nos demais países emergentes, se mantenha ausente do mercado de câmbio. Em outras palavras, o resultado pífio da conta financeira tem funcionado como um substituto para as intervenções no sentido de evitar uma maior

apreciação na taxa de câmbio e um possível comprometimento do ajuste externo realizado recentemente.

Gráfico 2:



Fonte: Grupo de Conjuntura IE/UFRJ

E, em se tratando de ajuste externo, os últimos resultados da balança comercial corroboram a noção de que a taxa de câmbio ainda não está num nível que compromete ao ajuste no saldo em transações correntes brasileiro. Apesar das importações estarem aumentando significativamente, o que é natural em um ambiente de aquecimento econômico, o saldo na balança comercial continua robusto, acumulando US\$32,6 nos doze meses encerrados em outubro e US\$28,1 no acumulado de janeiro a outubro de 2004. É importante notar que está embutido neste saldo o resultado das importações, que atingiram um valor recorde em outubro, alcançando US\$51,0 no acumulado do ano (um crescimento de 27,4% em relação ao mesmo período de 2003) e US\$59,3 nos doze meses encerrados em outubro (um crescimento de 25,2% em relação aos doze meses anteriores). De fato, as importações de todas as categorias cresceram, destacando-se a elevação nas importações de bens ligados a atividade produtiva, como bens de capital e intermediário. Nos combustíveis, o crescimento se deu em função do aumento das cotações internacionais do produto do petróleo, uma vez que houve redução nos volumes importados.

Isto indica que as exportações continuam sendo as responsáveis por estes superávits comerciais expressivos. Em outubro, a média diária

das vendas externas (excluindo-se a exportação pontual de um navio-plataforma que gerou uma receita extra de US\$655 milhões no mês) foi de US\$409,5; o que representa uma manutenção do padrão observado nos últimos meses e garante um excelente resultado para as exportações em 2004. No ano, as exportações já acumulam US\$79,1 bilhões, um crescimento de 31,1% em relação ao mesmo período do ano anterior; e em doze meses o resultado é de US\$91,8; um crescimento de 29,9% em relação aos doze meses anteriores. Apesar da taxa de crescimento das exportações em valor ter se estabilizado na margem – nos quatro meses encerrados em outubro de 2004 em relação aos quatro meses imediatamente anteriores ao crescimento anualizado, com ajuste sazonal, foi de 0,6% – o nível já alcançado pelas exportações garante que o saldo comercial se mantenha alto, a despeito das importações estarem crescendo a uma taxa elevada. Em outras palavras, dado o nível já alcançado pelas exportações brasileiras, o saldo comercial deverá diminuir somente se as importações crescerem a uma taxa 50% superior a das exportações.

Neste caso, uma vez mantida a taxa de câmbio real efetiva nos níveis atuais e a continuidade do processo de reorientação estratégica das empresas para o mercado externo, dois fatores deverão estar influenciando a dinâmica das exportações, e, portanto, do saldo comercial, no médio prazo: o crescimento do comércio mundial e o comportamento dos preços das *commodities*. Quanto ao primeiro, é inegável que o aumento da demanda mundial por exportações teve uma contribuição decisiva para o aumento das exportações brasileiras em 2004, tanto no que diz respeito a aumentos das quantidades exportadas, principalmente de manufaturados, quanto porque o aquecimento da demanda mundial esteve por trás da elevação nos preços da maioria dos produtos básicos exportados pelo país. No primeiro semestre de 2004, as importações da OECD e da China somadas cresceram 18,1% em relação ao primeiro semestre do ano anterior e este desempenho observado nos primeiros seis meses do ano levou a OMC a corrigir para cima suas estimativas de crescimento do comércio mundial em volume em 2004, de 7,5% para 8,5% (contra os 4,5% de crescimento observado em 2003). Não obstante, em função do impacto negativo dos aumentos do preço do petróleo para a economia mundial, a OMC espera uma desaceleração para 2005.

Por outro lado, os preços internacionais de algumas *commodities*, como soja, produtos siderúrgicos e minérios de ferro, encontram-se relativamente estabilizados na margem, mas ainda acima de sua média histórica. Em sendo assim, é bem plausível supor que em 2005 o crescimento do comércio mundial deverá se reduzir em valor, resultado tanto de um desaquecimento da economia mundial e do comércio mundial em volume, quanto de uma possível queda nos preços das

*commodities*. Que impacto esta desaceleração teria sobre as exportações brasileiras? A tabela 1 mostra um exercício com projeções para as exportações vis-à-vis diferentes hipóteses para o crescimento do comércio mundial em valor. Na hipótese de crescimento de 6% (aproximadamente 1/3 do resultado esperado para 2004), as exportações cresceriam 8,9% e alcançariam US\$103,0; um resultado bom o suficiente para garantir um saldo na balança comercial de US\$30,5 bilhões em 2005, ainda que com um crescimento alto de 18,2% para as importações, como pode ser observado na tabela 2.

Tabela 1: Comércio Mundial e Exportações em 2005

Hipótese para o Crescimento do Comércio Mundial em Valor (%)	Exportações (US\$ bilhões)	Variação % em relação a 2004
6	103,0	8,9
8	104,4	10,4
10	105,7	11,8
12	107,0	13,2

Fonte: Projeções do Grupo de Conjuntura.

Tabela 2: Balança Comercial (em US\$ bilhões)

	Exportações		Importações		Saldo
	Valor	Variação %	Valor	Variação %	
2000	55,1	14,7	55,8	13,3	-0,7
2001	58,2	5,7	55,6	-0,5	2,7
2002	60,4	3,7	47,2	-15,0	13,1
2003	73,1	21,1	48,3	2,2	24,8
2004 <sup>P</sup>	94,6	29,4	61,4	27,2	33,2
2005 <sup>P</sup>	103,0	8,9	72,5	18,2	30,5

Fonte: Secex, para 2000-2003. Projeções: Grupo de Conjuntura do IE/UFRJ.

# Seção Coppead

---

Maribel Suarez e Letícia Casotti

## Refletindo sobre o Marketing e as Comunidades virtuais

Na contramão da tendência do “marketing um a um”, cujo objetivo é gerar um conhecimento sobre o consumidor de maneira individualizada, o chamado “marketing de tribo” entende que produtos e serviços adquirem valor na medida em que possam servir como elemento de ligação entre os indivíduos.

A internet traz um interesse adicional a essa perspectiva na medida em que potencializa as interações sociais, facilitando o “encontro” e o relacionamento de pessoas geograficamente distantes, mas com pontos de afinidade em comum. O “marketing de tribo” sugere meios para se pensar grupos da internet, como espaço de difusão de opiniões e hábitos de consumo.

Apesar do interesse acadêmico por esse assunto, os impactos práticos das comunidades *on-line* ainda parecem pouco evidentes para as empresas. Em artigo recente da revista inglesa *Revolution*, quatro executivos discutem que tipo de marcas poderia se beneficiar dos grupos virtuais. Enquanto um dos entrevistados lamenta o fato de quase nenhuma empresa conseguir trabalhar adequadamente esse tema, um consultor finaliza a matéria afirmando que comunidades *on-line* não são relevantes para a maioria dos negócios, sugerindo ainda que muita expectativa infundada é criada em torno desse tema.

Mais um modismo ou uma questão que deve ser encarada com seriedade pelos profissionais de marketing – independente do mercado de atuação? Para ilustrar essa discussão, trazemos um caso real e muito simples, que aconteceu recentemente num grupo de discussão de alunos do COPPEAD.

O Coppead-Net é um grupo de discussão de alunos e ex-alunos da nossa escola. Assim, a maior parte dos integrantes sequer conhece pessoalmente os seus interlocutores da lista. Na apresentação do grupo hospedado pelo Yahoo, o mediador destaca como principais objetivos: a difusão de oportunidades de empregos, negócios, trocas de experiências, aconselhamento profissional e discussões sobre a escola, de maneira geral. Criado em 2004, o grupo possuía, em julho deste ano, 224

membros. Trata-se de uma comunidade de discussão restrita, já que para participar e mandar e-mails é necessário obter a aprovação do moderador. Uma vez dentro do grupo, os e-mails são enviados livremente, sem qualquer censura ou moderação. Dessa maneira, uma comunicação enviada por um dos integrantes é recebida simultaneamente por todos os 224 membros.

Um dos integrantes da lista pediu aos seus companheiros uma opinião a respeito dos serviços de uma operadora de telefonia celular. Esse foi o estopim para uma série de e-mails. No total, foram trocadas vinte mensagens, participando ativamente da discussão dezoito membros.

Na mensagem inicial, o integrante explica que deseja fechar um contrato de telefonia móvel com uma determinada operadora e, por isso, gostaria de ter mais informações. A mensagem sugere a importância da opinião dos participantes da lista como forma de facilitar a busca por informações e reduzir o risco na aquisição de um novo serviço. Os integrantes do grupo – a exemplo do que acontece com a família e os amigos – são pessoas em quem, em princípio, o autor da mensagem poderia confiar. Ainda que seus interlocutores fossem, na sua maioria, pessoas que ele sequer conhecesse pessoalmente, o fato de pertencer a uma mesma comunidade gerava no integrante da solicitação uma dose de credibilidade – e nessa crença reside o sentido da solicitação.

Essa percepção se alinha às considerações do sociólogo polonês Zygmunt Bauman, que aponta as comunidades como entidades que buscam segurança, no ambiente antagônico em que se vive. Estar em comunidade é estar entre iguais: “comunidade é um lugar ‘cálido’, um lugar confortável e aconchegante. Lá fora, toda sorte de perigo está à espreita; temos que estar alertas quando saímos, prestar atenção com quem falamos e a quem nos fala, estar de prontidão a cada minuto. Aqui, na comunidade, podemos relaxar – estamos seguros, não há perigos ocultos em cantos escuros.”

O ex-aluno obteve prontamente várias mensagens em resposta à sua solicitação. No total, seis companheiros de lista escreveram relatando suas experiências com a operadora. É interessante notar que todas as mensagens enviadas para o grupo trazem casos de insatisfação com a empresa. Diante da série de mensagens negativas, outro componente do grupo, funcionário de uma concorrente, envia uma mensagem, em que aponta a sua empresa como a melhor opção do mercado e enumera vários pontos positivos.

Nas mensagens que se seguem, o foco deixa de ser a empresa inicial, para se voltar para a empresa divulgada pelo funcionário. A partir daí, são relatadas diversas insatisfações com os serviços prestados pela segunda empresa de telefonia móvel. Um dos integrantes do grupo chega a relatar uma reclamação não resolvida e exige do seu companheiro de lista uma posição da empresa.

A mensagem “promocional”, portanto, termina por ter o efeito contrário ao supostamente pretendido por seu autor. Ao ser lançada no ambiente de discussão do grupo, sua possível ação “promocional” abre espaço para que usuários dos serviços da empresa exponham suas insatisfações. A segunda operadora passou a ser alvo de reclamações e entrou na “fogueira” pelas mãos de um dos seus colaboradores cuja intenção era promover seus diferenciais positivos na comunidade.

Essa reação coloca em evidência a importância das organizações se prepararem e treinarem seus funcionários para lidar com esse novo tipo de situação que está sendo constantemente gerada pela internet. Habitado à comunicação que se dá predominantemente em um único sentido, o funcionário não podia prever o “boca-a-boca” negativo que estaria fomentando ao lançar sua mensagem ao grupo. Não percebeu o caráter multidirecional que caracteriza a internet, onde a comunicação flui em vários sentidos. Esse caso simples, com certeza, não é um exemplo isolado. Quantas empresas já perceberam a *web* como um canal de interação com clientes que precisa ser cuidadosamente gerenciado?

Muitos executivos já discutem o caráter estratégico de se gerenciar o encontro entre funcionários e clientes. Essa percepção tem levado essas organizações a investir no treinamento dos funcionários da linha de frente e na criação de múltiplos canais de atendimento aos consumidores por meio postal, telefônico ou pela internet. Mas, qual deveria ser a orientação sobre a atuação de funcionários no âmbito das comunidades virtuais existentes na grande rede?

As possibilidades geradas por essa nova tecnologia sugerem que o esforço para a orientação e treinamento dos empregados precisa ir além de setores específicos, como os serviços de atendimento ou os contatos feitos através da venda pessoal. Todo funcionário deve estar preparado para ser um embaixador da empresa ou um “profissional de marketing de plantão”, como sugeriu Gummesson, já no início da década de 1980. O que fazer quando a empresa em que o membro da comunidade trabalha é alvo de reclamações ou quando um concorrente é atacado e uma oportunidade de negócio é vislumbrada em um grupo de discussão na internet? As empresas precisarão refletir sobre essas questões e criar

procedimentos para ações dentro de contextos como o vivido nesse caso do Coppead-Net.

Em outras palavras, para aproveitar e reagir às oportunidades que surgem com a internet, o marketing precisa deixar de ser uma função especialista para se tornar responsabilidade compartilhada por todos os profissionais, ou seja, o valor que chega ao consumidor não é função apenas do departamento de marketing e sim da empresa como um todo.

Novos desafios estão sendo gerados à medida que cresce o número de usuários e a taxa de uso da grande rede em todo o mundo. A internet transfere poder aos consumidores, ao viabilizar a interação entre indivíduos antes desconectados. Os clientes deixam de ser passivos - podem falar uns com os outros e responder às ações das empresas. Consumidores tanto podem se unir numa ode a uma nova marca como mobilizar seus pares para realizar um boicote contra uma empresa considerada antiética, o que exige reflexão e preparo por parte das organizações - independente do mercado em que ela esteja atuando.

O caso acima serve como exemplo prático de como o estudo e o conhecimento a respeito das comunidades pode ser relevante para empresas de qualquer natureza. O “marketing de tribo”, nesse sentido, deixa de ser uma estratégia apenas para determinados mercados, tendo uma importância prática no marketing de todos os tipos de produtos (até mesmo nos de massa, como a telefonia celular).

Em 2004, o tradicional ranking das marcas mundiais, publicado anualmente pela revista *Business Week*, apontou as empresas Apple (24%), Amazon (22%) e Yahoo! (17%) com os maiores crescimentos. Em comum essas três organizações têm justamente o mérito de conseguir formar comunidades ao redor das suas marcas.

Entender a dinâmica das comunidades virtuais da internet é um desafio que merece ser encarado por pesquisadores e organizações preocupadas em construir marcas fortes e relacionamentos duradouros com seus consumidores.