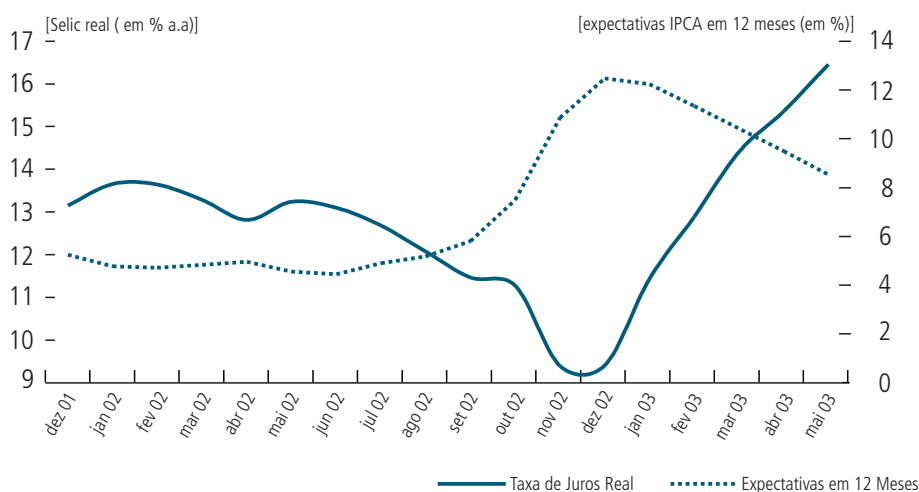


PANORAMA CONJUNTURAL

À medida que se consolidam as principais diretrizes da política econômica do novo governo, vai se revertendo também o quadro de instabilidade que caracterizou a maior parte de 2002. A partir de abril, ganhou corpo uma trajetória de apreciação da taxa de câmbio simultaneamente a uma acentuada redução do risco país no mercado financeiro internacional. Esse movimento corrige em parte as variações extremas ocorridas no ano passado, caracterizando-se também pela volatilidade e pela possibilidade de *overshooting*, mas aponta de forma inequívoca para uma recuperação da confiança na economia brasileira. Os fluxos de capital externo, ainda que concentrados no curto prazo, aumentaram de forma significativa no primeiro trimestre de 2003, ao mesmo tempo em que o desempenho do balanço de pagamentos em conta corrente, refletindo os elevados superávits comerciais, continua surpreendendo favoravelmente. Em abril, o coeficiente de rolagem de títulos de médio e longo prazos do setor privado (*notes e commercial papers* e empréstimos e financiamentos) atingiu 95%, o maior percentual desde agosto de 2001, e as indicações preliminares veiculadas pelo Banco Central são de que isso deve se repetir em maio. A perspectiva de financiamento externo do Brasil, portanto, parece favorável, principalmente porque, à recuperação da confiança na política econômica, adiciona-se uma conjuntura positiva no mercado financeiro internacional em decorrência das baixas taxas de juros e da desvalorização do dólar.

A apreciação do real tende a favorecer uma queda da inflação mais rápida do que a que se desenhava no início do ano, permitindo assim que as taxas de juros possam também cair um pouco mais rapidamente. Os indicadores de tendência da inflação, contudo, ainda permanecem relativamente elevados, recomendando que essa redução seja feita de forma

Taxa de Juros Real (Expectativa do IPCA em 12 Meses) e Expectativa de Inflação

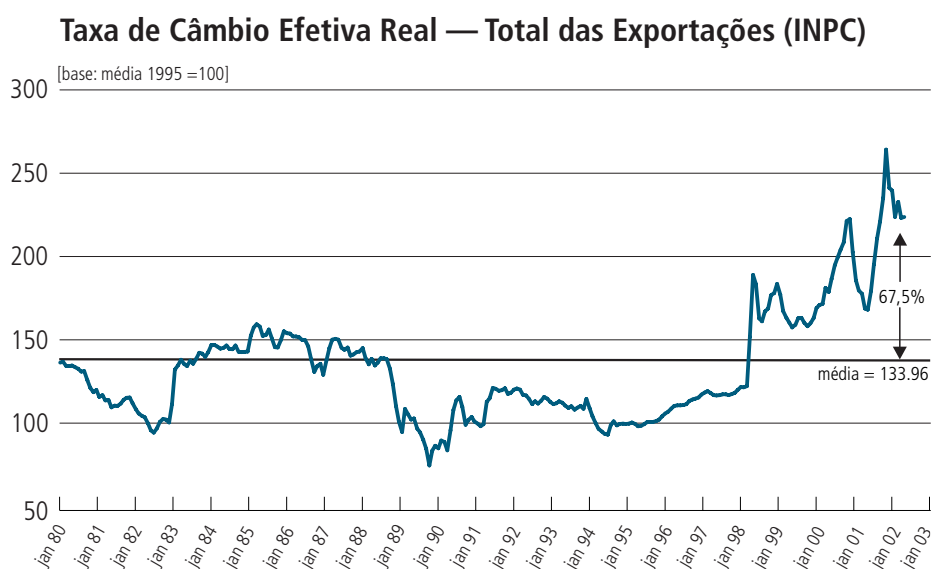


gradual. A deflação no atacado em maio é positiva, mas os ajustes em nível de varejo ainda são intensos, em parte pela pressão dos preços administrados. Com a política monetária apertada, as expectativas da inflação futura têm caído, e o efeito inicial dessa reversão é aumentar a taxa real de juros, o que deve acelerar a queda dos índices inflacionários.

O nível da atividade econômica no primeiro trimestre ficou ligeiramente abaixo daquele previsto há alguns meses, e tende a se manter nesse patamar, ou mesmo registrar pequena queda em termos dessazonalizados, antes de iniciar uma recuperação a partir do terceiro trimestre. O crescimento de 2% do PIB em comparação com igual período de 2002 ainda foi influenciado pelo desempenho positivo das exportações líquidas, que continuaram a apresentar crescimento expressivo na comparação anual, contribuindo com cerca de 3,3 pontos percentuais para o crescimento de 2,2% acumulado em 12 meses, embora na margem já se tenha observado algum recuo em relação aos níveis elevados do final de 2002. O desempenho da balança comercial em termos dessazonalizados mostra que será possível atingir um superávit da ordem de US\$ 17 bilhões, a despeito da apreciação real do câmbio, projetada em 3,8% na média do ano e em cerca de 21% na ponta.

O consumo recuou 1,7% em relação ao primeiro trimestre do ano passado. O consumo privado caiu 0,5% e o do governo 0,2% — a primeira queda em toda série. Apesar dos gargalos que se desenham em alguns setores exportadores, a formação bruta de capital fixo declinou 4,6% em termos dessazonalizados em comparação com o último trimestre de 2002 e 1,5% em relação a igual trimestre do ano passado. Dados da PIM-PF combinados com as informações sobre quantidades exportadas e importadas da Funcex revelam que o consumo aparente de bens de capital teria se reduzido 8,5% no primeiro trimestre ante o mesmo período de 2002.

A demanda interna, portanto, parece ter começado a refletir de modo mais intenso os efeitos da política monetária apertada, implementada pelo Banco Central a partir do final do ano passado, indicando estagnação do consumo e queda do investimento. A aceleração da inflação deprimiu os rendimentos médios reais do trabalho, especialmente entre os trabalhadores menos organizados atuando no setor informal, enquanto outro componente importante da renda das famílias — as transferências governamentais exceto juros — também está declinando em termos reais pelo efeito da inflação e do controle do gasto. Nesse



contexto, o crescimento do consumo passa a depender basicamente da expansão do crédito e do emprego.

Os dados da PMC-IBGE, relativos a vendas físicas no comércio, depois de esboçarem alguma recuperação nas taxas anuais de crescimento no segundo semestre do ano passado, voltaram a entrar em território negativo em 2003. Na indústria, os dados até março revelam que o setor com melhor desempenho é o de bens intermediários, precisamente aquele mais direcionado para as exportações. Os bens de consumo registram queda de 2,2% no acumulado no ano, com redução mais acentuada para os semi e não-duráveis. O Indicador IPEA da produção industrial de abril mostra crescimento dessazonalizado de 0,6% em comparação a março e queda de 3% em relação a abril do ano passado — quando a série de produção industrial registra um salto transitório.

É importante destacar que a melhora da percepção em relação ao Brasil ocorre *também* como reflexo da redução global da aversão ao risco e da manutenção das taxas de juros internacionais em patamar extremamente baixo. O desfecho relativamente rápido do conflito no Iraque e a redução acentuada dos preços do petróleo no mercado internacional — sinalizando inflação e juros em queda — podem ser apontados como fatores determinantes desse quadro. Não obstante essa melhora, ainda há muitas incertezas no que se refere às perspectivas da economia internacional.

De fato, o impacto das atuais tendências da economia internacional sobre a economia brasileira é ambíguo, mas o saldo parece favorável. Do lado positivo, destaca-se a provável queda das taxas de juros nos Estados Unidos e na União Européia nos próximos meses e sua manutenção nesses níveis por algum tempo, dados a perspectiva de baixo crescimento e o risco de deflação nessas economias. Esse aspecto contribui para o aumento dos fluxos externos de capitais para os países emergentes, sobretudo para o Brasil, onde houve forte retração em 2002 e onde a taxa de juros ainda permanecerá relativamente elevada, embora em queda, até 2004. As estimativas do Institute of International Finance, em seu boletim de maio, apontam para um crescimento de 41% nos fluxos de capitais privados em direção à América Latina no corrente ano, com discreto recuo dos investimentos diretos e forte elevação dos demais capitais. A recuperação da Argentina, que deverá crescer cerca de 4% este ano, também constitui notícia favorável para os exportadores brasileiros, especialmente de manufaturados. Por fim, o aumento dos preços das *commodities* nos mercados internacionais, associado à desvalorização do dólar ante as demais moedas, continuará a contribuir para o crescimento das exportações brasileiras, a exemplo do observado nos últimos meses.

Do lado negativo, a prejudicar o desempenho, de resto muito bom, das nossas exportações, ressalta o baixo crescimento das economias norte-americana e européia. Há, contudo, a esperança de retomada do crescimento dos Estados Unidos no segundo semestre, impulsionado pelo aumento do consumo, à medida que a confiança dos consumidores se recupera, e das exportações, estimuladas pela desvalorização do dólar. A SARS poderá também prejudicar as economias asiáticas que, à exceção do Japão, vinham crescendo rapidamente e contribuindo para o aumento das nossas exportações. Mas, ainda assim, pode-se esperar crescimento entre 4% e 5% para essa região.

No plano interno, as linhas mestras da política econômica foram reforçadas recentemente pelo envio ao Congresso das propostas de reforma previdenciária e tributária e pela aprovação da lei complementar que permite a regulamentação do artigo 192 da Constituição, relativo à organização do sistema financeiro. Essas medidas vêm sendo consideradas

como essenciais para a retomada do crescimento, na medida em que sua aprovação poderá viabilizar a redução em caráter permanente do déficit público e, em conseqüência, da taxa de juros. A reforma da previdência do setor público, por exemplo, pode resultar em uma redução de cerca de 15% do déficit atuarial embutido nas regras atuais, e seu valor presente é equivalente, sem levar em consideração o impacto nos estados e municípios, a cerca de 11% da dívida líquida do governo federal.

O superávit primário do setor público consolidado foi de R\$ 32,7 bilhões no primeiro quadrimestre, ou 6,5% do PIB, contribuindo, junto com a apreciação de cerca de 15% da taxa de câmbio, para reduzir a relação dívida-PIB de 56,5% do PIB em dezembro para 52,2% do PIB em abril. Em relação a igual período de 2002, quando o superávit primário foi de R\$ 20,5 bilhões, houve um aumento de 1,3 ponto percentual do PIB.

Considerando apenas o governo federal, um ponto a destacar no desempenho fiscal do primeiro quadrimestre de 2003 é que a melhora em relação a igual período de 2002 — quando o superávit primário foi de R\$ 16,3 bilhões ante R\$ 24,9 bilhões em igual período deste ano — foi determinada principalmente por um menor volume de gastos em termos reais, já que estes caíram 24% quando deflacionados pelo IGP-DI, enquanto as receitas declinaram apenas 12%. A parcela dos gastos sobre a qual o governo detém poder discricionário — os OCCs — caiu 30% no período.

Esse quadro macroeconômico favorável tem se refletido também no financiamento público sob a forma de melhores condições de rolagem da dívida mobiliária. As taxas de colocação de LTNs, por exemplo, caíram de cerca de 28% nos títulos para prazos em torno de 205 dias para 24,3% nos títulos com prazos de 230 dias. Além disso, o prazo médio da dívida prefixada aumentou de 1,7 mês em fevereiro para 7,4 meses em abril. Na realidade, essas condições mais favoráveis motivaram o Banco Central a assumir formalmente a perspectiva de reduzir o peso da dívida corrigida pelo câmbio através de um percentual de rolagem menor dessa dívida no futuro.

A valorização recente do câmbio reflete a maior disponibilidade de financiamento externo e deve ser, portanto, encarada de forma positiva. O gráfico apresentado, com a taxa de câmbio efetiva real, mostra que os níveis atuais ainda representam uma desvalorização significativa em relação à média histórica. Do ponto de vista da retomada do crescimento, isso significa que é possível, dentro de limites algo estreitos em função do passivo externo acumulado nos últimos anos, mas certamente ainda positivos, complementar os baixos níveis de poupança doméstica com alguma poupança externa, de modo a ampliar o investimento. A questão central diz respeito à contrapartida interna aos déficits em conta corrente. No início do Plano Real, a política de câmbio administrado impediu a sinalização de preços relativos adequados e acabou contribuindo para que os déficits em conta corrente acabassem financiando ou o aumento do consumo, público e privado, ou o investimento em setores não-*tradeables*, ou seja, com pouco impacto direto sobre a geração de superávits futuros na balança comercial. Em um regime de câmbio flutuante, o sistema de preços relativos tende a ser eficaz ao sinalizar os setores mais rentáveis, privilegiando assim a inversão nos setores que contribuem para o aumento das exportações ou substituição de importações.

A redução da poupança externa, de 4,7% do PIB em 1999 para 1,4% do PIB no ano passado, foi em parte compensada pelo aumento da poupança do setor público — ou melhor, por uma redução de sua despoupança, de -6% do PIB para -1,8% do PIB em 2001. Os dados de Contas Nacionais de 2002 com a abertura da conta de poupança ainda

não estão disponíveis, mas se espera que a contribuição do setor público tenha diminuído, já que o efeito de um maior esforço primário deve ter sido mais do que compensado pelo aumento dos juros reais decorrentes da desvalorização do câmbio. Por outro lado, com a queda da renda disponível do setor privado (inclusive empresas estatais), sua poupança como proporção do PIB também caiu de 21,4% do PIB em 1999 para 18,5% do PIB em 2001. A consequência é que a taxa de investimento caiu de 20% para 18,7% do PIB em 2002.

A conclusão é que o aumento dos investimentos não pode prescindir de alguma contribuição da poupança externa, sob pena de se ter que manter a absorção doméstica fortemente limitada, de modo a impedir o surgimento de pressões inflacionárias ou o aumento dos déficits em transações correntes. Aceitar esses déficits, garantindo através do sistema de preços que não irão financiar aumentos de consumo público ou privado ou investimentos em setores *não-tradeables*, é o principal desafio da política econômica em uma perspectiva de retomada do crescimento.