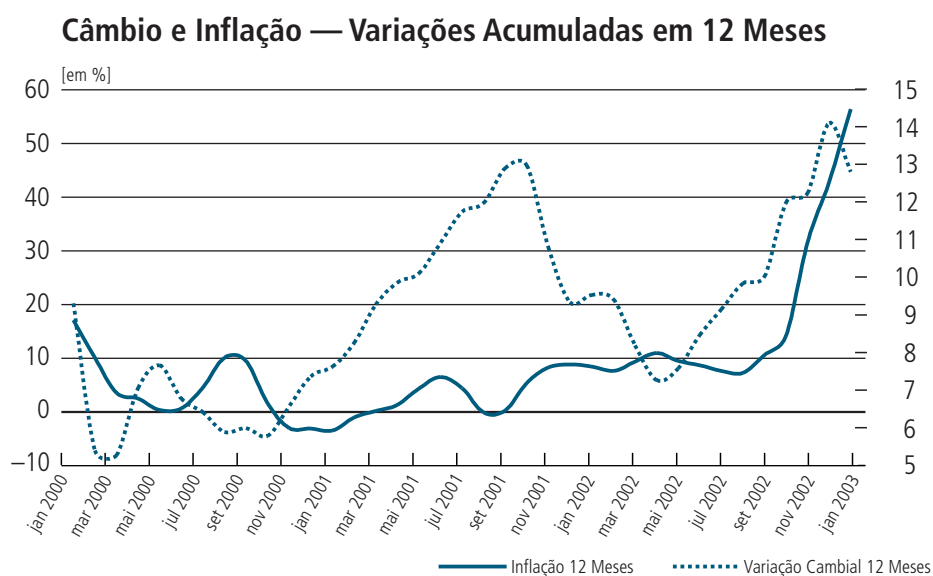


PANORAMA CONJUNTURAL

O quadro macroeconômico apresentou melhoria sensível em relação ao final de 2002. O novo governo, demonstrando na prática seu compromisso com a estabilidade de preços, austeridade fiscal e o regime de câmbio flutuante, não vacilou em utilizar medidas amargas para conter as pressões inflacionárias e reverter o quadro de deterioração das expectativas. As principais medidas nesse sentido foram aumentar a meta de superávit primário de 3,75% para 4,25% do PIB, subir a taxa de juros de 25% para 26,5% e elevar de 45% para 60% o compulsório sobre os depósitos à vista. Além das políticas monetária e fiscal contracionistas, o governo retomou a iniciativa dos processos de reformas previdenciária e tributária, reafirmando assim seus compromissos com a sustentabilidade fiscal, a eficiência produtiva e o crescimento da economia no longo prazo.

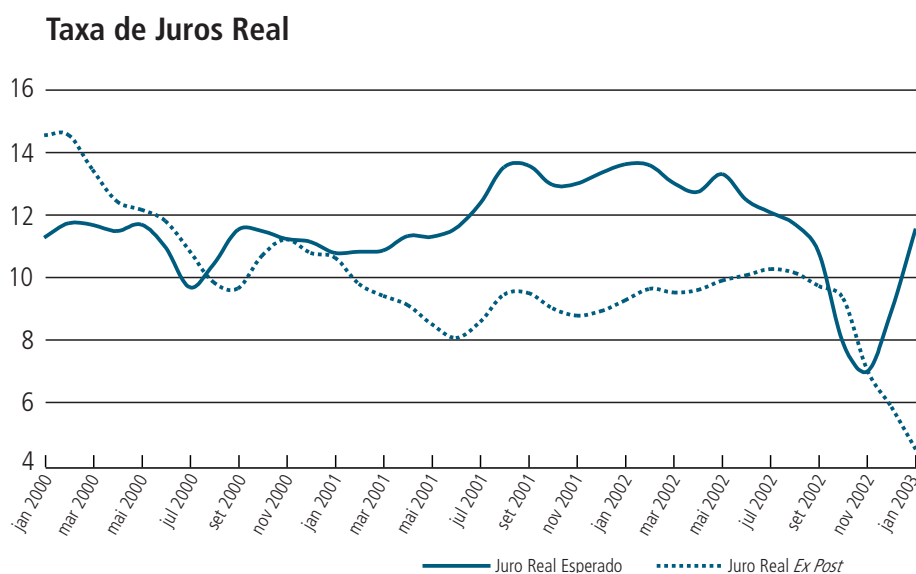
A reversão das expectativas, contudo, veio de forma gradual devido, em parte, às incertezas crescentes no cenário externo. O risco-Brasil declinou sistematicamente de 2.400 pontos no final de setembro para 1.155 pontos na primeira semana de março, mas a cotação do dólar, depois de recuar de R\$ 3,90 em fins de outubro para R\$ 3,20 no começo de janeiro, voltou a subir para níveis acima de R\$ 3,50, onde permanece desde então. A iminência da guerra no Iraque, causando nervosismo nos mercados financeiros e aumentos da ordem de 25% no preço internacional do petróleo, continua impedindo quedas mais acentuada do risco-Brasil e da taxa de câmbio. Constatase, não obstante, melhoria consistente nas condições para a colocação de títulos públicos nos mercados financeiros domésticos e aumento das captações externas em janeiro.



A questão candente na conjuntura atual refere-se à eficácia das políticas monetária e fiscal contracionistas para conter pressões inflacionárias causadas pela desvalorização cambial e aumento dos preços administrados. De fato, ao longo do ano passado, a taxa de câmbio acumulou desvalorização de 50%, cifra que atingiu 64% entre abril e outubro. O choque cambial manifestou-se a partir de junho com o aumento dos preços dos produtos exportáveis e importáveis — os chamados bens *tradeables*, especialmente alimentos — que, causando elevação dos preços no atacado, transmitiu-se para os preços administrados ou monitorados. A partir de novembro, os preços dos bens domésticos ou não-comercializáveis também aceleraram. As pressões inflacionárias nos preços ao consumidor se fizeram sentir no último trimestre, quando a taxa de inflação média mensal do IPCA se elevou para 2,1%, com pico de 3% em novembro.

O gráfico mostra que o impacto inflacionário da desvalorização cambial sobre o IPCA em 2002 foi bem mais acentuado que nos anos anteriores. Além da própria magnitude da desvalorização, vários fatores contribuíram para o aumento do coeficiente de repasse inflacionário do câmbio, destacando-se o aumento da aversão ao risco dos investidores externos, que deu à desvalorização um caráter mais permanente, o comportamento defensivo dos agentes econômicos diante da sucessão presidencial, a expansão da liquidez associada às dificuldades de rolagem da dívida pública e, *last but not least*, a sustentação dos níveis de demanda na economia.

Diversos fatores contribuíram para essa sustentação da demanda, a despeito da queda dos rendimentos do trabalho em termos reais. Em termos de renda corrente, houve aumento das transferências governamentais às famílias, caso da correção do FGTS e dos benefícios previdenciários, que cresceram 7,8% em termos reais. A volatilidade da economia causou também realocações significativas no portfólio de ativos do setor privado, destacando-se, nesse sentido, saques dos fundos de renda fixa de R\$ 64,8 bilhões, que se comparam com captações das contas de poupança de R\$ 20,9 bilhões. Houve, portanto, uma fuga precaucional para bens e ativos reais que se intensifica devido à queda significativa das taxas de juros reais no final do ano. O gráfico a seguir mostra a queda na taxa de juros real, seja em termos *ex post* (taxa de juros acumulada em 12 meses, deflacionada pelo IPCA observado no mesmo período) ou *ex ante* (taxa do mês anualizada deflacionada pela inflação espe-



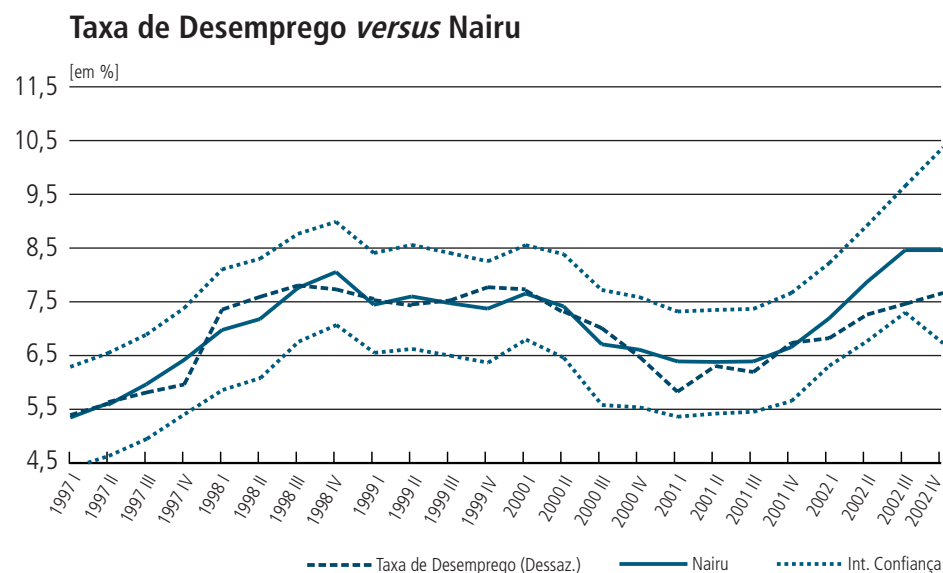
rada nos 12 meses seguintes, segundo o Focus/Bacen). O gráfico da taxa de juros *ex ante* mostra que o Banco Central reagiu tardiamente às pressões de demanda que se acumulavam.

Olhando em retrospecto, no início do ano passado desenhava-se uma convergência das tendências da inflação dos preços no atacado e ao consumidor para um patamar de 8% a.a. Essa trajetória rompeu-se em junho com um aumento brusco da tendência de inflação dos preços no atacado, que se explica pela desvalorização cambial durante o processo eleitoral. Passadas as eleições, as pressões cambiais cederam e, a partir de novembro, houve redução da tendência de inflação nos preços no atacado que, contudo, ainda se mantêm em taxas superiores a 40% a.a.

O aumento na tendência de inflação dos preços ao consumidor, por sua vez, só ocorreu de forma significativa a partir de outubro ou novembro, quando o aumento das exportações induzidas pela desvalorização cambial já pressionava o nível de atividade. A relação entre nível de atividade e inflação pode ser analisada pela estimativa da Nairu (em inglês, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment), que mostra a taxa de desemprego — como *proxy* do nível de atividade — que mantém a taxa de inflação estável.

O gráfico mostra que a Nairu se elevou de 1997 até o final de 1998 com as expectativas crescentes de desvalorização cambial associadas à crise externa brasileira, manteve-se em patamar elevado após a desvalorização cambial ocorrida em 1999, caiu em 2000 com a estabilidade da taxa de câmbio e voltou a aumentar fortemente a partir do quarto trimestre de 2001 com a crise de energia e a depreciação cambial que se intensificou a partir de julho do ano passado.

Apesar das incertezas das estimativas, o gráfico sugere que no terceiro trimestre de 2002 a economia encontrava-se aquecida, com a taxa de desemprego bem menor do que a



Nairu, e que, portanto, a taxa de inflação tenderia a se acelerar. A estabilidade da Nairu, combinada ao aumento do desemprego observado no quarto trimestre do ano, reduziu as pressões por aceleração da inflação.

O crescimento da tendência de inflação dos preços ao consumidor ainda persiste, apesar dos sinais de desaceleração no curto prazo. Utilizando-se o IPCA-15 como estimativa do IPCA de fevereiro, a estimativa de tendência de inflação nos dois meses fica estável em 18,7%.

PERSPECTIVAS PARA 2003

Para 2003, espera-se que alguns dos fatores que estimularam o crescimento no ano passado se mantenham, embora as políticas macroeconômicas restritivas visando à redução da inflação possam influenciar negativamente a atividade econômica durante o primeiro semestre. O crescimento do PIB esperado para o ano é de 1,8%. Pelo lado da oferta, a agropecuária deverá manter seu dinamismo, com crescimento de 3,3%, estimulando a produção em setores encadeados para frente e para trás. Na indústria, os segmentos mais voltados para as exportações continuarão a crescer, ainda que a taxas mais baixas que em 2002 — até mesmo por restrições de capacidade. A transformação deve crescer 1,8% e a extrativa, 7,9%. Espera-se alguma recuperação da construção civil, após dois anos consecutivos de retração média anual de 2,5%, e dos Serviços Industriais de Utilidade Pública (Siups), com taxas de crescimento de 1,5% e 4,6%, respectivamente. Os serviços crescem 1,1%.

Pelo lado da demanda, as exportações líquidas ainda devem contribuir positivamente para o crescimento agregado, porém com menos intensidade que no ano passado (cerca de um ponto percentual, ante 2,7 pontos em 2002), devido à expectativa de menor depreciação do câmbio em termos reais e ao crescimento ainda baixo do comércio mundial. A redução das incertezas e a melhora das expectativas, conforme sinalizado pelas mais recentes sondagens de expectativas entre empresas e consumidores, a necessidade de expansão da capacidade produtiva nos setores exportadores e a perspectiva de uma reversão moderada da construção civil levariam a uma retomada gradual dos investimentos, que cresceria 1,5%. Vale notar que boa parte da queda do investimento em 2002 refletiu o efeito atípico da crise de energia sobre a indústria de material elétrico e de comunicações, que, no ano passado, teve forte queda em comparação à base atipicamente elevada de 2001. O consumo deve se recuperar parcialmente, com expansão de 1%, embora ainda permaneça limitado pelas pressões inflacionárias, que freiam a expansão da renda real, e pela continuidade de políticas monetária e fiscal ainda restritivas.

A política monetária deve manter-se restritiva até meados do ano, com uma queda gradual da taxa de juros a partir do terceiro trimestre para encerrar o ano em torno de 23% a.a. Ainda assim, projeta-se inflação de 12,6%, refletindo a intensidade dos choques do final do ano passado discutidos anteriormente. As projeções apontam para uma relativa estabilidade da taxa de câmbio nominal, que permaneceria oscilando em torno do atual patamar de R\$ 3,50/US\$. No setor externo, as projeções são de um superávit de US\$ 16,2 bilhões na balança comercial, fruto de expansão de 14% das exportações e de 11,5% das importações. Nesse cenário-base, o preço internacional do petróleo ficaria em torno de US\$ 33 o barril até o final do primeiro semestre, recuando gradualmente a partir daí para atingir cerca de US\$ 30 o barril no final do ano.

A perspectiva de guerra torna as projeções citadas bastante incertas, dependendo da duração do conflito e de seu impacto sobre o preço do petróleo. Caso o Banco Central opte

por absorver as pressões cambiais decorrentes do cenário externo mais adverso, os efeitos sobre o PIB e a inflação seriam pequenos. Tal postura se justificaria pela transitoriedade do choque, podendo ser acomodada por perda de reservas no próprio contexto do acordo com o FMI, que poderia relaxar o piso mínimo de reservas. Se a opção for no sentido de permitir que o câmbio flutue, a decisão passa a girar em torno da condução da política monetária. A desvalorização cambial pode ser acentuada, refletindo não apenas o custo mais alto das importações de combustíveis, mas também uma retração dos fluxos de capital externo. O comportamento do PIB no ano passado mostra que o câmbio tem efeito expansionista sobre a economia, mas o impacto inflacionário eventualmente exigiria um aumento adicional da taxa de juros, afetando o crescimento. Além disso, dependendo da magnitude do choque cambial, talvez seja necessário elevar ainda mais o superávit primário de modo a minimizar o impacto do aumento de juros e câmbio sobre a dívida. De qualquer modo, a expectativa mais ampla é de que boa parte dos efeitos já estaria contemplada nos preços atuais, e que somente um conflito de proporções inesperadas poderia provocar uma mudança radical em relação ao cenário-base.

